

Makroskop

3 - 9 Mayıs 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

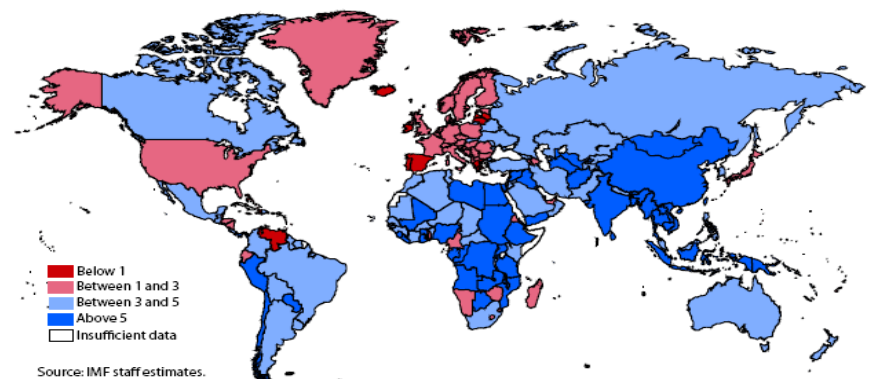
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Önce Can, Sonra Canan...

Tam da IMF küresel büyüme tahminlerini bir kere daha yukarı çeker ve en kötümserler bile ekonomilerde ikinci dip beklentisinden vazgeçer gibiyken, Yunanistan ve Portekiz'in kredi notlarının S&P tarafından sırasıyla üç ve iki kademe birden indirilmesi küresel toparlanmaya önemli bir darbe gibi görünmektedir. Bu konuya bakışımızı, bazı AB üyesi ülkelere yönelik mali sürdürülebilirlik endişelerinin ilk ortaya çıktığı günlerde şöyle ifade etmiştik. *"Krizle birlikte geri çekilen özel tüketim ve yatırımın yerini dünyanın her yerinde kamu kesimi doldurmaya çalışmış, bu durum önce bütçe dengelerini hemen sonrasında ise kamu borcu oranlarını hızla kötüleştirmiştir. Bu gelişmenin hem zorunlu bir yönelim hem de ekonomik aktiviteyi biraz olsun toparlamanın önceden kabul edilmiş bir maliyeti olarak görüldüğü bilinmektedir. Bu yüzden de, gevşek maliye politikalarından çıkış stratejilerinin hazırlanması ve bazı yerlerde uygulanmaya dahi başlanması, bütçe dengeleri bozulmaya başladığından beri ısrarla vurgulanmaktadır. Ancak, kriz öncesinde bile yapısal mali problemlerini çözememiş olan en zayıf halkalar için bırakın böyle bir planı uygulamayı, hazırlamak dahi çok olası görünmüyordu. Bu ise, kısa sürede piyasa hedefi olacakları anlamına gelmektedir."* **Borç sürdürülebilirliği endişelerini her zaman önemsesek de, zayıf halkaların izole edilerek bu durumun bir salgına dönüşmesinin önleneyeğine daha yüksek olasılık vermeye devam ediyoruz.** Bu nedenle, kredi notu indirimlerini yine piyasa fiyatlamasını geriden takip eden kredi derecelendirme kuruluşlarının "post mortem" bir hareketi olarak görmeyi tercih ediyoruz. Ancak, kısa vadede borsa, tahvil, döviz ve kredi riski piyasalarında düzeltme için fırsat verebilecek ve **günlük dalgalanmayı artırabilecek bu endişelerin önü alınamaz ve finansal istikrarı tehdit eder boyuta gelirse, bu durumun temel makro göstergeleri ne ölçüde etkilediği ve toparlanmanın gücünde bir değişiklik getirip getirmediği önem kazanacaktır.** Zaten, yeni bir küresel ekonomik zayıflamayı getirebilecek tek potansiyel de burada var gibidir. Yunanistan'ın CDS priminin 900 baz puanın üzerine çıkarak dünyanın en yüksek durumuna gelmesi, 2 yıl vadeli euro cinsi

IMF'nin Dünya Ekonomileri İçin Ortalama GSYH Yıllık Büyüme Tahminleri (2010 - 11)

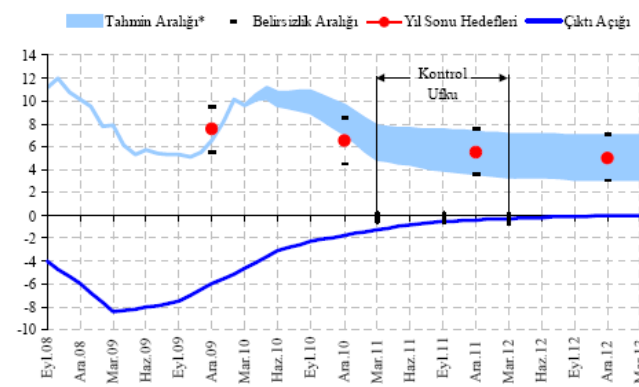


Kaynak: IMF World Economic Outlook, Nisan 2010

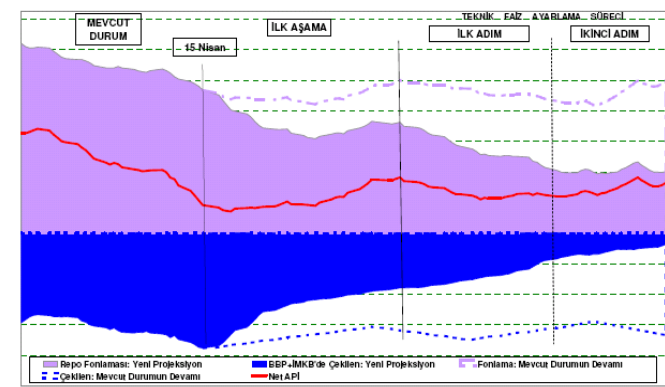
tahvilinin % 38 gibi bir getiriye fırlaması, borcun geriye ödenemeyeceğinin veya ancak kısmen geri ödenebileceğinin fiyatlanmaya başladığını göstermektedir. Bu yüzden de, AB ve IMF'nin onayladığı 45 mlr euro tutarındaki kredi imkanına rağmen, borcun yeniden yapılandırılması ve borç verenlerin % 20 ila % 40 gibi kesintileri (haircut) kabul etmesi gibi seçenekler konuşulmaya başlanmıştır. AB'den yapılan açıklamalar ise bu olasılıkların söz konusu olmadığı yönündedir. Önümüzdeki hafta da bu konuyla ilişkili AB, IMF ve Yunanistan'dan yapılacak açıklamalar izlenecektir.

Bu belirsizlikler ortadan kalkana kadar dünyadaki Merkez Bankaları'nın daha ihtiyatlı ve finansal istikrarı gözeten politikaları öne çıkarması beklenebilir. Bu bağlamda, karşı taraf riskinin artacağı bugünlerde kriz sırasında yoğun olarak kullanılan ancak son dönemde geri çekilmeye başlanan likidite destekleri tekrar önem kazanabilecektir. Esas olarak, bankacılık sistemlerinin ihtiyacından fazla likit kalmasını sağlama amacını taşıyan bu önlemlerin, finans sektöründe likidite koşullarının ve kredi riskine yönelik algılamaların bozulduğuna işaret eden TED ve OIS spreadlerinin artması (bankaların kısa vadeli borçlanma faizleri ile risksiz olarak değerlendirilen aynı vadeli Hazine gösterge faizi arasındaki fark) durumunda, özellikle ECB tarafından tekrar uygulanması söz konusu olabilir. **Bu gelişmelerin TCMB'yi de önlem almaya yönelttiği izlenmektedir.** İlk olarak, Para Politikası Çıkış Stratejisi kapsamında bir süre dir repo yoluyla yaptığı fonlamayı azaltmakta olan Banka, kredi notu indirimlerinin ertesi gününde fonlama miktarını tekrar yükselterek finansal istikrara öncelik verdiğini göstermiştir. Merkez Bankası'nın strateji belgesinde yer alan grafikten çıkardığımız sonuç, repo fonlamasının Mayıs ayında 12-14 mlr TL aralığında seyredeceği, Haziran sonunda ise 8 mlr TL'ye gerileyeceği şeklindedir. Ancak repo fonlamasının bu seyrini değiştirip değiştirmeyeceği, ya da daha genel olarak çıkış stratejisindeki diğer unsurları geciktirip geciktirmeyeceği, finansal piyasalardaki gelişmelere bağlı gibi görünmektedir.

Merkez Bankası Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Çıkış Sürecinde Likidite Açığı ve Merkez Bankası İşlemleri



Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Merkez Bankası ikinci olarak da, son dönemde yaz aylarına çekilen faiz artırımını beklentisine rağmen Enflasyon Raporu kapsamında faizlerin son çeyrekte artırılmaya başlanacağı ve artırımların ölçülü ve sınırlı olacağı mesajını vermiştir. Merkez Bankası Başkanı Durmuş Yılmaz'ın, 2010 yılının ikinci Enflasyon Raporu'na ilişkin sunumunda 2010 yılı sonu tahminleri ile ilgili belirgin değişiklikler vardı. 2010 enflasyon beklentisi % 6.9'dan % 8.4'e yükseltirken, buradaki 0.4 puanlık artış daha güçlü bir büyümeden, 0.15 puanı petrol fiyatlarından, 0.55 puanı gıda fiyatlarından ve 0.4 puanı ise sigara ve alkollü içeceklerdeki vergi artışlarının etkisinin beklentilerden yüksek gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. 2011 için yıl sonu enflasyon beklentisi ise 0.2 puanlık sınırlı bir artış ile % 5.4'e revize edildi. Bizim 2010 ve 2011 yılı için enflasyon beklentilerimiz ise % 8.0 ve % 6.0 seviyeleridir. Ayrıca Merkez Bankası 2010-2011 yılı için üretim açığı tahminini aşağı yönde revize etmiştir. Merkez Bankası, kamu maliyesinin beklenenden daha gevşek olması veya enflasyon beklentilerinin etkisinin daha fazla olması gibi durumlarda erken faiz artırdığını söylemiş olsa da, rapordaki genel görünümün piyasaların

beklentisinden daha iyimser olduğu gözlemlendi. Yüksek enflasyon beklentileri, talep koşullarının iyileşmesi ve yukarı yönlü enflasyon risklerini dikkate aldığımızda, bu para politikası yaklaşımının biraz gevşek olduğunu düşünüyoruz. Ancak, Banka'nın bu yöndeki kararlı tutumu sebebiyle biz de sene başındaki orijinal tahminimize (ilk faiz artırımının Ekim'de başlayacağı ve 2010'un tamamında artırımların 150 baz puan olacağı yönünde) geri döndük.

Dikkat edilecek bir nokta da 50 baz puanlık ek bir artışın da, önümüzdeki aylarda gösterge alınacak kısa vadeli faizin, gecelik faiz oranlarından haftalık repo oranlarına değişiminden kaynaklanacağı, ancak teknik olarak parasal sıkılaştırma anlamına gelmeyeceğidir. Ayrıca, Merkez Bankası'nın tahmin ufku boyunca (üç yıl) politika faizinin tek haneli kalacağı yönündeki açıklamalarına rağmen biz 2011'in ortalarında gösterge faizin %10'a ulaşacağı tahminimizi koruyoruz.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçindeki en önemli gelişme, Pazartesi günü açıklanacak Nisan ayı enflasyon rakamları olacak. Yurtdışında ise bu hafta daha yoğun bir veri gündemi var. Euro Bölgesinde imalat ve hizmet sektörü PMI endeksleri ile, ABD'deki imalat ve hizmet sektörü ISM endeksleri açıklanacak en önemli veriler gibi görünürken, ayrıca yine ABD'de tarım dışı istihdam ve işsizlik oranı da kritik olacaktır.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	TÜFE, Nis.	% aylık	3 May., 10:00	0.8 (0.85)
Yüksek	ÜFE, Nis.	% aylık	3 May., 10:00	(0.94)
Orta	CNBC-e Tüket. Güven End., Nis.	-	3 May., 10:00	-
Orta	TİM İhracat, Nis.	US\$ mln	3 May.	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi PMI Endeksi, Nis.	-	3 May., 10:58	57.5
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Mart	% aylık	3 May., 15:30	0.1
Yüksek	ABD	İmalat Sanayi ISM Endeksi, Nis.	-	3 May., 17:00	59.6
Yüksek	Euro Bölgesi	ÜFE, Mart	% aylık	4 May., 12:00	0.7
Orta	ABD	Fabrika Siparişleri, Mart	% aylık	4 May., 17:00	0.3
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Nis.	-	5 May., 10:58	55.5
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Nis.	-	5 May., 17:00	56.0
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası faiz kararı	baz puan	6 May., 14:45	değişim yok
Yüksek	ABD	Tarım dışı istih. ve işsizlik oranı, Nis.	Bin kişi, %	7 May., 15:30	175, 9.7

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2009-2012

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL) (*)	954.0	1,090.6	1,198.1	1,311.5
GSYİH (Mlr US\$) (*)	616.6	722.2	777.2	834.8
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	-62.8	-70.6	-70.5
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	115.6	132.6	144.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	178.3	203.2	214.8
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-13.7	-35.3	-39.8	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.2	-4.9	-5.1	-4.4

(*) 2009 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	30 Nisan	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4804	1.5000	1.5200	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	1.9601	2.0100	2.0700	2.1000	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.4405	3.5100	3.5900	3.6200	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3240	1.3400	1.3600	1.3800	1.4000	1.4000	1.4000
Politika Faizi	6.50%	6.50%	6.50%	7.00%	10.00%	8.50%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.20%	9.40%	9.70%	10.80%	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 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.