

Makroskop

26 Mayıs - 1 Haziran 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

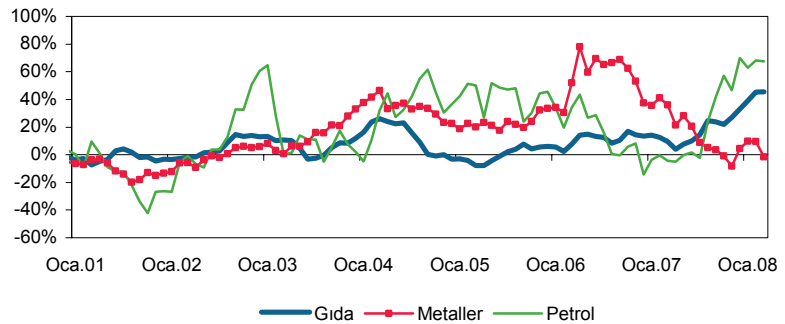
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Dört Koldan, Dört Nala...

Sanki sıraya girmiş gibi her hafta bir başka emtianın hızlı yükseliş göstermesi ve petrol fiyatlarının 135 dolara ulaşarak yeni bir rekor kırması, küresel ekonomide dengesizliklerin ve belirsizliklerin ne denli ciddi boyutta olduğunu bir kere daha düşündürmüştür. Özellikle petrol ve gıda fiyatlarında yaşanan yüksek oranlı fiyat artışlarının uzun süre devam etme durumu, doğal olarak enflasyondaki ana eğilimi kontrol etmekle yetinmeye çalışan merkez bankalarının işini fena halde zorlaştırmaktadır. Politika yapıcıları bu tip dalgalanmaları başlangıçta görece fiyat hareketleri olarak gördüklerinden yükselen fiyatların tekrar düşeceğini, düşen fiyatların ise tekrar yükseleceğini varsayarak yola devam ederler. Ama görece fiyatların da uzun dönem eğilimleri olabilir ve öyle bir nokta gelir ki buradaki hareketin kalıcı olduğu ve diğer fiyatları da etkileyebileceği düşünüldüğünde devreye girmek için bir an bile vakit kaybedilmemeleri gerekir. Türkiye'de uygulanan para politikasının kısa bir sürede gevşeme eğiliminden sıkılaşma eğilimine geçmesinde, bu yaklaşımın önemli bir payı olduğunu düşünüyoruz. Nisan ayı Para Politikası Kurulu özetlerinde yer alan "Normal şartlar altında arz şoklarının görece fiyatları geçici olarak etkilemesi, ancak orta vadeli enflasyon eğilimini değiştirmemesi beklenir. Bununla beraber birden fazla arz şokunun aynı anda ortaya çıkması ve oldukça uzun bir süredir devam ediyor olması, gelinen noktada fiyatlamaya davranışlarına dair riskleri göz ardı edilemeyecek bir noktaya getirmiştir." cümlesi tam da bunu anlatmaktadır.

Emtia Endeksleri (IMF, 2005=100) (Yıllık Değişim)



Kaynak: IMF, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

TCMB, gıda ve enerji fiyatlarında son yıllarda gözlenen artışların küresel eğilimlerden kaynaklanan yapısal bir değişimi yansıttığına ilişkin görüşlerin güçlendiğine dikkat çekmiş ve geçen hafta yansıttığımız gibi enflasyon tahminleri ve senaryoları için bu durumu göz önüne almıştır. Emtia fiyatlarının gelişimine ve bunlarla ilgili yapılan analizlere bakıldığında bu duruş değişikliği haklı görünmektedir.

IMF tarafından yayınlanan 2005 yılı bazlı emtia endeksleri Nisan ayı itibarı ile, gıda ve petrol fiyatlarındaki son bir yıllık yükselişi % 45.6 ve % 67.5 seviyesinde göstermektedir. Söz konusu artışlar gıda fiyatları için endeks tarihinin en yüksek yıllık artışını, petrol fiyatları için ise 2000'den beri en yüksek artış ifade etmektedir. IMF'nin Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda yer verdiği 1960-2007 yılları arasında emtia fiyatlarındaki patlama (boom) dönemlerini inceleyen analizde, **bugünlerde devam eden son yükseliş döneminin önceki yükseliş döngülerine göre, daha genele yayılmış, fiyat artışı olarak geçmiş ortalamaların üzerinde ve kalıcı fiyat artışı döneminin daha uzun sürdüğü** değerlendirilmesinde bulunmuştur. Gerçekten de, petrol ve gıda fiyatları için önceki boom dönemlerinin ortalama süresi 18 ay civarındayken, son döngüde bu süre petrol için 73 aya, gıda için ise 38 aya yükselmiştir. Ayrıca, emtia ana gruplarının (petrol, metal, gıda, içecek ve tarımsal hammadde) birlikte yükseldiği ayların yaklaşık yarısı 2005 yılından bu yana olan dönemde gerçekleşmiştir.

Emtia fiyatlarında görülen yükseliş dönemlerinin özellikleri, 1960-2007

US\$ Bazlı Endeksler	Son dönem noktası	Fiyat Değişimleri (%)		Süre (ay)	
		Son dönem noktasından itibaren	Ortalama*	Son dönem noktasından itibaren	Ortalama*
Ham petrol **	Aralık 2001	210.1	54.0	73	18
Metaller	Mart 2003	104.8	43.0	58	22
Alüminyum	Nisan 2003	29.0	41.0	57	22
Bakır	Ekim 2001	212.5	61.0	75	21
Nikel	Ekim 2005	74.9	84.0	19	29
Gıda	Kasım 2004	30.4	21.0	38	18
Mısır	Kasım 2004	62.2	39.0	38	19
Buğday	Nisan 2005	124.1	38.0	32	20
Soya fasulyesi	Ocak 2005	83.9	42.0	36	18

(* Geçmişte yaşanan fiyat yükseliş dönemlerinin ortalaması (mevcut yükseliş dönemi hariç)

(**) IMF'nin petrol için ortalama spot fiyatı

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Nisan 2008

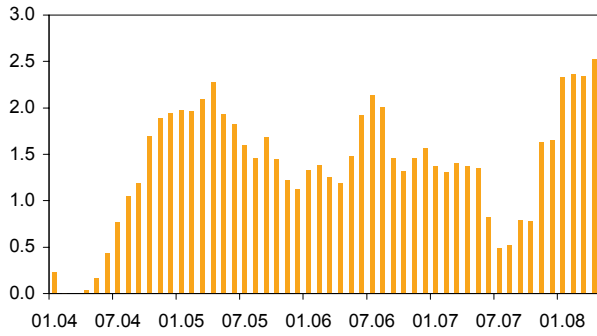
Böylesi bir emtia şokunun genel enflasyon (TÜFE) üzerindeki yansımaları ileriye yönelik beklentileri bozarak enflasyonun temel eğilimini olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir. Nisan sonunda yıllık artışı % 9.7 seviyesinde olan TÜFE'nin 6 puandan fazlası gıda ve enerji fiyatlarından kaynaklanmıştır. Türkiye'de gıdanın TÜFE üzerindeki etkisi ağırlıkların bilinmesi nedeniyle daha net olarak izlenebilmektedir. Buna karşılık petrolün doğrudan ve birincil dolaylı etkileri daha karanlıkta kalmaktadır. Petrol fiyatlarının TCMB'nin kötümser senaryosuna doğru hareketlendiği bugünlerde, buradaki risklere değinmek faydalı olacaktır. Hesaplamalarımıza göre, doğrudan etki diyebileceğimiz akaryakıt fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığı % 4'e yakındır. Bir kısmı idari kararlara bağlı olan birincil dolaylı etkilerin (elektrik, doğalgaz, ulaştırma v.b) ağırlığı ise % 10'a yakındır. Ancak bu kısımdaki yansıma birebir olmayacağı gibi zamana yayılarak da gerçekleşebilir. **Dolayısı ile, fiyatlama davranışı açısından en kötü durumda buna karşılık YTL'de belirgin bir değişim gözlenmemesi şartıyla, petrol fiyatlarında bir yıllık dönemde görülen % 10'luk artışın yıllık TÜFE'ye etkisinin (doğrudan ve dolaylı) 1.3-1.4 puan düzeyinde olduğu söylenebilir.** TCMB, 2008 yılı petrol fiyatı beklentisini 85 dolardan 105 dolara çıkarmış ve buradan TÜFE'ye gelecek katkının 0.9 puan olacağını söylemiştir. Petrol fiyatı varsayımıyla yıllık artışın % 15'den fazla olacağı düşünüldüğünde Banka'nın sadece doğrudan etkileri dikkate aldığı anlaşılmaktadır. Ayrıca, petrol fiyatları yeni varsayımın bile 30 dolar üzerinde seyretmeye başlamıştır. Bu ise, Banka'nın yeni yıl sonu TÜFE tahmini (% 9.3) açısından önemli bir risktir.

Petrol fiyatlarındaki durmak bilmeyen artışın cari dengeye etkisine gelince; sadece ham petrol ithalatı üzerinden düşünülünce, petrol fiyatlarında 1 dolarlık fiyat artışının cari açığa katkısı 180 mn dolar seviyesinde olmaktadır. Bunun yanında, ithalatın petrol fiyatlarına hassas kısmında mineral yağlar ve doğalgaz da bulunmaktadır ve petrol ithalatı toplam enerji ithalatının yaklaşık % 40'ını oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, petrol fiyatlarının doğalgaz fiyatlarına 6-9 ay gecikme ile yansıtacağı varsayıldığında, **petrol fiyatlarındaki 1 dolarlık fiyat**

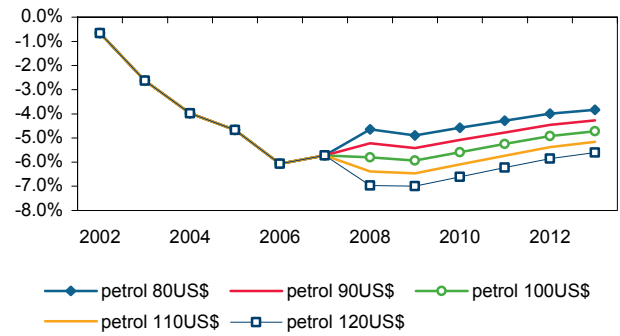
artışının cari açığı 400 mn dolar yükselteceği söylenebilmektedir.

Bir diğer deyişle, 10 dolarlık bir fiyat artışı cari dengeyi GSYH'ya oranla 0.5 puan yukarı çekmektedir. **Bu durumda, 2007'yi ortalama 73 dolar seviyesinde bitiren ham petrol bu yılın kalanında, bugünlerdeki 130 dolar seviyesinde devam eder ve yıllık ortalama olarak 120 dolar seviyesinde tamamlarsa, diğer şartlar aynı kalmak üzere bunun 2008 yılı cari açığını 18.8 mlr dolar artışla 52.7 mlr dolara, GSYH'ya oranını ise 1.8 puan artışla % 7.0'ye çıkarması beklenebilir.**

Enerji fiyatlarının TÜFE'ye katkısı (Yıllık % Puan)



Hampetrol fiyatlarına ilişkin senaryolar ve cari açık (% GSYH)



Sonuç olarak, emtia fiyatları kaynaklı arz şokunun ulaştığı nokta Merkez Bankalarının tolere edebileceği boyutları aşmıştır. Bu fiyat patlamasının öncekilere göre farklı nitelikler göstermesi belirsizliği artırmakta ve daha temkinli yaklaşmayı gerektirmektedir. Ne yazık ki, Türkiye, enerji ithalatçısı olması ile gıda ve enerjiyle ilişkili harcamaların TÜFE içindeki yüksek ağırlığı gibi nedenlerle artık daha kalıcı olacağı düşünülen bu eğilimden olumsuz etkilenecek ülkelerin başında gelirken, özellikle petrol fiyatlarının bugünlerde bulunduğu seviyeyi koruması durumunda enflasyon ve cari açık en kötü beklentilerin bile üzerinde gerçekleşebilecektir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yurtiçinde bu haftanın kritik verileri arasında Reel Kesim Güven Endeksi ve hafta sonu açıklanacak olan İTO fiyat endeksi yer alıyor.
- Yurtdışı gündemde ise ABD'de yeni konut satışları, birinci çeyrek büyüme ve çekirdek PCE gibi kritik verilere ek olarak, Fed Başkanı Bernanke'nin Perşembe ve Cuma günleri yapacağı konuşma da önemli olabilir. Bu arada, ABD ve İngiltere'de piyasalar Pazartesi günü kapalı olacak.
- Çarşamba günü piyasaya yapılacak 6.2 mlr YTL'lik döviz cinsi itfa öncesinde Hazine Salı günü 25.05.2011 vadeli dolar cinsi sabit kuponlu tahvil ihraç edecek. Hazine'nin, Cuma günü açıklayacağı Haziran ayı iç borçlanma programında ise, 4.3 mlr YTL'lik iç ve 0.9 mlr dolarlık dış borç servisi için toplamda 5.4 mlr YTL finansman ihtiyacı olacağını hesaplıyoruz.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	Reel Kesim Güven Endeksi, May.	-	26 May., 17:00	-	-
Orta	Hazine Borçlanma Prog., Haz.	-	30 May.	-	-
Yüksek	İthalat, Nis. US\$ mn	US\$ mn	30 May., 17:00	17,200	-
Yüksek	İhracat, Nis. US\$ mn	US\$ mn	30 May., 17:00	11,800	-
Orta	TİM İhracat, May. US\$ mn	US\$ mn	1 Haz.	12,200	-
Yüksek	İTO Fiyat Endeksi, May. % aylık	% aylık	1 Haz., 12:00	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	C. Shiller Konut Fiyat End., Mart	% aylık	27 May., 16:00	-
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, May.	-	27 May., 17:00	61.0
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Nis.	mln	27 May., 17:00	0.52
Orta	ABD	Day. Tük. Mal. Sipariş. (Ulaş. har.), Nis.	% aylık	28 May., 15:30	-0.4 (-0.5)
Yüksek	ABD	Büyüme (ilk rev.), 1Ç	% çeyrek	29 May., 15:30	1.0
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Nis.	% aylık	30 May., 15:30	0.1
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End. (rev.), May.	-	30 May., 16:55	59.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	756.4	812.9	880.9
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	13.0	10.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	9.5	7.0	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-68.6	-67.3	-66.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	136.4	152.6	170.3
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	209.2	236.2	257.5
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.6	-44.0	-48.3	-49.3
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.8	-5.9	-5.6

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	23 Mayıs	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2448	1.2700	1.2800	1.2900	1.3050	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.9620	1.9685	1.9585	1.9350	1.8930	1.9430	1.8350
Döviz Sepeti	3.2068	3.2385	3.2385	3.2250	3.1980	3.2380	3.1450
EUR/USD	1.5762	1.5500	1.5300	1.5000	1.4500	1.5000	1.4000
O/N	15.75%	16.25%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
Gösterge Tahvil	19.70%	19.50%	19.00%	18.50%	18.00%	18.50%	18.00%

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 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd 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.