

Makroskop

2 - 8 Ağustos 2010

Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu

Haluk Bürümcekçi (Yönetici Direktör)
Tel: 0212 318 34 49
Email: haluk.burumcekci@fortis.com.tr

H. Erkin Işık, CFA (Yönetici)
Tel: 0212 318 34 05
Email: erkin.isik@fortis.com.tr

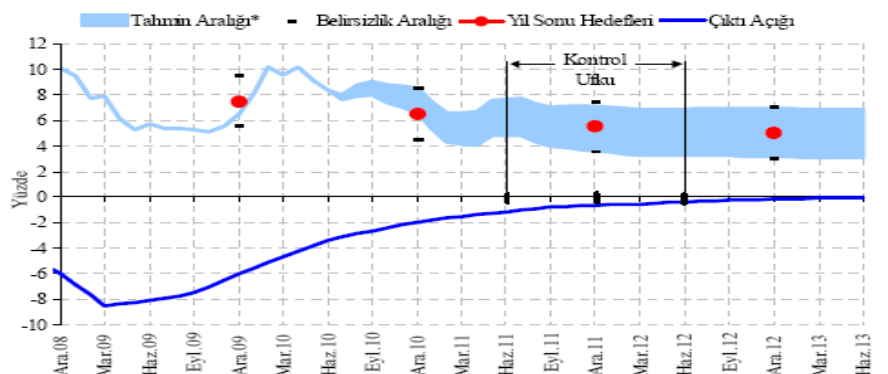
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Bu Yıl Olmadı, Seneye Bakarız...

Küresel ekonomide yılın ilk yarısında gözlenen güçlü toparlanmanın yerini ikinci yarıda daha yavaş bir toparlanmaya bırakması, giderek daha fazla kabul gören bir senaryo olmaya başlamıştır. Burada tam olarak bilinmeyen ise beklenen yavaşlamanın ne boyutta olacağıdır. En kötümserlerin ekonomilerde çift dip beklentilerini öne sürerken dayanak aldıkları borsalardaki satış baskısının son dönemde ortadan kalkması, bu beklentiyi korumayı giderek güçleştirmektedir. Ayrıca, gerek tüketici güveninde gerekse en önemli öncü gösterge olarak kabul edilen satınalma yöneticileri endekslerinde (PMI), Avrupa kaynaklı negatif haber bombardımanı olan dönemde dahi, ekonomilerde bu ölçüde bir zayıflama getirecek bir görüntünün oluşmadığı gözlenmiştir. Mayıs ve Haziran aylarında sınırlı bir gerileme gösteren Eurozone PMI endeksinin Temmuz'da 56.5 gibi yüksek sayılabilecek bir seviyeye çıkması buna iyi bir örnektir. Benzer şekilde, yurtiçi ekonomik aktiviteyi ihracatımızdaki Avrupa ağırlığı nedeniyle dış talep üzerinden doğrudan, finansal piyasalar üzerinden de tüketici güveni kanalı ile dolaylı olarak etkilemesi riskinde, en kötünün geride bırakıldığını düşündüren gelişmeler gözlenmiştir. Reel Kesim Güveni'nin Nisan'daki zirvesinden hızla geriledikten sonra Temmuz'da yükselerek bu düşüşü sona erdirmesi ve kapasite kullanımında gözlenen belirgin artış bu yöndeki işaretlerden sayılabilir. **Bizce bu görünüm, yurtiçi ekonomik aktivitede toparlanmanın belirgin olarak gecikmesi veya durgunluk sürecine girmesi senaryolarından daha çok, toparlanmanın hız keserek de olsa devam etmesi senaryosu ile, uyumludur.** Toparlanmadaki güç kaybının ise ağırlıklı olarak ihracat artış hızında Haziran'dan itibaren görülen yavaşlamadan kaynaklanacağını düşünmekteyiz. Ancak bu tablonun önceki raporlarımızda bahsettiğimiz baz senaryomuz ve % 7 düzeyindeki büyüme tahminimizle çelişmediğini ve bu tahminlerimizde bir değişiklik getirmeyeceğini de belirtmeliyiz. Yıl ortasında ekonomide gözlenen trendlere bakışımızı bu şekilde ortaya koyduktan sonra, Merkez Bankası'nın hafta içinde yayınlanan Enflasyon Raporu'ndan hareketle, Banka'nın bakış açısıyla arada önemli farklar olup olmadığını tespit etmeye çalışacağız.

Merkez Bankası'nın Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

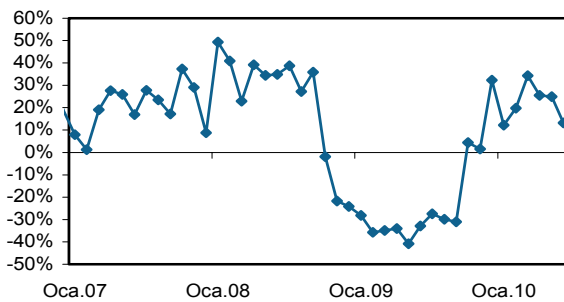
Merkez Bankası, Euro bölgesine ilişkin sorunların toplam talebi kısıtlaması beklentisi nedeniyle çıktı açığı tahminlerini sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellemiştir. Bilindiği gibi, Banka büyüme tahminlerini kamuoyu ile paylaşmamakta, bunun yerine ekonomideki mevcut üretim seviyesinin potansiyel üretim seviyesinden farkını gösterge olarak izlemektedir. Çıktı açığı tahmininin aşağı yönlü güncellemesi yani çıktı açığının büyümesi, Banka'nın önceki rapora göre sınırlı da olsa daha düşük bir büyüme öngördüğü anlamına gelmektedir. Ancak, aynı zamanda para politikası duruşunu gevşeterek zayıf dış talebi kısmen telafi edeceğini düşünmüş; yani, dış talebe ilişkin görece olarak daha zayıf görünüme rağmen iktisadi faaliyetin toparlanma hızında belirgin bir değişiklik olmayacağını öngörmüştür. Bu da bizim yukarıdaki bakışımızla uyumludur. Merkez Bankası bu temel senaryosu üzerindeki riskleri ise alternatif senaryolarla aktarmıştır. **Bunların en çarpıcısı ise, uzun bir aradan sonra yine faiz indiriminden bahseden durgunluk senaryosu olmuştur.** Politika faizini etkileyebilecek, baz senaryo dahil, dört senaryodan bahsedilmektedir. Bunlar;

- 1. Baz:** İktisadi faaliyetin toparlanma hızında belirgin bir değişiklik öngörülmeven ve faiz artırımlarının 2011 yılı içinde gerçekleştiği senaryo.
- 2. Yurtiçinde Geciken Toparlanma:** Küresel ekonominin öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemine girmesi ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı belirgin olarak geciktirmesi halinde baz senaryoda öngörülen parasal sıkılaştırma 2011 yılının sonlarına ertelenebilecektir.
- 3. Yurtiçinde Durgunluk:** Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise politika faizlerinde yeni bir indirim süreci söz konusu olabilecektir.
- 4. Küresel Hızlı Toparlanma:** Küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda parasal sıkılaştırma 2011 yılının daha erken bir döneminde gündeme gelebilecektir.

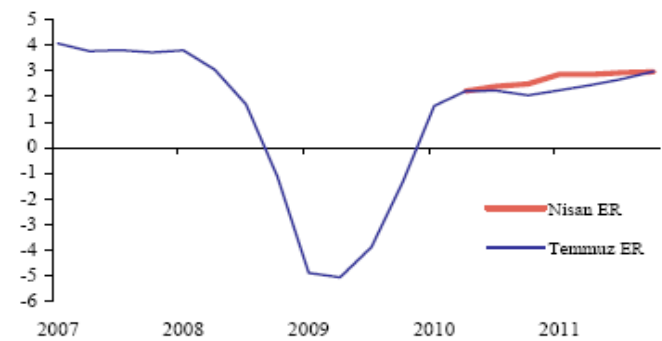
Raporda Nisan ayında uygulanma kararı alınan **Para Politikası Çıkış Stratejisi'**ne ilişkin de iki senaryo bulunuyordu.

- 1. Baz:** Yılın kalan döneminde çıkış stratejisinde öngörülen tedbirlerin büyük ölçüde tamamlandığı senaryo. Bu kapsamda atılacak adımlardan geriye teknik faiz indirimi ve TL-Döviz zorunlu karşılıkların artırılması kalmıştı.
- 2. Erken Çıkış:** Büyümenin kompozisyonunda güçlü iç talep-zayıf dış talep bileşiminin sürmesi ve bu durumun hızlı kredi genişlemesi ve cari dengedeki bozulma ile bir arada ortaya çıkarak finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmesi halinde çıkış stratejisi kapsamındaki düzenlemeleri öne çekebilecektir.

Türkiye İhracatı Yıllık Artış Oranının Seyri



İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet (Yıllık % Değ.)



Kaynak: TIM, TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Rapor sonrası döviz munzam karşılıklarının bu yıl ikinci kez artırılması ise bu planın kararlılıkla uygulanacağına dair ilk işaret olarak görünüyordu. Bu bağlamda, eğer her şey Merkez Bankası'nın baz senaryosundaki temel varsayımları doğrultusunda giderse Banka tarafından atılacak adımların sırası şu şekilde olabilir. Öncelikle bir kaç ay içinde teknik faiz indirim sürecinin tamamlanması yani gecelik faizlerin de artık 1 haftalık repo faizine yakın oluşması, sonrasında kriz sırasında 1 puan indirilen TL munzam karşılıkların ve 2 puan indirilen döviz munzam karşılıkların en azından eski seviyesine

getirilmesi, son olarak da faiz artırımlarının tamamen bundan sonra gelecek veri açıklamalarına bağlı olarak ikinci veya üçüncü çeyrekte başlatılması. (Biz kendi senaryomuzda ikinci yarının başına koyduk)

Bu yol planını ekonomik görünüm dışında etkileyebilecek faktörler ise şu şekilde sıralanabilir; 1) Mali kuralın 2011 yılında uygulanmak üzere bu yılın sonuna kadar yasalaşmaması. 2) Eylül ayındaki referandum sonucuna bağlı olarak siyaset sahnesinde olası değişiklikler ve bunların genel seçim üzerindeki etkileri. 3) Görev süresi Nisan 2011'de bitecek olan TCMB Başkanlığı'na yapılacak atama.

Sonuç olarak, yılın ikinci yarısında küresel ekonomide daha yavaş bir toparlanma senaryosu ağırlık kazanmaya başlarken, bunun yurtiçi ekonomik aktiviteye yansımalarının toparlanmanın hız keserek de olsa devam etmesi şeklinde olması beklenmektedir. Yavaşlamanın dış talep azalışı kaynaklı olacağı gözlenirken, Merkez Bankası'nın para politikası duruşunu gevşetmesinin bu zayıflığı büyük ölçüde telafi etmesi ve yüksek büyüme tahminlerine önemli bir değişiklik getirmemesi beklenmektedir. Banka'nın normal şartlarda yol planı ise, önce yıl sonuna kadar para politikası çıkış stratejisini tamamlamak, gelecek yıl ise muhtemelen de yılın ortalarına doğru parasal sıkılaşmayı başlatmaktır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde, Perşembe günü yayınlanacak olan enflasyon en kritik veri olacak. Yurtdışında ise ABD'de ve Euro Bölgesi'nde PMI endeksleri ile ABD'de tarım dışı istihdam piyasaların seyrinde belirleyici olacak. Bu hafta ayrıca, Avrupa ve İngiltere Merkez Bankaları'ndan faiz değişikliği beklenmemekle birlikte, yapılacak açıklamalar önemli olabilir.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

| Önem | Gösterge | Birim | Açıklama Tarihi | Fortis Tahmin (Konsensus) |
|--------|--------------------------------|----------|-----------------|------------------------------|
| Yüksek | İTO Fiyat Endeksi, Tem. | % aylık | 1 Ağu., 12:00 | - |
| Orta | Türkiye PMI, Tem. | - | 2 Ağu., 10:00 | - |
| Orta | CNBC-e Tüket. Güven End., Tem. | - | 2 Ağu., 10:00 | - |
| Orta | TİM İhracat, Tem. | US\$ mln | 2 Ağu. | 9,400 |
| Yüksek | TÜFE, Tem. | % aylık | 3 Ağu., 10:00 | -0.30 (-0.31) |
| Yüksek | ÜFE, Tem. | % aylık | 3 Ağu., 10:00 | (-0.04) |
| Orta | Beklenti Anketi, Ağu. I | - | 6 Ağu., 16:30 | - |

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

| Önem | Ülke | Gösterge | Birim | Açıklama Tarihi | Konsensus |
|--------|--------------|---|-------------|-----------------|-------------|
| Yüksek | Euro Bölgesi | İmalat Sanayi PMI Endeksi, Tem. | - | 2 Ağu., 10:58 | 56.5 |
| Yüksek | ABD | İmalat Sanayi ISM Endeksi, Tem. | - | 2 Ağu., 17:00 | 55.0 |
| Yüksek | ABD | Çekirdek PCE, Haz. | % aylık | 3 Ağu., 15:30 | 0.2 |
| Orta | ABD | Bekleyen Konut Satışları, Haz. | % aylık | 3 Ağu., 17:00 | 1.8 |
| Yüksek | Euro Bölgesi | Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Tem. | - | 4 Ağu., 10:58 | 56.0 |
| Orta | ABD | ADP İstihdam Raporu, Tem. | bin | 4 Ağu., 15:15 | 34.0 |
| Yüksek | ABD | Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Tem. | - | 4 Ağu., 17:00 | 53.5 |
| Yüksek | İngiltere | Merkez Bankası faiz kararı | baz puan | 5 Ağu., 14:00 | değişim yok |
| Yüksek | Euro Bölgesi | Merkez Bankası faiz kararı | baz puan | 5 Ağu., 14:45 | değişim yok |
| Yüksek | ABD | Tarım dışı istih. ve işsizlik oranı, Tem. | Bin kişi, % | 6 Ağu., 15:30 | -95, 9.6 |

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

| | 2009 | 2010t | 2011t | 2012t |
|-------------------------------------|-------|---------|---------|---------|
| GSYİH (Milyar TL) | 954.0 | 1,095.5 | 1,203.7 | 1,317.6 |
| GSYİH (Milyar US\$) | 616.6 | 716.0 | 779.1 | 839.3 |
| GSYİH büyümesi | -4.7 | 7.0 | 4.0 | 4.0 |
| ÜFE (yıllık %) | 5.9 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| TÜFE (yıllık %) | 6.5 | 7.2 | 6.0 | 5.5 |
| Dış Ticaret Dengesi (Milyar US\$) | -38.6 | -64.2 | -72.9 | -74.2 |
| İhracat (FOB, Bavul hariç) | 102.2 | 103.3 | 117.8 | 140.1 |
| İthalat (CIF, Altın dahil) | 140.8 | 167.6 | 190.8 | 214.3 |
| Cari İşlemler Dengesi (Milyar US\$) | -13.8 | -37.1 | -42.5 | -40.6 |
| Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%) | -2.2 | -5.2 | -5.5 | -4.8 |

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

| | 30 Temmuz | 1Ay | 3Ay | 6Ay | 12Ay | 2010 | 2011 |
|-----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USD/TL | 1.5032 | 1.5200 | 1.5300 | 1.5400 | 1.5500 | 1.5500 | 1.5600 |
| EUR/TL | 1.9644 | 1.9600 | 1.9700 | 1.9700 | 2.0400 | 1.9700 | 2.1100 |
| Döviz Sepeti | 3.4676 | 3.4800 | 3.5000 | 3.5100 | 3.5900 | 3.5200 | 3.6700 |
| EUR/USD | 1.3068 | 1.2900 | 1.2800 | 1.2800 | 1.3200 | 1.2700 | 1.3500 |
| Politika Faizi | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 8.00% | 7.00% | 9.00% |
| Gösterge Tahvil | 8.30% | 8.30% | 8.70% | 9.50% | 10.30% | 9.20% | 11.00% |

| | | | |
|---|--|---|---|
| Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11 | Fortis Bank Avusturya Euro Plaza/D Wienbergstrasse 41 1120 Vienna Avusturya Tel: +43 1 81 10 43 81 85 | Fortis Bank Çek Cumhuriyeti Myslbek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Çek Cumhuriyeti Tel: +420 225 43 60 10 | Fortis Bank Danimarka Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Danimarka Tel: +45 32 71 19 09 |
| Fortis Bank, Fransa 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex Fransa Tel: +33 1 55 67 72 00 | Fortis Bank Almanya Christophstrasse 33-37 50670 Cologne Almanya Tel: +49 221 161 13 30 | Fortis Bank Yunanistan Sygrou Ave 166 17671 Athens Yunanistan Tel: +30 21 09 54 43 70 | Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56 |
| Fortis Bank Macaristan Deak Ferenc 15 1052 Budapest Macaristan Tel: +36 14 83 81 09 | Fortis Bank İtalya Via Comaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61 | BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxemburg Luxemburg Tel: +352 42 421 | Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50 |
| Fortis Bank Polska S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Polonya Tel: +48 22 566 90 00 | Fortis Bank Portekiz Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portekiz Tel: +351 213 13 93 16 | Fortis Bank Singapur 63 Market Street #21-01 Singapur 048942 Tel: +65 65 38 03 90 | Fortis Bank İspanya Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00 |
| Fortis Bank Romanya Tipografilor 11 -15 013714 Bucharest Romanya Tel: +40 21 401 17 02 | Fortis Bank İsveç Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm İsveç Tel: +46 8 505 375 59 | Fortis Bank İsviçre Rennweg 57 8021 Zurich İsviçre Tel: +41 58 322 09 70 | Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi, No: 54, Gayrettepe, 34353, İstanbul, Türkiye Tel: +90 212 318 38 38 |
| Fortis Bank İngiltere 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London İngiltere Tel: +44 20 32 96 80 00 | Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00 | | |

Bu bültende yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu bültendeki gerekse bu bültende kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden olduğu gibi bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan ve üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan, velhasıl her ne surette olursa olsun kullanımı olumsuz etkileyecek her türlü sonuçtan dolayı Fortis Bank AŞ veya Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin ve ayrıca her ne nam altında olursa olsun her ne akitle bağlı olursa olsun her türlü çalışanı hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır, fonların portföylerinin geçmiş döneme ilişkin getirileri gelecek dönemlerin göstergesi olamaz. Katılma Paylarının değeri menkul kıymet piyasalarındaki şartlara göre her zaman iniş ve çıkışlar (dalgalanmalar) gösterebilir. Fevkalade değişken ve profesyonel bir piyasada oluşan işbu bilgiler, hiçbir surette gönderenleri ilzam etmez ve/veya sorumlu kılmaz. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.