

Makroskop

9 - 15 Mart 2009

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

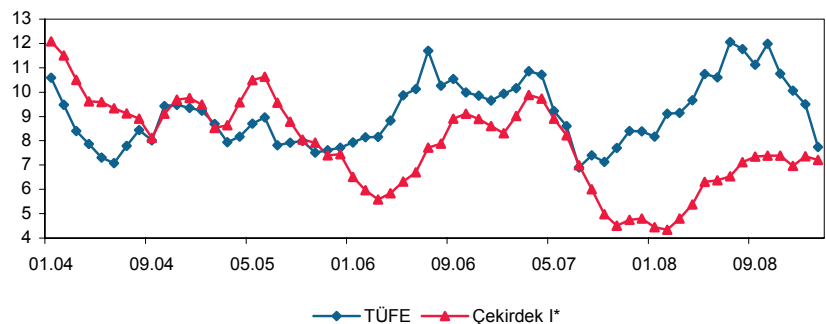
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Enflasyon Nereye Koşuyor?...

Tüketici fiyatları yıllık artışı Şubat sonunda % 7.7'ye gerilemiş, dezenflasyon için çok uygun koşulların (yüksek üretim açığı, düşük petrol ve emtia fiyatları ile kurlardan fiyatlara geçişi sınırlayan yüksek stok birikimi) hakim olduğu bu dönemde yıl sonunda enflasyonun % 7.5 olarak belirlenen hedefin belirgin olarak altında kalma ihtimali yükselmiştir. **Üç yıldır enflasyon hedeflerine ulaşmakta yaşanan başarısızlıktan sonra bu gelişme sevindirici olsa da, 2009 ve sonrasındaki iki yıl için belirlenen hedeflerin 3 Haziran 2008'de belirgin olarak yukarı revize edilmiş değerler (*) olduğunu ve bu değerlere petrol ve gıda fiyatlarının uzun süre yüksek kalacağı varsayımlarıyla ulaşılmış olduğunu hatırlatmayı gerekli görüyoruz.** Örneğin; bu revizyonda 2009 yılı için petrol fiyatı ortalaması 105 dolar, gıda fiyatları yıllık artışı ise % 8 alınmıştı. Oysa petrol fiyatlarının ilk çeyrekte 40-45 dolar aralığında dalgalandığı, vadeli fiyatlarda ise yıl ortalaması için 50 doları geçmediği ve gıda fiyatları yıllık artışının Şubat sonunda % 6.2'ye indiği izlenmektedir. Meraklı okuyucularımız hatırlayacaktır, biz hedef revizyonu öncesinde bunun ne kadar gerekli olduğunu savunanlardan olsak da, 2008 ve sonrasındaki üç yılı kapsamasını fiyat istikrarı ve enflasyonla mücadele açısından verilmiş olumsuz bir mesaj olarak yorumlamıştık. **Hadi bu yıl için artık geç denebilir ama önümüzdeki iki yıl için hedeflerin halen de orta vadeli enflasyon hedefi olan % 4'ün üzerinde tutulması bize doğru bir yaklaşım gibi gelmiyor.** Bu temel saptamayı yaptıktan sonra özellikle temel eğilimlerin enflasyonda hangi seviyeye doğru bir gidişe işaret ettiğine bakmaya çalışacağız. Ama önce 2003 bazlı TÜFE'nin ve temel eğilimin göstergesi olarak aldığımız (I) endeksinin seyrini hatırlatalım. Bu endekslerin gördüğü en düşük seviye yıllık TÜFE'de Temmuz 2007'de % 6.90 ve çekirdek (I)'da Şubat 2008'de % 4.3 seviyesidir.

TÜFE ve Çekirdek TÜFE (Yıllık % değişim)



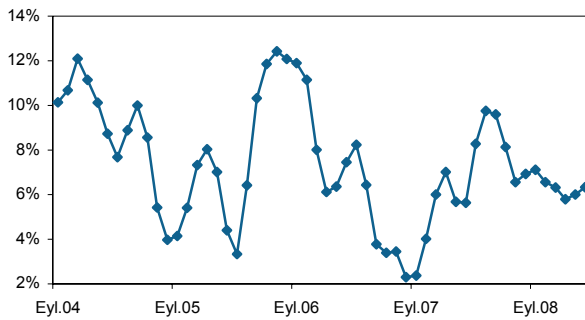
Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

(*) Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ürünleri ve altın hariç

Enflasyon hedeflemesi rejimlerinde ağırlıklı olarak manşet enflasyon olarak da adlandırılan genel TÜFE yıllık artışı hedeflense de, Merkez Bankaları'nın enflasyondaki temel eğilime (çekirdek) daha fazla önem verdikleri bilinir. Zira, dışsal unsurlar olarak nitelendirilen gıda ve enerji fiyatlarının para politikaları ile kontrol edilebilmesi mümkün değildir. Bu nedenle, manşet enflasyondaki gelişmelerin daha çok beklentiler üzerinde etkili olacağını düşünürlerken, politika kararlarını çekirdek göstergelerdeki gelişmelere göre alırlar. **Dolayısı ile, manşet ve çekirdek enflasyonun birbirinden farklı yönlere doğru gittikleri dönemlerde kamuoyunu ikna etmekte zorlanabilirler. Örneğin, 2007'de çekirdek enflasyon sürekli düşerken manşet enflasyonun yükselişini sürdürmesi, temel enflasyon görünümündeki olumlu gelişmelerin algılanmasında sorun yaratmıştı. Bugünlerde ise, % 7'nin altına doğru gittiği gözlenen manşet enflasyona karşılık çekirdek enflasyon % 7'nin üzerinde kalmayı sürdürürse, tam tersi olarak, birtakım olumsuzlukların arka plana itilmesine yol açabilecektir.**

Ekim 2008'de % 12 seviyesinde olan yıllık TÜFE'nin takip eden dört ayda kümülatif olarak 4.3 puan düşüştükten sonra önümüzdeki dönemde düşüşünü kademeli olarak sürdürmesini beklemekteyiz. Bu görünüm manşet ve çekirdek enflasyonun Şubat sonunda birbirine yakınsaması ile de uyumludur. Bazı aylarda baz etkisine bağlı olarak yıllık enflasyonda geçici yükselişler görülebilecekse de, **TÜFE'nin yıl ortasında % 7'nin altına, yıl sonunda ise % 6'ya doğru gerileyeceğini öngörmekteyiz.** Bu görünümü değiştirecek en önemli unsur ise, ABD'de yılın ikinci yarısında resesyondan çıkışı içeren "erken toparlanma" senaryosudur. Bu durumda Türkiye ekonomisi için öngörülen üretim açığı da daha hızlı kapanacak ve stokların eritilmesi ile kur ve diğer unsurlardan kaynaklanan maliyet artışlarının tüketiciye yansıtılması daha kolaylaşacaktır. Mevcut bilgiler ışığında, şu anda bu senaryoya yakın olduğumuzu söylemek zordur. Ancak benzer şekilde geç toparlanma senaryosuna doğru bir yönelim de net değildir. Her ne kadar ABD'de ilk ve ikinci çeyrek büyüme tahminleri aşağı doğru revize edilse de halen analistlerin ikinci yarıda toparlanma beklentisini korudukları gözlenmektedir.

Çekirdek (I) Endeksi Trendi (*)



esas dikkat edeceğimiz mevsimsel düzeltilmiş üretim verilerinde de gözlenen sert düşüşlerin bu aylarda hız kesip kesmeyeceği olacaktır.

3) Zira, bunun gözleendiği andan itibaren şimdiye kadar sınırlı kalan döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi daha önemli bir risk haline gelecektir. Yıllık enflasyonun inişe geçtiği Temmuz 2008'den beri çekirdek enflasyonun % 7'nin üzerindeki seyri koruması bu bağlamda bu tür etkiler sınırlı kalsa da temel eğilimler açısından önemine dikkat çekmektedir. Dolayısı ile, yıllık artışı % 7.2'de olmasına rağmen çekirdek enflasyonun eğiliminin % 6 civarında seyretmesini şimdilik olumlu bulurken, son iki aydaki yükselişin farklı bir eğilim oluşturup oluşturmayacağını yakından izleyeceğiz.

Yukarıda çizdiğimiz enflasyon görünümünün para politikası açısından önemli bir değişiklik getirmesini beklemiyoruz. Banka, son PPK toplantı özetlerinde enflasyonun % 7.5'lik yılsonu hedefinin "belirgin şekilde altında kalma ihtimalinin sürdüğü" değerlendirmesini yapmış ancak bundan sonraki olası faiz indiriminin bu toplantıdaki indirimle kıyasla daha yavaş olabileceğini söylemiştir. Bu ifadeler doğrultusunda Banka'nın 19 Mart'taki PPK toplantısında 100 baz puanlık, sonraki toplantıda da 50 baz puan daha indirime gitmesini beklemeye devam ediyoruz. TCMB bu özetlerde ayrıca, geçen haftanın Makroskop bülteninde dikkat çektiğimiz para politikasının etkinliğini azaltan iki unsura da yer vermiştir.

Birincisi, ticari kredi faizleri ile merkez bankası politika faizleri arasındaki farkın yüksek olması. İkincisi ise, kamu kesimi borçlanma gereksiniminin artması nedeniyle orta vadeli piyasa faizlerindeki düşüşü sınırlamasıdır. Önümüzdeki dönemde politika kararlarında, bu iki unsura ilişkin gelişmeler de en az enflasyon seyri kadar önemli olacağına benzemektedir.

Sonuç olarak, Şubat ayı enflasyon gerçekleştirmeleri ve diğer alanlardan gelen ileriye yönelik sinyaller yıl sonunda enflasyonun % 7.5 olarak belirlenen hedefin belirgin olarak altında kalma ihtimalini yükselmiştir. Biz de daha önce % 6.5 olan yıl sonu beklentimizi % 6'ya çekmiş bulunmaktayız. Ancak manşet ve çekirdek enflasyonun birbirine iyice yakınsaması önümüzdeki dönemde düşüşün kademeli olacağını düşündürürken, şimdilik sınırlı kalan kurlardan fiyatlara geçiş etkisinin farklı senaryolara bağlı olarak özellikle enflasyonun temel eğiliminde daha önemli bir risk unsuru haline gelebileceğinin unutulmaması gerektiğini belirtmek istiyoruz.

("Gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar enflasyondaki düşüşü geciktirmektedir. Bu durumun yakın bir gelecekte tersine döneceğine dair belirgin bir işaret gözlenmemektedir. Bu koşullar altında enflasyon hedeflerinin, arz yönlü olumsuz şokların devam etme ihtimalini de göz önüne alacak ve ilerde hedeflerin tekrar yenilenmesi gereğini asgariye indirecek şekilde gözden geçirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu doğrultuda, daha önce belirlenmiş olan yüzde 4 hedefine doğru daha yavaş ve kademeli olarak ilerlememizi sağlayacak yeni bir hedef patikası öngörülmektedir. Bu değerlendirmeleri ve Nisan 2008 Enflasyon Raporunda üç senaryo altında yer alan enflasyon tahminlerimizi gözönünde bulundurarak, enflasyon hedeflerini 2009 yılı sonu için yüzde 7,5 ve 2010 yılı sonu için yüzde 6,5 olarak güncellemeyi; 2011 yılı için ise yüzde 5,5 olarak belirlemeyi, bu mektup aracılığıyla Hükümetimize öneriyoruz." (Hükümete yazılan Açık Mektup, 03.06.08)*

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Bu hafta, Ocak ayı sanayi üretim endeksi ile ekonomideki daralmanın beklendiği gibi hız kesip kesmediğini göreceğiz. Ayrıca, Hazine'nin nakit dengesi de Şubat ayında mali performansı gözlemlenmek açısından ilk önemli sinyal olacak. Hazine 11 Mart Çarşamba günü gerçekleştireceği 2.4 mlr TL'lik itfası öncesinde Pazartesi günü 6 ay vadeli referans bono ve Salı günü 3.03.2010 vadeli iskontolu bono ihraç edecek.
- Yurtdışında ise gündem bu hafta sakin geçecek. Haftanın en önemli verisi ABD'de açıklanacak perakende satışlar olarak görünüyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	MB Beklenti Anketi, Mart I	-	9 Mart	-
Orta	Nakit Bazlı FDF, Şub.	TL mlr	9 Mart	-4.1
Orta	Merkezi Hükümet Bütçesi FDF, Şub.	TL mln	9 - 13 Mart	-
Yüksek	Sanayi Üretimi, Ocak	% yıllık	9 Mart, 10:00	-18.0 (-17.9)
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Şub.	-	10 Mart, 10:00	-
Orta	Kapasite Kullanımı, Şub.	%	10 Mart, 10:00	(62.9)
Yüksek	Cari Açık, Ocak	US\$ mln	10 Mart, 17:00	-200 (-516)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Yüksek	ABD	Perakende Satış Toplam & Oto Hariç, Şub.	% aylık	12 Mart, 14:30	-0.4 & -0.2
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Şub.	%	13 Mart, 14:30	0.0 & -0.5
Zayıf	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Ocak	US\$ mlr	13 Mart, 14:30	-38.2
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End. (ilk veri), Mart	-	13 Mart, 15:55	55

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008	2009t	2010t
GSYİH (Mlr TL)	853.7	971.7	1,011.2	1,112.5
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	751.6	624.2	678.2
GSYİH büyümesi	4.6	1.0	-1.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	8.1	6.0	5.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	10.1	6.0	6.0
Dış Ticaret Dengesi (Mn US\$)	-62.8	-69.8	-37.4	-46.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.3	132.0	113.5	126.0
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	201.7	151.0	172.7
Cari İşlemler Dengesi (Mn US\$)	-38.2	-41.4	-12.9	-20.4
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.8	-5.5	-2.1	-3.0

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	6 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2009	2010
USD/TL	1.7314	1.8000	1.8000	1.6500	1.6900	1.6500	1.7300
EUR/TL	2.1776	2.2700	2.2500	2.0800	2.1500	2.1000	2.2500
Döviz Sepeti	3.9090	4.0700	4.0500	3.7300	3.8400	3.7500	3.9800
EUR/USD	1.2577	1.2600	1.2500	1.2600	1.2750	1.2700	1.3000
O/N	11.50%	10.50%	10.00%	10.00%	11.00%	10.00%	13.50%
Gösterge Tahvil	15.40%	15.50%	15.00%	13.00%	14.60%	13.00%	14.50%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 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: +90 212 318 38 38
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 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.