

## SON ÇEYREKTEKİ OLUMLU HAVA TERSİNE DÖNDÜ

Zümrüt İmamoğlu\* ve Barış Soybilgen\*\*

### Yönetici Özeti

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (SÜE) Aralık ayında bir önceki aya göre değişmedi. İhracat miktar endeksi yüzde 1,6 azaldı, ithalat miktar endeksi ise yüzde 2,8 artış gösterdi. Aralık verileri üretimin ayın ikinci yarısında yaşanan gelişmelerden fazla etkilenmediğini, son çeyrekte sanayi üretimin hızlandığını, ihracatın ise çeyreklik bazda altın hariç tutulduğunda ithalattan daha fazla arttığını gösteriyor. Ancak beklentilerde ve finansal göstergelerdeki bozulma dikkat çekiyor.

Aralık ayı verileri sonrası Betam'ın son çeyreğe dair büyüme tahminleri aynı düzeyde kaldı. Çeyrekten çeyreğe büyüme tahminimiz yüzde 0,3, önceki yılın aynı çeyreğine göre yıllık büyüme tahminimiz de yüzde 4,8. 2013 yılı için büyüme tahminimizi ise yüzde 4,2 düzeyinde. Cari açık Aralık ayında belirgin bir şekilde arttı. Artışın bir kısmı altın ithalatından kaynaklansa da, altın hariç ithalatta da önemli bir artış gözlemlendi. Betam üçüncü çeyrek sonunda yüzde 7,2 olan cari açığın GSYH'a oranının yıl sonunda yüzde 7,9'a çıkacağını tahmin ediyor. Altın hariç cari açığın ise yüzde 6,9'dan 6,5'e düştüğünü tahmin ediyoruz.

\* Dr. Zümrüt İmamoğlu, Betam, Uzman Araştırmacı.  
[zumrut.imamoglu@bahcesehir.edu.tr](mailto:zumrut.imamoglu@bahcesehir.edu.tr)

\*\* Barış Soybilgen, Betam, Araştırma Görevlisi  
[baris.soybilgen@bahcesehir.edu.tr](mailto:baris.soybilgen@bahcesehir.edu.tr)

**Tablo 1. Betam'ın GSYH ve Cari Açık Tahminleri**

	2013 4. Çeyrek Tahmin
GSYH büyüme, reel (bir önceki çeyreğe göre, mea*)	0,3
GSYH büyüme, reel (geçen yılın aynı çeyreğine göre, tea**)	4,8
Cari Açık (yıllık)	7,9
	2013 Yıllık Tahmin
GSYH büyüme, reel (yıllık)	4,2

Kaynak: Betam. \*mea: mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış. \*\*tea: takvim etkilerinden arındırılmış.

### Aralık ayında görünüm yatay

Sanayi üretiminde Ekim ayında bayram nedeniyle görülen düşüş beklediğimiz gibi Kasım ayında telafi edilmişti. Son çeyreğe dair görünümü Aralık ayının belirleyeceğini belirtmiştik. Aralık ayında sanayi üretimi aydan aya hiç değişmeyerek yatay seyretti. İmalat sanayinde ise yüzde 0,6'lık düşüş gözlemlendi. Ayın ikinci yarısındaki gelişmelerin üretim üzerinde büyük bir etki yaratmadığı görülüyor. Siparişlerin önceden veriliyor olması nedeniyle bizim beklentimiz de bu yöndeydi. Ancak Ocak ayında gerek Kapasite Kullanım

oranındaki düşüş, gerekse tüketici ve reel kesim güven endeksindeki bozulmalar, yılın ilk çeyreğinin oldukça zorlu geçeceğine işaret ediyor.

Son çeyrekte tüketimdeki artışın ılımlı düzeyde devam ettiğini ancak üçüncü çeyreğe kıyasla yavaşladığını tahmin ediyoruz. Dayanıklı mal imalatı ve tüketim malı ithalatındaki yavaşlamalar buna işaret ediyor. Yatırımda ise zayıf görünüm devam ediyor. Aralık ayında ithalattaki artış aramalı ve sermaye malı ithalatına yansımış olsa da yatırımlarda artışın ve büyümeye katkının sınırlı olacağına inanıyoruz. Net ihracat ise Aralık'ta ithalatta görülen artış sonrası tekrar negatif katkıya döndü.

Aralık verisi sonrası büyüme tahminlerimiz aynı kaldı. Çeyrekte çeyreğe büyüme tahminimiz hala yüzde 0,3 gibi düşük bir düzeyde. Buna paralel olarak 2013 için yıllık büyümeyi 4,2, son çeyrekte geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine göre büyümeyi ise 4,8 olarak hesaplıyoruz. Aralık ayında yüksek gelen cari açık sonrası cari açığın GSYH'a oranı tahminimizi yüzde 7,5'den 7,9'a çıkarıyoruz.

### **Ocak ayı gelişmeleri**

Ocak ayına Merkez Bankası'nın faiz kararı damgasını vurdu. 21 Ocak olağan PPK toplantısı kritik bir toplantı olduğu biliniyordu. Gelişmekte olan tüm piyasalarda yaşanan satışlar ve ulusal para birimlerinin dolar karşısında eriyor olması, Türkiye'nin ise içeride yaşanan belirsizlikler nedeniyle bu ülkeler arasında en fazla etkilenen piyasa oluşu makul bir faiz artırımını beklentisi oluşturmuştu. 21 Ocak kararı faizin artırılacağını duyuran ancak ne kadar ve ne zaman artırılacağı

açıkça belirtilmediği için para politikası üzerindeki belirsizliği artıran nitelikteydi. Bunu takiben döviz kurundaki oynaklığın aşırı artışı, Merkez Bankası'nı bir günde (23 Ocak) 3,2 milyar dolar satışa zorladı. Bu müdahalenin kur oynaklığını azaltmadığının görülmesi ve 27 Ocak günü doların TL karşısında 2,40'lı seviyeleri görmesinin ardından Merkez Bankası 28 Ocak'ta olağanüstü bir toplantıyla yeni faiz kararını duyurdu.

28 Ocak'ta alınan karar aslında sadece faize değil para politikasına dair temel bir karardı, piyasa üzerindeki en büyük etkisi de bu yönüyle oldu. Merkez Bankası sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemde başlattığı esnek politikayı bırakarak geleneksel politikaya geri döndü. Her iki politikanın da zamanlamaya bağlı olarak doğru olduğunun altını çizelim. Gelişmiş piyasalarda faizler sıfıra yakınken sermaye, getirinin yüksek, riskin az olduğu yeni limanlar arar. Merkez Bankası'nın yeni "esnek" politikasının altında yatan mantık, faizi (getiriye) düşürüp, belirsizliği (riski) artırmaktı. Bu sayede sermaye girişlerinin bir miktar yavaşlatmak ve finansal istikrarı sağlamak amaçlanmıştı.

Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) 18 Aralık'ta aldığı tahvil alımını azaltan kararı sermaye akımlarının tersine dönüşünün başladığının resmen ilanıydı. Bu koşullarda Merkez Bankası'nın eski, geleneksel politikaya dönüşü ve faiz artırması doğal bir politika tepkisidir. Böylece getiriye (faizi) artırıp, belirsizliği (riski) azaltmak ve sermaye çıkışlarının finansal istikrara zarar vermesini engellemek mümkün olabilir.

Bu açıdan bakıldığında aslında geleneksel politikaya dönüş kararının 21 Ocak'ta verilmiş olması beklenirdi. Bir haftalık gecikme döviz kurunda oynaklığının beklenmedik ölçülerde artmasına neden oldu. Cari açığı yüzde 8'e yaklaşan, reel sektörü 170 milyar dolara yakın net döviz açık pozisyonu veren bir ülke için bu tür dalgalanmalar oldukça tehlikeli olabilir. Eğer Merkez Bankası olağanüstü toplantı yapmamış ve 28 Ocak kararını almamış olsaydı, Türkiye ciddi bir finansal krizle karşı karşıya kalabilirdi.

Şekil 7 Türk Lirası-Amerikan Doları döviz kurunun 2013 yılından günümüze olan seyrini günlük bazda gösteriyor. FED'in Mayıs ayında tahvil alımlarını azaltmaya başlayabileceğine dair söylemiyle kur artmaya başlıyor. Alımların Eylül toplantısında azaltılacağı beklentisi kuru Eylül başında 2'nin üzerine çıkarıyor. Beklenen kararın gelmemesi sonrası 2 civarında dengelenen kur, 18 Aralık FED kararı sonrası 2,2 seviyelerine kadar çıkıyor. Merkez Bankası'nın 21 Ocak kararı sonrası ise bir kaç gün içerisinde kur neredeyse 2,4'e kadar yükseliyor. Karar sonrasında ise kurun tekrara 2,2 seviyesi civarında dengelendiğini görüyoruz.

Şekil 8'de ise TL'nin yanında Brezilya ve Güney Afrika paralarının son bir yıl içerisinde dolar karşısındaki hareketleri gösterilmekte. Türkiye zaman zaman iç gelişmelere bağlı olarak bu ülkelerden negatif ayrışsa bile genel gidişatın tüm ülkelerde FED etkisinden kaynaklandığı görülüyor. Son bir yıllık değişimlerine bakıldığında üç para biriminin de aynı ölçüde (yüzde 25) değer kaybettiği göze çarpıyor. Ayrıca Brezilya'nın, Türkiye Merkez Bankası'ndan farklı

olarak, sermaye akımları karşısında iç talebi kıstak (faiz artırmak) ve sermaye kontrolleri koymak yöntemlerini uyguladığını da hatırlatalım.

### **Büyüme üzerine etkisi**

Reel ekonomi ve istihdam açısından önemli olan tüm bu gelişmelerin ekonomik büyümeye etkisinin nasıl olacağı. Birinci çeyreğe dair elimizde sınırlı sayıda gösteregeye ait veri mevcut. Kapasite kullanım oranı'nın Ocak ayında 1,3 yüzde puan azaldığını, bu düşüşün dayanıksız tüketim malı imalatı hariç tüm alanlara yayıldığını görüyoruz. Tüketici ve reel kesim güven endeksleri de sırasıyla yüzde 4 ve 5,8 oranında azalmış durumda.

Kurdaki artış tüketici üzerinde artan fiyatlar yoluyla baskı yaratırken, reel kesim üzerinde de ham madde maliyet artışı ve döviz cinsinden borcun artması nedeniyle baskı yaratıyor. Önümüzdeki dönemde para politikasının sıkı kalma zorunluluğu faizlerde artışa işaret ediyor. İçeride seçim dönemine giriliyor olması ve belirsizliklerin devamı bir çok yatırımcıyı bekle-gör politikalarına yöneltecektir. Bu durumda iç talebin büyümeye katkısının sınırlı kalacağı anlaşılıyor. İlk çeyrekte büyümede ciddi bir yavaşlama şaşırtıcı olmayacaktır. Yılın geri kalanındaki seyir ise ağırlıklı olarak dışarıdan gelecek etkilere bağlı olacak.

### **Tüketim yine itici güç**

Aralık ayında bir önceki aya göre dayanıksız tüketim malı imalatı ve dayanıklı tüketim malı imalatı sırasıyla yüzde 1,5 ve yüzde 0,3 arttı. Buna

karşılık aynı dönemde tüketim malı ithalatı yüzde 2,1 azaldı. Tüketici güven endeksi de yine Aralık ayında yüzde 4,0 düştü.

4. çeyreğin genelinde ise nerdeyse bütün tüketim kalemlerinde bir artış görüyoruz. Dayanısız tüketim malı imalatı, dayanıklı tüketim malı imalatı, ara malı ithalatı ve tüketici güven endeksi 4. çeyrekte bir önceki çeyreğe göre sırasıyla yüzde 0,3, yüzde 0,7, yüzde 1,1 ve yüzde 1,2 arttı. Genel olarak özel tüketim harcamasının 3. çeyreğe kıyasla yavaşlamakla birlikte, 4. çeyrekte büyümenin taşıyıcısı olacağını öngörüyoruz.

#### **Ocak ayına dair ilk yatırım verileri negatif**

Aralık ayında bir önceki aya göre ara malı ithalatı ve yatırım malı ithalatı sırasıyla yüzde 5,3 ve yüzde 3,4 arttı. Buna karşılık SÜE ise Aralık ayında yatay bir seyir izledi. Çeyreklik bazda baktığımızda ise ara malı ithalatı ve yatırım malı ithalatı 4. çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 4,7 ve yüzde 2,1 arttı. SÜE ise aynı dönemde yüzde 1,3 arttı.

Ocak ayında Türkiye sarsıntılı bir dönem geçirdi. Ocak ayına dair elimizde Kapasite Kullanım Oranı (KKO) ve Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) verileri var. Ocak ayında bir önceki aya göre KKO 1,3 yüzde puan azalırken, RKGE ise yüzde 5,8 azalıyor. 2014 yılına dair ilk veriler Türkiye ekonomisi için olumlu bir sinyal vermiyor.

#### **Aralık ayında ihracat azaldı**

Şekil 2 TÜİK'in açıkladığı mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış ihracat ve ithalat miktar

endekslerini gösteriyor. Aralık ayında bir önceki aya göre ihracat miktar endeksi yüzde 1,6 azalırken, ithalat miktar endeksi yüzde 2,8 arttı. Aynı dönemde altın dışı ihracat yüzde 3,6 azalırken ithalat ise yüzde 1,7 arttı.

4. çeyrekte ise bir önceki çeyreğe göre ihracat ve ithalat miktar endeksi sırasıyla yüzde 3,0 ve yüzde 4,3 arttı. Yine aynı dönemde altın dışı ihracat ve ithalat sırasıyla yüzde 1,4 ve yüzde 0,9 arttı. Bu veriler ışığında 4. çeyrekte net ihracatın reel GSYH'a çeyreklik bazda negatif katkı yapmasını bekliyoruz.

#### **2013'de cari açık altınla arttı**

Aralık ayında cari açık beklentilerin üzerinde artarak 8,3 milyar dolar oldu. Böylece 2012 yılında 48,5 milyar dolar olan cari açık, 2013 yılında 65 milyar dolara ulaştı. 2012 yılında 54,2 milyar dolar olan altın hariç cari açık ise 53,2 milyar dolara indi. Şekil 3 ve 4 altın hariç ve dahil cari açık oranlarını göstermekte. Cari açık oranı 2013 yılı boyunca artarken, altın hariç oranın düştüğü görülüyor. Betam 2013 yıl sonunda cari açık oranının yüzde 7,9, altın hariç cari açık oranının ise yüzde 6,5 olacağını tahmin ediyor. 2014 yılında da cari açıktaki azalmanın hızlanarak devam etmesini bekliyoruz.

#### **Aralık'ta hisse ve tahvilden çıkış sınırlı kaldı**

Aralık'ta Türkiye'ye net yaklaşık 3 milyar dolar sermaye girişi oldu. Bu girişler 8,3 milyar dolarlık cari açığı karşılamak için yeterli olmadı. Merkez Bankası rezervleri 3,7 milyar dolar azaldı ve net

hata ve noksan kalemi 1,6 milyar dolarlık kaynağı belirsiz giriŖe iŖaret etti.

Aralık ayında yaŖanan geliŖmelerin sermaye ıkıŖlarına olan etkisini özellikle portföy yatırımlarında görmek mümkün. Hisse senetlerinden 250 milyon dolar, devlet tahvillerinden 900 milyon dolarlık ıkıŖ oldu. Banka borç senetlerinin satıŖından ise 1 milyar

dolarlık giriŖ oldu. Net portföy yatırımları toplamda 181 milyon dolar azaldı. İçeride Gezi olaylarının yaŖandıđı Haziran ayına kıyasla ise hisse senedi ıkıŖları oldukça sınırlı kaldı. Haziranda hisse senedinden 1,2 milyar dolarlık ıkıŖ gerekleŖmiŖti. Tahvillerde ise 354 milyon dolar satıŖ olmuŖtu.

**Tablo 2. Ekonomik göstergelerin aydan aya ve çeyrekten çeyreğe değişimleri (Reel ve MEA)**

Ekonomik Göstergeler	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Ocak	2013 3. Çeyrek	2013 4. Çeyrek
<b>İhracat*</b>	<b>10,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>**</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
<b>İthalat*</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>**</b>	<b>-3,8</b>	<b>4,3</b>
Ara malı ithalatı	5,4	2,6	0,9	5,3	**	-4,8	4,7
Tüketim malı ithalatı	9,2	-1,8	3,3	-2,1	**	3,4	1,1
Yatırım malı ithalatı	18,6	-4,7	2,7	3,4	**	-5,6	2,1
<b>Altın hariç ihracat***</b>	<b>7,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>7,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>**</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Altın hariç ithalat***</b>	<b>9,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>**</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>
<b>Sanayi üretim endeksi (SÜE)*</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>**</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>
Dayanısız tüketim malı imalatı*	4,4	-4,2	3,2	1,5	**	-0,1	0,3
Dayanıklı tüketim malı imalatı*	12,1	-7,1	2,4	0,3	**	2,7	0,7
Ara malı imalatı*	5,3	-2,3	4,4	-2,1	**	0,2	2,1
Yatırım malı imalatı*	8,8	-4,0	1,9	0,1	**	4,4	0,9
<b>Kapasite kullanım oranı (KKO)*</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>
Dayanısız tüketim malı imalatı	0,1	0,3	-0,4	0,6	0,1	-0,4	0,2
Dayanıklı tüketim malı imalatı	-1,2	0,8	-0,4	0,5	-1,4	0,0	0,2
Ara malı imalatı	0,0	0,5	-0,1	1,2	-1,2	0,7	0,9
Yatırım malı imalatı	0,7	-1,6	1,2	1,8	-1,5	0,5	0,4
<b>Beklenti göstergeleri</b>							
Tüketici güven endeksi (TÜİK)	-5,8	5,1	3,0	-4,0	-4,0	-0,1	1,2
Reel kesim güven endeksi†	2,4	3,0	-0,4	-0,6	-5,8	-0,3	4,4
<b>Finansal göstergeler</b>							
BİST 100	-0,1	2,5	-1,0	-6,5	-8,6	-12,8	-1,6
<b>Diğerleri</b>							
Özel tüketim vergisi (ÖTV)	2,7	-3,3	0,4	1,3	**	-0,4	-1,9
Binek otomobil üretimi	4,6	-8,1	12,2	-9,9	7,5	15,9	-4,4
Binek olmayan otomobil üretimi	3,7	-6,0	0,1	-14,6	3,9	-3,6	-8,7

Kaynak: TÜİK, TCMB, BİST, TDM, BETAM.

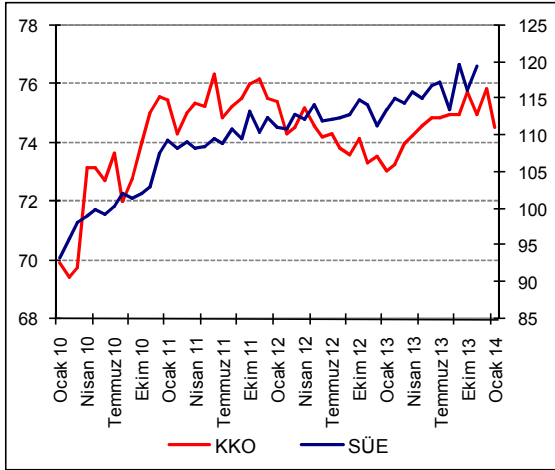
† TCMB tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

\*TÜİK tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır. Diğer tüm veriler Betam tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

\*\*Bu aya dair veri henüz açıklanmamıştır.

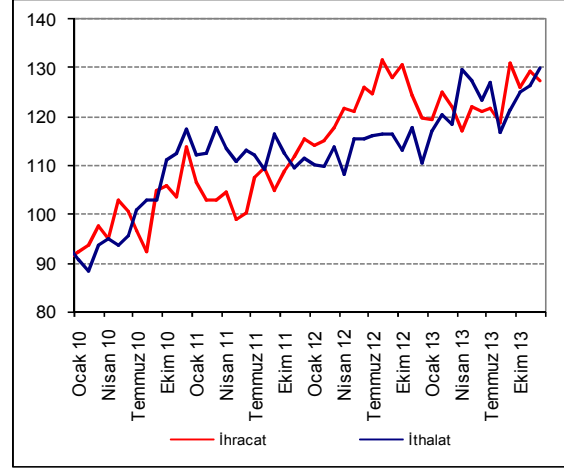
\*\*\* Betam hesaplamaları: Altın hariç ihracatı (ithalatı) bulmak için nominal ihracattan (ithalattan) parasal olmayan altın ihracatını (ithalatını) çıkarıp ihracat (ithalat) birim değer endeksine bölüyoruz. Betam tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

**Şekil 1: Kapasite kullanım oranı ve sanayi üretim endeksi (mea)**



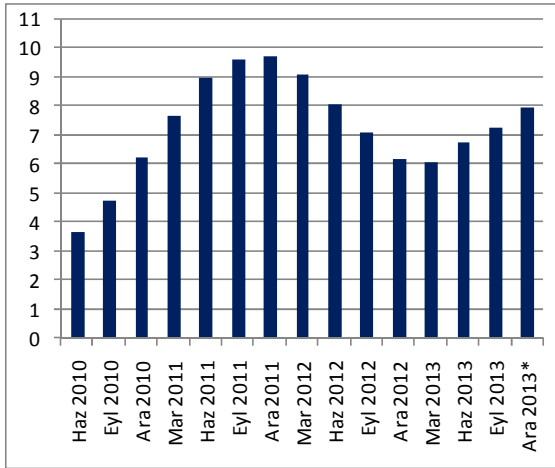
Kaynak : TÜİK (sol taraf KKO eksen, sağ taraf SÜE eksen).

**Şekil 2: İhracat ve ithalat miktar endeksleri (mea)**



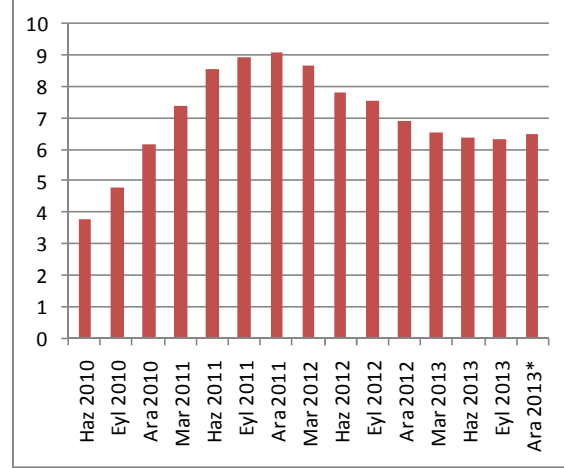
Kaynak : TÜİK.

**Şekil 3: Altın dahil cari açığın GSYH'a oranı, 12 aylık**



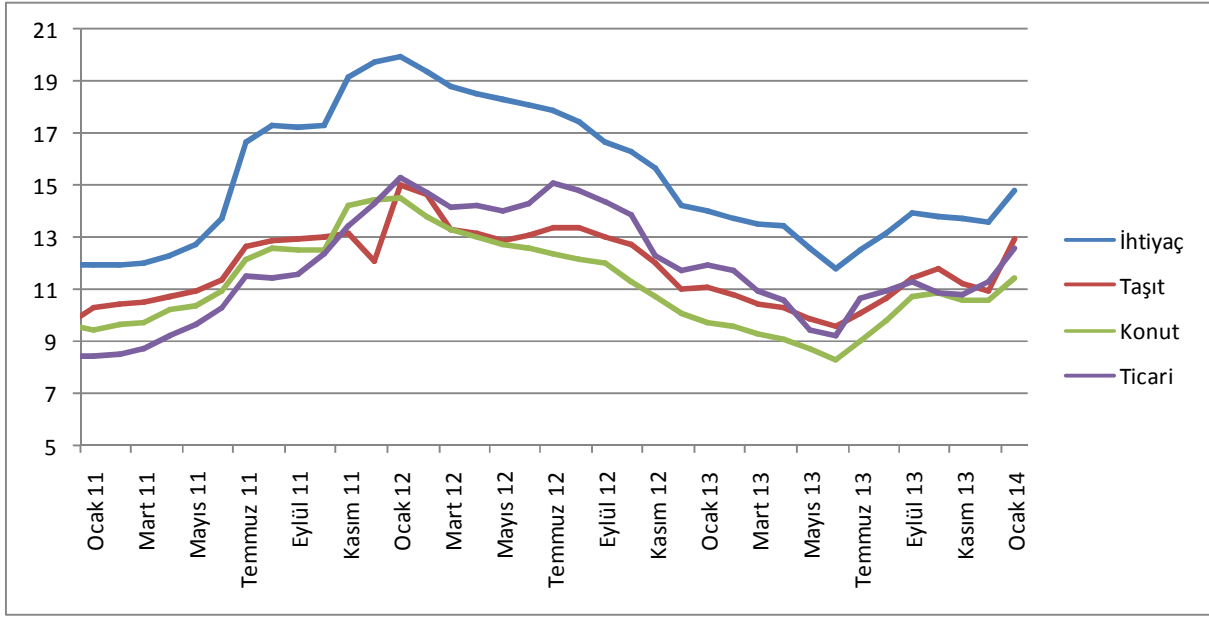
Kaynak : TCMB, TÜİK, Betam.

**Şekil 4: Altın hariç cari açığın GSYH'a oranı, 12 aylık**



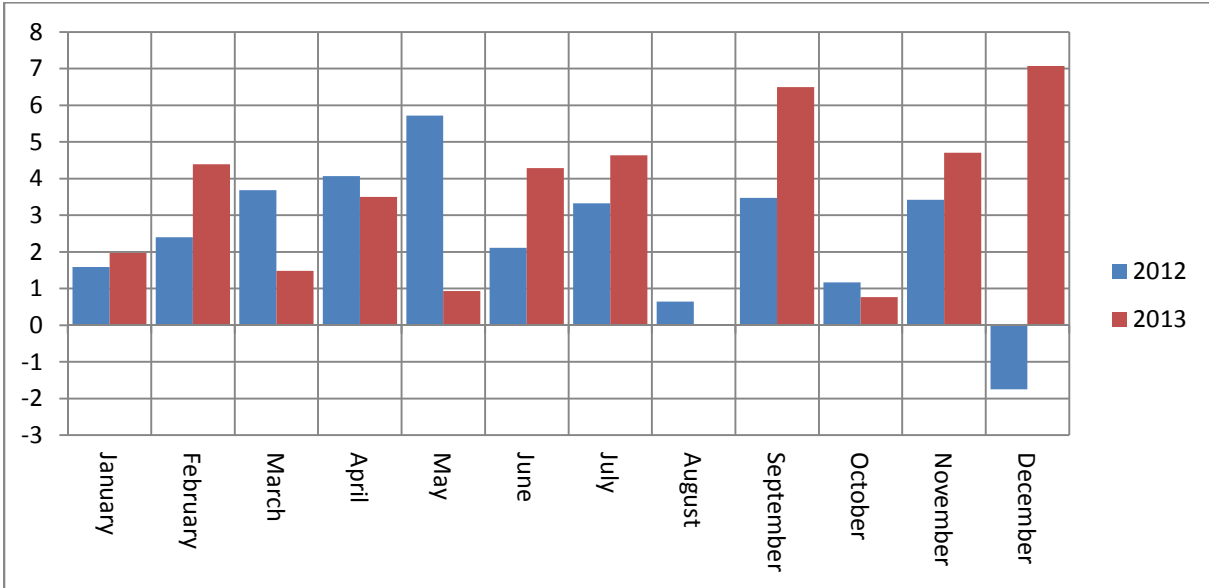
Kaynak : TCMB, TÜİK, Betam.

Şekil 5: Bankalarca TL üzerinden açılan kredilere uygulanan ortalama faiz oranları



Kaynak : TCMB.

Şekil 6: 2012 ve 2013 yıllarında SÜE'nin bir önceki yılın aynı ayına göre artış oranları (takvim etkisinden arındırılmış)



Kaynak: TÜİK.

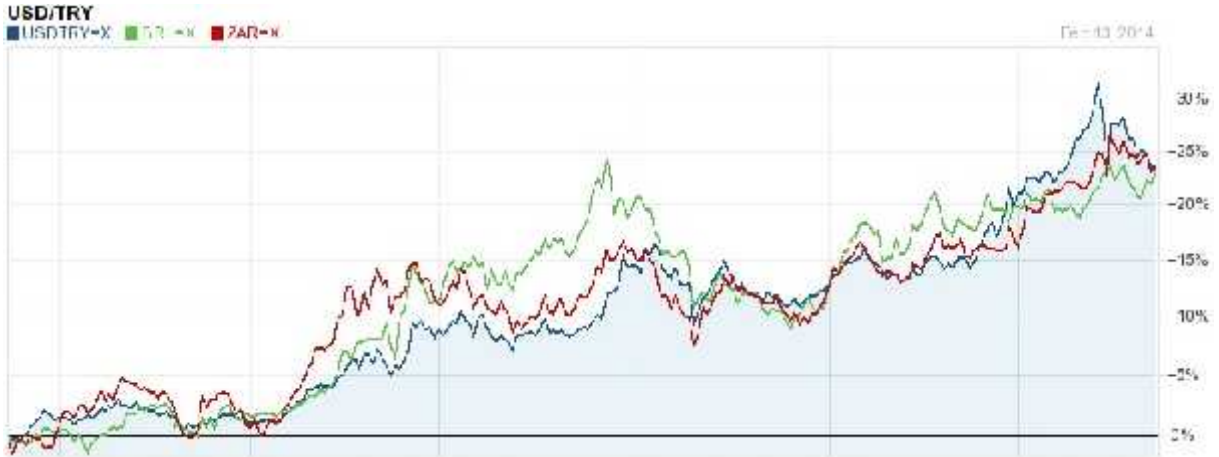


Şekil 7: Günlük TRY/USD döviz kuru (02.01.2013 - 13.02.2014)



Kaynak : TCMB.

Şekil 8: Son 1 yıllık USD/TRY, USD/BRL ve USD/ZAR kurlarının değişimi.



Kaynak: Yahoo Finance.