

Makroskop

26 Temmuz – 1 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

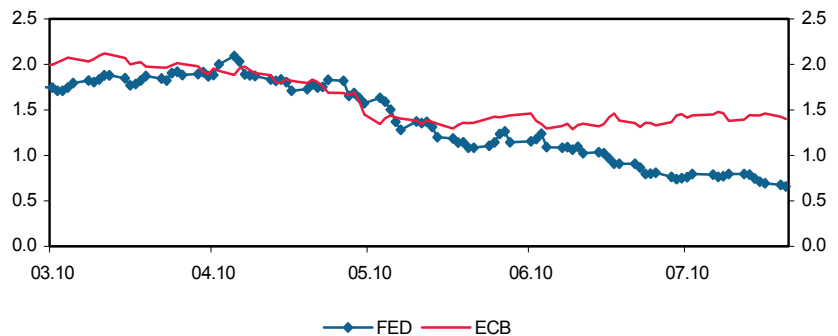
Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Sıkma Beni, Üzerim Seni...

Geçtiğimiz hafta gelen veriler genel olarak görünümü fazla değiştirmeyerek bütün Dünya'da ekonomilerin zayıflayacağı bir sürece girmekte olduğumuzu biraz daha güçlü olarak ifade etti. Bu görünüm altında, bütçe imkanlarının geçtiğimiz senelerde sonuna kadar kullanıldığını ve borç krizlerine yol açmamak için yavaş da olsa konsolidasyona gidilmesi gerektiğini de dikkate alırsak, para politikasına daha fazla iş düştüğü anlaşılmaktadır.

Bu görünüm, faizlerin daha uzun süre düşük seviyelerde seyretmesi yönündeki beklentileri güçlendirmektedir. ABD'de faiz artırımına yönelik beklentilerin 2011 yılının bile sonlarına atıldığı ve bir türlü güç kazanamayan ekonomi için, zaten dip noktaya çekilmiş faiz oranlarından başka ne türlü parasal destekler olabileceği konusunda arayışların olduğu gözlenmektedir. Vadeli işlemlerden baktığımızda, 2011 sonundaki FED faiz oranı beklentisi, toplam 50-75 baz puanlık çok sınırlı bir artırıma işaret ederken, Mayıs öncesine göre beklentilerde 100 baz puandan daha fazla bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) için ise 3 aylık para piyasası faizlerine yönelik vadeli işlemler mevcuttur. Bu verileri kullanarak yaptığımız hesaplamalara göre de 2011 sonuna kadar ECB'den sadece 50 baz puan civarında bir artırım beklenmektedir.

Vadeli İşlemlerde 2011 Sonu Faiz Oranı Beklentileri*



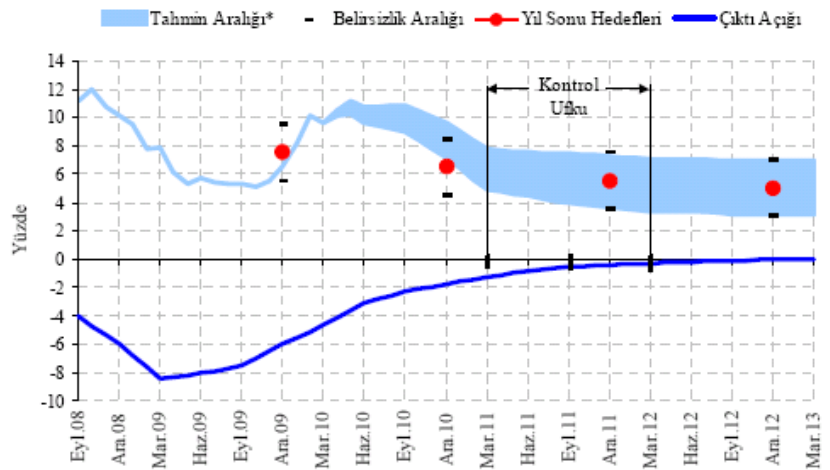
(* Fed faiz beklentileri Şikago Opsiyon Borsasında geçen işlemlerden hesaplanmıştır. ECB faiz beklentileri Liffe vadeli işlemler borsasında geçen işlemlerden hesaplanan 3 ay vadeli euribor faiz beklentileridir.
Kaynak: Reuters

Gelişmiş ülkelerdeki bu görünüm, gelişmekte olan ülkelerdeki para politikalarının da önemli belirleyicilerden biri olacaktır. Bu ülkelerde kalıcı bir ekonomik toparlanma için gelişmiş ülkelerden de daha güçlü verilerin gelmesi ve dolayısı ile de Merkez Bankalarının gevşek para politikalarını terk etmeye başlaması gerekecektir. Ayrıca daha erken yapılacak faiz artırımları, o ülkelerin kurlarında değerlenmeye yol açarak, dış ticaret rekabet gücünün azalması ile de ekonomik toparlanmaya sekte vurabilecektir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerdeki bu

görünüm, bütün Dünya'da faiz artırımlarının ertelenmesini getirecek gibi durmaktadır.

Bu konuda Merkez Bankası'nın tutumu da son dönemde değişmeye başlamıştır. Banka, hem ekonomik verilerdeki zayıflama, hem de enflasyon görünümünün iyileşmesi ile faiz artırımlarını, Nisan sonunda yayınladığı Enflasyon Raporu'na göre ertelemiş görünmektedir. Hatırlanacağı gibi, bu raporda Banka, enflasyona yönelik baz senaryosundan bahsederken, "politika faizlerinin bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak yılın son çeyreğinden itibaren ölçülü artışlar gösterdikten sonra tahmin ufku (üç yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı" yönünde bir varsayımda bulunmuştu. Bunun sonrasında AB'de yaşanan gelişmeler, Türkiye ve diğer ülkelerden gelen ekonomik verilerin yavaşlamaya işaret etmesi ve enflasyondaki olumlu görünümle, plan değişmek zorunda kalmış gibi görünüyordu. Hemen sonrasında, Mayıs ayında Banka'nın faizlerin bir süre daha mevcut düzeylerde korunması yönünde bir ifade kullanması ile bu konunun daha belirsiz bırakılmasının tercih edildiği ve verilere bağlılığın arttığı anlaşılmaktaydı. 3 ay geçmesine rağmen bu ifadenin korunması, aslında faiz artırımlarının başta yapılan plana göre ötelenmiş olabileceğini düşündürmektedir. Böyle olmasaydı, Banka planladığı faiz artırımlarına daha yaklaşmış olacağı için "bir süre" ifadesinde daha yakın bir zamana işaret eden, örneğin "kısa bir süre" gibi bir değişikliğe gitmesi gerekirdi.

Merkez Bankası'nın Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



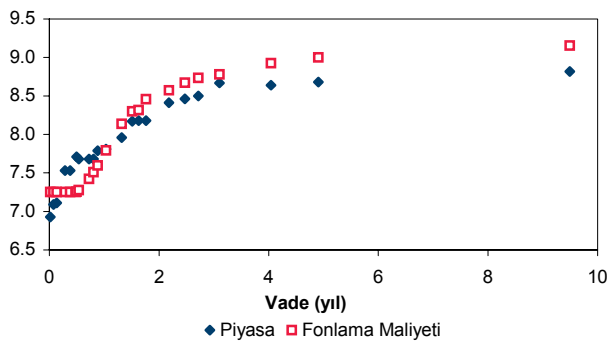
(* Enflasyonun tahmin aralığı içerisinde kalma olasılığı % 70'tir.

Kaynak: TCMB, Nisan 2010 tarihli Enflasyon Raporu

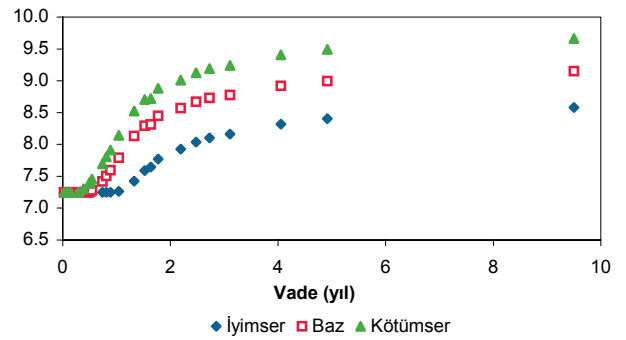
27 Temmuz'da açıklanacak Enflasyon Raporu'nda bu konulara açıklık getirilmesini bekliyoruz. Bu konuda gösterge olacak konulardan birisi de raporda yer alacak enflasyon tahminleri olacaktır. Hatırlanacağı gibi, son raporda Banka, 2010 ve 2011 sonu enflasyon tahminlerini % 8.4 ve % 5.4 olarak belirlemişti. 2010 yılı sonu tahmininde, o dönemde petrol ve gıda fiyatlarındaki yükselişin sırası ile 0.15 ve 0.55, ekonomik büyümeye yönelik daha iyimser tahminlerin ise 0.4 puan ek katkı yaptığı belirtilmişti. **Şimdi bu etkilerin ortadan kalkması ile yeni raporda tahminin % 7.0 – 7.5 aralığına revize edilmesi mümkün görünüyor.** Ayrıca akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerine getirilen vergi düzenlemelerinin 2010 yılı tüketici enflasyonuna yaklaşık 1.9 puanlık katkısı, 2011'in ilk ayında çıkacak ve normal şartlarda yıllık enflasyon bu oranda düşecektir. **Başka bir deyişle, 2010 sonu enflasyonunun bu seviyelere gelmesi demek, 2011'in hemen başında TÜFE'nin % 5.0-5.5 aralığına gerilemesi anlamını da taşımaktadır.** Buna rağmen, Banka'nın 2011 ve sonrası enflasyon tahminlerinde yapacağı aşağı yönlü revizyonun çok sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bunun yerine Banka, faiz artırımlarına yönelik varsayımını, önceki tahminlerini yaparken kullandığı bu senenin son çeyreğinden daha ileri bir döneme atacaktır. Bu konuda, son PPK toplantısında kullandığı muğlak ifadelerin yerine, 2011 başı gibi daha belirgin bir döneme işaret etmesi daha yüksek ihtimal olarak görüyoruz.

Bu görünümün piyasadaki faiz oranlarını büyük ölçüde desteklediğini görmekteyiz. Bunun için tahvil piyasasındaki iskontolu ve sabit kuponlu tahvillerin getirilerini, haftalık vadedeki faiz tahminlerimizden hesapladığımız fonlama maliyetleri ile karşılaştırdık. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi, en fazla ihtimal verdiğimiz ve **Merkez Bankası'nın bu ay sonunda açıklayacağı Enflasyon Raporu'nda da buna uyumlu ifadeler görmeyi beklediğimiz baz senaryoda, faizler 2011 başlarında artmaya başlamakta ve 25 baz puanlık sınırlı artışlarla 2011'in ikinci yarısında % 9.0 seviyesinde stabilize olmaktadır. Böylesi bir para politikası altında bankaların ortalama fonlama maliyeti (1 hafta vadeli repo ihale faizlerinden hesaplanmıştır) bütün tahvil vadeleri için hesaplanmış ve aşağıdaki grafikte, 22 Temmuz tarihindeki piyasa faizleri ile karşılaştırılmıştır.** Görüldüğü gibi, 2-5 yıl vadedeki tahviller, bu senaryo altında hesaplanan fonlama maliyetlerinin bile altında kalmakta, yani fonlamanın üzerine bir kar sağlama imkanı sunmamaktadır.

Tahvil Getiri Eğrisi ve Tahmini Fonlama Maliyetleri



Politika Faiz Senaryoları ve Tahmini Fonlama Maliyetleri



İyimser: Faiz artırımları 2011 ikinci yarıda başlayacak. Toplam 150 baz puan.

Baz: Faiz artırımları 2011 başında başlayacak ancak yavaş ilerleyecek. Toplam 200 baz puan.

Kötümser: Faiz artırımları 2010 son çeyrekte başlayacak. Toplam 250 baz puan.

Ancak Merkez Bankası'nın ifadelerine bağlı olarak daha olumlu bir senaryonun da geçerlilik kazanması ihtimal dahilindedir. Örneğin, faiz artırımlarının 2011 yılının ikinci yarısında başlayacağını ve toplamda 150 baz puan olacağını düşünelim. Bu durumda, 10 yıllık tahvil için fonlama maliyeti % 8.6 ile yatırımcılara halen 25 baz puan civarında bir düşüş alanı olduğuna işaret etmektedir. Diğer taraftan bu senaryo altında 5 yıllık tahvillerde 30, 1-2 yıl civarındaki tahvillerde de 50 baz puan civarında bir düşüş alanı olduğu hesaplanmaktadır. Gösterge tahvil için vade boyunca oluşacak fonlama maliyeti de % 7.8 ile düşüş için alt sınıra işaret etmektedir.

Sonuç olarak, ekonomik büyüme hızında bir yavaşlama olması, farklı boyutlarda da olsa, bütün ülkeler için baz senaryo haline gelmektedir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülke merkez bankalarının liderliğinde, para politikalarında sıkılaşma 2011 yılının ikinci yarısına doğru ertelenmeye başlamış gibi görünmektedir. Bizde büyüme eğilimlerinin biraz da güçlü görünmesi, kriz döneminde parasal gevşemenin daha yüksek boyutta olması ve mali kuralın ertelenmesi gibi yapısal reform programındaki aksamalar ile faiz artırımları biraz daha erken başlayabilir. Ancak yine de bu durum 2011 yılının başlarından daha erken bir zamana işaret etmeyecek ve muhtemelen çok yavaş hızda ilerleyecektir. Bu konuda son sözü söyleyecek olan Merkez Bankası'nın 27 Temmuz'da açıklayacağı görüşler ve strateji ise kısa vadede beklentilerin şekillenmesinde önemli etkiye sahip olacaktır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Yurtiçinde, Pazartesi günkü kapasite kullanımı ve Reel Kesim Güven Endeksi ile Temmuz ayı için ekonomik aktivitenin seyrine ilişkin önemli göstergeler gelmiş olacak. Salı günü de Enflasyon Raporu önümüzdeki dönemde faiz gelişmeleri açısından kritik olacak. Ayrıca Hazine 28 Temmuz'daki 6 mlr TL'lik iç borç ödemesine karşılık Pazartesi ve Salı günü olmak üzere 3 ihale gerçekleştirecek. Yurtdışında ise Avrupa'da veri gündemi sakin görünürken, ABD'de piyasaları yoğun bir hafta bekliyor. İkinci çeyrek büyümesi, yeni konut satışları ve dayanıklı tüketim malı siparişleri öne çıkarken, tüketici güveni ve Chicago PMI endeksi Temmuz ayına ilişkin öncü göstergeler olacak. Geçtiğimiz hafta piyasalar açısından daha önemli olan banka bilançoları geride bırakılırken, bu hafta da ABD'de şirket bilançoları açıklanmaya devam edecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Kapasite Kullanımı, Tem.	%	26 Tem., 16:30	(73.1)
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, Tem.	-	26 Tem., 16:30	-
Yüksek	Enflasyon Raporu III		27 Tem., 10:00	-
Yüksek	İthalat & İhracat, Haz.	bln	30 Tem., 10:00	15.4 & 9.2

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Haz.	mln	26 Tem., 17:00	0.32
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., May.	% aylık	27 Tem., 16:00	0.0
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Tem.	-	27 Tem., 17:00	52.8
Orta	ABD	Fabrika Siparişleri, Haz.	% aylık	28 Tem., 15:30	0.2
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Mal. Sip., Haz.	% aylık	28 Tem., 15:30	0.7
Yüksek	ABD	GSYH ilk veri 2.Ç	% çeyreklik	30 Tem., 15:30	3.0
Orta	ABD	Chicago PMI End., Tem.	-	30 Tem., 16:45	57.5
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Tem.	-	30 Tem., 16:55	66.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL)	954.0	1,095.5	1,203.7	1,317.6
GSYİH (Mlr 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 (Mlr 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 (Mlr 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

	23 Temmuz	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5177	1.5500	1.5500	1.5400	1.5500	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9478	1.9800	1.9700	1.9700	2.0400	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.4655	3.5300	3.5200	3.5100	3.5900	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.2834	1.2800	1.2700	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	8.20%	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.