

## İLİMLİ BÜYÜME DEVAM EDİYOR

Zümrüt İmamoğlu\* ve Barış Soybilgen\*\*

### Yönetici Özeti

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (SÜE) Ağustos ayında bir önceki aya göre yüzde 1,4 oranında düştü. İhracat miktar endeksi yüzde 15,0, ithalat miktar endeksi ise yüzde 2,3 oranında azaldı. İlk bakışta Ağustos verileri olumsuz görünse de iki aylık ortalamalara göre üçüncü çeyrekte büyüme sinyalleri hala güçlü. Eylül ayında hem ihracat hem de sanayi üretiminde toparlanma bekliyoruz. Bu nedenle üçüncü çeyreğe ilişkin tahminimizi geçen ayki seviyesinde tutmaya devam ediyoruz. Ekonominin bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,6 oranında büyüyeceğini, buradan hareketle önceki yılın aynı çeyreğine göre yıllık büyümenin yüzde 2,8 olacağını tahmin ediyoruz.

Ağustos ayı cari açığı 2,8 milyar dolar olarak açıklandı. 12 aylık cari açık toplamı, geçen aya kıyasla, küçük bir miktar (0,4 milyar dolar) artarak 48,9 milyar dolar oldu. Cari açığın GSYH' a oranı ikinci çeyrek sonunda yüzde 6,5 olarak gerçekleşmişti. Üçüncü çeyrek sonunda bu oranın yüzde 6,2'ye düşmesini bekliyoruz. Altın hariç cari açığın ise yüzde 5,9'dan yüzde 5,8'e 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 3. Çeyrek Tahmin (%)
GSYH büyüme, reel (bir önceki çeyreğe göre, mea*)	0,6
GSYH büyüme, reel (geçen yılın aynı çeyreğine göre, tea**)	2,8
Cari açık (yıllık)	6,2
Altın hariç cari açık (yıllık)	5,8

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

### Tüketim ve kamu harcamaları ile büyüme

Sanayi üretimi aylık bazda dalgalanma gösteriyor. Temmuz ayında yüzde 1,9 artan SÜE Ağustos ayında yüzde 1,4 azaldı. İki aylık ortalama ise ikinci çeyreğe kıyasla yüzde 1,1 artmış durumda. İkinci çeyrekte sanayi üretimi hiç artmamış, büyüme ise negatif gelmişti. Üçüncü çeyrekte SÜE'deki artış ekonominin büyüyeceğini gösteriyor. Eylül ayında sanayi üretiminde ve ihracatta ılımlı bir toparlanma bekliyoruz. Kapasite Kullanım Oranı (KKO)'nda Eylül ayında bir düşüş söz konusu değil. Reel kesim güven endeksi de iki aylık düşüşün ardından Eylül'de yüzde 1,3 oranında artış gösterdi.

Üçüncü çeyrekte büyümenin ağırlıklı olarak iç talepten kaynaklanmasını bekliyoruz. Reel kamu harcamalarında ikinci çeyrekteki düşüş, yerini üçüncü çeyrekte artışa bırakmış durumda. Diğer yandan tüketim malı ithalatı ile dayanıklı ve dayanıksız tüketim malı imalatı artıyor. Yatırımlar açısından sinyaller karışık. İki aylık ortalamalara bakıldığında yatırım malı imalatı önemli oranda artarken, yatırım malı ithalatı azalıyor. Büyümenin kaynağının üçüncü çeyrekte yeniden tüketim ve kamu harcamaları olacağını tahmin ediyoruz. Geçtiğimiz yıl da ekonomi ağırlıklı olarak bu iki bileşen üzerinden büyümüştü.

İkinci çeyrekte itibaren Almanya başta olmak üzere Avrupa ekonomisinde görülmeye başlayan zayıflık Türkiye'nin ihracat performansını olumsuz etkiledi. İki aylık ortalamalara göre hem ihracat hem de ithalatta küçük düşüşler var. Eylül'de ihracatta ciddi bir canlanma olmazsa net ihracatın büyümeye katkısının önemli bir katkı yapmasını beklemiyoruz.

Bu gelişmelere dayanarak üçüncü çeyreğe dair tahminimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyor ve çeyrekte çeyreğe büyüme tahminimizi yüzde 0,6'da tutuyoruz. Geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine göre büyümeyi ise yüzde 2,8 olarak tahmin ediyoruz.

Cari açık ihracat performansının düşmesine paralel olarak çok kısıtlı bir artış gösterdi. Ancak yılın geri kalanında zayıf talep ve altın etkisiyle düşüşün devam etmesini bekliyoruz. İkinci çeyrek sonunda yüzde 6,5 olan cari açığın GSYH'a oranının üçüncü çeyrek sonunda yüzde 6,2'ye düşmesini bekliyoruz. Altın hariç cari açık

oranının ise yüzde 5,9'den 5,8'e ineceğini tahmin ediyoruz.

### **Faiz ve kur dalgalanıyor**

Geçtiğimiz ay Amerikan Merkez Bankası (Fed)'in açıklamaları faiz artırımlarına yönelik beklentileri artırmış, bu da Türkiye dahil gelişmekte olan ülkelerin kur ve faizlerinde yükselmeye neden olmuştu. Ancak sonrasında Avrupa ve Çin'de gözlemlenen yavaşlamanın küresel talepte ciddi bir azalmaya neden olabileceği endişeleri önce petrol fiyatlarını, ardından gelişmekte olan ülkelerde kur ve faizi düşürdü.

Ülkelerin kendi makroekonomik politikalarından bağımsız olarak gerçekleşen bu tür kısa süreli büyük dalgalanmalar ekonomiler üzerinde genelde olumsuz etki yapmaktadır. Faiz ve kurların öngörülemezliği ve kısa süre içerisinde büyük değişimler göstermesi belirsizliği artırarak reel sektörü ve yatırımları baskılayabilir.

Bu notun yayınlanacağı tarihten bir kaç gün sonra (29 Ekim) Fed'in Ekim toplantısı sonuçları açıklanacak. Burada faiz artırım beklentilerini etkileyen bir sinyalin gelmesi kur ve faizi yeniden dalgalandıracaktır. Oynaklığın yüksek olduğu bu ortamda Türkiye'nin avantajı mali politikanın oldukça sağlam olması ve son açıklanan Orta Vadeli Program'da (OVP) dengeli bütçenin hedeflenmiş olmasıdır. Önümüzdeki dönemde kamu harcamalarının bu şekilde disiplin altında tutulacağını taahhüdü verilerek enflasyon beklentilerinin çapalanmak istendiği açıktır. Ancak para politikasının da önümüzdeki dönemde aynı şekilde öngörülebilir olması gerekmektedir.

### **Üçüncü çeyrekte özel tüketim arttı**

Ağustos ayında bir önceki aya göre dayanıksız tüketim mali imalatı ve dayanıklı tüketim mali imalatı sırasıyla yüzde 1,0 ve yüzde 4,7 azaldı. Buna rağmen çeyreklik bazda hala pozitif artış görünüyor. Tüketim mali ithalatı ise aynı dönemde yüzde 3,7 arttı. Tüketici güven endeksi Ağustos ayındaki yüzde 0,5'lik artışının ardından, Eylül ayında da yüzde 0,8 arttı. Genel olarak özel tüketim harcamalarının üçüncü çeyrek büyümesine pozitif katkı yapacağını tahmin ediyoruz.

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

Ağustos ayında bir önceki aya göre yatırım mali ithalatı yüzde 10,7 azalırken, yatırım mali imalatı yüzde 1,7 arttı. Yine aynı dönemde, SÜE yüzde 1,4 azaldı. Kapasite kullanım oranı Eylül ayında bir önceki aya kıyasla aynı seviyede kaldı. Reel kesim güven endeksi Eylül ayında yüzde 1,3 arttı, fakat çeyreklik bazda hala negatif görünümünü koruyor. Şu ana kadar açıklanan verilere göre özel yatırım harcamalarının 3. çeyrekte de reel GSYH büyümesine sınırlı olmakla beraber negatif katkı yapacağını tahmin ediyoruz.

### **Ağustos ayında ihracatta büyük düşüş**

Şekil 2 TÜİK'in açıkladığı mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış ihracat ve ithalat miktar endekslerini gösteriyor. Ağustos ayında bir önceki aya göre ihracat miktar endeksi yüzde 15,0 azalırken, ithalat miktar endeksi yüzde 2,3 arttı. Aynı dönemde altın hariç reel ihracat ise yüzde 0,5 azalırken, altın hariç reel ithalat yüzde 0,3 arttı.

Eldeki verilere göre net ihracatın 3. çeyrek büyümesine hemen hemen hiç katkı yapmayacağını öngörüyoruz.

### **Cari açık arttı**

Ağustos ayında cari açık 2,8 milyar dolar olarak beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Geçtiğimiz yılın aynı ayında cari açık 2,4 milyar dolardı. 12 aylık toplam cari açık çok sınırlı bir miktar artarak 48,5 milyar dolardan 48,9 milyar dolara çıktı. Ancak Temmuz ayında altın etkisiyle gerçekleşen düşüş çeyreklik bazda cari açığın düşmesine neden oluyor. İkinci çeyrek sonunda 12 aylık toplam cari açığın GSYH'a oranı yüzde 7,4'den yüzde 6,5'e düşmüştü. Üçüncü çeyrek sonunda bu oranın yüzde 6,2'ye düşmesini bekliyoruz. Altın hariç cari açık oranının ise yüzde 5,9'den 5,8'e ineceğini tahmin ediyoruz.

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

Ekonomik Göstergeler	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	2014 2. Çeyrek	2014 3. Çeyrek
<b>İhracat*</b>	<b>-0,7</b>	<b>7,7</b>	<b>-15,0</b>	<b>**</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,9</b>
<b>İthalat*</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>**</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>
Ara malı ithalatı*	0,6	-5,0	1,7	**	2,2	-3,6
Tüketim malı ithalatı*	-3,3	3,5	3,7	**	0,1	2,8
Yatırım malı ithalatı*	-9,7	9,6	-10,7	**	-1,0	-5,4
<b>Altın hariç ihracat***</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>**</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,5</b>
<b>Altın hariç ithalat***</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>**</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Sanayi üretim endeksi (SÜE)*</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>**</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>
Dayanısız tüketim malı imalatı*	-0,1	1,3	-1,0	**	0,5	0,8
Dayanıklı tüketim malı imalatı*	1,6	3,5	-4,7	**	2,5	2,0
Ara malı imalatı*	-3,0	0,1	-0,5	**	-1,1	-2,2
Yatırım malı imalatı*	9,5	6,0	-3,0	**	0,1	9,1
<b>Kapasite kullanım oranı (KKO)*, ‡</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>
Dayanısız tüketim malı imalatı‡	-0,4	0,0	-0,7	0,0	0,2	-0,6
Dayanıklı tüketim malı imalatı‡	1,5	-2,2	-0,1	-0,3	2,8	-1,9
Ara malı imalatı‡	0,4	-0,6	0,1	-0,5	-1,1	-0,4
Yatırım malı imalatı‡	0,5	-0,4	1,3	-0,7	-1,1	-0,1
<b>Beklenti göstergeleri</b>						
Tüketici güven endeksi (TÜİK)	-2,3	0,0	0,5	0,8	5,8	-2,1
Reel kesim güven endeksi†	-0,6	-0,7	-0,3	1,3	2,3	-0,6
<b>Finansal göstergeler</b>						
BİST 100	7,0	-0,5	0,1	-2,1	11,5	4,9
<b>Diğerleri</b>						
Hükümet Harcamaları°	1,1	2,4	-3,0	3,4	-1,8	2,0
Özel tüketim vergisi (ÖTV)	-0,6	8,3	-6,4	4,6	-1,3	3,7
Binek otomobil üretimi	5,8	-3,7	0,4	5,8	8,2	0,9
Binek olmayan otomobil üretimi	1,5	-4,7	8,5	-0,8	4,8	1,1

Kaynak: TÜİK, TCMB, BİST, TDM, BETAM.

† TCMB tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

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

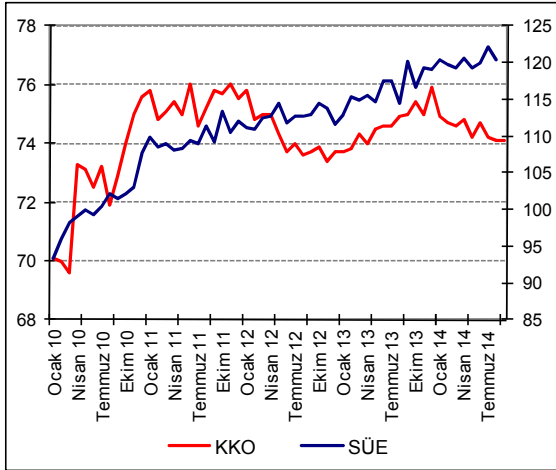
\*TÜİK tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır. Diğer tüm veriler Betam tarafından mevsimsellikten arındırılmıştır.

\*\*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.

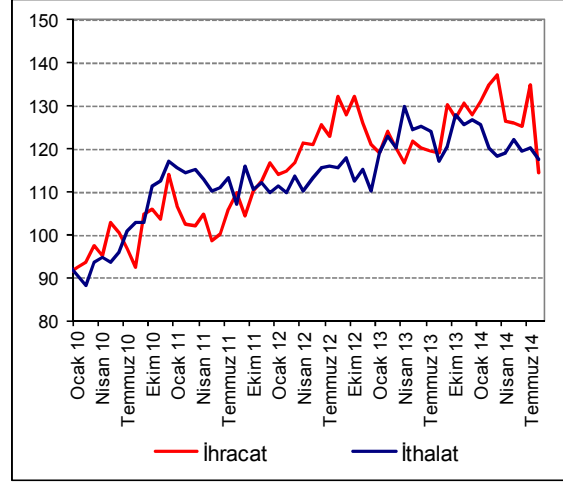
° Cari transferler hariç hükümet harcamalarının toplamı, enflasyondan arındırılmış.

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



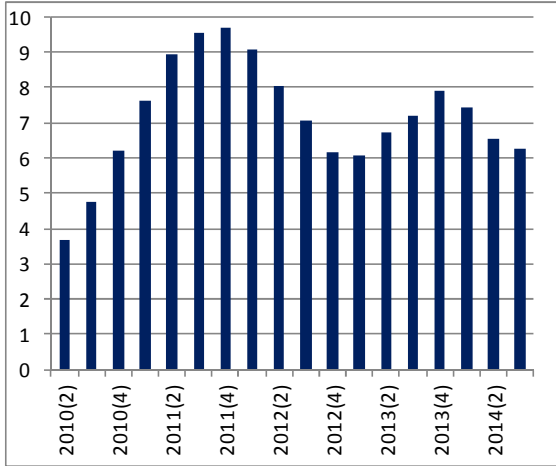
Kaynak : TÜİK (sol taraf KKO eksen, sağ taraf SÜE eksen).

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



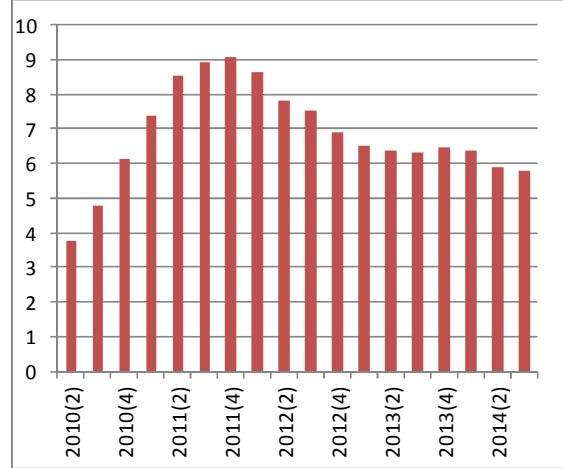
Kaynak : TÜİK.

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



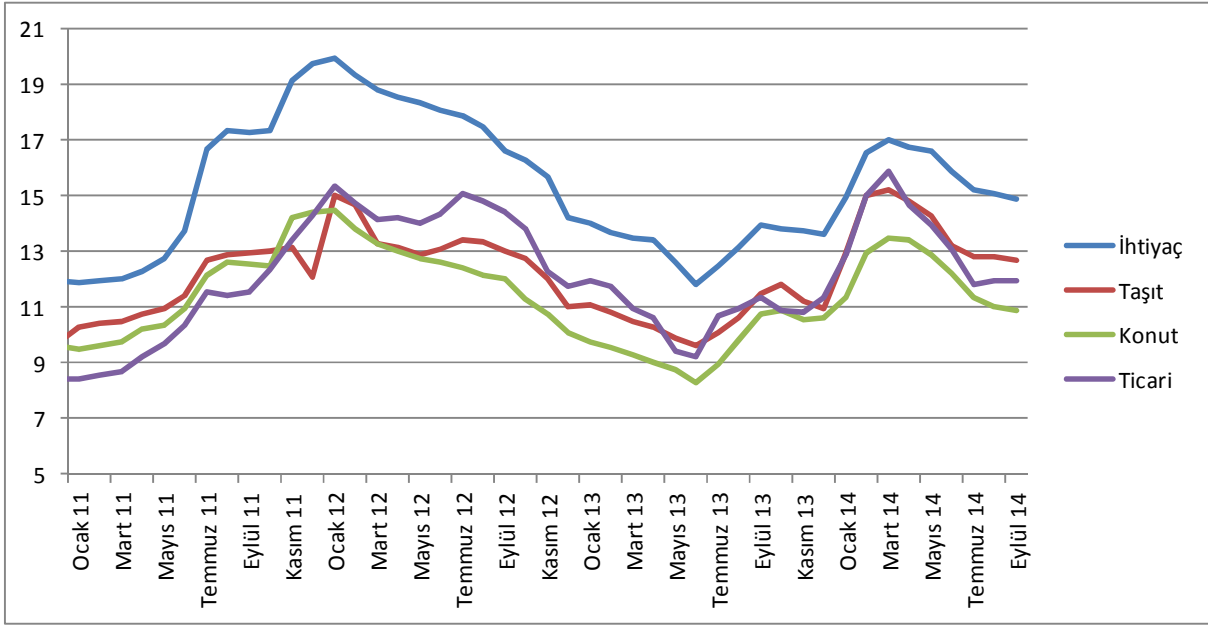
Kaynak : TCMB, TÜİK, Betam.

**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.