

## Makroskop

5 - 11 Nisan 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

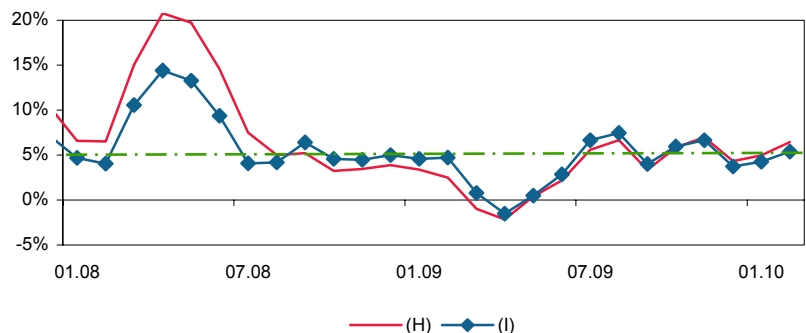
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

## Temel Ne Derse O...

Önümüzdeki haftanın ilk gününde açıklanacak olan Mart ayı enflasyon gerçekleşmesiyle, Şubat sonunda % 10.1'e fırlayan enflasyonun ne ölçüde bir geri çekilme gösterdiğini izleyeceğiz. Geçen yılın baz etkisi nedeniyle yıllık enflasyonun tek haneli değerlere gerileme göstermesi kesin görünürken, daha önemli olan ise son dönemde enflasyonda gözlenen hızlı yükselişin genel fiyatlama davranışlarına bir bozulma getirip getirmediği olacak. Bir başka deyişle, şimdilik gıda fiyatları ve vergi ayarlamalarıyla sınırlı kalan fiyat artış baskısının diğer fiyat gruplarına sıçrama durumu, kısacası fiyatı artan ürünlerin toplam (430 madde) içindeki ağırlığının artıp artmadığı önemli görünüyor. Benzer derecede önemli diğer bir gelişme ise, çekirdek enflasyonda beklediğimiz yükselişin boyutu olacaktır. Merkez Bankası son değerlendirmesinde, temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin geçtiğimiz yıl uygulanan vergi indirimlerinin oluşturduğu baz etkisiyle özellikle Mart ve Nisan aylarında artış göstereceğini, ancak hedefin altında seyretmeye devam edeceğini öngörmüştü. Merkez Bankası'nın kamuoyu ile paylaştığı bir TÜFE hedefi olduğu bilinmektedir, çekirdek enflasyon için ise zımni (örtülü) bir hedefi olduğu anlaşılmaktadır. Bu konuya raporun ilerleyen bölümlerinde tekrar döneceğiz ama önce kısa vadedeki olası gelişmelere ve beklentilerimize yer vermek istiyoruz. Anketler, Mart ayı TÜFE ortalama beklentisini % 0.5-0.6 ile bizim % 0.6 düzeyindeki beklentimize yakın gösterirken, bu yöndeki bir gelişmeyle yıllık TÜFE % 9.5-9.6 civarına gerilemiş olacaktır. Merkez Bankası'nın favori çekirdek enflasyon göstergesi olan (I) endeksinin ise % 4'den % 5.1'e yükselmesini bekliyoruz. Daha önce de belirttiğimiz gibi, temel enflasyon eğiliminin bozulmaması (mevsimsel düzeltilmiş aylık % 0.4 artış) durumunda bile H ve I çekirdek fiyat göstergelerindeki yıllık artışın, önümüzdeki aylar boyunca yükselerek mevcut % 4 civarından, % 5.5'ine üzerine çıkması normal görünüyor, endişe verici gelişme ise bu normal seviyelerin üzerine doğru bir gidış gözlenmesi olacaktır. Peki 2010 yılı TÜFE hedefi % 6.5 iken çekirdek enflasyonun % 5'in üzerinde bir eğilim göstermesi TCMB'yi erken harekete geçirebilecek unsurlardan biri midir? Buna cevap aramaya çalışacağız...

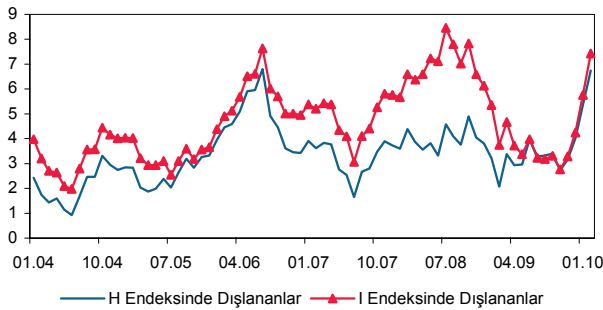
(H) ve (I) Çekirdek Fiyat Göstergeleri (Mevs.Düz. 2 Aylık Değişim, Yıllıklandırılmış)



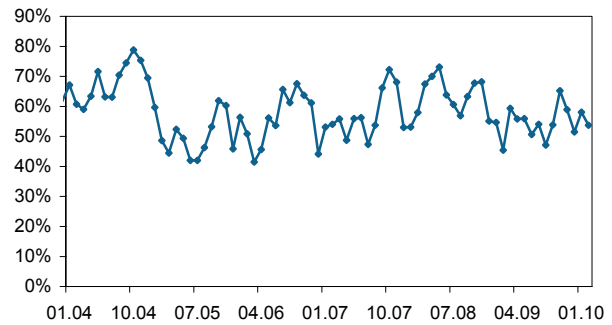
Merkez Bankası'nın para politikasının kontrolü altında olduğu düşünülen çekirdek enflasyona ilişkin düşünceleri en kapsamlı şekilde, 2012 yılı enflasyon hedefinin % 5 olarak belirlendiğinin açıklandığı 2010 Yılı Para ve Kur Politikası genel duyurusu ekinden izlenebilmektedir. TCMB orta vadeli enflasyon hedefinin % 4'den % 5'e yükseltilmesine gerekçe olarak beş ana unsurdan bahsetmekteydi. Bunlar; **1) Ülke ekonomisine özgü faktörler** (yüksek aracılık maliyetleri, dağıtım kanallarındaki verimsizlikler, işgücü piyasası düzenlemelerindeki katılıklar ve bazı sektörlerde aksak rekabet koşulları) **ve devam eden yapısal reform süreci** (bütçe yapısının yeterince esnek olmaması nedeniyle, kamu dengelerini düzeltmeye yönelik tedbirler dönem dönem enflasyon üzerinde ek bir baskı oluşturabilmekte) **2) Geçmişte yaşanan yüksek enflasyon döneminin oluşturduğu katılıklar** (uzun süre yüksek ve yapışkan enflasyonla yaşanmasından dolayı, fiyat artışları ve enflasyon beklentileri belirli bir eşik değerin altına düşmeye direnç göstermekte) **3) AB yakınsama süreci** (üyelik sürecindeki ülkelerde fiyatların AB ortalama fiyat seviyesine yakınsama eğilimi göstermesi) **4) Fiyat endekslerinin ölçümüne dair hususlar** (kalite, yeni ürün ve alışveriş merkezi ikamesi gibi unsurlardan kaynaklanan yanlılıklar) **5) Dışsal faktörlerin etkisi**

**Bunların en önemlisi ise çekirdek enflasyonun hangi düzeyde hedeflenmesi gerektiğini de ortaya koyan dışsal faktörlerin etkisi analiziydi.** Bu analizde, H ve I endekslerinden dışlanan grupların yıllık enflasyona yaptığı katkının zaman içindeki gelişimi inceleniyordu. Biz de bu analizi yeni verilerle güncelledik. Bu kapsamda, gıda, enerji, altın, tütün gibi alt kalemlerin yıllık enflasyona yaptığı katkı, H'de dışlananlar için en düşük 0.9 ve en yüksek 6.8 puan iken, söz konusu rakamlar I'da dışlananlar için sırasıyla 2.0 ve 8.5 puan bulunmaktadır. **2004-09 dönemindeki ortalama katkı ise, H'de 3.3 puan, I'da ise 4.6 puan düzeyindedir.** Şubat ayı sonu itibarı ile de, yıllık enflasyona katkılar H'da 6.7 puan, I'da ise 7.4 puan ile her iki endeks için de tarihi zirvelerine yakındır.

H ve I'da Dışlanan Grupların Yıllık Enflasyona Yaptığı Katkı



TÜFE Dağılım Endeksi (Fiyatı Artan Ürünler / Tüm Ürünler)



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.

Kaynak: TCMB, TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

**Kısacası, çekirdek enflasyondan dışlanan kalemlerin yıllık TÜFE'ye katkısının zaman içinde ortalamalara doğru yakınsayacağını varsaysak bile, bu yılın % 6.5 düzeyindeki TÜFE hedefiyle uyumlu H ve I yıllık artışı sırası ile % 3.2 ve 1.9 olarak hesaplanmaktadır.** Enflasyon hedefinin etrafındaki iki puanlık belirsizlik aralığının üst sınırına kadar (% 8.5) tolere edilebileceği varsayıldığında ise, aynı değerler % 5.2 ve % 3.9'a yükselmektedir. Orta vadeli enflasyon hedefiyle (% 5) uyumlu artışlar ise % 1.7 ve % 0.4 ile çok daha düşük düzeydedir. Çekirdek enflasyon H ve I için Şubat sonunda % 3.9 ve % 4.0 düzeyindeyken, mevsimsel düzeltilmiş aylık artışları son üç aydır ortalama % 0.4 seviyesinde seyretmektedir. Bu ise yıllık bazda % 5 civarında bir artış eğiliminin hakimiyetine işaret etmektedir. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, bu eğilim bozulmasa bile çekirdek enflasyon önümüzdeki aylarda % 5.5'in üzerine doğru hareketlenecek ve dışsalların katkısı dikkate alındığında TÜFE'nin hedefinin belirgin üzerindeki seyri devam edecektir. Temel enflasyon göstergeleri kapsamında, hizmet fiyatlarına da dikkat edilmesi gerekmektedir.

Son iki aydır hizmet enflasyonunda da artış gözlenmiş ve yıllık artış % 5.9'a çıkmıştır. Hizmet enflasyonunun en önemli bileşeni kira fiyatları artışı % 4.75 ile sınırlı kalırken, yükseliş daha çok lokanta-otel ve ulaştırma hizmetlerinden kaynaklanmıştır. Eğilim açısından daha önemli olan mevsimsel düzeltilmiş veriler de son aylarda sınırlı bir yükseliş olduğunu doğrulamaktadır. Diğer taraftan, fiyat artışlarının ne ölçüde genele yayıldığını gösteren dağılım endeksi, TÜFE içindeki 430 madde arasında fiyatı artan kalemlerin, fiyatı düşen ve aynı kalan kalemlerin de dahil olduğu toplama oranı % 54 ile önceki aylara göre önemli bir fark göstermemiştir. Bu oranın tarihsel seyri % 40 ile % 70 arasındadır.

**Temel enflasyon göstergelerinin düşük seyri, dışsal faktörlerin mevcut görünümü altında Merkez Bankası açısından rahatlatıcı olmamakta, olsa olsa eğilimleri daha iyi gözlemek açısından zaman kazandırmaktadır.**

Dolayısı ile kısa dönemdeki fiyat gelişmelerindeki bu ayrıntıların ve genel fiyatlama davranışlarına yansımaların para politikası kararları açısından kritik önemi devamı etmekte, yakından takip edilmesi de gerekli görünmektedir.

Sonuç olarak, Mart ayında bu kez yıllık TÜFE gerilerken, temel enflasyon göstergelerinde yükseliş başlayacak gibi görünmektedir. Merkez Bankası bu gelişmeye kamuoyunu hazırlamaya çalışmaktadır. Yine de, temel eğilimin ne derece etkilendiği ancak verilerin açıklanmasıyla ortaya çıkacaktır. Çekirdek enflasyondan dışlanan gruptaki mevcut görünüm ve tarihsel seyir, temel eğilimin % 5'in üzerinde seyretmesi durumunda kısa ve orta-uzun vadeli enflasyon hedeflerinin tehlike altında olacağını düşündürmektedir.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme, Pazartesi günü açıklanacak olan Mart ayı enflasyon rakamları olurken, Perşembe günü de Mart ayı nakit bazlı faiz dışı dengesi ve Şubat ayı sanayi üretimi açıklanacak. Yurtdışında da veri gündemi yoğun. Pazartesi günü ABD'de hizmet sektörü ISM endeksi ve bekleyen konut satışları yayınlanacak. Çarşamba günü, Euro bölgesi 4. çeyrek GSYH verisi ve hizmet sektörü PMI endeksi takip edilecek. Perşembe günü ise, İngiltere ve Euro bölgesi Merkez Bankaları'nın faiz kararları yakından izlenecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	TÜFE & ÜFE, Mart	% aylık	5 Nis., 10:00	0.6 (0.5 & 0.7)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Şub.	% yıllık	8 Nis., 10:00	15.8 (17.1)
Orta	MB Beklenti Anketi, Nis. I	-	8 Nis.	-
Orta	Nakit Bazlı Faiz Dışı Denge, Mart	TL mİr	8 Nis.	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Mart	-	5 Nis., 18:00	54.0
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Şub.	% aylık	5 Nis., 18:00	-0.1
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Mart	-	7 Nis., 10:58	53.7
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYH (son veri), 4Ç	% çeyr.	7 Nis., 12:00	0.1
Yüksek	Japonya	Merkez Bankası Faiz kararı	baz puan	7 Nis.	değişim yok
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası Faiz kararı	baz puan	8 Nis., 13:00	değişim yok
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası Faiz kararı	baz puan	8 Nis., 13:45	değişim yok

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mİr TL) (*)	975.6	1,114.3	1,220.9	1,326.9
GSYİH (Mİr US\$) (*)	630.6	733.1	791.9	848.6
GSYİH büyümesi (*)	-5.1	6.0	4.0	4.0
ÜFE ( yıllık %)	5.9	5.0	4.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	6.5	7.3	5.5	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Mİr US\$)	-38.6	-62.8	-70.7	-70.6
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	116.0	132.6	144.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	178.7	203.2	215.0
Cari İşlemler Dengesi (Mİr US\$)	-13.9	-35.3	-39.9	-37.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.8	-5.0	-4.4

(\*) 2009 değerleri tahminidir.

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	02 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5115	1.5300	1.5300	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	2.0395	2.1000	2.1000	2.0800	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.5510	3.6300	3.6300	3.6000	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3493	1.3700	1.3700	1.3700	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	9.25%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	8.90%	9.50%	10.10%	10.60%	11.50%	11.00%	11.50%

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 <sup>rd</sup> 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.