

## ÜÇÜNCÜ ÇEYREKTE TOPARLANMA MÜMKÜN

Zümrüt İmamoğlu\* ve Barış Soybilgen\*\*

### Yönetici Özeti

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış Sanayi üretim endeksi (SÜE) Temmuz ayında bir önceki aya göre yüzde 1,8 oranında arttı. İhracat miktar endeksi yüzde 8,0, ithalat miktar endeksi ise yüzde 0,8 oranında arttı. Üçüncü çeyreğe ilişkin ilk göstergeler ihracat ve sanayi üretiminde canlanmaya işaret ediyor. Yılın ilk yarısında düşüş eğiliminde olan tüketim ve yatırım harcamalarında üçüncü çeyrekte toparlanma sinyalleri var. Ancak dış talep katkısı önemli ölçüde artmazsa yıllık bazda büyüme rakamı yüzde 3'ün altında seyretmeye devam edecek. Üçüncü çeyreğe ilişkin ilk tahminimiz ekonominin bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,6 oranında büyüyeceği yönünde. Buradan hareketle önceki yılın aynı çeyreğine göre yıllık büyümenin yüzde 2,8 olacağını tahmin ediyoruz.

Temmuz ayı cari açığı 2,6 milyar dolar olarak açıklandı. 12 aylık cari açık toplamı, geçen aya kıyasla, 3,7 milyar dolar düşerek 48,5 milyar dolar oldu. Cari açığın GSYH'a oranı ilk çeyrek sonunda yüzde 6,5 olarak gerçekleşmişti. Üçüncü çeyrek sonunda bu oranın yüzde 6,1'e düşmesini bekliyoruz. Altın hariç cari açık oranının ise yüzde 5,9'dan yüzde 5,7'ye ineceğini tahmin ediyoruz.

\* Dr. Zümrüt İmamoğlu, Betam, Uzman Araştırmacı.

[zumrut.imamoglu@eas.bahcesehir.edu.tr](mailto:zumrut.imamoglu@eas.bahcesehir.edu.tr)

\*\* Barış Soybilgen, Betam, Araştırma Görevlisi

[baris.soybilgen@eas.bahcesehir.edu.tr](mailto:baris.soybilgen@eas.bahcesehir.edu.tr)

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

|                                                            | 2014<br>3. Çeyrek<br>Tahmin<br>(%) |
|------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| GSYH büyüme, reel<br>(bir önceki çeyreğe göre, mea*)       | 0,6                                |
| GSYH büyüme, reel (geçen yılın aynı çeyreğine göre, tea**) | 2,8                                |
| Cari açık (yıllık)                                         | 6,1                                |
| Altın hariç cari açık (yıllık)                             | 5,7                                |

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

### İç talepte toparlanma sinyalleri

Sanayi üretimi Temmuz ayında yüzde 1,8 artarak üçüncü çeyreğe hızlı bir giriş yaptı. Ağustos ve Eylül aylarında bu artışın devam edip etmeyeceği üçüncü çeyrek büyümesi için kritik öneme sahip. Nitekim sanayi üretimi artarken Temmuz ayında Kapasite Kullanım Oranı (KKO) 0,4 yüzde puan azaldı. Ağustos ayında da 0,2 yüzde puanlık düşüş bunu takip etti. Reel kesim güven endeksi de hem Temmuz hem de Ağustos aylarında geriledi. Bu gelişmeler sanayi üretiminde artışın devam edip etmeyeceği konusunda şüphe uyandırıyor.

Yatırım ve tüketim harcamaları bir önceki çeyreğe kıyasla son iki çeyrekte azalıyor. Özel kesim iç

talebinde iki çeyrek üst üste daralma yaşanması büyümedeki yavaşlamanın en önemli nedeni. Temmuz ayı verileri üçüncü çeyrekte tüketim ve yatırımların yukarı dönebileceğine ilişkin sinyaller içeriyor. Yatırım malı ithalat ve imalatının önemli ölçüde artmış olması dikkat çekiyor. Tüketim malı ithalatı ve dayanıklı tüketim malları imalatında da artışlar var. Ancak tüketici güven endeksi iki aylık ortalamalar kıyaslandığında gerilemiş görünüyor.

Temmuz ayında ihracatta yüzde 8,0 oranında yüksek artış görüldü. İthalatta ise aramalı ithalatındaki düşüş nedeniyle sınırlı bir artış gerçekleşti. İhracatta artış devam ederse üçüncü çeyrekte net ihracat büyümeye yeniden pozitif katkı yapabilir.

Üçüncü çeyreğe ilişkin elimizdeki kısıtlı veriler iç talepte sınırlı bir toparlanmaya işaret ediyor. Öte yandan ikinci çeyrekte büyümeye negatif katkı yapan kamu harcamalarının da Temmuz ve Ağustos'ta arttığı ve üçüncü çeyrekte büyümeye pozitif katkı yapabileceği görülüyor (Tablo 2). Dış talepte Temmuz ayı gelişmeleri olumlu olsa da yön henüz belirsiz. Betam'ın üçüncü çeyreğe ilişkin ilk büyüme tahmini çeyrekte çeyreğe yüzde 0,6. Buna dayanarak geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine göre büyümeyi yüzde 2,8 olarak tahmin ediyoruz.

Cari açıkta azalma kısmen yavaşlamanın etkisi kısmen altın ithalatının normalleşmesiyle devam ediyor. İkinci çeyrek sonunda yüzde 6,5 olan cari açığın GSYH'a oranının üçüncü çeyrek sonunda yüzde 6,1'e düşmesini bekliyoruz. Altın hariç cari açık oranının ise yüzde 5,9'den 5,7'ye ineceğini tahmin ediyoruz.

### **Faizlerin yükseleceği bir döneme giriyoruz**

Dün akşam Amerika Merkez Bankası (Fed) Eylül ayı para politikası kararını açıkladı. Karar metninde geçtiğimiz toplantıya kıyasla önemli bir değişiklik olmadı ancak Fed üyelerinin önümüzdeki dönem faizlere ilişkin beklentilerinin yükselmesi ve bir miktar öne gelmesi Fed'in 2015 ve 2016 yıllarında daha hızlı bir şekilde faiz artırımına gitmesi gerekeceğini piyasaya gösterdi. Bunun yanında Fed, bilançosunu hangi kanallardan küçülteceğine dair açıklamalarda bulundu. Açıklamalar Fed'in bilanço küçültmesinin yavaş ve uzun süreceği yönünde ancak faiz artırımını 2015 yılında başlayacak ve artış beklentilerden hızlı gerçekleşecek.

Bu gelişmeler Türkiye açısından oldukça önemli. Amerika faiz artırımına doğru giderken Türkiye'de sermaye çıkışlarının piyasada ani ve sert bir harekete yol açmaması için Merkez Bankası'nın (TCMB) da kademeli olarak parasal sıkılaştırmaya gitmesi ve faizi artırması gerekecek. Çünkü toplantı artık TCMB'nin sınırlı da olsa sıkılaşmaya başlaması gerektiğini gösterdi. Enflasyon görünümü nedeniyle zaten daha sıkı bir para politikasına ihtiyaç duyuluyordu. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu küresel faizlerin düşük olduğu dönemde finansal istikrarı sağlamak uğruna parasal genişlemeye giden Merkez Bankası enflasyondan ödün vermişti. Ancak artık finansal istikrarın sağlanabilmesi için de sıkılaştırmanın zorunlu olduğu bir döneme girmiş bulunuyoruz. Sıkı para politikası altında Türkiye ekonomisi düşük ama istikrarlı bir büyümeyi başarabilir. Böyle bir politikanın izlenememesi durumunda ise

ilk çeyrektekine benzer, ekonomik açıdan daha maliyetli kur şokları yaşanabilir.

Jeopolitik açıdan Ortadoğu'da özellikle Irak ve Suriye'deki gelişmeler ve Amerika'nın Türkiye'nin güneyinde yeni bir savaşa girme ihtimali/planı Türkiye ekonomisi üzerinde en önemli risklerden birini oluşturuyor.

Bu koşullar altında Türkiye'de ekonomik büyümenin kayda değer bir süre daha potansiyelin altında seyredeceğini tahmin ediyoruz.

### **Üçüncü çeyrek için ilk tüketim verileri pozitif**

Temmuz ayında bir önceki aya göre tüketim malı ithalatı dayanıksız tüketim malı imalatı ve dayanıklı tüketim malı imalatı sırasıyla yüzde 3,2, yüzde 1,2 ve yüzde 3,5 arttı. Tüketici güven endeksindeki uzun süreli düşüş trendi Temmuz ayında sonlandı ve bu ayda Tüketici güven endeksi yüzde 0,4 arttı. Çeyreklik bazda ise hala negatif görünümünü koruyor. Genel olarak özel tüketim harcamalarıyla ilgili ekonomik göstergeler üçüncü çeyreğe pozitif bir başlangıç yaptı.

### **Özel yatırım harcamalarında karışık sinyaller**

Temmuz ayında bir önceki aya göre yatırım malı ithalatı ve yatırım malı imalatı sırasıyla yüzde 9,8 ve yüzde 6,1 arttı. Yine aynı dönemde, SÜE yüzde 1,8 arttı. Buna karşın, reel kesim güveninde zayıflık devam ediyor. Temmuz ayındaki yüzde 0,8'lik düşüşün ardından, Ağustos ayında da reel kesim güven endeksi yüzde 0,3 düştü. Kapasite kullanım oranı ise Temmuz ayındaki 0,4 yüzde puan düşüşün ardından, Ağustos ayında 0,2 yüzde

puan daha düştü. Yatırım malı ithalatında güçlü artışlar önümüzdeki aylarda devam ederse, üçüncü çeyrekte de özel yatırım harcamaları GSYH'a pozitif katkı yapabilir.

### **Temmuz ayında ihracatta büyük artış**

Şekil 2 TÜİK'in açıkladığı mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış ihracat ve ithalat miktar endekslerini gösteriyor. Temmuz ayında bir önceki aya göre ihracat ve ithalat miktar endeksleri sırasıyla yüzde 8,0 ve yüzde 0,8 arttı. Aynı dönemde altın hariç reel ihracat ise yüzde 0,3 azalırken, altın hariç reel ithalat yüzde 2,1 arttı. Temmuz verilerine göre net ihracatın üçüncü çeyrekte reel GSYH büyümesine pozitif katkı yapması mümkün.

### **Cari açıkta altın etkisi azalıyor**

Temmuz ayında cari açık 2,6 milyar dolar olarak gerçekleşti. Geçtiğimiz yılın aynı ayında cari açık 6,3 milyar dolardı. Cari açıktaki düşüşün yarıya yakını altın ithalatındaki düşüşten, geriye kalan kısmı ise ekonomideki yavaşlamanın ithalat talebine yansımından kaynaklandı. 12 aylık toplam cari açık 52,1 milyar dolardan 48,5 milyar dolara düştü. Altın hariç 12 aylık toplam cari açık ise 44,9 milyar dolara geriledi. Geçtiğimiz sene Nisan-Temmuz aylarında yapılan yüklü miktardaki altın ithalatının bu yıl normale dönmesiyle cari açık önemli ölçüde azaldı. Geçtiğimiz sene parasal olmayan net altın ihracatı ilk 7 ayda -8,4 milyar dolar olmuştu. Bu sene ise -0,2 milyar dolar olarak gerçekleşti. Böylece altın hariç cari açık rakamı manşet cari açık rakamına iyice yaklaşmış oldu (Şekil 3 ve 4). Önümüzdeki

aylarda cari açıkta ekonomik yavaşlamadan kaynaklanan sınırlı düşüşlerin devam etmesini bekliyoruz.

Geçen hafta yayınlanan GSYH rakamlarına göre ikinci çeyrek sonunda 12 aylık toplam cari açığın GSYH'a oranı yüzde 7,4'den yüzde 6,5'e düştü.

Üçüncü çeyrek sonunda bu oranın yüzde 6,1'e düşmesini bekliyoruz. Altın hariç cari açık oranının ise yüzde 5,9'den 5,7'ye ineceğini tahmin ediyoruz.

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

| Ekonomik Göstergeler                     | Mayıs       | Haziran     | Temmuz      | Ağustos     | 2014 2. Çeyrek | 2014 3. Çeyrek |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>İhracat*</b>                          | <b>0,0</b>  | <b>-0,5</b> | <b>8,0</b>  | <b>**</b>   | <b>-6,2</b>    | <b>7,7</b>     |
| <b>İthalat*</b>                          | <b>2,5</b>  | <b>-2,3</b> | <b>0,8</b>  | <b>**</b>   | <b>-0,9</b>    | <b>0,1</b>     |
| Ara malı ithalatı*                       | 1,5         | 0,6         | -5,0        | **          | 2,2            | -4,2           |
| Tüketim malı ithalatı*                   | 0,9         | -3,3        | 3,2         | **          | -0,2           | 1,3            |
| Yatırım malı ithalatı*                   | -6,0        | -9,7        | 9,8         | **          | -0,8           | 0,2            |
| <b>Altın hariç ihracat***</b>            | <b>-0,3</b> | <b>0,4</b>  | <b>-0,3</b> | <b>**</b>   | <b>2,1</b>     | <b>-0,1</b>    |
| <b>Altın hariç ithalat***</b>            | <b>-3,8</b> | <b>-1,2</b> | <b>2,1</b>  | <b>**</b>   | <b>1,1</b>     | <b>-0,1</b>    |
| <b>Sanayi üretim endeksi (SÜE)*</b>      | <b>-0,8</b> | <b>0,4</b>  | <b>1,8</b>  | <b>**</b>   | <b>0,1</b>     | <b>1,8</b>     |
| Dayanısız tüketim malı imalatı*          | 0,4         | -0,1        | 1,2         | **          | 0,6            | 1,3            |
| Dayanıklı tüketim malı imalatı*          | -0,4        | 1,7         | 3,5         | **          | 2,5            | 4,5            |
| Ara malı imalatı*                        | 0,1         | -3,0        | -0,1        | **          | -1,1           | -2,1           |
| Yatırım malı imalatı*                    | -4,6        | 9,4         | 6,1         | **          | 0,1            | 10,8           |
| <b>Kapasite kullanım oranı (KKO)*, ‡</b> | <b>-0,6</b> | <b>0,5</b>  | <b>-0,4</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,2</b>    | <b>-0,4</b>    |
| Dayanısız tüketim malı imalatı‡          | 0,1         | -0,4        | 0,0         | -0,7        | 0,2            | -0,5           |
| Dayanıklı tüketim malı imalatı‡          | -1,4        | 1,5         | -2,2        | -0,1        | 2,8            | -1,7           |
| Ara malı imalatı‡                        | -0,1        | 0,4         | -0,6        | 0,1         | -1,1           | -0,3           |
| Yatırım malı imalatı‡                    | -1,7        | 0,5         | -0,4        | 1,3         | -1,1           | 0,0            |
| <b>Beklenti göstergeleri</b>             |             |             |             |             |                |                |
| Tüketici güven endeksi (TÜİK)            | -3,3        | -2,3        | -0,1        | 0,4         | 5,8            | -2,5           |
| Reel kesim güven endeksi†                | 0,9         | -0,6        | -0,8        | -0,3        | 2,2            | -1,1           |
| <b>Finansal göstergeler</b>              |             |             |             |             |                |                |
| BİST 100                                 | 4,7         | 7,1         | -0,5        | 0,2         | 11,7           | 5,8            |
| <b>Diğerleri</b>                         |             |             |             |             |                |                |
| Hükümet Harcamaları°                     | -0,6        | 1,0         | 2,3         | -3,0        | -1,9           | 1,2            |
| Özel tüketim vergisi (ÖTV)               | -3,3        | -0,8        | 8,0         | -5,7        | -1,4           | 3,2            |
| Binek otomobil üretimi                   | -4,0        | 5,8         | -3,7        | 0,3         | 8,0            | -1,3           |
| Binek olmayan otomobil üretimi           | -1,1        | 1,4         | -4,8        | 8,5         | 4,6            | -0,2           |

Kaynak: TÜİK, TCMB, BİST, TDM, BETAM.

† TCMB tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

‡ KKO ve alt kollarında diğer endekslerin aksine yüzde puan değişimleri veriliyor.

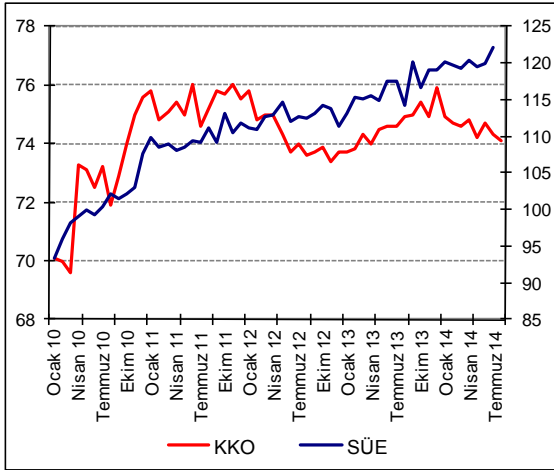
\*TÜİK tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır. Diğer tüm veriler Betam tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

\*\*Bu aya dair veri henüz açıklanmamıştır.

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

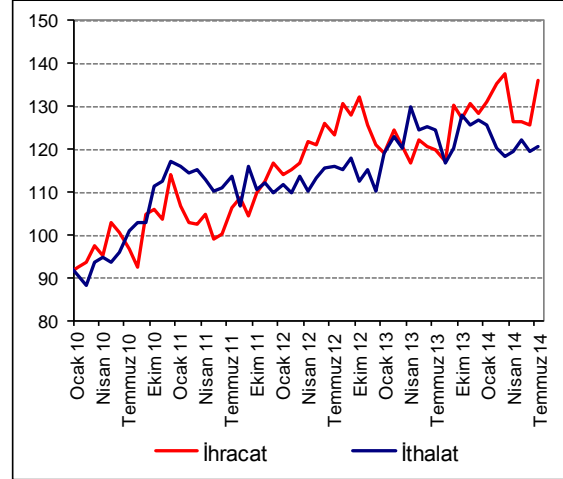
° Cari transferler hariç hükümet harcamalarının toplamı, enflasyondan arındırılmış.

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



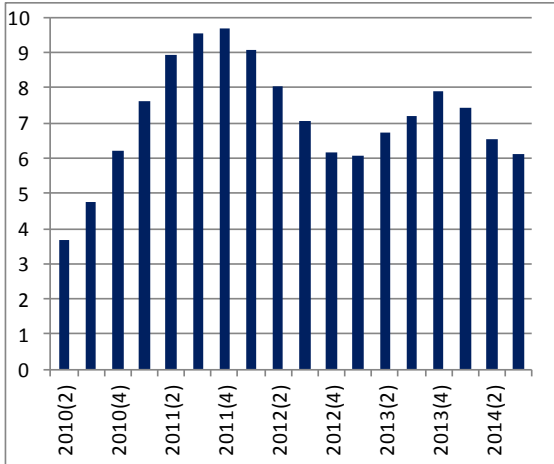
Kaynak : TÜİK (sol taraf KKO eksen, sağ taraf SÜE eksen).

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



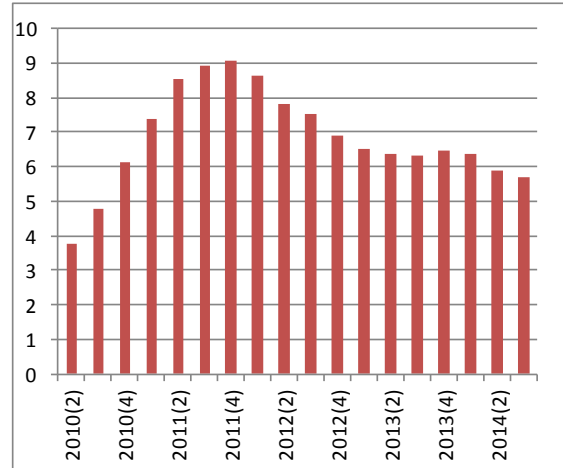
Kaynak : TÜİK.

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



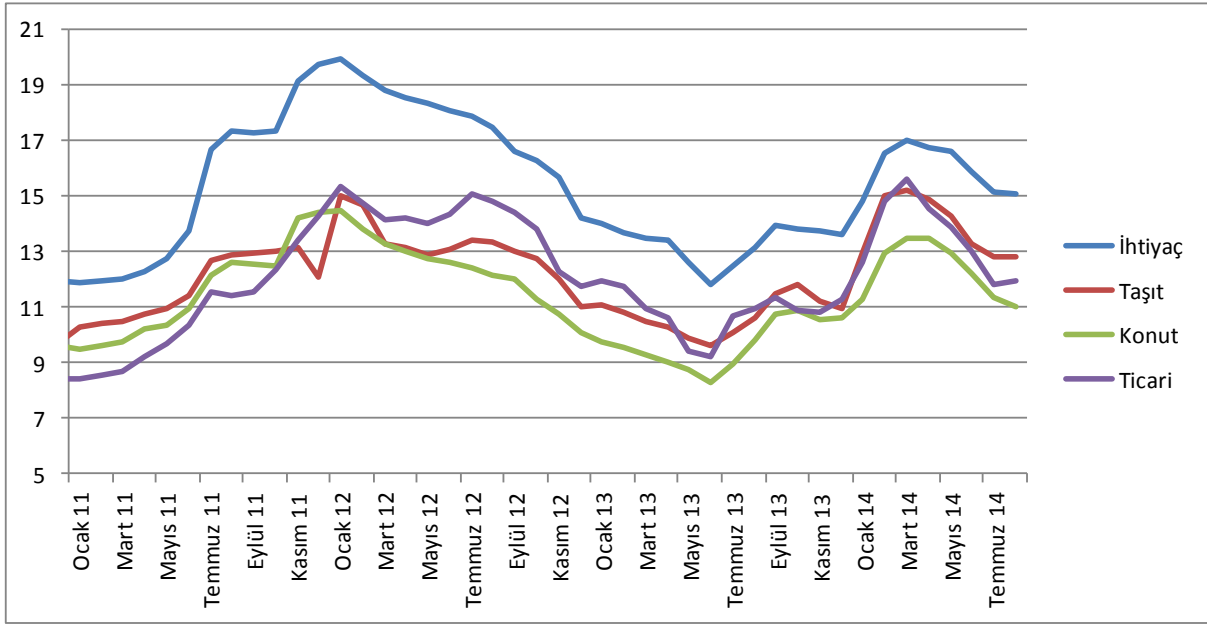
Kaynak : TCMB, TÜİK, Betam.

**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. Toplam Krediler artış oranı (%) (13-haftalık ortalama, yıllıklandırılmış, kur etkisinden arındırılmış)**



Kaynak : TDM.