

Makroskop

8 - 14 Şubat 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

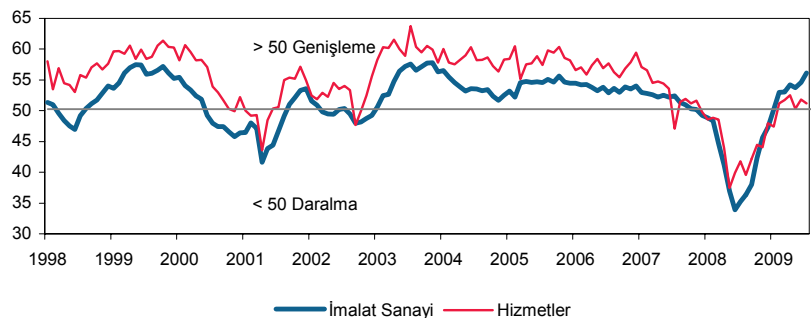
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Ekonomi Cephesinde Yeni Bir Şey Yok...

Dünya genelinde ekonomilerde geçen yılın son aylarında yakalanan ivmelenmenin yeni yılın ilk ayında güçlenerek devam ettiğini izledik. Özellikle, yeni bir ekonomik zayıflama ihtimalinin azalmasıyla beklentilerde iyileşmeler görülmesi bu ivmelenmenin en önemli destekçisi olarak görünüyor. Ocak ayına ait açıklanmış Satınalma Yöneticileri Endeksleri (PMI) dünya genelinde toplulaştırıldığında gelinen noktanın son 5.5 yılın en yüksek değeri olduğunu, ekonomide daralmayı işaret eden 50 seviyesinin altında artık hiç bir ülkenin kalmadığını gözluyoruz. Elbette toparlanmayı güçlendiren sadece beklentiler değil, ekonomik döngünün önemli aşamalarından biri içinde olmamız, şartlarda hiç bir değişiklik olmasa da, bazı gelişmeleri yanında getiriyor. Bir diğer deyişle, üretici sektörlerde stokların toplam talebe daha uyumlu noktalara getirilme çabaları sonuç vermiş ve nihayetinde üretim artışlarını tetiklemişe benziyor. Bu doğrultuda, dünya genelinde büyüme tahminlerinin sürekli olarak yukarı yönlü güncellendiğini (son olarak IMF küresel büyüme tahminini % 3.1'den % 3.9'a çıkardı) ve bizim Türkiye ekonomisi için konsensüs üzeri olan büyüme tahminimizin yaygın kabul görmeye başladığını izliyoruz. Son dönemde yurtdışı ekonomik aktiviteye ilişki gelen veriler, baz etkisi ile olsa da, çift haneli artışlar kaydederek moralleri yüksek tutarken, aslında hala güçlü olarak nitelendirilemeyecek toparlanmaya ilişkin algılamamızın olumlu tarafta kalmasına neden oluyor. Bu bağlamda, hafta başında açıklanan Tüketici Güven ve Türkiye PMI endekslerinin Ocak ayında sıçramasını önemsiyor ve büyüme için riskleri yukarı yönlü devam ettirdiğini düşünüyoruz. Buna karşılık, şu ana kadar ekonomide kaynak kullanımının (kapasite kullanımı ve istihdam) düşük kalması ise, bir yerde hem daha alınacak çok yol olduğunu hem de kaynak kullanımında devam eden ılımlı toparlanmadan doğabilecek enflasyon baskısının kısa vadede rahatsız edici boyutlara ulaşmayacağını düşündürüyor. Çelişkili gibi görünebilir ama söz konusu eğilimler daha belirginleşene kadar Türkiye ve bir çok gelişmiş ülke için mevcut durumu iyi yansıttığını düşünüyoruz.

Küresel Satınalma Yöneticileri Endeksi (Global PMI)



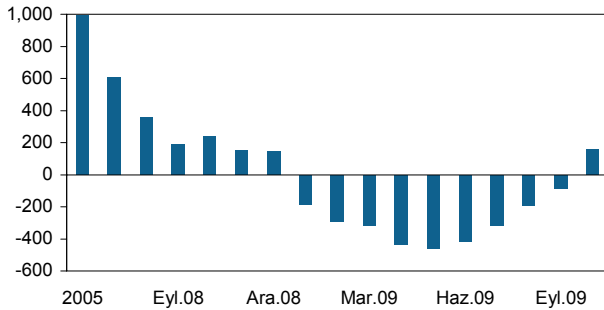
Kaynak: JP Morgan, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Not: Endeksin 50 seviyesi genişleme ve daralma dönemlerini ayıran kritik seviye olarak kabul edilir.

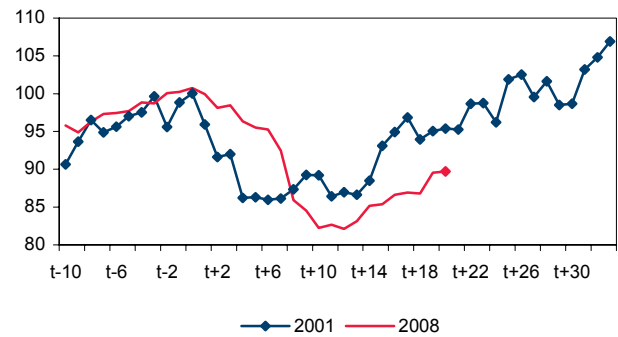
Bu yüzden de, enflasyon izin verirse Türkiye'nin para politikasını sıkılaştırmak için acele etmesine gerek olmadığı görüşünü uzun süredir korumaktayız. Ancak bu argüman için veya Merkez Bankası'nın faizler uzun süre sabit kalacak söylemi için, esas belirleyicinin temel makro göstergeler olmaya devam edeceğini de düşünüyoruz. **Merkez Bankası'nın para politikasında yön değişikliğinin ani olması beklenmemelidir. Banka, bu değişimi satır arası mesajlarla yapmaya devam edecektir. Nasıl ki, daha önce "2010 yılı sonuna kadar faizler sabit" derken bu söylemini "uzun süre sabit" diye değiştirdiyse, son Enflasyon Raporu'nda "sınırlı artışlar" olarak ifade ettiği faiz artırım döneminin zamanlamasını da önümüzdeki dönemde vereceği mesajlarla netleştirecektir.** Elbette bu dönüşümün hızını da ekonomik aktivite, enflasyon ve enflasyon beklentilerine ilişkin gelişmeler belirleyecektir.

Bu bağlamda, yıllık enflasyon Ocak ayında sert bir yükselişle % 8.2'ye çıksa da, öncü verilerin işaret ettiği kadar korkutucu bir yükseliş olmaması ve henüz çekirdek enflasyon göstergelerinde bir bozulma yaşanmaması bir ölçüde rahatlatıcı olmuştur. Merkez Bankası'nın en fazla önem verdiği çekirdek fiyat göstergesindeki (I), (gıda, alkollü içecekler, tütün, altın hariç) yıllık artış önceki aya göre değişmeyerek % 3.8 seviyesinde kalmış, hizmet fiyatlarındaki yıllık enflasyon ise % 5.35 ile önceki aya göre hafif bir yükseliş göstermiştir. Ayrıca, Şubat başında beklenen doğalgaz zammının belli olmayan bir süre için ertelenmesi TÜFE'nin yükselebileceği üst sınırı aşağı çekmiştir. Yine de, önümüzdeki aylarda % 9'a yaklaşılması olası görünürken, hedefin üzerinde bir seyrin uzun süre devam etmesi beklenmektedir. Ama bundan önemlisi, böyle bir seyrin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi olacaktır. İleriye yönelik enflasyon beklentilerinin mevcut yıllık enflasyon oranı ile sıkı bir ilişki içinde olması, beklentilerde başlayan kötüleşme eğiliminin kademeli de olsa devam edeceğini düşündürmektedir.

Tarım Dışı İstihdamda Yıllık Değişim (Bin Kişi)



2001 ve 2008 Krizinde Sanayi Üretimi (*) (Mevsimsellikten Arındırılmış)



(*) Krizin başladığı ay (t) olarak adlandırılmış ve üretim düzeyi 100 olarak alınmıştır.

Kaynak: TÜİK, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Hemen para politikası üzerinde bir etkisi olmasa da, kısa vadede önemli olabilecek diğer veriler ise; üretim görünümü açısından 8 Şubat'ta açıklanacak Aralık ayı sanayi üretimi, iç talep görünümü açısından 10 Şubat'taki CNBC-e Tüketim Endeksi ve istihdam açısından 15 Şubat'taki işsizlik verileridir. Sanayi üretiminin Aralık ayında yıllık bazda % 18 artış göstermesini beklemekteyiz, anketlerdeki ortalama da benzer bir artışa işaret etmektedir. Ancak bu yüksek artış büyük ölçüde baz etkisinden (işgünü sayısı bu yıl daha fazla) kaynaklanırken, TÜİK'in aynı anda açıklayacağı takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış aylık değişimin çok daha sınırlı bir artışa işaret etmesini ve ılımlı toparlanma senaryosunu desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Elbette, burada yaşanabilecek aşağı ya da yukarı yönlü sürprizlerin gerek 2009 yılı büyüme tahmini gerekse büyümeye ilişkin genel algılamalar açısından önemi fazla olacaktır. Tüketim endeksinin ise Aralık 2009'da son iki yılın en yüksek değerine (185) ulaştıktan sonra Ocak'ta gerileme göstermesi normaldir. Ancak 150 seviyesinin altına inmedikçe, iç talebin büyümeye katkı yapmaya ilk çeyrekte de devam ettiği anlamına gelecektir. Ekim ayında olumlu sürpriz yaparak % 13 ve % 16.4'e gerileyen işsizlik ve tarım dışı işsizlik oranlarının bu eğilimi koruyup

korumayacağı da kritik olacaktır. Ekim'de ayrıca tarım dışı istihdamdaki yıllık değişim uzun bir aradan sonra 156 bin kişi ile henüz sınırlı olsa da ilk kez pozitif bölgeye geçmişti. Mevsimsel olarak Kasım'da önceki aya göre yükseliş olması normaldir. Dolayısı ile düşüşün devam etmesi durumunda işsizlik oranında iyileşme eğiliminin görülden çok daha güçlü olduğu söylenebilecektir. Ancak, burada bir önemli hatırlatma yapmak da gereklidir. Ekim verilerini değerlendirdiğimiz FlaşNot'ta istihdam piyasasındaki iyileşmenin bir kısmının kamunun toplum hizmetleri, sosyal ve kişisel hizmetler tarafında artan geçici işçi alımlarından kaynaklandığını vurgulamıştık. Bu gelişmeye veri sonrası yapılan yorum ve analizlerde değinilmemesini (TCMB dahil) önemli bir eksiklik olarak görüyoruz. Hatırlanacağı gibi, geçen yıl ekonomik krize karşı bir önlem olarak, 6 aylık süre için kamu sektöründeki istihdamı 120 bin kişi artırmaya yönelik bir düzenleme yürürlüğe konulmuştu. Bu doğrultuda söz konusu sektörde istihdam artışının son iki ayda 227 bin kişi olduğu izlenmekteydi.

Sonuç olarak, ekonomik döngülerin resesyondan çıkış yılında hakim olan dinamiklerinin hafife alınmasının sonuçlarını, sürekli olarak yukarı yönde güncellenen büyüme tahminleri ve beklentilerde gözlenen iyileşme üzerinden izlemekteyiz. Ancak bu gelişme bile bir çok ekonomide kaynak kullanımının düşük kalmaya devam ettiği gerçeğini henüz değiştirecek güçte değil. Sanıyoruz daha sağlıklı değerlendirme için en doğrusu, biraz daha bekleyip verilerin konuşmasına izin vermek olacak...

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçi gündemde sanayi üretimi ve cari açık gibi kritik veriler bulunuyor. Ayrıca, Hazine Çarşamba günü 6.4 mlr TL'lik itfasi (4.6 mlr TL'si piyasaya) öncesinde, Salı günü 13.04.2011 vadeli iskontolu tahvil ve 09.01.2013 vadeli sabit kuponlu tahvil ihalelerini düzenleyecek. Yurtdışında ise ABD'de perakende satışlar önemli olurken Euro Bölgesi'nde 4. çeyrek büyüme rakamının ilk değeri izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Ara.	% yıllık	8 Şub., 10:00	-18.0 (-15.7)
Orta	MB Beklenti Anketi, Şub. I	-	8 Şub.	-
Orta	Nakit Bazlı Faiz Dışı Denge, Ocak	TL mlr	8 Şub.	2.9
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Ocak	-	10 Şub., 10:00	-
Yüksek	Cari Açık, Ara.	US\$ mlr	11 Şub., 10:00	4.00 (3.37)

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Ara.	US\$ mlr	10 Şub., 15:30	-36.5
Yüksek	ABD	Perak.Satışlar & Oto.Hariç, Ocak	% aylık	11 Şub., 15:30	0.5 & 0.5
Yüksek	Euro Bölgesi	GSYİH (ilk veri), 4Ç	% çeyreksele	12 Şub., 12:00	0.4
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Şub.		12 Şub., 16:55	74

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2008	2009t	2010t	2011t
GSYİH (Mlr TL)	950.1	969.4	1,095.1	1,203.6
GSYİH (Mlr US\$)	734.9	626.6	725.3	756.0
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

	5 Şub.	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.4903	1.5000	1.5200	1.5200	1.5300	1.5200	1.6030
EUR/TL	2.0637	2.0600	2.1050	2.1300	2.1880	2.1580	2.1800
Döviz Sepeti	3.5540	3.5600	3.6300	3.6500	3.7200	3.6800	3.7800
EUR/USD	1.3848	1.3800	1.3900	1.4000	1.4300	1.4200	1.3600
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	8.50%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.10%	9.20%	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.