

Makroskop

24 - 30 Mart 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

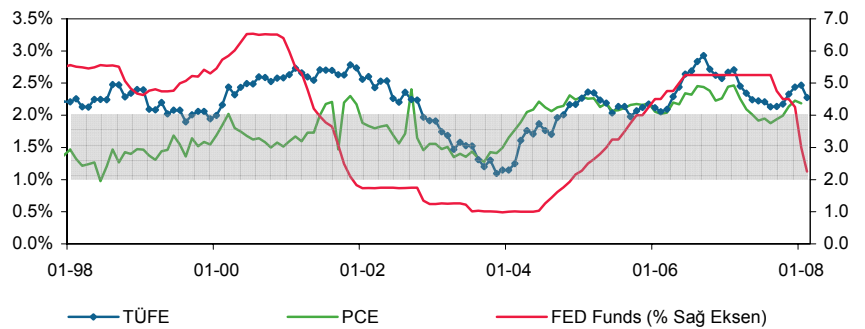
Nilüfer Yıldız (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.yildiz@fortis.com.tr

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

Hedef Olmaktansa, Hedefi Değiştirmek...

Hafta içindeki FED ve TCMB'nin faiz kararları ve buna ilişkin açıklamalarının öncekilere göre belirgin farklılıklar içerdiğini ve önemli mesajlar taşıdığını düşünüyoruz. Bunları dikkate almadan uygulanacak piyasa stratejileri kaybetmeye mahkum olacaktır. Öncelikle, Fed'in büyüme görünümü konusundaki değerlendirmelerinin ve beraberinde de enflasyondaki yükselişe yaptığı vurgunun endişe verici olduğu düşünüyoruz. Açıklamada, mevcut büyüme görünümü için, ekonomik aktivitenin daha da zayıfladığı belirtilmiş, tüketim harcamalarındaki artışın yavaşlamasına ve işgücü piyasasındaki güç kaybına dikkat çekilmiştir. Önümüzdeki dönem görünümü için ise, finans sektöründeki ciddi sıkıntıların sürdüğü ve kredi koşullarındaki bozulma ile konut sektöründeki zayıflığın birkaç çeyrek boyunca büyümeyi olumsuz etkileyeceği belirtilmiştir. Diğer yandan, enflasyondaki yükseliş ve enflasyon beklentilerdeki bozulmaya daha fazla vurgu yapılsa da, enerji ve emtia fiyatlarında artışın duracağı projeksiyonuyla bu görünümün önümüzdeki dönemde düzelmeye beklentisine yer verilmiştir. Ancak, enflasyon görünümünde belirsizliğin artmış olduğu vurgusu da çarpıcıdır. Bizce, FOMC'nin yayınladığı kısa metnin satır araları daha iyi okunduğunda, Fed üyelerinin içinde bulunduğu sıkıntılı durum daha iyi anlaşılacaktır. Fed piyasanın daha agresif olan faiz indirim beklentisini karşılamazken, kendi içinde de muhalefetin güçlendiği (iki üye daha az agresif indirim istemiş) görülmektedir. Yapılan indirimle politika faiz oranı % 2.25'e gerilerken, söz konusu oranın tarihteki en düşük değerinin 25 Haziran 2003'deki indirim ile % 1 seviyesinde olduğu dikkate alınır, potansiyel düşüş alanının iyice azaldığı görülmektedir. Ayrıca, o dönemde enflasyonun belirgin düşüş eğiliminde olduğu ve Fed'in favori enflasyon göstergelerinin (çekirdek TÜFE ve PCE) % 1.5 civarında seyrettiği de unutulmamalıdır.

Çekirdek Enflasyon Göstergeleri ve FED faizi



Kaynak: FED, Fortis Araştırma hesaplamaları

Oysa, her ne kadar Şubat ayında sürpriz bir düşüşle % 2.3'e gerilese de, çekirdek TÜFE'nin son dönemde Fed'in hedeflediği alanın üzerinde kaldığı ve ÜFE gerçekleştirmelerinin yansıttığı gibi risklerin yukarı yönlü olduğu

düşünülmektedir. Mevcut enflasyon görünümünün ayakbağı olmaya başlaması, Fed'in bundan sonraki eylemlerine ilişkin beklentilerin de karışık bir görünüm sergilemesine yol açmaktadır. Piyasa yapıcılarında yapılan son anket, 30 Nisan toplantısına ilişkin indirim beklentisinin 25 ile 50 baz puan arasında (6'ya karşı 10 kurum) dağıldığını, yıl sonu faiz beklentisinin ise % 1.5-2.0 arasında bulunduğunu yansıtırken, vadeli işlemlerde Nisan'da 50 baz puana % 56 gibi bir olasılık verilmekte ve yıl sonu için % 1.75 beklentisi ağır basmaktadır. Toplantıya kadar olan uzun sürede bu beklentilerin önemli farklılaşma gösterebilecekleri ve algılamadaki olası değişikliklerin dalgalanma getirebileceği ise unutulmamalıdır.

Fed gibi iki görevi bir arada (fiyat istikrarı ve tam istihdam) yürüten bir kuruma bile ayakbağı olmaya başlayan enflasyonun, tek görevi fiyat istikrarı olan TCMB'ye daha fazla engel çıkarması, hele ki ciddi bir kredibilite sorunu altında, kaçınılmazdı ve nitekim öyle de olmuştur.

Bu doğrultuda, Merkez Bankası 19 Mart tarihli toplantısında, son dönemde ağırlık kazanan beklentiler paralelinde faizleri değiştirmezken, küresel ekonomideki belirsizliklerin ve orta vadeli enflasyon görünümünde etkili olabilecek fiyatlama davranışlarına ilişkin risklerin Banka'nın temkinli olma gereğini artırdığı belirtilmiştir. Ayrıca Banka'nın çekirdek enflasyondaki ılımlı seyir yerine genel enflasyon seviyesindeki yükselişe odaklandığı izlenirken, bu da önümüzdeki dönemde gıda ve enerji fiyatlarının TÜFE üzerine olabilecek yansımalarının daha önem kazanacağına işaret etmektedir.

Şubat PPK Toplantısı

Son dönemde açıklanan veriler ekonomideki ılımlı büyümenin devam ettiğini göstermektedir. Küresel kredi piyasalarındaki sorunların yansımaları iç talebi sınırlamaktadır. Ayrıca, dünya ekonomisinde beklenen yavaşlama **orta vadede dış talebin büyümeye katkısının azalabileceğine** işaret etmektedir. Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş eğilimine destek vermeyi sürdürüleceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, gıda ve enerji fiyatları bir risk unsuru oluştursa da **enflasyonun orta vadede düşmeye devam etmesi beklenmektedir.**

Kurul, Merkez Bankası'nın öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğunu vurgulamış, son dönemdeki indirimlere rağmen kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediğinin altını çizmiştir. **İşlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanabilecek dalgalanmalar enflasyonu geçici olarak etkileyebileceksede gıda ve enerji kalemleri dışlanarak hesaplanan enflasyon yüzde 4 seviyesine yaklaşmaktadır. Bununla birlikte küresel ekonomide süregelen belirsizliklerin ve fiyatlama davranışlarına ilişkin risklerin, para politikası kararlarının verilere duyarlılığını artırdığı vurgulanmalıdır.** Önümüzdeki dönemde, Eylül ayından itibaren yapılan faiz indirimlerinin etkileri yakından izlenecek, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar ile gelirler politikasındaki gelişmelerin iş gücü piyasasına ve genel fiyatlama davranışlarına yansımaları gözlenmeye devam edilecektir. Bundan sonraki olası faiz indiriminin zamanlaması küresel piyasalardaki gelişmelere, dış talebe, maliye politikası uygulamalarına ve orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen diğer unsurlara başlı olarak belirlenecektir.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceği önemle vurgulanmalıdır.

Mart PPK Toplantısı

Kurul, artan gıda ve enerji fiyatları ile küresel belirsizliklerin **enflasyon hedefine ulaşılmasını geciktirebileceği** değerlendirmesinde bulunmuştur. Öte yandan, uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların belirginleşmesiyle **önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü risklerin arttığı** gözlenmektedir. Bu çerçevede, talep koşulları enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam edecektir. Son dönemdeki indirimlere rağmen kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesi enflasyondaki düşüşü desteklemektedir. **Bununla birlikte, küresel ekonomide süregelen belirsizlikler ve fiyatlama davranışlarına ilişkin riskler para politikasında temkinli olma gereğini artırmıştır.** Önümüzdeki dönemde gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların genel fiyatlama davranışlarına yansımaları yakından izlenmeye devam edilecektir. Bundan sonraki olası faiz indirimi, küresel piyasalardaki gelişmelere, dış talebe, maliye politikası uygulamalarına ve orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen diğer unsurlara bağlı olacaktır.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceği önemle vurgulanmalıdır.

Banka'nın değerlendirmelerinde bazı önemli değişiklikler de dikkat çekmiştir. Yukarıda en son PPK metnini bir önceki metinle karşılaştırarak farklılaşmanın daha net gözlenmesini sağlamaya çalıştık. Banka orta vadede enflasyonun düşmeye devam edeceği beklentisini metinden çıkartırken, yurtdışı gelişmelerin önceden vurguladığı gibi sadece dış talebi değil ekonomik aktivitenin genelini olumsuz etkileyebileceğinden bahsetmiş ve büyümeye ilişkin artan aşağı yönlü riskleri ön plana çıkarmıştır. Ayrıca, "bundan sonraki olası faiz indirimi" ifadesi kullanılarak eğilimin indirim yönünde korunduğu mesajı verilmiştir. Banka'nın Ekim'e kadar faiz indirimlerine ara vereceği ve son çeyrekte toplamda 75 baz

puan indirim yapacağı beklentimizi koruyoruz. Bunun konsensüs konumuna geldiğini de görüyoruz. Ama faiz artırım ihtimalinin de tartışılması gerektiğini düşünmekteyiz.

Bilindiği gibi, Mart ayında en sert piyasa tepkisi, bono faizlerinden gelmiştir. Gıda ve enerji fiyatları ile enflasyona yönelik görünümün bozulmasının bu durumda bir miktar etkisi olduğunu düşünsek de, esas önemli katkının gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'ye yönelik risk algılamasının bozulmasından geldiğini belirtmiş ve bono piyasasındaki gelişmeler için iki çıkarımda bulunmuşuk: Bunlardan ilki, **faizdeki yükselişin enflasyon beklentilerinden kaynaklanmaması sebebiyle, Merkez Bankası'nın fonlamanın 1.5 puan üzerine çıkan gösterge tahvil faizine kısa vadede tepki göstererek para politikasını sıkılaştırma gereği duymayacağıdır.** Ancak önümüzdeki dönemde kurlardaki yükseliş belirginleşir ve bunun enflasyon tahminlerini yukarı çekme eğilimi oluşturduğu görülürse durum değişecektir. İkincisi ise, **Merkez Bankası parasal durumundan bağımsız olarak, uzun vadeli faizlerdeki yükselişin, kredi faizlerini de son dönemde yukarı çekmeye başlamasıdır ki, bu da zaten yavaşlamakta olan ekonomi üzerinde ikinci bir baskı yaratacağından artırım engelleyici yönde bir gelişmedir.** Bu farklı etkiler nedeniyle, yeni bir çıkış yolu daha aklımıza gelmektedir. Küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler ve gıda-enerji fiyat riskleri daha uzun süre devam eder ve bu yüzden ana enflasyonun uzunca bir süre hedefin üzerinde tutacağı görülürse, **Banka'nın faiz artırmak yerine enflasyon hedefini değiştirmesinin söz konusu olabileceğini düşünüyoruz.**

Sonuç olarak, yukarıda değindiğimiz gelişmeler Aralık başında yayınlanan "Açmazda Kalınmaz, Gambit'ten Kaçılmaz" başlıklı haftalıkta değindiğimiz risklerin realize olmaya başladığını göstermiştir. Hatırlatmak gerekirse, o tarihte, *"Enflasyondaki dışsal koşullardaki bozulma ve bunun ikincil etkilerinin görülme riski Merkez Bankalarının hareket alanını daraltmaktadır. Yani büyümede olası bir yavaşlama karşısında Merkez Bankalarının faiz indirerek olumsuz etkileri giderme yönündeki tepkisi daha sınırlı kalabilecek ve öncesine göre büyümede daha fazla yavaşlamaya izin verilmek zorunda kalınacaktır."* demiştik. Risklerin realize olması ise, piyasalar için hayatın daha zorlaşması anlamına gelecektir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta yurtiçi gündemin oldukça sakin geçecek olmasıyla, gözler yurtdışındaki gelişmelerde olacak. Özellikle ABD'de Perşembe günü açıklanacak olan büyüme ve Cuma günü açıklanacak olan PCE (kişisel tüketim harcamaları) deflatörü izlenecek. Bu arada, Pazartesi günü birçok Avrupa ülkesinde piyasalar kapalı olacak.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Orta	İktisadi Yönelim Anketi, Mart		25 Mart	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	İkinci El Konut Satışları, Şub.	mln	24 Mart, 16:00	4.85
Orta	ABD	C. Schiller Konut Fiyat End., Ocak	% aylık	25 Mart, 15:00	-
Orta	ABD	Tüketici Güven Endeksi, Mart	-	25 Mart, 16:00	74.0
Orta	Almanya	İfo İş Ortamı Endeksi, Mart	-	26 Mart, 11:00	103.4
Orta	ABD	Day. Tük. Mal. Sip.(Ulaş. har.), Şub.	% aylık	26 Mart, 14:30	0.6 (-0.4)
Yüksek	ABD	Yeni Konut Satışları, Şub.	mln	26 Mart, 16:00	0.58
Yüksek	ABD	Büyüme (son revizyon), 4Ç	% çeyreksele	27 Mart, 14:30	0.6
Yüksek	ABD	Çekirdek PCE, Şub.	% aylık	28 Mart, 14:30	0.2

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2006-2009

	2006	2007t	2008t	2009t
GSMH (Mlr YTL)	758.4	863.5	915.6	999.8
GSMH (Mlr US\$)	530.5	663.5	735.4	772.7
GSMH büyümesi	6.9%	5.3%	4.5%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	11.6	5.9	4.0	4.3
TÜFE (yıllık %)	9.7	8.4	5.5	4.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-54.0	-62.8	-68.0	-66.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	85.5	107.2	121.9	138.1
İthalat (CIF, Altın dahil)	139.6	170.0	189.9	204.8
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-32.2	-38.0	-42.6	-40.5
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-6.1%	-5.7%	-5.8%	-5.2%

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	21 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2358	1.2264	1.2486	1.2762	1.2903	1.2900	1.3000
EUR/YTL	1.9135	1.9070	1.9103	1.9016	1.8451	1.8800	1.8200
Döviz Sepeti	3.1493	3.1334	3.1588	3.1778	3.1354	3.1700	3.1200
EUR/USD	1.5484	1.5550	1.5300	1.4900	1.4300	1.4600	1.4000
O/N	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%	14.25%	14.50%	13.00%
Gösterge Tahvil	18.20%	18.00%	17.50%	17.00%	15.30%	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 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.