

Makroskop

18 - 24 Ocak 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

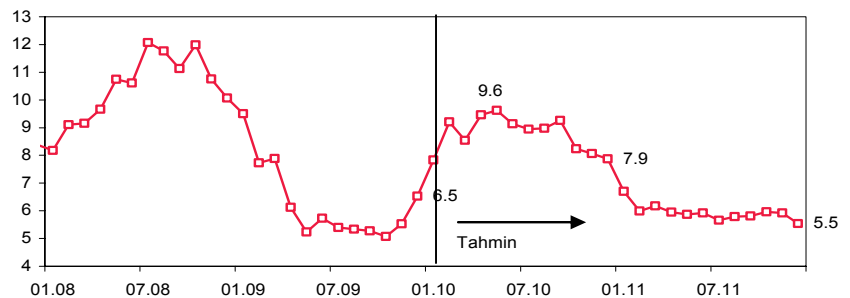
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Belirsizlik Bitsin de, Nasıl Biterse Bitsin...

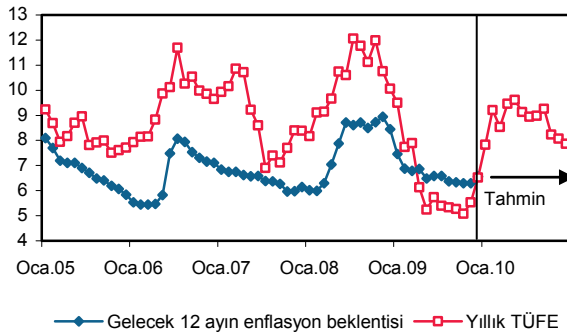
Piyasalar IMF anlaşmasını fiyatlamaya devam ederken, IMF belirsizliğinin de devam ettiğini izlemekteyiz. Başbakan'ın bu konuda "olursa olur, olmazsa olmaz" şeklindeki son açıklaması ise kafaları iyice karıştırdı. Bu çelişkili açıklamalar, hafta içinde yayınlanan aylık Glokal Ekonomist raporunda da görüldüğü gibi, makro ekonomik baz senaryomuzun temel varsayımları arasına IMF anlaşmasını eklememizi engelledi. Bunun yerine de, en olası şekliyle bir anlaşmanın makro göstergeler üzerindeki etkilerini ortaya koyduk. **Bazı Bakanlardan gelen, "Türkiye-IMF ilişkilerinde daha esnek anlaşmaların olabileceği, parasal yönü güçlü olan anlaşmalar beklenmemesi" gibi mesajlardan hareketle, en olası görünen sonucun; 2 yıllık bir anlaşma ve 15 mlr dolar civarında (net) bir kaynak aktarımı olacağını düşündük.** Net kaynağı vurgulamakla amacımız, Türkiye'nin IMF'ye mevcut durumda 8 mlr dolar civarında kredi borcu olması nedeniyle açıklanacak kredi miktarının brüt olacağına dikkat çekmektir. Örneğin; Türkiye IMF'deki kotasının 10 katı düzeyinde bir anlaşma yaparsa, bunun dolar karşılığı 19 mlr olacak ancak önceki dönemden gelen borç nedeniyle sağlanan taze kaynak 11 mlr dolar düzeyinde olacaktır. **Bu durumda, piyasalarda konuşulan 15 mlr dolar rakamı net ise haber etkisi olumlu, brüt ise olumsuz olacaktır.** Sağlanacak kaynak ne kadar olursa olsun, ilk etkisi ise Hazine'nin finansman programı üzerinde görülecektir. IMF anlaşması olmaması durumunda % 103 olarak tahmin ettiğimiz **2010 yılı iç borç çevirme oranı, anlaşma olması durumunda % 96'ya gerileyecek ve 2011 yılı için ise % 84'e kadar düşecektir.** Bunun dışında, anlaşmanın en önemli etkisi tüketici ve reel sektör güveni üzerinde gözlenecektir. **Somut bir ekonomik program, bizim 2010 ve 2011 için sırasıyla % 5.0 ve % 4.0 olan, piyasa beklentisinden yüksek büyüme tahminlerimiz üzerinde bile yukarı yönlü riskleri artıracaktır.** Ancak, bu durumun hiç kuşkusuz bazı bedelleri olacaktır. IMF anlaşması döviz kurlarında belirgin bir düşüşe sebep olmadığı müddetçe, daha güçlü bir ekonomi, yüksek enflasyon riski ve daha yüksek tahvil faizlerini de beraberinde getirebilecektir.

Türkiye'de Tüketici fiyatları (% , yıllık değişim)

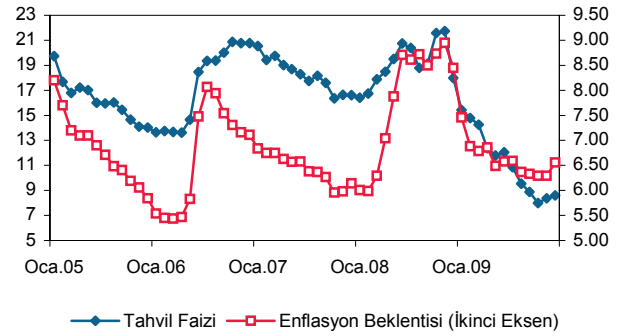


Bir IMF anlaşmasının getireceği güven artışı ve beklentilerdeki iyileşmenin senaryolar üzerinde önemli etkisi olacağı açıktır. Bu nedenle, temkinli bekleş devam etmektedir. Anlaşma yolunda ilerleme sağlandığı haberi bile, TL'de önceki yıl sonuna göre sepet bazında % 3'e varan değerlenme ve özellikle uzun vadeli tahvil ve swap faizlerinde belirgin düşüş getirmiştir. Bu tür etkiler, anlaşmaya ilişkin daha somut gelişmelerin (heyetin çağırılması gibi) gözlenip gözlenmemesine, mutabakat sağlanacak kaynağın beklentileri karşılayıp karşılamayacağına, sonrasında ise program uygulamalarının rayında gidip gitmeyeceğine bağlı bir seyir gösterecektir. Ekonomi üzerindeki etkilerin ise, daha dolaylı ve daha uzun vadede kendini göstermesi beklenmelidir. Küresel ekonomide toparlanmanın başlaması, risk iştahının güçlenmesi ve kredi koşullarında gözlenen gevşeme ile zaten ilk tepki vermesi beklenen alanlarda (portföy yatırımları, dış ticaret aktivitesi, dış borçlanma imkanları v.b) iyileşmeler izlenmektedir. **Güçlü politikalar içeren bir program başlayan bu eğilimleri güçlendirirken, esas önemli katkısı ise sabit sermaye yatırımlarının yeniden toparlanmaya başlaması ve reel sektörün dış borçlanma imkanlarının artması şeklinde yapabilecektir.** Bu iki unsurun, yüksek büyüme için olmazsa olmaz unsurlar arasında yer alması, kredibilitesi yüksek ve güven veren bir programın ekonomi için önemini yansıtmaktadır. **Böyle bir program uygulaması altında oluşacak algılama; daha güçlü ekonomik aktivite sayesinde çıktı açığının (mevcut üretimin potansiyel üretimden farkı) daha hızlı kapanması, olağanüstü koşullarda bile % 5'in bile altına inemeyen enflasyon nedeniyle daha yüksek enflasyon beklentisi, daha sıkı bütçe ve daha sıkı bir para politikası gibi unsurların bileşiminden oluşacaktır.**

Enflasyon ve Beklentiler



Enflasyon Beklentileri ve Tahvil Faizi



Kaynak: TÜİK, TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Bu unsurlardan, bir tek daha sıkı bütçe faizlerin orta vadede düşük kalması açısından destekleyiciyken, bu sıklığı sağlayacak tedbirlerin kısa vadede enflasyonda getireceği yükseliş tam tersi yönde etkide bulunabilecektir. Terazinin diğer kefesinde ise, kısa vadede gözlenebilecek TL'deki reel değerlenme bulunmaktadır. Dolayısı ile, faizlerin yönü açısından terazinin hangi kefesinin ağır basacağı önemli görünmektedir. Daha önce de belirttiğimiz gibi, beklenenden yüksek seyreden gıda ve enerji fiyatları ile bütçe kaynaklı zamlar nedeniyle yıllık enflasyonun Ekim 2009'daki % 5.1, 2009 sonundaki % 6.5 seviyesinden Mayıs 2010'da % 9.6'ya kadar çıkacağını hesaplıyoruz. **Her ne kadar enflasyondaki bu artış geçici olacak gibi görünse de, enflasyon beklentilerinin bozulma ve enflasyon sarmalı oluşturma riski vardır. Zira, enflasyon beklentileri mevcut yıllık enflasyon oranı ile oldukça sıkı bir ilişki içindedir ve uzun vadeli faizlerdeki değişimler büyük oranda enflasyon beklentileri ile açıklanabilmektedir.**

Nitekim, Merkez Bankası'nın 14 Ocak tarihli Para Politikası Kurulu sonrası yayınlanan kısa notta, Banka, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceğine bir kere daha vurgu yapmıştır. Bu doğrultuda faizlerin yılın son çeyreğine kadar sabit tutulması ve sonra da Ekim ayından başlayarak 150 baz puanlık artırım yapılması yönündeki tahminimizi korumaktayız. Banka, ekonomideki ılımlı toparlanma sürecinin devam ettiğini belirterek, kredilerdeki

olumlu gelişmelere de vurgu yapmıştır. Ancak toparlanmanın uzun bir zaman alacağı yönündeki görüşünü de korumuştur. Diğer taraftan da vergi ayarlamaları ve baz etkisi ile önümüzdeki iki ayda enflasyonda artış olacağını ancak bunun temel enflasyon eğilimlerini etkilemeyeceğini söylemiştir. Bu açıklamalar doğrultusunda, bu aysonunda açıklanacak Enflasyon Raporu'nun tonunda ve para politikası duruşunda önceki rapora göre çok kritik bir değişiklik olmayacağı, ancak 2010 yılı enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncelleneceği, söylenebilir.

Burada kritik olabilecek tek konu, önceki notta temel enflasyon eğilimlerinin olumlu seyrini sürdüreceği öngörüsüne karşın, burada orta vadeli hedeflerle uyumlu seyredeceği söylenmiştir. Bu da para politikası duruşu açısından biraz daha temkinli bir duruşa işaret ediyor olabilir.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, önümüzdeki birkaç ay içerisinde yıllık enflasyonun % 9.6 seviyelerine kadar hızlı bir yükseliş göstereceğini tahmin ediyoruz. Bu durum enflasyon beklentilerini ve fiyatlandırma davranışlarını bozarsa, faiz artırımlarının bizim tahminimizden biraz daha erkene çekilmesi gerekebilir. Diğer taraftan, IMF anlaşması gibi olası gelişmelerle kurlarda aşağı yönlü bir eğilim oluşursa, bu da faizlerin uzun süre bu düşük seviyelerinde tutulmasını destekleyecektir.

Sonuç olarak, nasıl biterse bitsin IMF ile ilişkilerdeki belirsizlik döneminin sonuna yaklaşıyor gibi görünmemizi, ekonomide karar alıcılar açısından hayırlı bir gelişme olarak görüyoruz. Anlaşmanın masada olması bile finansal göstergeler açısından olumlu yansırken, ekonomide olası etkilerin programın içerik, nitelik ve uygulanmasına bağlı olarak, daha dolaylı ve zamana yayılarak kendini göstermesini bekliyoruz. Buradaki belirsizliklerin çözülmesi, enflasyon gibi temel göstergeler açısından oluşan öngörülebilirlik zaafiyetinin giderilmesine ve diğer belirsizliklerin azalmasına katkı yapacaktır.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde çok kritik bir veri açıklaması bulunmuyor. Yurtdışında ise göreceli olarak yoğun bir gündem var. ABD'de konut ve enflasyon verileri önemli olurken, Euro Bölgesi'nde ise hizmet ve imalat sanayi geçici PMI endeksleri izlenecek. Bununla birlikte ABD'de devam eden 4. çeyrek bilanço döneminde, Citi Group, Bank of America, eBay, Morgan Stanley, Wells Fargo, American Express, Goldman Sachs, Google, General Electric ve McDonald's bu hafta bilanço açıklayacak önemli isimler arasında yer alıyor.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Orta	TÜİK Tüketici Güven Endeksi, Ara.	-	18 Ocak, 10:00	-
Orta	MB Beklenti Anketi, Ocak II	-	22 Ocak	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	Almanya	ZEW Endeksi, Ocak	-	19 Ocak, 12:00	50.0
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Ara.	mln	20 Ocak, 15:30	0.59
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Ara.	mln	20 Ocak, 15:30	0.58
Orta	ABD	Çekirdek ÜFE ve ÜFE, Ara.	% aylık	20 Ocak, 15:30	0.2 & 0.1
Yüksek	Euro Bölgesi	İmalat Sanayi Geçici PMI End., Ocak	-	21 Ocak, 10:58	51.8
Yüksek	Euro Bölgesi	Hizmet Sektörü Geçici PMI End., Ocak	-	21 Ocak, 10:58	53.8
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, Ocak	-	21 Ocak, 17:00	-

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	976.6	1,103.2	1,212.5
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	631.2	725.8	759.3
GSYİH büyümesi	0.9	-5.7	5.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	8.1	6.0	5.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	10.1	6.5	7.9	5.5
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-69.8	-38.0	-67.7	-68.7
İhracat (FOB, Bavul hariç)	132.0	101.8	125.5	122.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	201.7	139.8	193.2	191.6
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-41.9	-13.6	-38.1	-36.9
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-2.2	-5.2	-4.9

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	15 Ocak	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4494	1.4800	1.5200	1.5200	1.5300	1.5200	1.6100
EUR/TL	2.1030	2.1200	2.2000	2.1900	2.1900	2.1900	2.1900
Döviz Sepeti	3.5524	3.6000	3.7200	3.7100	3.7200	3.7100	3.8000
EUR/USD	1.4509	1.4400	1.4500	1.4400	1.4400	1.4400	1.3600
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.50%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	8.50%	8.70%	9.50%	10.30%	11.10%	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.