

Makroskop

8 - 14 Mart 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

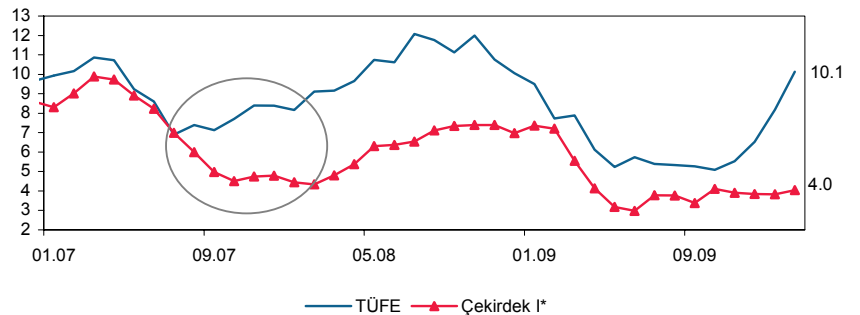
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

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

Enflasyonun Amok Koşusu...

Merkez Bankası aylardır bizi bu gelişmelere hazırlamaya çalışsa da, daha Ekim 2009'da % 5'e yaklaşan yıllık TÜFE'nin bir kaç ay içinde % 10'un üzerine çıkmasının, arkasında yatan neden ne olursa olsun, büyük bir şok olduğunu kabul etmemiz lazım. Raporlarımızı takip edenler hatırlayacaktır, enflasyonun yılın ilk aylarında % 9.6'ya kadar yükselebileceğini öngörmüştük ama gerçekleşme bizim konsensüse göre kötümser olan beklentimizi bile aştı. Üstelik ilk aylara yüklü bir doğalgaz zammı koymamıza karşılık bu artışın gerçekleşmemiş olmasına rağmen oldu. **Bundan sonra önemli olan, bu moral bozucu gelişmenin enflasyon kontrolden çıkıyor gibi bir görüntü vermesini engellemek, yani enflasyon beklentilerinin kötüleşerek fiyatlama davranışlarını bozması riskini ortadan kaldırmak olacaktır.** Merkez Bankası'na düşen bu görev, iki farklı yolla yerine getirilebilir. **Birincisi; enflasyon ve ekonomik aktiviteye yönelik tahminlerine güvenerek ve gıda fiyatlarındaki artışın kalıcı olmayacağına (yeniden ortalama enflasyona yakınsayacağına) inanarak mevcut duruşu korumak, ancak çekirdek enflasyonda olumsuz gelişmelere karşı da tetikte olmaktır.** Gıda ve enerji dışı enflasyon mevcut durumda olduğu gibi düşük seyretmeye devam ettiği müddetçe bu duruş korunabilir. Gerçi bu yol daha önce denenmiş (2007 yılı) ama sonu iyi bitmemişti. Bu yüzden eskisi gibi uzunca bir süre ısrarlı olunması beklememek gerekir. **İkinci yol ise; mevcut para politikası duruşunu sıkılaştırmak olabilir.** Bu ise, ya kademeli bir şekilde yapılır ya da önalıcı bir şekilde beklenenden önce yapılır. **Merkez Bankası'nın bu iki ana alternatifin bir kombinasyonunu uyguladığını ancak parasal sıkılaştırmayı kademeli yapmayı planladığını düşünüyoruz.** Merkez Bankası'nın bu stratejide en önemli desteklerinden biri de, bir kaç ülke dışında dünya genelinde bir parasal sıkılaştırma eğiliminin olmaması, kısa ve uzun vadeli faizlerin düşük seyretmesi ve enflasyonda belirgin bir kıpırdanma olmamasıdır. Ancak buradaki gelişmeler reel faiz üzerinden göreceli konumumuzu belirlediğinden yakından izlenmelidir.

TÜFE ve Çekirdek TÜFE (Yıllık % değişim)



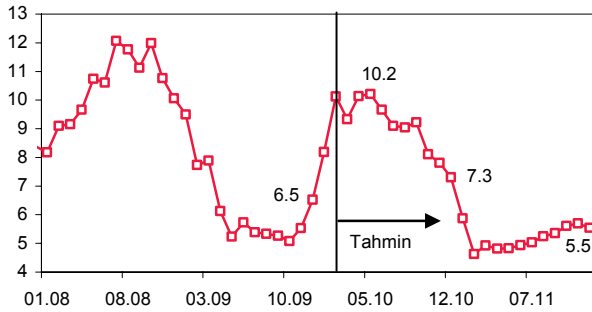
Kaynak: TÜİK

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

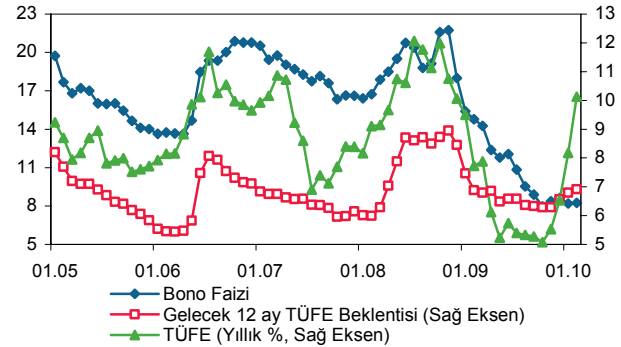
İki hafta önceki Makroskop'ta da değindiğimiz gibi, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği söylemine rağmen, Merkez Bankası da, bizler de yakın gelecekte faizlerin artış yönünde hareket edeceğini bilmekteyiz. Bilmediğimiz ise, artırıma hangi ay başlanacağı ve ne boyutta gerçekleşeceği ki, buna Merkez Bankası'nın da önyargıyla yaklaşmayacağını ve verilere bakarak hareket edeceğini düşünüyoruz. **Bu sürecin önemli bir diğer belirsizliği ise, faiz artırımlarından önce diğer para politikası araçları ve likidite imkanlarının finansal koşullarda sıklık yaratmak amacıyla kullanıp kullanılmayacağı konusudur.** Kriz süresinde, politika faizlerinde indirim (Kasım 2008) tüm bu önlemlerden önce başlamış, TL cinsi önlemlerden ilki ise 17 Haziran 2009'da uzun vadeli repolara (3 ay) başlanması olmuştur. Bu doğrultudaki son önlem ise, 16 Ekim 2009'da TL zorunlu karşılıkların % 6'dan % 5'e inmesi şeklinde gerçekleşmişti. **Dolayısı ile, parasal gevşemeden çıkış stratejisi faiz artırımından önce bu tür desteklerin kaldırılması şeklinde uygulanırsa, faiz artırımını en son önlem olarak gerçekleştirecek, tersi durumda ise bir süreç gibi algılanmaması için sinyal nitelikli sembolik politika faizi artışına yönelenebilecektir.**

Bu tespitleri yaptıktan sonra, tüm bu tespitleri yapmamızı getiren enflasyon görünümünün ayrıntılarına değinmenin faydalı olacağını düşünüyoruz. Veri sonrası yayınladığımız FlaşNot'ta da değindiğimiz gibi, bir kerelik vergi ve gıda fiyatı artışlarının yıllık enflasyon artışı olan %10.1'in 6.6 puanlık bir kısmını oluşturduğunu hesaplıyor, fakat bunun geçici olma ihtimalini yüksek görüyoruz. Bu faktörler enflasyonu yukarı çekerken, çekirdek fiyat göstergelerindeki olumlu görünüm, **temel enflasyon eğiliminin düşük seyretme eğiliminin korunduğunu düşündürmüştür.** Merkez Bankası'nın en fazla önem verdiği çekirdek fiyat göstergesindeki (I), (gıda-enerji, alkollü içecekler, tütün, altın hariç) yıllık artış önceki aya göre sadece 0.2 puan yükselmiş ve % 4.0 olmuştur.

Türkiye'de Tüketici fiyatları (%, yıllık değişim)



Enflasyon, Enflasyon Beklentileri ve Tahvil Faizi (%)



Kaynak: TÜİK, TCMB, Fortis Ekonomik Araştırmalar ve Strateji

Gıda fiyatlarındaki aylık % 5'lik artış fiyatların yıllık bazda % 9.4'ten % 14.8'e yükselmesine neden olurken, bu değer Temmuz 2008 haricinde tarihteki en yüksek seviyedir. Oysa o dönemde dünyada emtia fiyat şoku yaşanmaktaydı, şimdi ise böyle bir durum bulunmamaktadır. Bu nedenle, gıda fiyatlarında önümüzdeki dönemde bir düzeltme yaşanması ve en azından uzun dönem ortalamasına (% 9) yakınsaması daha olasıdır. **Enflasyonda ilk iki ayda görülen sert yükselişten sonra, kısa vadede dalgalı seyrin devam etmesi de beklenmelidir.** Bu ise büyük ölçüde baz etkisinden kaynaklanacaktır. Örneğin; yıllık enflasyonun Mart ayında geçen yılın aynı ayının yüksek değeri nedeni ile 1 puan civarında azalmasını beklerken, Nisan ve Mayıs'ta tekrar yükselerek zirve noktası % 10.2'ye ulaşmasını ve yılın son çeyreğine kadar yüksek seviyelerde (% 9-10 aralığı) kalmasını bekliyoruz. **Baz etkisinin yılın son çeyreğinden itibaren olumlu yönde etkili olacağını ve TÜFE'nin yıl sonuna doğru % 7.3 seviyesine gevşeyeceğini tahmin ediyoruz. Ancak bu tahminde risklerin yukarı yönlü olduğunu da kabul etmeliyiz.** Gelecek 12 ay ve 24 ay enflasyon beklentileri bu veriler öncesi devam eden artış eğilimiyle beraber Kasım ayı sonuna göre sırası ile 62 ve 32 baz puan artışla % 6.91 ve % 6.54 seviyesine çıkmıştı. Sınırlı sayılabilecek bu artışın bundan sonra nasıl bir seyir izleyeceği de

önemli olacaktır. Yılsonu ve gelecek 12 aylık beklentilerde artışın devam etmesi kesin gibi görünmektedir. Ancak Merkez Bankası'nın daha fazla önem vereceği 24 ay sonrası beklentisi olacaktır. Yıllık enflasyondaki artış, beklentiler kanalı ile enflasyon üzerinde olumsuz etkilerin görülmesi riskini artırmakla birlikte, biz Merkez Bankası'nın mevcut para politikasında bir değişikliğe gitmeden önce, önümüzdeki döneme yönelik enflasyon beklentileri üzerindeki etkiyi görmeyi bekleyeceğini düşünüyoruz. Yılın son çeyreğinde başlayacak faiz artırımları ile yılın tamamında 150 baz puanlık artış beklemeye devam ediyoruz.

Sonuç olarak, nedeni ne olursa olsun ve ne kadar hazırlıklı olursak olalım enflasyonda ciddi bir şokla karşı karşıya olduğumuzu kabul etmeliyiz. Merkez Bankası'nın, enflasyon kontrolden çıkıyormuş gibi bir algılama oluşmaması için söylem ve eylemleriyle ne gerekiyorsa yapılacağı mesajını vermeye devam etmesini bekliyoruz. Ancak işler şimdi daha zordur. Zaten yavaş seyreden toparlanmayı zedelememe ve enflasyonu kontrolden kaçırılmama arasındaki hassas dengeyi yeniden tesis etmek gerekmektedir.

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

▪ Bu hafta yurtiçinde sanayi üretimi ve cari açık verileri yakından izlenecek. Ayrıca, Hazine Mart ayı için geriye kalan 2.9 mlr TL'lik (çoğunluğu piyasaya) itfası için Pazartesi günü 08.09.2010 vadeli iskontolu referans bono ve Salı günü de 06.08.2010 vadeli sabit kuponlu tahvil ihalelerini düzenleyecek. Yurtdışında ise, ABD'de Şubat ayı perakende satışları ve Ocak ayı dış ticaret dengesi verileri izlenecek.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin (Konsensus)
Yüksek	Sanayi Üretimi, Ocak	% yıllık	8 Mart, 10:00	16.4 (15.9)
Orta	MB Beklenti Anketi, Mart I	-	8 Mart	-
Orta	Nakit Bazlı Faiz Dışı Denge, Şub.	TL mlr	8 Mart	-
Orta	CNBC-e Tüketim Endeksi, Şub.	-	10 Mart, 10:00	-
Yüksek	Cari Denge, Ocak	US\$ mlr	11 Mart, 10:00	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Orta	ABD	Dış Ticaret Dengesi, Ocak	US\$ mlr	11 Mart, 15:30	-40.3
Yüksek	ABD	Perak.Satışlar & Oto.Hariç, Şub.	% aylık	12 Mart, 15:30	0.0 & 0.2
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güv. End., Mart	-	12 mart, 16:55	73.5

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2008-2011

	2009	2010t	2011t	2012t
GSYİH (Mlr TL) (*)	969.4	1,090.1	1,193.8	1,297.4
GSYİH (Mlr US\$) (*)	626.6	721.9	774.4	829.8
GSYİH büyümesi (*)	-5.7	5.0	4.0	4.0
ÜFE (yıllık %)	5.9	5.0	4.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	6.5	7.3	5.5	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-38.6	-64.5	-64.8	-68.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	102.2	115.3	132.6	144.4
İthalat (CIF, Altın dahil)	140.8	179.9	197.4	212.3
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-14.2	-35.8	-33.3	-33.4
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-2.3	-5.0	-4.3	-4.0

(*) 2009 değerleri tahminidir.

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	5 Mart	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2010	2011
USD/TL	1.5323	1.5500	1.5400	1.5200	1.5300	1.5200	1.5600
EUR/TL	2.0894	2.1100	2.1100	2.0800	2.1400	2.1300	2.1800
Döviz Sepeti	3.6217	3.6600	3.6500	3.6000	3.6700	3.6500	3.7400
EUR/USD	1.3636	1.3600	1.3700	1.3700	1.4000	1.4000	1.4000
O/N	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	9.00%	8.00%	10.00%
Gösterge Tahvil	9.10%	9.30%	10.00%	10.50%	11.20%	11.00%	12.00%

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.