

Makroskop

22 - 28 Mart 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

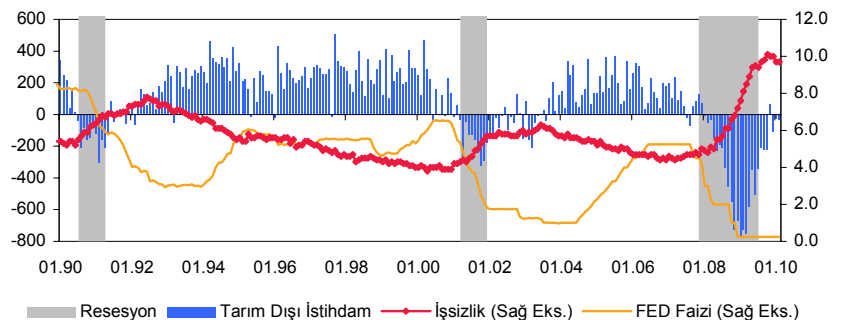
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Uzun Süre, Kime Göre, Neye Göre?...

Her ne kadar bu yıl piyasanın ana temalarından birinin para politikalarında ülkeler arası ayrışma olduğunu düşünsek de, ABD'nin istisnai düşük faizleri ve olağanüstü likidite desteklerini normalleştirmede izleyeceği yolun, özellikle risk iştahı üzerinden diğer ülkeler açısından da önem taşımaya devam etmesini bekliyoruz. Bu bağlamda, Fed'in 16 Mart tarihli toplantısında "faizlerin uzun süre düşük tutulacağı" mesajını tekrarlaması, uzun süre ifadesi aslında Fed'e belli bir esneklik sağlıyor olsa da, önemseniyordu. İki ay aradan sonra gerçekleşen toplantı sonrası yayınlanan kısa notta, büyüme ve enflasyonu etkileyen unsurlara yönelik değerlendirmelerde öncesine göre çok ufak değişiklikler gözlenirken, kritik mesaj cümlesi aynen korunuyordu. Bu ise, bu notu yorumlayan herkese istediği gibi değerlendirme imkanı veriyordu. Bu yıl faiz artışı beklemeyenler de, ikinci yarıda artış öngörenler de, doğru yolda olduklarını düşündüler. Veri akışına bağlı olarak her iki beklentinin de doğru çıkma ihtimalinin olduğunu görüyoruz. **Ancak bugünkü koşullarla daha yakın olduğumuz değerlendirme, Fed'in kalan son likidite imkanı (TALF) Haziran sonunda kaldırdıktan sonra "uzun bir süre" ifadesini metinden çıkarması ve son çeyrekte 25 baz puanlık artırıma gitmesi yönündedir. Bunun en önemli belirleyicisi ise, işsizlik oranında Ekim 2009'da % 10.1 seviyesinde gerçekleştiği gözlenen zirvenin teyid edilmesi ve önümüzdeki aylarda söz konusu oranın net bir düşüş eğilimi sergilemesi olacaktır.** Ancak, FOMC metnine girdiğini de gözlediğimiz, konut sektöründeki zayıflığın, dikkatle izlenmesi de gerekli görünmektedir. Gerçekten de, 2009 ilk yarısında dibe vurduğu gözlenen ABD konut piyasasında o günden bu yana belirgin bir toparlanma gözlenememiştir. Nitekim, Fed FOMC metninde konut başlangıçlarının indiği düşük seviyelerde yatay seyrettiğini vurgulama ihtiyacı duymuştur. Dolayısı ile, bahsettiğimiz bu alanlarda yeni bir zayıflama eğilimi gözlenmedikçe Fed'in para politikasını kademeli olarak normalleştirmeye devam edeceğini düşünürüz.

ABD'de İşsizlik Oranı, Tarım Dışı İstihdam ve FED Faizleri (1990-2010) (*)

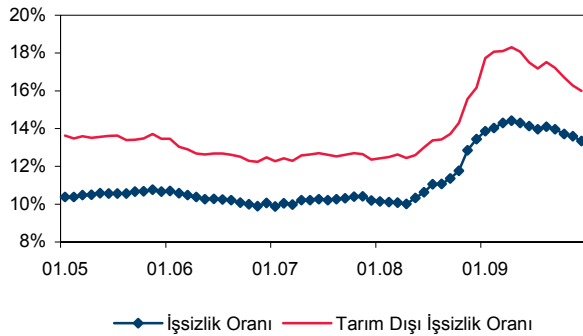


(*) Resesyon dönemleri gri alanla ifade edilmiştir.

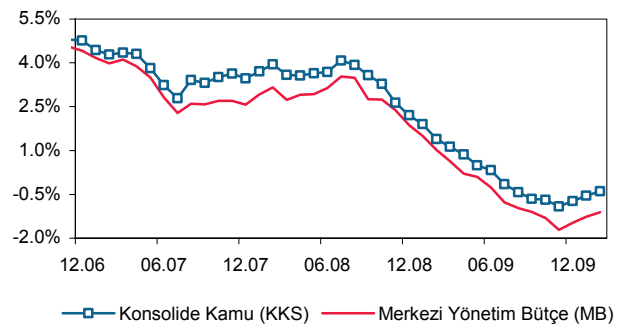
Kaynak: FED, Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Türkiye’de de para politikasının normalleşmesi açısından itici (hızlandırıcı) ve çekici (yavaşlatıcı) faktörler arasındaki savaş devam etmektedir. Fed’in mesajlarının oluşturduğu algılama şu an için önemli çekici faktörler arasındadır. ABD’deki faiz artırımlarına yönelik beklenti ileri doğru ötelenmiş politikaya faizimizde veya uzun vadeli faizlerimizde yukarı yönlü baskı dengelenmektedir. **Diğer önemli çekici faktörler ise; sanayi üretiminde gözlenen yavaş toparlanma ve kapasite kullanım oranlarının halen düşük seyretmesi, işsizlik oranlarının yüksek kalmasıdır.** Ayrıca, son dönemde bütçe performansında gözlenen iyileşmenin ve bu durumun hazine borçlanmalarına yansımalarının çekici faktörlere eklendiğini söyleyebiliriz. **İtici faktörler arasında ise başı yüksek enflasyon çekmektedir.** Bu faktörlere, enflasyonun olumsuz etkilemeye başladığı enflasyon beklentileri de eklenmiştir. **Diğer önemli itici faktörler ise; kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve dış borçlanma imkanlarındaki düzeldir.** Finansal göstergelerden, TL’nin yabancı paralara karşı değerinin istikrarlı seyretmesi normalleşme açısından nötr etkiye bulunmaktadır. Buna karşılık, kredi ve tahvil faizlerinin düşük kalması enflasyon beklentilerindeki kötüleşmeyi bir ölçüde dengelemekte, normalleşme açısından bir etkisi olmasa da, enflasyon şoku altındaki Merkez Bankası’nın vermesi gerekli olabilecek tepkisini (söylem veya eylem) büyüme potansiyeli taşımaktadır. **Bir diğer deyişle, enflasyon beklentilerinin yükseldiği ve hedeflerin üzerine doğru yöneldiği bir ortamda, orta-uzun vadeli faizlerin ters bir yönelime girmesi Merkez Bankası açısından çok rahatlatıcı olmayacak, aksine getiri eğrisine müdahale etme ihtiyacını öne çıkarabilecektir.**

İşsizlik Oranları (Mevsimsel Düzeltilmiş)



Faiz Dışı Bütçe Dengesi (% GSYH) (*)



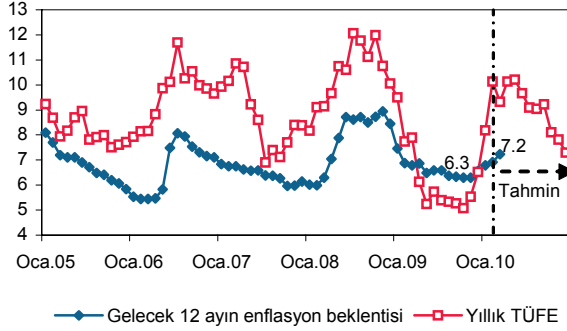
(*) Konsolide Kamu Sektörü için henüz açıklanmayan Ocak-Şubat değerleri geçen yıl ile aynı alınmıştır.

Kaynak: TÜİK, Maliye, Hazine, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

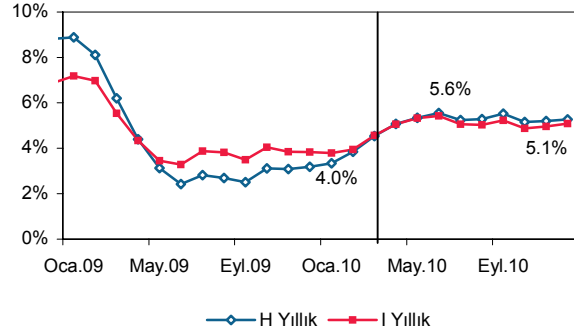
Merkez Bankası’nın 18 Mart tarihli Para Politikası Kurulu toplantısı kararına ilişkin kısa notta, normalleşmenin başlangıç zamanlaması için kritik önemde olan, “faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği” yönündeki kritik mesaj korunurken, “ekonomide kaynak kullanım oranının bir müddet daha düşük düzeylerde kalacağı” cümlesinin çıkarıldığı gözlenmiştir. Ayrıca, “küresel ekonomide toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam ettiği” ifadesinin de kaldırılmış olması, Merkez Bankası’nın parasal duruşunu kademeli olarak sıkılaştırmaya devam ettiğini göstermiştir. Diğer taraftan, enflasyonun Mart ayında tek haneli seviyelere düşeceği, bir müddet hedefin belirgin şekilde üzerinde dalgalı bir seyir izledikten sonra yılın son çeyreğinden itibaren geçici etkilerin kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine gireceği ve 2011 yılının ilk aylarında hedeflerle uyumlu seviyelere gerileyeceği belirtilmiştir. Para politikası kararları açısından daha önemli olan çekirdek enflasyonda öngördüğümüz yükselişe (% 4’den en az % 5.5’e) hazırlamak açısından da, temel enflasyon göstergelerinin geçtiğimiz yıl uygulanan vergi indirimlerinin oluşturduğu baz etkisiyle özellikle Mart ve Nisan aylarında artış göstereceği, ancak hedefin altında seyretmeye devam edeceği vurgulanmıştır. **Merkez Bankası’nın mevcut duruşu için acil çıkış kapısı ise karar metnine eklenen yeni bir cümleyle (genel fiyatlandırma davranışlarında bozulma gözlenmesi halinde, para politikasının Enflasyon Raporu’ndaki baz**

senaryoda öngörülen duruşa kıyasla daha erken sıkılaştırılmasında tereddüt edilmeyeceği) sağlanmıştır. Böylece, hem bir ay daha fiyatlama davranışlarının gözlenmesi için zaman yaratılmış hem de uzun süre düşük faiz gibi bağlayıcı bir söylem için belirli bir esneklik elde edilmiştir.

Enflasyon ve Beklentiler (% yıllık)



(H) ve (I) Çekirdek Fiyat Göstergeleri (*) (% Yıllık)



(*) Çekirdek göstergeler % 5'lik temel enflasyon eğilimi ile devam ederse oluşacak yıllık rakamlar.

Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Sonuç olarak, ABD Merkez Bankası'nın para politikasını kademeli olarak normalleştirmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Yılın son çeyreğinde Fed'in faiz artışına gitmesi halen bize daha yakın bir senaryo gibi geliyor. Ekonomik verilere bağlı olarak şekillenecek normalleşme hızı, küresel risk iştahı açısından önemli olmayı sürdürecektir. Türkiye'de ise normalleşmenin hızını belirleyecek faktörler arasındaki çekişme devam etmektedir. Merkez Bankası, son toplantısında tüm bu faktörleri dikkate alarak, Fed'e benzer bir mesaj vermiş, ancak fiyatlama davranışlarındaki olası bir bozulmaya seyirci kalmayacağını da kuvvetle vurgulamıştır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki önemli gelişmeler, kapasite kullanımı ve reel kesim güven endeksi olacak. Yurtdışında ise, özellikle daha yoğun bir veri gündemi olan ABD'de, konut verileri, 4. çeyrek GSYİH verisi ve dayanıklı tüketim malı siparişleri takip edilecek. Euro-bölgesinde ise, imalat sanayi ve hizmet sektörü geçici PMI endeksleri izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	Kapasite Kullanımı, Mart	%	24 Mart, 16:30	(69)
Orta	Reel Kesim Güven Endeksi, Mart	-	24 Mart, 16:30	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Şub.	mln	23 Mart, 16:00	5.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Mart	-	24 Mart, 10:58	52.0
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi Geçici PMI End., Mart	-	24 Mart, 10:58	54.2
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Mart	-	24 Mart, 11:00	95.8
Yüksek	ABD	Dayanıklı Tüketim Malı Sip., Şub.	% aylık	24 Mart, 14:30	0.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Şub.	mln	24 Mart, 16:00	0.32
Orta	ABD	Çekirdek PCE, 4.Ç	% q/q	26 Mart, 14:30	1.6
Yüksek	ABD	GSYİH (son veri), 4.Ç	% yıllık	26 Mart, 14:30	5.7
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven End., Mart	-	26 Mart, 15:55	72.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL) (*)	975.6	1,113.7	1,219.8	1,325.7
GSYİH (Mlr US\$) (*)	630.6	732.7	791.2	847.9
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 (Mlr 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 (Mlr 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

	19 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5154	1.5400	1.5300	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	2.0723	2.1100	2.1000	2.0800	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.5877	3.6500	3.6300	3.6000	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3675	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	9.10%	9.50%	10.10%	10.60%	11.50%	11.00%	12.00%

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.