

## Makroskop

4 - 10 Şubat 2008

# 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

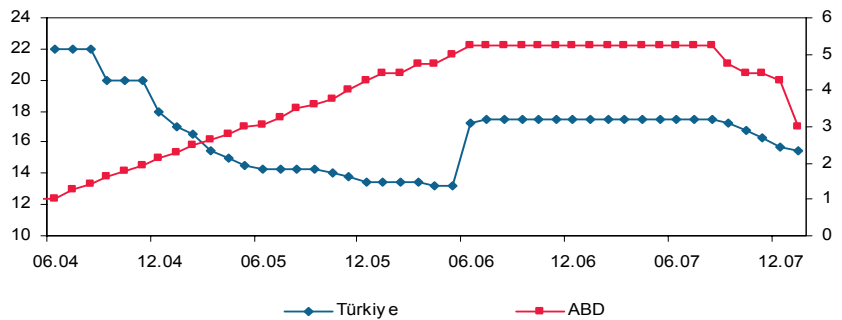
Nilüfer Yıldız (Yönetici Yrd.)  
Tel: 0212 318 37 90  
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

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

## Düşün Düşün Zordur İşin...

ABD için ilk ciddi resesyon sinyalinin alındığını belirttiğimiz 7 Ocak tarihli Makroskop'ta, bu süreçte gelecek bazı verilerin kafa karışıklığına yol açabileceğine ve her verinin aynı ölçüde öncüleme gücü olmayacağına değinmiştik. Hatta, tarım-dışı istihdamdaki aylık değişimlerin buna iyi bir örnek olduğunu, son iki resesyon incelendiğinde, istihdamdaki azalışların NBER'in sonradan saptadığı resesyon başlangıç noktalarıyla paralel olarak gerçekleştiğini yani öncülemediğini belirtmiş ve şöyle demiştik; "Bir diğer deyişle, Aralık ayı verisinde ve sonraki bir kaç ayda istihdam artışının devam etmesi bile resesyon endişelerini yeterince azaltıcı bir gelişme olmayacaktır." Dolayısı ile, aylık değişimlerden çok % 5'e yükselen işsizlik oranında bir değişim olup olmayacağını önemli bulmaktayız. Ayrıca, ISM tarafından açıklanan PMI endeksleri 50 seviyesinin altında kaldıkça, resesyona daha fazla ağırlık veren senaryoyu korumaya devam edeceğiz. Bu temel saptamayı yaptıktan sonra, uzunca bir dönemi kaplaması beklenen bu belirsiz ve dalgalı süreçte, olumlu etkide bulunacağını öngördüğümüz iki oluşuma (biri dışarıda biri ise içeride) kısaca değineceğiz. Son olarak da, FED ile yolları ayırdığı iyice belirginleşen TCMB'nin daha temkinli bulduğumuz yeni para politikası duruşunu ve olası yansımalarını ele alacağız.

ABD ve Türkiye Merkez Bankaları Politika Faiz Oranları (%)



Kaynak: Reuters, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

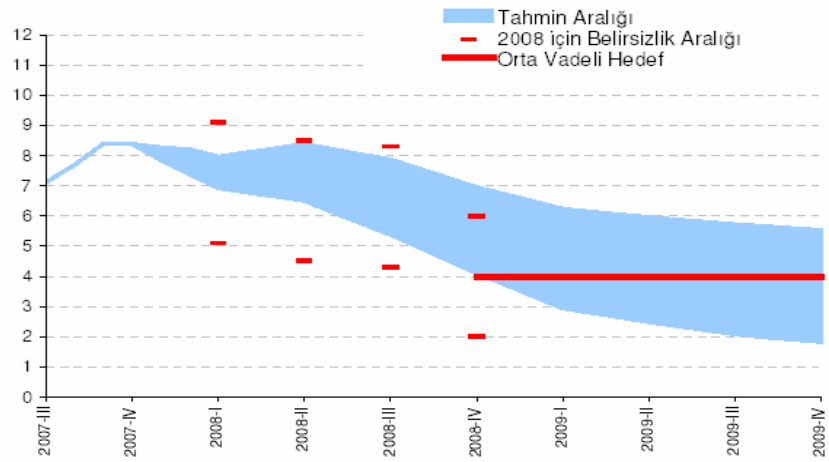
**Gerçekten de, sürecin bundan sonraki gelişimi açısından söz konusu iki farklı olumlu özelliğin bilincinde olmak gerekmektedir. Bize bunların ilki, FED'in 2001'deki resesyona göre bambaşka bir duruş içinde olmasıdır.** FED, o dönemde de, uyguladığı faizi toplamda 550 baz puan gibi yüklü bir seviyede indirmiş, ancak bunu 3 yıl gibi uzun bir zamana yaymıştı. Bu uygulamaya da "gradualism" adını vermişti. Türkçe tam karşılığını bulmak zor olsa da, "ölçülü ve kademeli" faiz indirim süreci diyebiliriz. Oysa bu kez, hem de sadece 5 ay içerisinde 225 baz puan (2001-03 dönemindeki indirimin yarısı) indirime gitmiş ve büyüme üzerindeki risklerin sürdüğünden bahsederek yeni

indirimlere de kapıyı açık bırakmıştır. Bu kesinlikle agresif bir para politikası uygulamasıdır ve ancak FED gibi ikili görevi (dual mandate) olan bir Merkez Bankası'nın sergileyebileceği bir yaklaşım tarzıdır. Enflasyon açısından riskli olsa da, büyüme tarafında "ölçülü" yaklaşıma göre daha etkili olması beklenebilir.

**İkinci önemli farklılaşma ise, yurtdışında gözlenmektedir. Daha önceki benzer çalkantılı dönemlerde topyekün olumsuzluk gözlenen piyasalarda bu kez farklı tepkiler izlenmektedir.** Yani, normal bir ekonomide olması gerektiği gibi, ekonomik temellerdeki yeni bir gelişmenin farklı piyasalara farklı şekilde yansıtacağı fiyatlanmaktadır. Bu doğrultuda, riskler büyüme üzerinde olduğundan borsalar olumsuz etkilenmekte, bono ve tahvil piyasası ise bu görünümün enflasyondaki düşüşü ve dolayısı ile faizlerdeki yansımaları dikkate alarak güçlü seyretilmektedir. Kurlar ise, ABD ekonomisindeki zayıflık ve açılan faiz farkı nedeniyle doların dünya genelinde değer kaybetmesinden faydalanmaktadır. **Görüldüğü gibi, yine tipik bir riskten kaçış dönemi yaşansa da, etkileri bambaşka olabilmektedir. Bunu ise, Türkiye piyasaları açısından çok olumlu bir deneyim olarak görmekteyiz.**

Öte yandan, küresel büyüme açısından artan risklere ve bunun Türkiye'ye olası yansımalarına rağmen, enflasyonun ve enflasyona ilişkin beklentilerin şu veya bu nedenle yüksek seyretmekte olması, Merkez Bankası ile FED'in yollarını da ayırmıştır. **TCMB, büyüme ve enflasyon arasında bir ikileme düşmemiş, esas görevi olan enflasyonla mücadeleyi tercih etmiştir. Bu doğal tercihin Türkiye ekonomisi açısından büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırdığı, buna karşılık enflasyonda yukarı yönlü riskleri sınırladığı söylenebilir. Ayrıca, söz konusu duruşun olası piyasa riskleri gözönüne alındığında daha doğru bir tercih olduğu da belirtilmelidir.**

TCMB Enflasyon Tahmini (\*)



(\*) Enflasyonun % 70 olasılıkla taralı alanın içinde kalacağı öngörülmektedir.

Kaynak: TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Ayrıntılara gelince, TCMB, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2008 yılı sonunda orta noktası % 5.5 olmak üzere % 4.1 - 6.9 arasında, 2009 yılı sonunda ise orta noktası % 3.7 olmak üzere % 1.8 - 5.5 arasında gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. Merkez Bankası bu tahminler üretilirken varsayılan ve önümüzdeki dönemde izlemesi muhtemel faiz patikası hakkında şunları söylemiştir: **"Tahminler üretilirken, 2008 yılında politika faizlerinde sınırlı bir indirim yapılacağı varsayılmıştır. Tahminlerin ana mesajı, 2007 Eylül ayında başlatılan ölçülü indirim sürecinin devamının olumlu veri ve gelişmelere bağlı olacağıdır. Bir diğer ifadeyle, mevcut tahminler bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir faiz indirim sürecine dayanmaktadır."**

Bu ifadelerden anlaşılan ise, Merkez Bankası'nın son toplantısında faiz indirimlerinin hızını keserek 25 baz puana çekmesinden de sinyalinin alındığı gibi, para politikası duruşunda önemli bir değişikliğe gitmiş olduğudur. Öncelikle, geçen sene Eylül ayında başlayan ve toplam 200 baz puanlık indirimin gerçekleştiği sürecin, beklendiği gibi sonuna gelmiş bulunuyoruz. Bundan sonraki

indirimlerin veri açıklamalarına hassas olacağını ve birbiri ardına gelen seri indirimler yerine, olumlu gelişmeler görüldüğü durumda hayata geçeceğini söyleyebiliriz. Önümüzdeki ayın PPK toplantısında (14 Şubat) da 25 baz puanlık bir faiz indiriminin hayata geçmesi, bu doğrultuda büyük ölçüde Ocak enflasyonuna bağlı olacaktır. Bu yıl içinde yapılacak toplam faiz indirim beklentimizi de 175 baz puandan 100 baz puana çekmiştik.

**Öte yandan, 14 Ocak tarihli Makroskop'ta dikkat çektiğimiz yeni çekirdek göstergeye ilişkin Merkez Bankası'nın net bir tanım getirmesini ve sakıncalı bulduğumuz yemek hizmetleri grubunun bu endeksten dışlanmasından vazgeçmesini çok olumlu buluyoruz.** Buna göre, son raporlarında üstü kapalı olarak sinyalini verdiği yeni çekirdek fiyat göstergesi, H çekirdek fiyat göstergesinden (işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler-tütün ve altın hariç) işlenmiş gıda fiyatlarının da çıkması ile oluşturulmuştur. Bu göstergenin, enflasyonun ana eğilimi hakkında daha sağlıklı bilgi edinilmesine katkıda bulunacağı belirtilirken, geçen yılı % 4.8 düzeyinde kapatan bu endeksin önümüzdeki dönemdeki seyrinin para politikası kararları açısından belirleyici olacağı anlaşılmaktadır.

Özetle, önceki resesyonlardan farklı olarak FED'in ölçülü yaklaşımı bırakıp daha agresif bir para politikası uygulamasına geçmesi ABD ekonomisi ve küresel büyüme açısından aşağı yönlü risklerdeki derinleşmeyi sınırlarken, TCMB'nin doğal tercihi, yurtdışında enflasyondaki düşüşü destekleyici buna karşılık büyüme üzerindeki riski artırıcı bir yaklaşım olmuştur.

## Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yoğun bir haftayı geride bırakırken, önümüzdeki günlerde de yurtdışında açıklanacak verilerden, özellikle Salı günü Euro bölgesindeki ve ABD'deki hizmet sektörü öncü göstergeleri PMI ve ISM önemli olabilir. Perşembe günü ise piyasalarda belirginleşen bozulmanın, Avrupa ve İngiltere Merkez Bankaları'nın tutumuna olan yansımaları ön planda olacaktır.
- İçeride, başta haftanın ilk gününde yayınlanacak olan enflasyon verileri olmak üzere, Cuma günü açıklanacak olan Beklenti Anketi ve sanayi üretimi önemli olacak. 6 Şubat ve 9 Şubat ise türbana serbestlik getiren anayasa değişikliklerinin Meclis Genel Kurulu'nda oylanacak olması nedeniyle hareketli geçebilir.
- Hazine'nin bu hafta önemli bir itfası bulunmuyor. Bu doğrultuda da Perşembe günü 16.7.2008 ve 13.8.2008 vadeli tahvillerin gösterge tahville değiştirileceği değişim ihalesi haricinde herhangi bir ihale düzenlenmeyecek.

### Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	TÜFE, Ocak	% aylık	4 Şub., 17:00	1.1	1.1
Yüksek	ÜFE, Ocak	% aylık	4 Şub., 17:00	1.0	0.9
Orta	Sanayi Üretimi, Ara.	% yıllık	8 Şub., 10:00	2.5	-
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Şub.I	-	8 Şub.	-	-
Zayıf	Nakit Bazlı FDF, Ocak	Mlr YTL	8 Şub.	-	-

### Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Zayıf	ABD	Fabrika Siparişleri, Ara.	% aylık	4 Şub., 17:00	0.5
Yüksek	Avrupa Bölgesi	Hizmet Sektörü PMI Endeksi, Ocak	-	5 Şub., 11:00	52.0
Yüksek	ABD	Hizmet Sektörü ISM Endeksi, Ocak	-	5 Şub., 17:00	52.7
Zayıf	ABD	İşgücü Maliyeti, 4Q	% çeyrek	6 Şub., 15:30	3.0
Zayıf	ABD	Verimlilik, 4Q	% çeyrek	6 Şub., 15:30	1.7
Orta	ABD	Bekleyen Konut Satışları, Ara.	% aylık	7 Şub., 17:00	-0.5
Yüksek	İngiltere	Merkez Bankası Faiz Kararı, Şub.	%	7 Şub., 14:30	5.25
Yüksek	Euro Bölgesi	Merkez Bankası Faiz Kararı, Şub.	%	7 Şub., 14:45	4.00

## Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

### Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2006	2007t	2008t	2009t
GSMH (Mlr YTL)	575.8	638.4	694.1	758.3
GSMH (Mlr US\$)	399.7	490.5	569.5	588.2
GSMH büyümesi	6.0%	4.3%	4.5%	5.0%
ÜFE ( yıllık %)	11.6	5.9	4.0	4.0
TÜFE ( yıllık %)	9.7	8.4	5.5	4.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-54.0	-61.9	-66.9	-65.4
İhracat (FOB, Bavul hariç)	85.5	106.7	121.4	137.6
İthalat (CIF, Altın dahil)	139.5	168.5	188.3	203.1
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-32.8	-37.6	-42.6	-40.0
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-8.2%	-7.7%	-7.5%	-6.8%

### Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	1 Şubat	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.1680	1.2016	1.2191	1.2566	1.2787	1.2860	1.2960
EUR/YTL	1.7357	1.7783	1.7920	1.8221	1.7902	1.8000	1.8144
Döviz Sepeti	2.9037	2.9799	3.0111	3.0787	3.0689	3.0860	3.1105
EUR/USD	1.4860	1.4800	1.4700	1.4500	1.4000	1.3997	1.4000
O/N	15.50%	15.50%	15.25%	15.00%	14.50%	14.50%	13.00%
Gösterge Tahvil	16.40%	16.50%	16.50%	16.18%	15.60%	15.60%	13.90%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	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 Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya 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	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 <sup>rd</sup> Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

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 çalışana 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.