

Makroskop

28 Haziran - 4 Temmuz 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

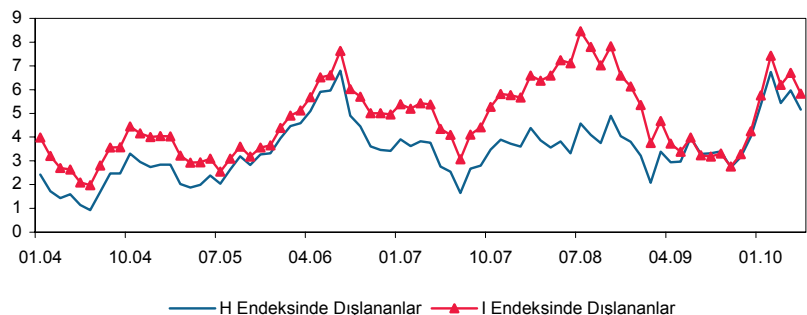
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Haydan Gelen Huya Gider...

Merkez Bankası Haziran ayı Para Politikası Kurulu toplantısı sonrasında yayınlanan kısa notta, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düşüşün ve emtia fiyatlarındaki gevşemenin etkisiyle enflasyonun Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülenden daha olumlu bir görünüm arz ettiğine ve bu durumun enflasyon beklentilerini de olumlu yönde etkilediğine dikkat çekilmişti. Ancak, bu aslında beklenen bir değerlendirmeydi, zira daha önce yayınlanan Mayıs ayı PPK toplantısı geniş özetlerinde, 2010 yılsonu için sunulan tahmine (% 8.4) kıyasla gerçekleşmenin % 6.5'lik hedefe daha yakın olabileceği değerlendirilmesinde bulunulmuştu. Nitekim, yıllık TÜFE'nin Mayıs sonunda % 9.1'e gerilemesi ile beraber bir ara % 8.6'ya kadar yükselen yılsonu TÜFE beklentisinin % 8'e gerilediği izlenirken, gelecek 12 ay ve 24 ay beklentilerinin % 7.35 ve % 6.86 ile 2011 ve 2012 enflasyon hedefleriyle uyumlu patikanın üzerinde kalmaya devam ettiği görünüyordu. Manşet enflasyonda önceki dönemde gözlenen yükselişin dışsal faktörlerden (vergi artışı, gıda ve enerji fiyat artışı) kaynaklandığını, çekirdek enflasyondaki yükselişin sınırlı kaldığını biliyoruz. Hatırlanacağı gibi, 5 Nisan tarihli Makroskop'ta, gıda, enerji, altın, tütün gibi alt kalemlerin yıllık enflasyona yaptığı katkıyı analiz etmiştik. 2004-09 dönemindeki ortalama katkı özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden dışlanan gruplar için H'de 3.3 puan, I'da ise 4.6 puan düzeyindeydi. Şubat ayı sonu itibarı ile, yıllık enflasyona katkılar H'da 6.7 puan, I'da ise 7.4 puan ile her iki endeks için de tarihi zirvelerine yakındı. Buna karşılık, dışsal faktörlerde görünüm terse döndüyse, çekirdek enflasyondan dışlanan kalemlerin yıllık TÜFE'ye katkısının zaman içinde en kötü ortalamalara doğru yakınsayacağı, en iyi ihtimalle de tarihi düşük noktaları olan 1 ve 2 puana doğru gerileyebileceği varsayılabilirdi. Bu durumda, bu yılın % 6.5 düzeyindeki TÜFE hedefiyle uyumlu H ve I yıllık artışı, ortalamaya yakınsandığında sırası ile % 3.2 ve 1.9, en düşük değere yakınsandığında ise, % 5.5 ve % 4.5 olarak hesaplanmaktadır. Mayıs sonunda H ve I yıllık artışı % 5 ve % 5.5 ile dışsallar için ancak en iyi senaryonun gerçekleşmesi durumunda bu yılın hedefine yaklaşmanın mümkün olduğunu yansıtıyordu.

H ve I'da Dışlanan Grupların Yıllık Enflasyona Yaptığı Katkı (% Puan)



ÖKTG-H Endeksinde Dışlananlar: Enerji, İşlenmemiş Gıda, Alkollü İçecekler ve Tütün ile Altın.
ÖKTG-I Endeksinde Dışlananlar: Enerji, Gıda, Alkollü İçecekler ve Tütün ile Altın.

Zira, 2011 yılı enflasyon hedefi (% 5.5) ve orta vadeli enflasyon hedefine (% 5) ulaşmanın daha da düşük bir çekirdek enflasyon eğilimi gerektirdiği açıktır. Bu bağlamda, eğilim için gösterge olan mevsimsel düzeltilmiş aylık artışların son iki ayda çok düşük seyretmesi ve yıllıklandırılmış artışlarının % 2 civarına gerilemesi ümit vericidir. **Ancak çekirdek enflasyon eğiliminin tarihsel seyri % 4'ün altına kalıcı olarak gerilemenin çok kolay olmadığını düşündürmektedir.**

Bu temel tespitleri hatırlattıktan sonra, dışsalların etkisini daha derinlemesine analiz etmek amacıyla ve de TÜİK'in enflasyon sepetindeki madde ve grup ağırlıklarını ayrıntılı olarak yayınlaması nedeniyle, bu seferde **AB İstatistik Kurumu (Eurostat) tarafından yayınlanan Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksi (HICP-Harmonised Index of Consumer Prices) Türkiye verilerini** kullandık. Hatırlanacağı gibi, TÜİK, 2005 yılından itibaren, 2003 yılı Hanehalkı Bütçe Anketinden elde edilen tüketim kalıpları ve ağırlıkları kullanarak yeni TÜFE endeksi oluşturmuş, Eurostat tarafından kullanılan HICP metodolojisine benzer şekilde, her yıl yapılacak söz konusu anketin sonuçlarına göre, madde ağırlıklarının yenileneceği bir sistem benimsenmişti. Eurostat web sitesi üzerinden ulaşılabilen bu verilerde TÜİK tarafından yayınlanmayan mal ve hizmet gibi ana grupların ve önemli bir çok maddenin sepetteki ağırlığı ve fiyat değişimleri izlenebilmektedir. **Bu önemli bilgi, izlenen fiyat artışlarının kalıcılık veya geçicilik ayrımının daha iyi yapılmasına yardımcı olmaktadır.** Ufak bir örnek verelim. Eurostat verilerinden et fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının % 4.9 olduğu, Nisan sonunda yıllık fiyat artışının % 40.6'ya ulaştığı ve bu artışın yıllık TÜFE'ye katkısının 2 puan olduğu kolayca hesaplanabilirken, et fiyat artışının zaman içinde geçmiş yıllar ortalamalarına (2005-09 ortalaması % 9) yakınsadığı durumda, bu katkının yaklaşık 1.6 puanının ortadan kalkacağı görülmektedir. Keza işlenmemiş gıda fiyatları yıllık artışı Şubat sonu % 30'a kadar fırlarken, Mayıs sonunda % 12.4'e inmiştir. Burada bile et fiyatlarının etkisi büyüktür. Meyve ve sebze fiyatlarının yıllık artışının % 1 ve -% 0.6'ya inmiş olması bunu yansıtmaktadır. **Merkez Bankası'nın da, tahmini zor dalgalanması bol gıda fiyatları için yapabileceği en iyi varsayım, kısa vadede her iki yönde aşırı uçlara gidış mümkün olsa da, zaman içinde genel fiyat seviyesindeki ortalama artışa yakınsayacağı şeklinde olacaktır.**

Yıllık TÜFE'ye En Fazla Katkı Yapan Maddeler			
	Ağırlık	05.2005	Katkılar
TÜFE	100.0	9.1%	
Et	4.9	33.4%	1.6
Bireysel ulaşım için akaryakıt ve yağ	3.8	22.5%	0.9
Otomobil	5.3	15.5%	0.8
Lokanta, kafe ve benzeri	5.1	10.7%	0.5
Gaz	2.9	15.7%	0.5
Süt, peynir ,yumurta	3.4	10.3%	0.4
Elektrik	3.2	11.0%	0.4
Şebeke Suyu	2.5	12.7%	0.3
Mobilya ve dekorasyon	1.7	15.5%	0.3
Kara ulaşımı	3.4	7.5%	0.3
Giyim	5.2	4.9%	0.3
Mücevherat ve altın içerikli saatler	0.8	29.0%	0.2

Kaynak: EUROSTAT

Gıda Fiyatları (yıllık yüzde değişim)				
	Ağırlık	2008	2009	05.2010
Gıda ve alkolsüz içecek	27.6	11.9%	9.3%	6.7%
Gıda	25.8	12.1%	9.5%	6.8%
Ekmek ve tahıllar	5.9	23.7%	-1.9%	-1.6%
Et	4.9	14.7%	34.5%	33.4%
Balık ve diğer deniz ürünleri	0.4	7.3%	16.3%	0.1%
Süt, peynir ve yumurta	3.4	7.0%	6.2%	10.3%
Bitkisel ve hayvansal yağlar	1.5	19.9%	-8.6%	-4.7%
Meyve	2.5	-5.0%	11.4%	1.0%
Sebze	4.6	6.0%	12.8%	-0.6%
Şeker, reçel, bal, çikolata ve tuhafiyeler	2.1	14.1%	4.1%	4.2%
Gıda ürünleri	0.4	11.8%	5.1%	2.6%
Alkolsüz içecek	1.8	9.3%	5.6%	3.9%
Kahve, çay ve kakao	0.8	13.3%	5.9%	5.7%
Maden suları, meşrubat, meyve suları	1.1	5.9%	5.2%	2.5%

Kaynak: EUROSTAT

Öte yandan, Eurostat verilerinden mal-hizmet grubu ayrıntılarını izlemek de mümkündür. Bilindiği gibi bu ayrımları TÜİK açıklamamakta, TCMB ise enflasyon sonrası yayınladığı notlarda seviye olarak belirtmektedir. Mal grubunun TÜFE'deki ağırlığı % 73, hizmetlerin ise % 27 seviyesindedir. Beklenebileceği gibi, tüm dışsalları içeren mallar grubu fiyat artışı % 10.2 ile hizmetler grubu artışının üzerinde seyretmektedir. Çekirdek enflasyonun önemli bir bileşeni olan hizmet grubu fiyatlarında ise ulaştırma ve yemek hizmetleri dışında ılımlı seyrin sürdüğü izlenmektedir. **Bu kategorilerin de düşüş eğilimine geçen gıda ve petrol fiyatlarından gecikmeli olarak olumlu etkilenebileceği**

düşünüldüğünde, Merkez Bankası'nın çekirdek enflasyon gelişmeleri hakkında daha umutlu bir bekleyiş içinde olması normal görünmektedir.

Merkez Bankası, çekirdek enflasyonun yıl sonu hedefi altında ve orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmeye devam edeceğini belirtmektedir. Ancak Banka'nın kamuoyu ile paylaştığı % 6.5'lik TÜFE hedefi dışında çekirdek enflasyon üzerinde belirlenmiş bir hedef bilinmemektedir. Yukarıdaki analizlerden çıkarımımız, **kastedilenin çekirdek enflasyonun bulunduğu seviye değil eğiliminin gösterdiği seviye olduğudur.**

Sonuç olarak, para politikası kontrolü dışındaki faktörlerden kaynaklanan enflasyon artışı sonrasında aynı faktörlerde gözlenen ters yönlü hareketle enflasyon görünümü görece bir iyileşme sergilemiş, Merkez Bankası yılsonu hedefinden yüksek oranlı sapma senaryosu gündemden düşmüştür. Ancak, dışsal faktörler için en iyi senaryoda bile bu yıl ve takip eden yılların hedeflerine ulaşmak, temel enflasyon eğiliminde yeni aşağı yönlü kırılmalar olmadan kolay görünmemektedir. Bu nedenle, gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerindeki katılık bu unsurlardaki belirsizlik ve dalgalı seyre karşı bırakılmış bir ihtiyat payı gibi görülmelidir.

Mal ve Hizmet Fiyatları (yıllık yüzde değişim)

	Ağırlık	2008	2009	05.2010
Mallar	73.1	10.0%	7.0%	10.2%
Enerji dışı sanayi malları	28.7	4.6%	4.5%	6.3%
<i>Enerji dışı sanayi malları, sadece dayanıklı mallar</i>	10.8	6.2%	3.5%	12.1%
<i>Enerji dışı sanayi malları, sadece dayanıksız mallar</i>	8.2	7.4%	5.7%	2.0%
<i>Enerji dışı sanayi malları, sadece yarı dayanıklı mallar</i>	9.7	0.7%	4.4%	4.4%
Enerji	11.5	23.5%	2.8%	14.6%
Gıda ve alkolsüz içecekler	27.6	11.9%	9.3%	6.7%
<i>Mevsimlik gıda</i>	7.5	2.1%	12.5%	0.1%
Alkollü içkiler ve tütün	5.3	0.3%	20.9%	43.0%
Hizmetler	26.9	10.2%	5.2%	6.1%
Haberleşme hizmetleri	4.9	5.7%	3.3%	0.5%
Konut hizmetleri	5.7	12.0%	5.4%	4.7%
Diğer hizmetler	4.6	4.9%	6.0%	6.3%
Kişisel bakım ve konut tadilatını da içeren eğlence hizmetleri	7.1	12.2%	7.3%	10.2%
<i>Paket turlar hariç eğlence ve kişisel bakım hizmetleri</i>	6.4	12.2%	7.3%	10.5%
<i>Paket turlar ve konaklama içerikli hizmetler</i>	0.7	12.1%	6.4%	7.1%
Ulaştırma hizmetleri	4.5	14.4%	2.9%	7.2%

Kaynak: EUROSTAT

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde, Çarşamba günü açıklanacak olan dış ticaret verileri ve GSYH birinci çeyrek rakamı kritik olacakken, Perşembe günü de CNBC-e tüketici güveni, TİM ihracat rakamları ve İTO fiyat endeksi yakından izlenecek. Yurtdışında ise, ABD'de çekirdek PCE, imalat sanayi ISM endeksi ve tarım dışı istihdam oranları, Euro Bölgesi'nde ise imalat sanayi PMI endeksi açıklanacak en önemli veriler arasında iken, yine ABD 'de yayınlanacak olan C. Shiller endeksi, tüketici güven endeksi, ADP istihdam raporu ve bekleyen konut satışları da yakından takip edilecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	İthalat & İhracat, May.	bln	30 Haz., 10:00	14.5 & 9.1
Yüksek	GSYH, 1.Ç % çeyreksel		30 Haz., 10:00	11.0 (11.5)
Orta	CNBC-e Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	1 Tem., 8:00	-
Orta	TİM İhracat, Haz.	US\$ mn	1 Tem., 10:00	9.0
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, Haz.	% aylık	1 Tem., 12:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, May.	% aylık	28 Haz., 15:30	0.1
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Nis.	% aylık	29 Haz., 16:00	0.0
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Haz.	-	29 Haz., 17:00	62.9
Orta	ABD	ADP İstihdam Raporu, Haz.	bin	30 Haz., 15:15	59.0
Orta	ABD	Chicago PMI End., Haz.	-	30 Haz., 16:45	59.5
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Haz.	-	1 Tem., 10:58	55.6
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Haz.	-	1 Tem., 17:00	59.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, May.	% aylık	1 Tem., 17:00	-10.0
Yüksek	ABD	Tarım Dışı İstihdam, Haz.	% aylık	2 Tem., 15:30	9.7
Orta	ABD	Fabrika Siparişleri, May.	% aylık	2 Tem., 17:00	-0.1

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL) (*)	954.0	1,087.6	1,196.9	1,310.1
GSYİH (Mlr US\$) (*)	616.6	710.9	776.0	834.6
GSYİH büyümesi (*)	-4.7	6.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	5.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	8.0	6.0	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-38.6	-61.0	-69.8	-70.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	103.8	122.9	142.7
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	164.9	192.7	213.0
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-13.8	-34.1	-39.4	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.8	-5.1	-4.4

(*) 2010 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	25 Haziran	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5708	1.5800	1.5500	1.5500	1.5500	1.5500	1.5600
EUR/TL	1.9307	1.9300	1.9400	1.9700	2.0000	1.9700	2.1100
Döviz Sepeti	3.5015	3.5100	3.4900	3.5200	3.5300	3.5200	3.6700
EUR/USD	1.2291	1.2200	1.2500	1.2700	1.3100	1.2700	1.3500
Politika Faizi	7.00%	7.00%	7.00%	8.00%	9.50%	8.00%	9.50%
Gösterge Tahvil	8.70%	8.80%	9.30%	10.00%	11.00%	10.00%	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.