

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

2019'a Girerken  
Dünya Yeniden mi Şekilleniyor?

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Ocak  
2019

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



“Berlin Duvarı'nın yıkıldığı 1989 yılı Batı dünyasında yepyeni bir dönemin miladı olarak algılanmıştı. Batı'nın uyguladığı kapitalist sistemin ve liberal demokrasinin kesin zaferi ilan edilmiş, dünyanın barış içinde küresel kalkınmanın gerçekleşeceği bir döneme girdiği vurgulanmıştı.

Şimdi çok farklı bir tablo var karşımızda. Batı'daki zafer iyimserliği yerini derin kaygılara bırakmış durumda. 1989 sonrasında Batı'nın güdümünde hızlanan ve Batı dışındaki dünyada muazzam bir atılıma yol açan küresel dönüşüm süreci Batı toplumlarında giderek genişleyen bir kesimin tepkisini çekiyor. Batı'nın 2.Dünya Savaşı sonrasında kurmuş olduğu küresel düzenin kurumları ve kuralları ciddi biçimde sorgulanıyor. Batı toplumlarında Savaş sonrasında sağlanmış olan sosyal kontratın da miadını doldurduğu ileri sürülüyor.

2019 yılına da, özellikle Batı ülkelerinde kendilerini bu sürecin kaybedeni olarak gören insanların, otoriter - popülist liderlere ve dışlayıcı milliyetçiliği savunan siyasi akımlara ilgi gösterdiği bir ortamda girdik...”

Osman ULAGAY, Dünya Gazetesi, 2 Ocak 2019

## ÖZETİN ÖZETİ

Küresel ekonomi 2018 yılını yavaşlama sinyalleri, devam eden yüksek riskler ve artan bir tedirginlikle tamamlamıştır. Dünya ekonomisinin 10 yıldan fazla ılımlı ancak istikrarlı bir eğilim içinde büyüdüğü bir dönemin ardından, küresel ekonomik aktivitenin ivme kaybettiğine yönelik göstergeler risk algısını artırmıştır.

Küresel piyasalarda iyimserliğin hakim olduğu 2018 yılı başında ortaya konan ve “finansal piyasalarda tahmin edilemeyen, büyük etki yaratan sürpriz gelişmeler” şeklinde ifade edilen Siyah Kuğu senaryolarının büyük bölümünün yıl içinde gerçekleştiği gözlenmiş; “korku göstergesi” olarak tanımlanan VIX / Volatilite Endeksi'nin büyük bir yükseliş sergilediği izlenmiştir.

Küresel etki yaratan ABD - Çin ticaret savaşı, Çin ekonomisinin zayıflaması, gelişmiş ülke merkez bankalarının politikaları, İran'a yönelik ABD ambargosunun petrol fiyatlarında yarattığı dalgalanmalar, Avrupa hükümetlerinin bütçe sorunları ve Brexit süreci gibi süren belirsizlikler 2018 yılının piyasalardaki başlıca stres unsurları olmuştur.

Dünya Bankası da Ocak 2019'da “Fırtına Bulutları Toplanıyor” başlığıyla yayımladığı “Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu”nda, artan riskler nedeniyle 2019 yılına ilişkin küresel büyüme tahminini %3'ten %2.9'a indirdiğini açıklamıştır. Raporda, ticaret savaşlarının yanında dış borçlanma koşullarının sıkılaşması, yükselen kaldıraç oranları ve tedarik zincirlerinin kopması, dünya ekonomisi için başlıca riskler olarak sıralanmıştır. “Uluslararası ticaret ve üretim faaliyetlerinde azalma olduğu ve sanayileşmekteki ülkelerde finans piyasalarının ağır baskı altına girdiği” belirtilen raporda, “Dünya ekonomisi 2018'de var gücüyle işlediği halde temposu düştü. 2019 yılında ekonomik dinamiğin daha da azalması beklenebilir” ifadesine yer verilmiştir. Dünya Bankası, 2019 yılında büyümenin ABD'de %2.9'dan %2.5'e, Euro bölgesinde %1.9'dan %1.6'ya, Çin'de ise %6.5'ten %6.2'ye düşeceği tahmininde bulunmuştur.

2008 yılı Küresel Finans Krizi'nin ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeden sıkılaşmaya geçiş süreci, küresel konjonktür üzerinde belirleyici olmayı sürdürmektedir. Amerikan Merkez Bankası (FED), Aralık ayında yaptığı 2018 yılının son toplantısında, politika faizini beklentiler doğrultusunda 25 baz puan yükseltmiştir. Toplantının ardından FED bilançosunun her ay 50 milyar ABD Doları azaltılacağı bildirilmiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise Aralık 2018 toplantısında faizleri



değiştirmemiş ancak daha önce ilan ettiği üzere varlık alım programını sonlandırmıştır. ECB, faiz artırımını için en erken 2019'un ikinci yarısını işaret etmiştir.

Dünya ekonomisinde tırmanışa geçen borç stoku giderek ağırlaşırken, bu politikalar bağlamında yükselen faizler ve geri çekilecek teşviklerden kaynaklanacak olası sorunların üstesinden nasıl gelineceği önemli bir belirsizlik unsurudur. The Economist Dergisi tarafından Aralık 2018'de yayınlanan "The World in 2019"da gelecek 12 ayda küresel ekonominin başındaki en büyük sorun olarak küresel GSYİH'nin %271'ine ulaşacak borçlar gösterilmiştir. The Economist, gerek faiz oranlarının gerek borçların artmasının "toksik bir birleşim" oluşturduğuna dikkat çekmiştir.

Özellikle borçlanma maliyetleri büyük oranda yükselen gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) zayıflayan para birimleri endişeleri artırmaktadır. OECD tarafından Kasım 2018'de yayımlanan bir rapor, GOÜ'lerde dış finansmanın da hızlı bir şekilde azaldığına dikkat çekmiştir. Rapora göre; 2013 - 2016 yılları arasında bu ülkelere yönelik doğrudan dış yatırım hareketi %12 düşerken, gerilemede oran son olarak %30'a ulaşmıştır. Böylece gelişmekte olan ülkelere giden doğrudan dış yatırım tutarı 750 milyar ABD Doları seviyesine inmiştir.

Küreselleşen kapitalizmin "yuvaya dönen" sosyoekonomik sorunlarıyla uğraşan Batı ülkelerinde artan popülist politikalar ile yeni bir soğuk savaş ortamında kutuplaşmaya yatkın görünüm dikkat çekmektedir. Büyük borç birikimiyle de dikkat çeken Çin, 2018 yılında törenlerle kutladığı devlet eksenli piyasa ekonomisinin 40'inci yılında, kendisini dışa açılmaya teşvik eden ABD ile "ticaret savaşları" vesilesiyle rolleri değiştirmiş konumdadır.

Küresel ekonominin 2018 yılı boyunca gündeminin ilk sırasını meşgul eden ABD ile Çin arasındaki bu gerilim, Mart 2019 sonuna kadar devam edecek 90 günlük ateşkesle yarattığı endişeleri bir miktar hafifletse de önümüzdeki dönemin risk faktörlerinden biri olmayı sürmektedir.

HSBC tarafından dünya genelinde 8 bin 500'den fazla şirketin katılımıyla yapılan bir anket, geleceklere konusunda negatif beklenti içinde olan anket katılımcısı şirketlerin %31'inin karamsarlıklarının nedenini ticaret savaşları ve yüksek tarifelerle açıkladığını ortaya koymuştur. Şirketler kendi bölgelerinde iş ortağı arayışına geçmiş; Asya'da büyüme planı yapan Avrupalı şirketlerin oranı %26'dan %13'e, Kuzey Amerikalı şirketlerin oranı da %33'ten %15'e gerilemiştir. Kuzey Amerika'yı hedef pazar olarak gören Asyalı şirketlerin oranı ise %29'dan %21'e inmiştir. Ankette jeopolitik risklerin de birçok şirketi kaygılandığı; Rusya, Almanya ve Türkiye'nin jeopolitik risk alarmının en yüksek olduğu ülkeler olarak öne çıktığı ifade edilmiştir.

Geçtiğimiz yıl Türkiye'nin 5 yıllık Kredi Risk Primi (CDS)'nde jeopolitik ve ekonomik gelişmelerle ivmelenen önemli artışlar yaşanmıştır. Türkiye varlıkları, geçtiğimiz dönemde diğer birçok GOÜ gibi güçlü ABD Doları ve artan döviz borçlanma maliyetlerinden etkilenmiş; artan risk algısının etkisiyle de önemli ölçüde zayıflayarak diğer GOÜ para birimlerinden negatif ayrılmıştır. Türkiye'nin CDS primi 2019 yılı başında 370 gibi yüksek oranlarda artmış, küresel konjonktürün desteklemesiyle izleyen günlerde 350 puanın altına inmiştir.

Böylesi bir süreçte yurtdışındaki gelişmeler de Türkiye için destekleyici olmaktan uzaktır. ABD - Çin ticaret savaşları, İran'a yaptırımlar ile 2019'da da devam etmesi beklenen FED'in faiz artışları ve Ortadoğu'da durulmayan jeopolitik gerginlik ortamı Türkiye için de önümüzdeki dönemde zorlayıcı şartlara işaret etmektedir.

Türkiye, 2017 yılının 3'üncü çeyreğinde %11.1 oranıyla dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi olarak öne çıkmıştır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan 2018 yılı 3'üncü çeyrek verilerine göre ise Türkiye ekonomisinin büyüme oranı belirgin bir daralma ile %1.6'ya düşmüştür.

Büyümenin kompozisyonuna bakıldığında, dış talebin büyümede belirleyici olduğu, iç talep ve stok azalışının büyümeyi olumsuz etkilediği ve sabit sermaye yatırımlarının büyümeye katkısının negatif olduğu görülmüştür. Gelecek dönemlerin üretim kapasitesinin belirleyicisi olan sermaye mali üretimindeki düşüş ekonomik aktivitenin geleceği açısından not edilmiştir.

Aynı dönemde büyümeye en büyük katkı hizmetler sektöründen gelmiş, sanayideki düşüşün yanı sıra özellikle inşaat sektöründe bu dönem büyümenin 2015 yılından bu yana ilk defa ve bir önceki çeyreğe kıyasla ciddi oranda daraldığı dikkat çekmiştir. İnşaat sektöründe yılın ilk çeyreğinde %6.9 olarak gerçekleşen büyüme, 2'inci çeyrekte %0.8 gibi sınırlı bir oranda kalmış; 3'üncü çeyrekte ise -%5.3'lük bir düşüş yaşanmıştır. Gayrimenkul faaliyetlerindeki büyüme de yılın ilk 3 çeyreğinde sırasıyla %3.4, %0.2 ve %2.3 olarak gerçekleşmiştir. İnşaat sektöründeki daralmanın devam etmesi beklenmektedir.

Gelinen noktada genel ekonomide bir daralma dönemine girildiğine işaret edilirken, Türkiye'nin 2018 yılının son çeyreğinde ekonomide küçülme yaşayarak 2018 yılını %3 dolaylarında bir büyüme oranıyla tamamlayacağı beklentileri yurtiçinden ve dışından kurumlarca yapılan öngörülerde ağırlık kazanmaktadır.

Öte yandan 2018 yılının son döneminde küresel ölçekte bazı olumlu gelişmelerle TL ve faizdeki kayıplar geri alınmaya, enflasyonda düşüş gözlenmeye başlamış; bunun üzerine ekonomi bir dengelenme sürecine girmiştir. Enflasyonda uygulamaya konulan vergi indirimleri, düşen enerji fiyatları ve daralan iç talep kaynaklı bir gerileme olduğu görülmüştür. Yıllık enflasyonu %20.3 oranıyla Yeni Ekonomik Program (YEP)'daki %20.8 hedefi altında kalsa da 2018 yılı enflasyonunun halen son 14 yılın ortalamasının üstünde olduğu dikkat çekmiştir. TC Merkez Bankası'nın (TCMB) Türkiye'nin 2019 yılı sonu enflasyon hedefinin %14.6 olması, aslen halen alınması gereken mesafenin zorluğunu göstermektedir.

Enflasyonda yılın son aylarında başlayan düşüş üzerine ortaya çıkan TCMB'nin faizde indirim yapabileceği tartışmaları ise uzmanlarca “erken bir tartışma” olarak yorumlanmış; para politikasında TL üzerinde ek baskı yaratılmadan, “zamanı geldiğinde” büyümeyi ve kredileri destekleyecek faiz adımları atılmasının önemli olduğu belirtilmiştir. Ardından TCMB'nin 16 Ocak tarihinde gerçekleştirdiği 2019 yılının ilk Para Politikası Kurulu (PPK) Toplantısı'nda para politikasındaki sıkı duruşunu koruması piyasalarca olumlu karşılanmış, olası bir faiz indiriminin en erken yılın 2'nci çeyreğinde gerçekleşebileceği görüşü ağırlık kazanmıştır.

Dünya Bankası Ocak 2019'da açıkladığı “Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu”nda, Türkiye ekonomisi için büyüme tahminlerini 2018 yılı için (1 puan düşüşle) %3.5'e, 2019 yılı için (2.4 puan düşüşle) %1.6'ya ve 2020 yılı için (1 puan düşüşle) %3'e çekmiştir. 2018 yılsonu tahmininde “yüksek enflasyon ve faiz oranları, düşük güven seviyesi, azalan tüketim ve yatırımları” gerekçe gösteren Dünya Bankası, 2021 yılında ekonomik büyümenin %4.2 seviyesine yükseleceğini öngörmüştür. Raporla Türkiye için aşağıdaki tespitler yapılmıştır:

- Türkiye ekonomisi 2019'da alışlagelmişten daha yüksek seviyede belirsizlikle karşı karşıyadır.
- YEP, makro ekonomik istikrarın kademeli olarak tekrar sağlanması için iyi bir temel oluşturmaktadır.
- YEP'in üzerine inşa edilecek yeni politikalar ekonomide düzenli bir yeniden dengelenme sağlayabilir.
- Enflasyon hedefin üzerinde kaldığı sürece ve beklentiler yüksek seyrederken para politikası sıkı kalmaya devam etmelidir.
- Finans sektöründen gelecek, borçlarda kademeli olarak azalmayı sağlayacak adımlar para politikasına eşlik etmelidir.
- Borçların azaltılması sürecini destekleyecek kritik unsur şirket borçlarını yapılandırarak güçlü bir çerçevedir.
- Şirket borçlarını yapılandırarak çerçeve, ekonomide “sert bir iniş mi, yoksa düzenli bir yeniden dengelenme mi olacağını” belirleyecektir.



Moody's'in "Küresel Makro Görünüm: 2019 - 2020" raporunda ise GOÜ'lerde büyümenin 2019 yılında yavaş ve kesintisiz olacağı, ancak G-20 ülkeleri arasında bulunan Türkiye ve Arjantin ekonomilerinde küçülme yaşanacağı öngörüsünde bulunulurken; Türkiye'nin 2019 yılı ortasına kadar iki çeyrekte daralmasının beklendiği ifade edilmiştir.

2018 yılının sonuna doğru hükümet konut, mobilya, beyaz eşya ve otomotiv sektörlerinde uygulanmakta olan vergi indirimlerini 3 ay süreyle uzatmıştır. Ardından da bir dizi geçici önlem daha hayata geçirilmiştir. Bunlar arasında konutlarda elektrik ve doğalgaz ile KOBİ'ler ve ticarethanelerde doğalgazda %10 indirim, 2.5 milyon haneye elektrik desteği, Ziraat Bankası kanalıyla kart borcu olan vatandaşlara nakit avans veya uygun koşullarda ihtiyaç kredisi ile spor kulüplerinin borçlarına getirilen taksitlendirme, Halk Bank aracılığıyla yaklaşık 350 bin esnafa 2019 yılı içinde 22 milyar TL'lik kredi kullanım imkânı, KOBİ'lere 20 milyar TL'lik kredi desteği dikkat çekmektedir.

Kriz yönetimi konusunda deneyimli ve esnek özel sektörü ile Türkiye ekonomisi bu zorlu süreci de atlatacaktır. Bu noktada 2018 yılında ekonomide yaşanan olumsuzluklara rağmen cari dengedeki düzelme, petrol fiyatlarının korkulan düzeylere yükselmemesi, ABD ekonomisindeki durgunluk senaryosunun gerçek olması, yatırımcıların ilgisini Türkiye'ye yönlendirerek dış finansman ihtiyacını azaltabilecektir.

## DÜNYA

### Güneşli günler geride kalırken, toplanan kara bulutlar mı?

Dünya ekonomisi, Küresel Finans Krizi'nin 10'uncu yılı olan 2018 yılına görece olumlu bir görünümle başlamış, ancak ABD Başkanı Trump'ın agresif ve korumacı politikaları, ABD Merkez Bankası (FED)'nin faiz artışları ve Çin'den gelen olumsuz ekonomik verilerin etkisiyle yılı artan bir tedirginlikle tamamlamıştır.

Bu gelişmelere ek olarak Ekim - Aralık 2018 döneminde dünya ekonomisine dair büyüme beklentilerindeki düşüş, Washington'da federal hükümeti geçici olarak kapatan siyasi kargaşa ve Trump ile FED arasında faiz tartışmalarının artan etkisiyle küresel piyasalarda risk iştahı bozularak, yüksek kayıplar yaşanmıştır. Amerikan Wall Street Journal gazetesindeki bir yorumda, bu sarsıntıda borsalardan silinen değerlerin dünya ekonomisinin yüzde 10'una yakın bir büyüklüğe ulaştığı tahmin edilmiştir. Noel tatilinin ardından uzmanlarca teknik olarak piyasalarda iyimser ortam / yükseliş trendi / alım dönemi için ifade edilen "boğa piyasası"nın sona erdiği değerlendirilmeleri yapılmıştır.

Durumun kalıcı olup olmadığına ilişkin tartışmalar sürerken, yılın ilk günlerinde ABD merkezli teknoloji devi Apple'ın yoğun satış yaptığı Çin merkezli kaygıları nedeniyle 15 yıl sonra ilk kez satış tahminini düşürdüğünü açıklaması, yatırımcıların risk algısını oldukça artırmıştır. Güvenli liman arayışı ile riskten kaçış, döviz piyasalarında ani bir hareketlilik yaratmış; gelişmekte olan ülke paralarının kırılanlıkları artmıştır. Akabinde hızla gelen FED Başkanı Jerome Powell'ın merkez bankasının faiz artırımlarına ara verebileceği mesajı ve ardından ABD ile Çin arasında başlayan görüşmeler piyasalara nefes aldırıcı gelişmeler olmuştur.

Bu çerçevede küreselleşmeyi ve dijital devrimi başlatan Batı dünyasının, bu sürecin kaybedeni olmaya başladığı yönündeki analizler yeniden gündeme taşınmaktadır. Başta ABD Başkanı Trump olmak üzere birçok Batı ülkesinde küreselleşme ve liberal demokrasi karşıtı liderlerin iktidara gelmesi, İngiltere'nin Brexit çıkmazına sürüklenmesi, Fransa'da patlak veren sarı yelekliler ayaklanması gibi gelişmeler Batılı kurum ve kurullar ile toplumdaki "sosyal kontrat"ın bozulduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Bu noktada 10'uncu yılı geride kalırken, yeni bir küresel ekonomik krizin ne kadar yakında olduğu sorgulanmaktadır.

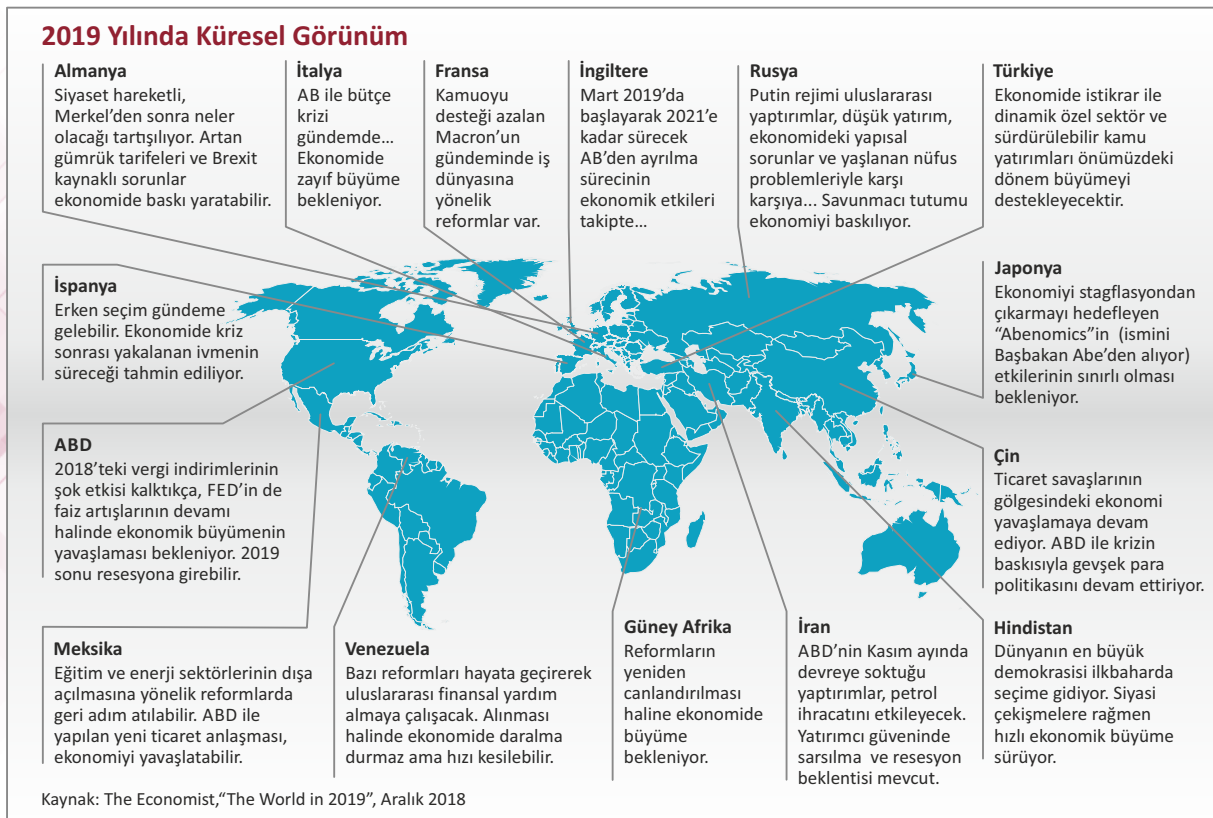
ABD Başkanı Trump'ın Birleşmiş Milletler toplantısında yaptığı "küreselleşme doktrini reddediyoruz" açıklaması ile fitilini ateşlediği ve Çin yönetiminin de karşılık verdiği ticaret savaşları, dünya için geçen yılın ilk sıradaki gündem maddesi olmuştur. Ticaret savaşlarının bugüne kadar Çin borsalarında toplam



hisse senedi piyasa değeri kaybının 2 trilyon ABD Dolarını aştığı, ABD borsalarında da sadece son 1 aydaki düşüşün ABD şirketlerinin değerini neredeyse 4 trilyon ABD Doları erittiği iddia edilmektedir.

Çin ve ABD arasındaki tarife savaşı, Arjantin'de 3 Aralık 2018 tarihinde düzenlenen G-20 Liderler Zirvesi'nde 90 gün süreyle dondurulmuş; bakan yardımcılar seviyesinde 7 - 8 Ocak 2019 tarihleri arasında Pekin'de yapılan ticaret görüşmeleri önem kazanmıştır. Takvim işlerken gümrük savaşının, küresel etkisinin yeni yeni görüldüğü değerlendirilmektedir.

Ticaret savaşları halen küresel ekonomiye en büyük tehdit olarak algılanmaktadır. Ayrıca FED'in faiz artırımları ve ABD Doları'nda yükselişin etkisiyle gelişen ekonomilerde kötüleşme gibi riskler üzerine uluslararası kuruluşlar, küresel büyüme tahminlerini yılın son aylarında birbiri ardına aşağıya çekmiştir. IMF Başkan Yardımcısı David Lipton, Aralık ayında yaptığı bir konuşmada, "dünya ekonomisinin son 2 yılda yaşadığı güneşli günlerin ardından fırtına bulutlarının yığıldığını görebildiğini ancak hükümetler tarafında krizi önlemek için hazırlıkların tamamlanmadığından korktuğunu" ifade etmiştir.



Dışa açılmasının tam da 40. yılında kendini ABD ile siyasi gerilimin had safhasında bulan Çin'de, Avrupa Birliği ülkelerinin çoğunda ve Japonya'da ekonomik büyümenin hissedilir biçimde yavaşlaması gündemdedir. Geçen yıl küresel büyümenin ana motoru olan ABD ekonomisinde de vergi reformundan kaynaklı etkilerin bu yılın ikinci yarısı etkisini kaybetmesi beklenmektedir. Vergi kesintilerinden kaynaklanan teşvikin azalmasıyla, zayıflayan ekonomi, hisse senetlerinde gerileme, faiz oranlarında artış ve bölünmüş bir Kongre'nin 2019'da Başkan Trump'ı zorlayacak konular olacağı değerlendirilmektedir.

Gelişen piyasaların 2018'de kötü bir performans sergilediği değerlendirilirken; Londra merkezli Ekonomi ve İş Dünyası Araştırmaları Merkezi (CEBR)'nin "2019 yılı Dünya Ekonomi Ligi" isimli raporunda bu ülkelerin mevcut riskler nedeniyle gelişmiş ülkeleri yakalamasının, önceki öngörülerden daha uzun süreceği ortaya konmuştur. CEBR, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin daha zayıf para birimlerine sahip olduklarını veya olmalarının beklendiğini vurgulamıştır. Rapora göre; bunun sonucu olarak Çin, ABD'yi 2030 yerine 2032'de; Hindistan İngiltere'yi 2019 ya da 2020 yılında; Brezilya ise İtalya'yı 2020'de geride bırakacaktır.



Geçen yıla bakıldığında FED'in para politikasında normalleşme adımlarına hız verdiği görülmekte; normalleşme politikasını 2019 yılı için de sürdürmesi ise ülkeler için endişe kaynağı olmaktadır. FED'in projeksiyonları 2019 yılında iki kez faiz artımına ve 4.1 trilyon dolarlık tahvil portföyünün azaltılmasına işaret ederken; ABD Başkanı Trump'ın yıl boyu FED'in faiz artırımını karşıtı mesaj ve eleştirileri Beyaz Saray'ın para politikalarına ilişkin yorum yapmaktan kaçınması geleneğinin ihlali olarak değerlendirilmiştir.

FED'in adımları likidite bolluğuna alışan piyasaları tedirgin etmeyi sürdürürken, ona kıyasla normalleşme adımlarını daha yavaş atan Avrupa Merkez Bankası (ECB) 2018'in başlarında düşük enflasyona yönelik uyguladığı politikalarını devam ettirmiş ama Euro Bölgesi'nde enflasyon hedef altında kalmıştır.

Avrupa'da 2019 yılının en önemli tarihi olarak, Birleşik Krallık'ın 29 Mart 2019'da başlayarak 2021'e kadar devam edecek Brexit süreci dikkat çekmektedir. Başbakan Theresa May'in AB ile hazırladığı Brexit Anlaşması 15 Ocak tarihinde İngiliz Parlamentosu tarafından reddedilmiştir. B planı ise 29 Ocak'ta oylanmış; oylamadan çıkan sonuç ile Parlamento, herhangi bir anlaşmaya varılmadan AB'den ayrılmamayı talep etmiştir. İtalya'da devam eden bütçe tartışmalarına da Fransa Cumhurbaşkanı Emmanuel Macron'un genişleyen ayaklanmalarda "sarı yelekli" protestoculara verdiği "pahalı sözler" ve AB'nin %3'lük bütçe sınırını ihlali eklenmiştir. Avrupa'nın büyüme motoru Almanya'da bir süredir yavaşlayan büyüme ve siyasi tartışmalar da Euro bölgesi ekonomisinin bu yıl öne çıkan kırılma noktaları olarak sıralanmaktadır.

Geçtiğimiz yıl tüm dünyayı ticaret savaşının ardından saran petrol savaşına endişelerinin enerji fiyatlarına yansımaları beklendiği yönde olmamış, ABD'nin İran'a karşı uygulamaya koyduğu ambargoyla piyasadaki endişe edilen miktarda petrol çekilmemesi sonucu Ekim - Aralık 2018 döneminde %35 düşüş ile 14 ayın en düşük seviyesi olan 55 dolar bandına kadar inmiştir. Bu gelişmede güçlü ABD Doları, yavaşlayan büyüme beklentileri ve ABD ile Rusya'nın üretimlerini artırmasıyla oluşan arz bolluğunun etkisi olmuştur.

Ortadoğu'da istikrarsızlık devam ederken, ABD Başkanı Trump, yılın son günlerinde beklenmedik bir biçimde askerlerini Suriye'den takvimini paylaşmadığı bir süreç içinde çekeceğini açıklamıştır. Bu adımı hangi politikaların izleyeceği, Rusya'nın genişleyen rolü, bölgesel ve yerel aktörler arasındaki ayrışmalar Suriye'de 2019 yılının yönünü tayin edecek gözükmektedir. Geçen yılın son dönemi yeni hükümetin kurulduğu Irak'ta millileşme kaygılarının sürdüğü ve parçalanmış Libya'nın da seçime hazırlandığı bölgede, İsrail - Filistin meselesinde yine çözüm yerine gerilimin, İran için de ABD yaptırımlarıyla en zor yıllardan birinin yaşanması beklenmektedir.

### Küresel Ekonomik Göstergeler

	2.1.2017	2.1.2018	2.1.2019	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	58	62.6	<b>55</b>	-12.1	-5.2
MSCI Dünya Endeksi*	1753	2125	<b>1881</b>	-11.5	7.3
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi*	862	1184	<b>956</b>	-19.3	10.9
MSCI Türkiye Endeksi*	1086	1615	<b>1252</b>	-22.5	15.3
VIX Endeksi**	12.85	9.77	<b>23.22</b>	137.7	80.7
DXY Endeksi***	102.8	91.9	<b>96.6</b>	5.1	-6.0
EUR/TL	3.71	4.54	<b>6.05</b>	33.3	63.1
Dolar/TL	3.54	3.77	<b>5.30</b>	40.6	49.7

Kaynak: Investing.com

\* MSCI Endeksleri (Morgan Stanley Capital Indexes), yabancı yatırımcıların diğer ülkelerde yatırım fırsatlarını değerlendirmeye, risklerini ve potansiyel beklentilerini tahmin etmeye yarayan bir göstergedir.

\*\* VIX Endeksi (Volatility Index), küresel çapta piyasa riskini ölçmekte kullanılmakta ve yatırımcıların korku göstergesi olarak tanımlanmaktadır.

\*\*\* DXY Endeksi (Dollar Index), doların dünyada en çok işlem gören 6 adet yerel para biriminin karşısındaki değerini gösteren endekstir. endeksin yükselmesi, doların diğer kurlara karşı değer kazandığını; düşmesi ise doların diğer kurlara değer kaybettiğini göstermektedir.

Tabloda görüldüğü üzere ABD Doları'nın tüm dünyadaki değerini işaret eden Dolar Endeksi (DXY) son 1 yılda yükselmiştir. En düşük değeri olan 70.7 seviyesine küresel kriz döneminde inmiş olan endeks, ABD Dolarındaki değer kazancına paralel olarak 2018 yılının ilk yarısında artışa geçmiş ve yılı %5'lik bir artışla kapatmıştır.

Önümüzdeki dönem için ise uzmanlar bir taraftan FED'in normalleşme adımlarını artırması sonucu likiditede azalmayla ABD Dolarının daha güçleneceğini, diğer taraftan ise daha sıkı finansal koşullar, düşecek teşvikler ve yavaşlayacak büyüme senaryosu ile ABD Dolarının çekiciliğinin azalacağı şeklinde iki farklı görüş ortaya koymaktadır.

Dünya ekonomisi yeni yıla korkularla girmiş, “korcu endeksi” olarak da tanımlanan VIX Endeksi son 1 yılda %137.7 artış ile 23.22 olmuştur.

Parasal genişlemeyi durduran tüm adımlar, özellikle de ABD Doları ve Euro gibi küresel sistemin en önemli iki rezerv parasının piyasalardaki miktarının gün geçtikçe azalması, GOÜ ekonomileri için daha zorlu ve daha maliyetli dış kaynak anlamı taşımaktadır. Şubat 2018'te 1.25'i test eden EUR/USD paritesi, son dönemde 1.13 seviyelerine gerilemiştir. Avrupa'daki politik kargaşa Euro değerini olumsuz etkilemektedir.

Özetle, ticaret savaşlarının gündeme geldiği günden bu yana dünya yeni bir soğuk savaş ortamında kutuplaşmaya açık bir görünüm sergilemekte olup; 2019 yılında da alınan ateşkes kararının sona ermesi halinde ABD - Çin ticaret savaşlarının küresel etkileri hissedilecektir. IMF Başkanı Christine Lagarde'nin geçtiğimiz aylarda dikkat çektiği gibi “Uluslararası ticaretin önündeki engellerin artması yalnızca ticaret için değil yatırım ve üretime de zarar vermekte; geleceğe ilişkin belirsizlik yaratmaktadır.”

Trump'ın açıklamaları ve ticaret savaşlarının yarattığı belirsizlikler bir yana önümüzdeki dönemde likiditenin seyri açısından piyasaların önemli gündem maddelerinden bir diğeri gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları olmayı sürdürecektir. En büyük endişelerden birisi, FED'in politika hatası yapması olarak ifade edilirken, borçluluğu oldukça yükselmiş olan dünyada ABD dışındaki dolara dayalı kredilerin ödeme maliyetlerinin ciddi oranda artması halinde gelişen ekonomilerde derinleşebilecek krize işaret edilmektedir. Böyle bir krizin tüm ekonomilerin birbirine bağlı olduğu mevcut sistemde Batı'nın yine kendisini ve ABD ekonomisini de vurabileceği değerlendirilmeleri yapılmaktadır.

### **ABD: Büyüme motorunun yakıtı bitiyor mu?**

ABD ekonomisi, güçlü şirket yatırımlarının da etkisiyle 2018 yılı 3'üncü çeyreğinde güçlü seyrini sürdürerek %3.5 büyümüştür. Söz konusu rakam ülke ekonomisinin 2014 yılından bu yana en iyi 6 aylık dönemini yaşadığını ortaya koymuştur.

ABD'de istihdam verileri de güçlü seyretmiş; tarım dışı istihdam artışı Aralık ayında beklentilerin oldukça üzerinde olurken Ekim ve Kasım ayına ilişkin istihdam artışları da yukarı yönlü revize edilmiştir.

FED ise yılın son toplantısında, beklentilere paralel olarak 25 baz puanlık faiz artışına gitmiş; FED Başkanı Powell karar sonrası yaptığı açıklamada, 2019 yılı için Banka'nın faiz artış beklentisini 3'ten 2'ye düşürmüştür. Böylece FED, 2015 yılının sonunda başladığı faiz artırımı sürecinde 9'uncu artışını gerçekleştirmiştir. Toplantı sonrası yayımlanan notta, işgücü piyasasında güçlenmenin sürdüğü ve ekonomik aktivitenin güçlü performans sergilediği belirtilmiştir. FED üyeleri 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin büyüme öngörülerini ise sırasıyla %3.0 ve %2.3'e indirirken, çekirdek enflasyon beklentilerinde de sırasıyla %1.9 ve %2 olacak şekilde aşağı yönlü revizyona gitmiştir. Powell toplantı sonrasında yaptığı açıklamada, Banka bilançosunun her ay 50 milyar ABD Doları azaltılacağını ifade ederken, siyasi değerlendirmelerin kararlarını etkilemediğinin altını çizmiştir.

Diğer taraftan, FED toplantısını izleyen günlerde ABD Başkanı Trump'ın Powell'ı görevden almayı düşündüğüne yönelik çıkan haberler yalanlanmıştır.

İstihdam verileri, FED'in faiz artırımlarını öngörülen yolda sürdüreceğine yönelik görüşleri desteklese de Powell'ın Ocak ayının ilk haftasında yaptığı konuşmada Banka'nın faiz artırımlarında “sabırlı” bir tutum





sergileyeceğini ve piyasaları yakından takip edeceğini vurgulaması piyasalarda risk iştahını artırmıştır. Söz konusu açıklama FED'in, Apple'ın Çin pazarına dönük endişeleri nedeniyle satış tahminini düşürmesiyle piyasalarda yaşanan büyük endişe nedeniyle "güvercin tavrı" almayı tercih etmesi olarak yorumlanmıştır.

ABD'nin Aralık ayı İmalat Sanayi Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) ise 59.3'ten 54.1'e gerileyerek 2008 resesyondan bu yana en sert düşüşünü gerçekleştirmiştir.

Kimi analistlerce FED'in 2019 yılının ilk yarısında faiz artırımlarına devam etmesi, ancak ikinci yarıda bu adımlarına ara vermesi öngörülmekte olup; faiz artırımlarını duraklatmasına neden olacak gerekçeler arasında ABD'de etkisi azalan mali teşvik, ticaret savaşlarının ekonomiye yansımaları ve büyüme ile enflasyon verileri gösterilmektedir.

En uzun süreli büyüme döngüsünde ilerleyen ABD ekonomisinin yavaşlayacağına yönelik tahminler de yapılmaktadır. The Economist Dergisi "The World 2019 (2019'da Dünya)" sayısında, ABD ekonomisi için 2019'da %2.2 büyüme öngörüsüne yer verirken, ülkenin yılsonunda resesyona girme olasılığında bahsetmiştir.

Ayrıca ülkede 2018 yılı Kasım ayında yapılan seçimlerin sonucunda Cumhuriyetçilerin yasa çıkarma konusunda son 2 yılki kadar rahat olamayacağı bir tablo meydana çıkmıştır. Demokrat Parti'nin Temsilciler Meclisi'nde çoğunluğu ele geçirmesi ile Kongre'de ikiye bölünmüş bir yapı ortaya çıkmıştır. Yeni yapıda ülkenin ticaret politikasında değişim beklenmezken Başkan Trump'ın Kongre'nin desteğine ihtiyaç duyacağı konular arasında ekonomik reformlar, göçle ilgili yeni kurallar ve sağlık sistemiyle ilgili yasal düzenlemeler sıralanmıştır. Bununla birlikte Trump'ın hayata geçirdiği maliye politikalarına ek teşviklerin sınırlandırılabilmesi beklentisi yükselmiştir.

### **AVRUPA: Brexit açmazı sürüyor**

19 üyeli Euro Bölgesi, 2018 yılı 3'üncü çeyreğinde %0.2 büyümüştür. Bölgede potansiyel büyümenin işgücünün genişlemesi, işsizliğin azalması ve daha güçlü verimlilik kazanımları ile desteklediği değerlendirilirken; sermaye oluşumu hızlansa da halen kriz öncesi dönemden daha zayıf bir seyrin olduğu ifade edilmektedir.

Bölgede Aralık ayında enflasyon oranının %1.6 ile Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin hedefinin altında kaldığı görülmüştür. ECB, fiyat istikrarını sağlamak için orta vadede %2'nin hemen altında ancak %2'ye yakın seviyede enflasyon hedeflemektedir. ECB, düşük enflasyonu önemli bir sorun olarak görmekte, bu doğrultuda varlık alım programı ve düşük veya eksi faiz politikasını da kapsayan bazı tedbirler uygulamaktadır.

ECB, Aralık 2018 toplantısında piyasa beklentisine paralel olarak; politika faizini (%0) ve mevduat faizini (-%0.4) sabit tutarken 2.6 trilyon Euro'luk tahvil alım programını sona erdirmiştir. Ayrıca Banka, politika faizinin 2019'un ikinci yarısına kadar mevcut seviyesini koruyacağı öngörüsüne yer vermiştir. ECB Başkanı Draghi, toplantı sonrasında yaptığı konuşmada, Euro Alanı ekonomisine yönelik aşağı yönlü risklerin belirginleştiğine dikkat çekmiş, gevşek para politikası uygulamalarının bölge ekonomisini desteklediğini ifade etmiştir. Tahminlerinde de revizyona giden ECB, 2018 ve 2019 yılı için büyüme beklentilerini 0.1 puan aşağı çekerek sırasıyla %1.9 ve %1.7 düzeyine indirmiştir.

Bölge ekonomisi açısından öne çıkan konulardan Brexit'te zaman daralmakta, Birleşik Krallık'ın AB'den resmi olarak ayrılacağı tarih olan 29 Mart 2019 yaklaşmaktadır. Ancak halen çıkış sonrası taraflar arası ticari yapının nasıl şekilleneceği konusunda net bir yol haritasına ulaşılamamıştır. İngiltere ile AB, Kasım ayında bir siyasi deklarasyon üzerinde anlaşırken, Brexit anlaşması İngiliz Parlamentosu tarafından bir oy farkıyla reddedilmiştir. Metindeki en önemli anlaşmazlığı, Birleşik Krallık'ın parçası Kuzey İrlanda ile AB üyesi İrlanda Cumhuriyeti arasında fiziki sınır olmamasının garanti altına alınmasını amaçlayan "acil durum mekanizması (Backstop)"nın oluşturduğu belirtilmektedir. Ocak ayında yapılan oylamada ise İngiliz Parlamentosu'ndan anlaşmasız ayrılığa veto çıkmış, bunun üzerine gözler anlaşmayı yeniden müzakere etmeye soğuk bakan AB'ye çevrilmiştir.

Brexit süreci, İngiltere finansal piyasaları üzerinde baskı oluşturmayı sürdürmektedir. İngiltere Merkez Bankası (BoE) da Brexit başta olmak üzere finansal piyasalar üzerinde baskı oluşturan belirsizlikler nedeniyle para politikası faizini yüzde 0.75'te sabit tutmuştur.

AB içinde yıl boyu diğer öne çıkan konular ise yasa dışı göçle mücadele, Rusya ile tırmanan gerilim, ABD ile yaşanan ekonomik gerginlik ve İtalya'nın bütçe krizi olmuştur. Almanya ve Fransa gibi Avrupa'nın lokomotif ülkelerinin yaşadığı siyasi çalkantılar kıtada bir "lider krizi" tartışmasının da fitini ateşlemiştir. "Güçlü lider" imajıyla bilinen Almanya Başbakanı Merkel'in siyasetten çekilme kararının ardından yerine öne çıkabilecek politik figür olarak görülen Fransa Cumhurbaşkanı Macron, Fransa genelinde akaryakıt zamları ve genel ekonomik koşulları protesto eden "sarı yekekliler" ayaklanmasının genişlemesi nedeniyle önemli bir krizle ve güç kaybetme riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Fransa'da protestoları yatıştırmak amacıyla atılması vad edilen adımların ülkenin bütçe açığını yukarı çekeceği görüşleri gündemde öne çıkmaktadır.

Diğer yandan AB, yakın zamanda İran'a ABD yaptırımlarını bertaraf edecek özel bir ticaret mekanizması kurmaya çalışıldığını açıklamıştır. Uzmanlar, bu adımı Birliğin özel ödeme mekanizmasıyla kendi şirketlerini korumanın yanı sıra Tahran yönetimini yaptırımlardan koruyarak ABD'nin Mayıs 2018'de tek taraflı olarak çekildiği nükleer anlaşmada tutma çabası olarak yorumlamaktadır.

### ÇİN: Durgunluğun ağırlaşması bekleniyor

Çin ekonomisi, 2018 yılı 3'üncü çeyrekte %6.5 oranı ile 2008 yılı Küresel Finansal Krizi'nden bu yana en zayıf büyümesini kaydetmiştir. Kasım ayına ilişkin sanayi üretiminin Mart 2016'dan bu yana en kötü performansını sergilemesinin ardından Aralık ayı Caixin / Markit İmalat Sanayi Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI) 49.7 ile Mayıs 2017'den bu yana ilk kez 50 eşik seviyesinin altına gerileyerek sektörün daraldığına işaret etmiştir. Talep tarafında ise daha olumsuz bir görünüm izlenmiştir.

Dünya Bankası da Kasım 2018 tarihinde açıkladığı bir raporda, ABD ile ticari anlaşmazlıklarından kaynaklı olarak "ters rüzgarların artmasının" etkisi ile Çin'in ekonomik büyümesinin 2019'da 2018'e göre yavaşlamasını beklediğini belirterek, büyüme öngörülerini 2018 için %6.5 ve 2019 için %6.2 olarak ortaya koymuştur. Raporda, Çin'in bir taraftan finansal riskleri sınırlama çabalarını sürdürürken diğer taraftan ticaretle ilişkili sorunları yönetmeye çalışmakta zorlandığı kaydedilmiştir.

Çin, 2018 yılında törenlerle kutladığı tarihi reform sürecinin 40'inci yılında, 3.12 trilyon dolarla dünyanın en büyük döviz rezervine sahip dünyanın ikinci büyük ekonomisi olmuştur. IMF verilerine göre, Çin'in dünya ekonomisindeki payı 1978'de yüzde 1.8 iken 2017'de yüzde 18.7 seviyesine yükselmiştir. Ekonomi ve İş Dünyası Araştırmaları Merkezi (CEBR) de son raporunda Çin'in 2032 yılında ABD'yi geçerek zirveye yerleşeceği öngörüsüne yer verilmiştir. Raporda, mevcut riskler nedeniyle Çin'in ABD'yi daha önce öngörülenden 2 yıl gecikmeli yakalayacağı kaydedilmiştir.

Batı'nın küreselleştirdiği kapitalizm, Çin'in diğer "Yükselen Pazar"larla birlikte büyük bir atılım yapmasını mümkün kılıp neredeyse "dünyanın fabrikası" haline gelmesini sağlamıştır. Ülkenin ekonomi alanında kaydettiği bu "mucizevi" başarıya karşın yönetim ülke içinde çok daha kontrolcü davranmakla eleştirilmektedir. Xi Jinping yönetiminin 2020'ye kadar yüz tanıma, sosyal medya ve yapay zeka teknolojilerinin ülkeye yayılmasıyla halkın sosyal puanlamasının yapılması gibi projeleri eleştiri toplamaktadır.

Geldiğimiz noktada Çin, kendisini dışa açılmaya teşvik eden ABD ile "ticaret savaşları" vesilesiyle rolleri değiştirmiş konumdadır. ABD Başkanı Trump ile Çin Devlet Başkanı Xi Jinping arasında Kasım 2018 sonunda Arjantin'de yapılan görüşmede alınan karar çerçevesinde tarife savaşı 90 gün süreyle dondurulmuş, 7 Ocak 2019 tarihinde de ABD ile Çin heyetleri arasında ticaret savaşını sonlandırmaya yönelik görüşmeler başlatılmıştır.

Aralık 2018 ticaret verilerinin ticaret savaşının etkilerinin ve ekonomik yavaşlamanın net bir şekilde görülmesini sağladığı, ithalat ve ihracat verilerinin 2016'dan bu yana en kötü rakamlar olduğu görülmüştür.



Pekin yönetiminin daha önce aldığı sıkılaştırma tedbirlerinin geriden gelen etkileri olduğu belirtilirken, iki ülke arasında çözüme yönelik mesafe alınamaması halinde Çin'de ABD ile ticaret savaşının etkilerinin önümüzdeki dönemde daha fazla hissedilmesi beklenmektedir. Ticaret savaşlarının ardından bölgesel ortaklık arayışı artarken Asya Pasifik bölgesinde daha çok sayıda şirketin Çin'e odaklanmak istediği de ortaya konmaktadır.

Çin'de ekonomik büyümeyi istikrara kavuşturmak için 2019 yılında daha büyük oranda vergi indirimlerine gidileceği ve altyapı yatırımlarını finanse etmek üzere tahvil ihraçlarının artırılacağı duyurulmuştur. 2019 yılında proaktif maliye politikasının izleneceği ve para politikasındaki ihtiyatlı tutumun sürdürüleceği açıklanmıştır. İzleyen dönemde Çin Merkez Bankası'nın da yavaşlayan Çin ekonomisini desteklemek için para politikasını gevşetebileceği değerlendirilmektedir.

Öte yandan Çin, özellikle Güney Çin Denizi'nde komşularıyla egemenlik yarışı ve tarihi İpek Yolu'nu yeniden canlandırmayı hedefleyen "Kuşak ve Yol" projesiyle yakından izlenmektedir. Son zamanlarda Çin'in bu hattaki ülkelere yaptığı yatırımlar ve bu yatırımların fiziksel ve finansal anlamda sürdürülebilirliği sorgulanmaya başlanmış olup, bu çerçevede bazı ülkelerin "borç tuzağı" tehlikesi altında olduğu yorumları yapılmaktadır.

### **PETROL FİYATLARI: 14 ayın en düşük seviyesini gördü**

Geçtiğimiz yıl tüm dünyayı, ticaret savaşının ardından olası bir petrol savaşı endişesi de sarmıştır. ABD yönetimi İran'la nükleer anlaşmayı tek taraflı askıya almasının ardından ülkeye yönelik bir dizi ambargo kararı almış; ambargodan Türkiye, Çin, Hindistan, Yunanistan, Güney Kore, Japonya, Tayvan ve İtalya'yı geçici olarak muaf tuttuğunu açıklamıştır. ABD'nin çağrısına rağmen Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC)'nin üretim artışına sıcak bakmaması ise petrol fiyatlarını yükseltmiş, "Petrol 100 dolar olur mu?" tartışmalarını ortaya çıkarmıştır.

Yatırımların 5 Kasım'da yürürlüğe girmesinin akabinde ise piyasalardan endişe edilen miktarda petrol çekilmemesi ve küresel ekonomik aktivitenin 2019 yılında ivme kaybedeceği beklentisiyle Ekim - Aralık 2018 döneminde petrol fiyatları %35 düşüş ile 55 Doların altına kadar inmiştir. OPEC'in planlanan üretim kısıtlaması öncesinde ABD ve Rusya'nın üretimlerini artırması nedeniyle petrol fiyatları son 14 ayın en düşük seviyesini görmüştür.

Küresel ekonomide ivme kaybı petrole olan talebin azalacağı endişelerine yol açarken, Suudi Arabistan başta olmak üzere OPEC ülkeleri ve Rusya fiyatları desteklemek için petrol üretimlerini azaltma kararı almıştır. Bu çerçevede OPEC, 7 Aralık'ta petrol üretiminin Ocak ayından itibaren 6 ay boyunca günlük 1.2 milyon varil azaltılmasına karar vermiştir. Buna göre; söz konusu kesintinin 800 bin varili OPEC ülkeleri, 400 bin varili OPEC üyesi olmayan ülkeler tarafından gerçekleştirilecektir.

ABD ile Çin arasındaki ticaret anlaşmazlığının büyümesi durumunda da dünya genelinde petrol talebinin ve fiyatlarının olumsuz etkileneceği uyarısında bulunmaktadır. ABD'de aktif sondaj kuyusu sayısındaki düşüş de yukarı yönlü bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

Geçtiğimiz yıl sonu da ABD'li yatırım bankacılığı ve finansal hizmetler kuruluşları Goldman Sachs ve Morgan Stanley 2019 yılına ilişkin Brent türü ham petrol fiyat tahminini varil başına sırasıyla 62.5 ve 68.50 ABD Dolarına düşürmüştür.

Bu gelişmeler ışığında küresel petrol talebindeki artışın 2019'da geçen yıla göre daha zayıf olması beklenmektedir. Türkiye ekonomisine yansımaları bakımından ise petrol fiyatlarında yaşanan düşüş, cari denge ve enflasyon performansı üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

### **GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Gözler popülist liderler ve yaklaşan seçimlerde**

Ticaret savaşlarının yarattığı endişe, ABD Doları'ndaki güçlenme, faiz artışları, artan borçluluk, popülist liderler ile ortaya koydukları politikalar ve düşen petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem GOÜ piyasalarında baskı yapmayı sürdürmesi beklenmektedir.

ABD'nin agresif ve korumacı ticaret yaklaşımının küresel ekonomik istikrara zarar verdiği yönünde artan kaygılarla yatırımcıların GOÜ varlıklarına yönelik risk iştahında bozulma işaretleri artmış; geçtiğimiz dönemde GOÜ hisse senedi piyasalarında ve para birimlerinde sert düşüşler, ülke risk primlerinde hızlı artışlar gözlenmiştir.

Yatırım Bankası JP Morgan, "Emerging Markets Outlook and Strategy for 2019" başlıklı raporunda GOÜ'ler için büyüme öngörüsünü 2018 - 2019'da %4.8'den %4.4'e düşürmüştür. GOÜ'ler için 2019'da %0.1 kadar sıcak para girişi tahmin edilen raporda, bu akımların cılız kalmasının döviz kurunu stabilize etmekte sorun yaratabileceğine işaret edilmiştir. JP Morgan, Türkiye'nin de sıcak paraya çok ihtiyacı olan bir finansal sisteme sahip olduğuna vurgu yapmıştır.

OECD tarafından Kasım 2018'de yayınlanan bir rapor da GOÜ'lere dış finansmanın hızlı bir şekilde azaldığına dikkat çekmiştir. Rapora göre; 2013 - 2016 yılları arasında bu ülkelere yönelik doğrudan dış yatırım %12 azalırken, 2016 - 2017 yıllarında bu oran %30'a ulaşmıştır. Böylece gelişmekte olan ülkelere giden doğrudan dış yatırım miktarı 750 milyar ABD Dolarına inmiştir. Raporda, sadece 2018 yılının ilk çeyreğinde GOÜ'lere yönelik dış yatırımlardaki düşüşün %30'a ulaştığı uyarısında bulunulmuştur.

Öne çıkan ülkeler bazında bakıldığında ise; Güney Amerika'da Venezuela'daki ekonomik krizin yansımaları, siyasi olarak bütün dünyayı etkilemekte, bölgenin iki büyük ekonomisi olan Brezilya ve Meksika'da yaşanan iktidar değişiklikleri Latin Amerika siyasetinin ne yöne gittiği sorusunu ortaya çıkarmaktadır. "Trump'ı örnek aldığı" ifade eden Brezilya Devlet Başkanı Jair Bolsonaro ile Meksikalı meslektaşı Andrés Manuel López Obrador, siyasi yelpazenin iki ucunda yer alsalar da merkez siyasetten uzak duruşları ve popülist söylemleri ile dikkat çekmektedir.

Hindistan, Tayland, Arjantin, Güney Afrika'da 2019 yılında yapılacak seçimler ve başa gelecek isimlerin uygulayacağı politikalar da piyasaların önemli gündem maddesini oluşturacaktır. Gelişen Asya'da dış sermayeye bağımlı olan Endonezya gibi ekonomilerin kur istikrarı ve sermaye çıkışı zorluklarıyla karşı karşıya olduğuna dikkat çekilmektedir.

Rusya ise bu yıl da ABD yaptırımlarının etkisi altında savunmacı bir politika izleyecek gözükmektedir. ABD Hazine Bakanlığı Rusya'nın en büyük şirketlerinden United Rusal'a yaptırımları kaldırmaya hazır olduğunu belirtse de yatırımcılar buradaki gelişmeleri yakından izlemektedir.

Petrol fiyatlarının gerilemesi, enerji ihracatçısı GOÜ'ler için olumsuz bir gelişme olmuştur. Suudi Arabistan'ın petrol fiyatlarıyla artan finansal zorlukların yanı sıra Suudi Arabistan İstanbul Başkonsolosluğu'nda Gazeteci Cemal Kaşıkçı'nın öldürülmesiyle dünya kamuoyunda siyasi anlamda sıkıntılı bir dönemden geçtiğine işaret eden uzmanlar, ülkenin MSCI'nin Gelişen Piyasalar Endeksi'ne dahil edilmesinin bu koşullarda yatırımcı çekmesi için yeterli olmayacağını dile getirmektedir.

## TÜRKİYE

### Ekonomide yeni reform gündemi ve kaynak ihtiyacı artıyor

Türkiye ekonomisi, yüksek bir büyüme performansı ile başladığı 2018 yılını kur sıçramasıyla artan enflasyonun iç talepte yarattığı gerilemeyle belirgin bir daralma sürecine girerek tamamlamıştır. Ekonomi, 2019 yılına da oldukça tedirgin bir küresel konjonktürde çözüm bekleyen kronik sorunlar içinde faiz ve seçim süreci arasında başlamıştır.

Türkiye ekonomisine ilişkin açıklanmakta olan veriler, ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamanın yılın 2'nci çeyreği itibarıyla büyüme verilerine yansımaya başladığına işaret etmiş; oldukça hızlı bir düşüşü gösteren 3'üncü çeyrek GSYİH verisiyle de ekonomide bir daralma dönemine girildiği değerlendirilmeleri yapılmıştır.

Ekonominin 2018 yılının son çeyreğinde bir küçülme yaşayarak, yılı %3 dolaylarında büyüme oranıyla tamamlayacağı beklentileri yurtiçinden ve dışından kurumlarca yapılan öngörülerde ağırlık kazanmaktadır.



Türkiye'ye yönelik büyüme öngörülerini açıklayan kuruluşlardan bazıları sırasıyla 2018 ve 2019 yılları için Dünya Bankası %3.5 ve %2.4, IMF %3.5 ve %0.4, OECD %3.2 ve %0.4, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) %3.6 ve %1 oranlarını ifade etmiştir.

Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi geçtiğimiz aylarda açıklanan YEP tahminlerinin Türkiye'nin 2019'da düşük büyüme ve yüksek enflasyon içinde olacağını, buna karşılık IMF tahminlerinin 2019 yılında Türkiye'nin enflasyon içinde durgunluk ("stagflasyon") yaşayacağını anlattığı yorumlanmaktadır.

### Yeni Ekonomik Program & IMF Tahminleri

	2018 Tahminleri		2019 Tahminleri	
	YEP	IMF	YEP	IMF
Büyüme	3.8	3.5	2.3	0.4
Enflasyon (Yıl sonu)	20.8	20	15.9	15.5
İşsizlik	11.3	11	12.1	12.3
Cari Denge/GSYH	-4.7	-5.7	-3.3	-1.4

Kaynak: TÜİK

*"Türkiye ekonomisine ilişkin tahminler ortaya çıktıkça başta stagflasyon olmak üzere resesyon, slumpflasyon, depresyon gibi kriz çeşidini tanımlayan kavramlar da ortada dolaşmaya başladı. Nerede oluşumuzu ve nereye gittiğimizi belirlemeden önce bu kavramları bir kez daha ele alalım:*

**Enflasyon** en basit tanımıyla fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkan sürekli artış demektir. **Deflasyon** en kısa tanımıyla fiyatlar genel düzeyinde sürekli düşüş halidir. Burada dikkat edilmesi gereken konu fiyat düşüşünün genel olması ve süreklilik göstermesidir. **Resesyon** ekonomide küçülme halidir. Ekonomide üst üste iki çeyrek GSYİH küçülmesi yaşanmışsa resesyon söz konusu demektir. Bir ekonomide ekonomik küçülmenin sürekliliği ve diğer ekonomik faaliyetlerin uzun süre canlılığını yitirmesi hali **depresyon** durumunu ifade eder. Ekonomide enflasyon olgusu yaşanırken ekonomi büyümüyorsa yani sıfır dolayında bir reel büyüme sergiliyorsa o ekonomide **stagflasyon** (enflasyon içinde durgunluk); enflasyon olgusu yaşanırken ekonomi küçülüyorsa **slumpflasyon** (enflasyon içinde küçülme) hali var demektir. Bunlara ek olarak bir de genel olarak kriz diye tanımlanmayan ama krize yakın bir durum vardır: Enflasyon içinde büyüme. Bu, bir ekonomide reel büyümeye normal kabul edilen enflasyon oranının (yüzde 2 - 3) üzerinde bir enflasyonun eşlik etmesi halidir.

*Buraya kadar anlattığımız krizlerin en kötünden daha az kötüye doğru sıralanması şöyledir: 1.Slumpflasyon, 2.Depresyon, 3.Resesyon, 4.Deflasyon, 5.Stagflasyon, 6.Enflasyon"*

**Mahfi EĞİLMEZ**, Ekonomist, 10 Ekim 2018

Ekonominin, kamu tüketim ve yatırım harcamalarına hız vererek baz etkisi ve ihracattaki katkıyla 2017'de ulaştığı rekor GSYİH rakamı bir yana bırakıldığında, Türkiye'nin potansiyel büyüme oranının %5'ler civarında olduğu ifade edilmektedir. Gelinen noktada ekonominin potansiyel büyüme hızına hemen çıkarılmasının mümkün olmadığına, öncelikle Türkiye'nin kronikleşen tasarruf açığı, kısa vadeli yabancı finansmana bağımlılık, tüketim odaklı büyüme sorunlarında çözüm için kalıcı vizyon ve politika adımları atmaya ihtiyaç duyduğuna işaret edilmektedir. Bu çerçevede artan jeopolitik risk sorununun yönetiminin önemine de dikkat çekilmektedir.

Sıralanan unsurlar ayrıca, 2013 yılında FED'in bilanço genişletmeyi durdurması ve sermaye akımlarının GOÜ aleyhinde yön değiştirmeye başlamasından bu yana TL'nin diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden negatif ayrışmasına yol açmaktadır. Özellikle yurtdışı borçlanma maliyetlerindeki artışa paralel olarak, önümüzdeki dönemde başta özel sektörün borcu olmak üzere dış borçların yeniden çevrilme oranları, makroekonomik görünüm bakımından belirleyici olacaktır.

Ancak Ocak 2019 sonuna doğru özellikle FED'in faizleri sanıldığı hızla artırmayacağı algısının büyük etkisiyle yabancı fonların artan GOÜ ilgisinden Türkiye'nin de olumlu biçimde yararlanmaya başladığı gözlenmiştir.



Aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere; son dönemde enflasyondaki belirgin artış, yerini 2 aydır süren düşüşe bırakmıştır. Bu konuda ağırlıklı tüketim ürünlerinde asgari %10 indirim şeklinde Ekim ayı ortasında başlanan Enflasyonla Mücadele Programı'na katılımın sınırlı kaldığı değerlendirilirken, Kasım - Aralık dönemi enflasyon düşüşünde Kasım ayında otomotiv, beyaz eşya ve mobilyada yapılan ÖTV ile KDV indirimleri ile kur ve petrol fiyatlarındaki düşüşle sağlanan akaryakıttaki ucuzlamanın etkilerine işaret edilmiştir. Yavaşlayan iç talep de enflasyonun seyirindeki bir diğer etken olarak karşımıza çıkmaktadır.

### Türkiye Ekonomisi Makro Göstergeler

GSYH	2013	2014	2015	2016	2017	2018-1.Ç.	2018-2.Ç.	2018-3.Ç.
GSYH (milyar \$)	950	935	861	863	851	206	204	187
GSYH (milyar TL)	1810	2045	2339	2609	3106	787	884	1013
Büyüme (%)	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4	7.2	5.3	1.6
<b>Enflasyon (%)</b>						<b>Eki.18</b>	<b>Kas.18</b>	<b>Ara.18</b>
TÜFE (yıllık)	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92	25.24	21.62	20.30
Yİ-ÜFE (yıllık)	6.97	6.36	5.71	9.94	15.47	45.01	38.54	33.64
<b>Mevsimseliktan Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri</b>						<b>Ağu.18</b>	<b>Eyl.18</b>	<b>Eki.18</b>
İşsizlik Oranı (%)	9.1	10.3	10.2	12.0	9.9	11.1	11.4	11.6
İşgücüne Katılım (%)	48.5	51.0	51.7	52.4	53.1	54.3	54.0	53.6
<b>Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Eyl.18</b>	<b>Eki.18</b>	<b>Kas.18</b>
İhracat	151.8	157.6	143.8	142.5	157.0	14.4	15.7	15.5
İthalat	251.7	242.2	207.2	198.6	233.8	16.3	16.2	16.2
Dış Ticaret Açığı	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-76.8	-2.0	-0.5	-0.6
<b>Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Eyl.18</b>	<b>Eki.18</b>	<b>Kas.18</b>
Cari Açık	-63.6	-43.6	-32.1	-33.1	-47.4	-46	-39.4	-33.9

Kaynak: TÜİK

Diğer taraftan son dönemde ekonomik aktivitede belirgin biçimde görülmeye başlanan ivme kaybının istihdama olumsuz, cari dengeye oldukça olumlu yansımaları olmuştur. Cari işlemler hesabı Ağustos ayında Cumhuriyet tarihinin rekorunu kırarak 2.6 milyar ABD Doları fazla vermiş; Eylül - Kasım 2018 döneminde de süren olumlu gidişle 12 aylık cari açık 33.9 milyar ABD Doları seviyesine inmiştir. Türkiye ekonomisinde üretimin ağırlıklı ithal mala bağımlılığı, bu durumun geniş açıdan değerlendirilmesini de gerektirmektedir. Sanayi üretim endeksi ve işsizlikteki seyir de yılın son çeyreğinde ekonominin küçüleceği yönünde okunmaktadır.

Ücretlilerin gelirindeki aşınmanın önümüzdeki dönemde iç talep ve büyümeye negatif etkisine de işaret edilirken, kişi başına gelirin 2018 sonu itibarıyla 9 bin 400 ABD Doları civarına gerilediği hesaplanmaktadır. Değeri 1'e yaklaştıkça gelir dağılımındaki bozulmayı ifade eden Gini katsayısı da 2017 yılı için TÜİK tarafından Ekim 2018'de artışla 0.405 olarak tahmin edilmiştir. Bir diğer sosyo ekonomik sorun olarak da genç işsizlikteki yükselişe işaret edilmektedir.

Bu çerçevede TCMB'nin uygulayacağı para politikasının önümüzdeki dönem kritik önemde olacağı değerlendirilmekte, TL üzerinde ek baskı yaratılmadan "zamanı geldiğinde" yapılacak bir faiz indiriminin yapılmasının toparlanmayı destekleyeceği belirtilmektedir. Ekonomide çarkları yeniden döndürmek için para politikası hassasiyetini korurken; çözümün sadece bu eksende değerlendirilmesinin eksik bir yaklaşım olduğu, mali disiplin ve tasarruf ile harcamalarda şeffaflığın büyük önem taşıdığı vurgusu da yapılmaktadır.

Ayrıca şirketlerin yüksek borçluluğu çerçevesinde önümüzdeki dönem borç yapılandırma sürecinin nasıl yönetileceği büyük önem taşımaktadır. TCMB verilerine göre Kasım 2018 itibarıyla; özel sektörün yurtdışından sağladığı kısa vadeli kredilerin borcu 15.5 milyar ABD Doları ve 2019 yılı anapara geri ödemesi 64.6 milyar ABD Doları; uzun vadeli kredi borcu ise 213.3 milyar ABD Doları ve 2019'da en yüksek tutarlı ödemesi Mayıs ayındaki 8.2 milyar ABD Doları'dır.

Ekonomik parametrelerde kalıcı iyileşme ve Türkiye ekonomisinin potansiyel sürdürülebilir büyüme oranına yeniden ulaşabilmesi için güven ortamını iyileştirecek ve dengeleme sağlayacak yeni bir hamleye ihtiyaç



duyulduğu değerlendirilmektedir. 2001 krizi sonrası yaptığı reformlar sayesinde kurumlarını ve finansal sistemini güçlendiren Türkiye'nin 2019 yılında da geçen yıldan devralınan risklere karşı yeni bir reforma ihtiyacı olduğu da ifade edilmektedir.

Diplomatik ilişkilerde denge de önümüzdeki dönemde büyük önem taşımaktadır. Geçen yıl Türkiye ekonomisinin yaşadığı döviz kuru krizinde kırılma noktası olan ABD ile ilişkilerde son günlerde Ortadoğu politikaları öne çıkmıştır. Son olarak ABD Başkanı Trump, askerlerini Suriye'den çekeceğini açıklamasıyla eş zamanlı olarak Türkiye'ye Patriot füzesi satışına onay vermiştir. Öte yandan ABD'nin Türkiye'ye şimdilik muafiyet tanıdığı İran ambargosunda 2019 yılında nasıl bir politika izleyeceği önem arz etmektedir.

Belirsizliklerin ve risklerin yoğunlaştığı küresel konjonktürle beraber değerlendirildiğinde, önümüzdeki birkaç yıllık dönem Türkiye ekonomisi açısından zorlu gözükmektedir. Özel sektörün artan borçluluğu ve kamu bütçe dengesinde bozulmanın sürmesi halinde oluşacak sorunlar çerçevesinde seçimlerden sonra ekonomide yeni bir hamle duyulan ihtiyaç dile getirilmektedir.

Bankacılık sektöründe kredi daralmasının devam ettiği, şirket bilançolarında oluşan hasarın giderilmesinin zaman aldığı mevcut ortamda piyasa dostu adımların kararlılıkla atılmaya devam edilmesi, ekonomide kalıcı sonuçlar için ise sabırla orta ve uzun vadeli politikaların planlanarak bir an önce hayata geçirilmesi önemlidir. Ancak böylelikle Türkiye ekonomisinin süreci asgari hasarla geride bırakması, potansiyel büyüme oranlarına yeniden çıkması, ardından dünya liginde hak ettiği basamaklarda yer bularak kalkınma hedefini yakalaması mümkün olacaktır.

### Büyüme: Ekonomide yavaşlama belirginleşti

Ekonomik aktivitedeki yavaşlamayla birlikte Türkiye, 2018 yılının 3'üncü çeyreğinde %1.6 büyümüştür. Piyasa beklentilerinin altında gelen bu veri ile yılın ilk 9 ayındaki büyüme oranı %4.5 olmuştur.

Yılın 3'üncü çeyreğinde büyümeye en yüksek katkısı 6.7 puan ile net ihracat sağlamıştır. TL'deki değer kaybının da etkisiyle ihracat hacminde yaşanan yükseliş büyümeyi 2.9 puan desteklerken, yurtiçi ekonomik aktivitedeki ivme kaybı ve altın ithalatındaki düşüşle ithalat hacminde gözlenen gerileme de büyümeye 3.8 puan katkı yapmıştır.

Bu dönemde özel tüketim harcamalarının büyümeyi kamunun tüketim harcamalarının (0.9 puan) da altına inerek 0.7 puan ile sınırlı düzeyde desteklediği dikkat çekmiştir. Hanehalkı harcamalarında dayanıksız tüketim malları ve hizmet harcamaları öne çıkmıştır. Yatırım harcamaları ise gerileme göstererek büyümeyi 1.1 puan aşağıya çekmiştir.

Yatırımlar içinde inşaatta 0.3 puan, makine ve teçhizat ise 0.9 puanlık gerileme yaşanmıştır. Stok değişiminde 5.6 puanlık negatif katkı söz konusudur. Stok değişimleri kalıntı yöntemiyle hesaplanmış olup istatistiki hatayı da içermektedir. Kalkınma açısından önem taşıyan ve sermaye stokunun azalması anlamına gelen makine ve teçhizat yatırımlarındaki düşüş, yatırım ortamı açısından olumsuz gelişme olarak değerlendirilmiştir.

### GSYH - Harcamalar Yöntemiyle Büyümeye Katkı (% puan)

	2016	2017	2018 - 1.Ç.	2018 - 2.Ç.	2018 - 3.Ç.
<b>Tüketim</b>	<b>3.5</b>	<b>4.4</b>	<b>6.1</b>	<b>4.9</b>	<b>1.6</b>
Kamu	1.2	0.7	0.5	1	0.9
Özel	2.2	3.7	5.6	3.8	0.7
<b>Yatırım</b>	<b>0.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.1</b>
<b>Stok Değişimi</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>2.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>-5.6</b>
<b>Net İhracat</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.9</b>	<b>6.7</b>
İhracat	-0.4	2.5	0.2	0.9	2.9
İthalat	-0.9	-2.4	-3.6	0.0	3.8
<b>GSYH</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>	<b>7.2</b>	<b>5.3</b>	<b>1.6</b>

Kaynak: TÜİK

Üretim yöntemine göre GSYİH incelendiğinde ise inşaat sektörünün 2015 yılından bu yana ilk defa ve bir önceki çeyreğe oranla belirgin biçimde daraldığı dikkat çekmektedir. Sektör, büyümeyi bu dönemde 0.4 puan aşağıya çekmiştir. Büyümeyi hizmetler sektörü desteklemiş olup, GSYİH içinde en yüksek paya sahip olan sektörün katkısı 1.8 puan olmuştur. Sanayi sektörünün katkısı 0.1 puana kadar düşerken tarımın katkısı 0.1 puanla önceki çeyreğe göre beklentilerden farklı biçimde pozitive dönmüştür.

### GSYİH - Üretim Yöntemiyle (% puan)

	2016	2017	2018 - 1.Ç.	2018 - 2.Ç.	2018 - 3.Ç.
Tarım	-2.6	4.9	5.6	-2.8	1.0
Sanayi	4.3	8.9	8.1	5.3	1.3
<b>İnşaat</b>	<b>5.4</b>	<b>9.0</b>	<b>6.7</b>	<b>1.0</b>	<b>-5.3</b>
<i>Gayrimenkul faaliyetleri</i>	3.6	2.5	3.4	0.2	2.3
Hizmetler	0.2	11.0	9.8	8.9	5.7
<b>GSYH</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>	<b>7.2</b>	<b>5.3</b>	<b>1.6</b>

Kaynak: TÜİK

Sanayi üretimindeki düşüş ise Kasım 2018'de hızlanmış, takvim etkisinden arındırılmış verilere göre sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı dönemine göre %6.5 gerilemiştir. Bu durum Eylül 2009'dan bu yana en düşük performansa işaret etmektedir. Ana harcama gruplarına göre ara malı (%-11.9) ve sermaye malı (%-8.3) üretimindeki düşüşün hız kazanması dikkat çekicidir.

Üretim verileriyle paralellik gösteren İmalat (PMI) - Satın Alma Yöneticileri Endeksi'ndeki gerileme sürmüştür; Kasım 2018'de 44.7 olan Endeks, Aralık'ta 44.2 düzeyinde gerçekleşmiştir. İmalat PMI, 50 olan eşik değer 9 aydır altında seyretmektedir. Döviz kurundaki görece istikrarlı seyir maliyet kaynaklı baskıları azaltırken, üretim ve yeni siparişlerde gerileme ivme kaybetmekle birlikte devam etmiştir.

Yılın 3'üncü çeyreğinde büyümede, iç talep koşullarının olumsuz seyretmeyi sürdürdüğü, döviz kurundaki gelişmelerin katkısıyla dış talebin büyümeyi önemli biçimde desteklediği değerlendirilmektedir. Yılın son çeyreğinde de net ihracatın büyümede önemli rol oynamaya devam etmesi beklenmektedir.

### Enflasyon: Son aylarda gerileme yaşanmaya başladı

Tüketici fiyatları (TÜFE) Aralık ayında %0.4 oranında gerilemiştir. Yıllık TÜFE de %20.3 oranıyla Yeni Ekonomik Program'da ortaya konan %20.8'lik beklenti ve TCMB'nin son Enflasyon Raporu'nda açıkladığı %23.5'lik tahmininden daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir.

Yurt içi ÜFE (Yİ-ÜFE) ise Aralık ayında bir önceki aya kıyasla %2.22 oranında gerileyerek Kasım ayında başlayan hızlı düşüşünü sürdürmüştür. Yİ-ÜFE'deki yıllık artış, Aralık ayı itibarıyla %33.64'e gerilemiştir.

Çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşme Aralık ayında da sürmüştür. TCMB tarafından yakından takip edilen B (işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE) ve C (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ve altın hariç TÜFE) endeksleri 2018'i yıllık bazda sırasıyla %20.15 ve %19.53 artışla tamamlamıştır.

Otomotiv, beyaz eşya ve mobilyadaki vergi indirimlerinin Mart 2019 sonuna uzatılması; 1 Ocak 2018 itibarıyla uygulamaya konan elektrik, doğalgaz ve su (İstanbul'da) fiyatlarındaki indirimler çerçevesinde 2019 yılının ilk çeyreğinde enflasyonda sürpriz artış öngörülmektedir. Bu yıl sonunda, geçtiğimiz yıla kıyasla enflasyonda daha düşük seviyelerin yakalanması beklenmektedir.

### Para Politikası: Sıkı duruş korundu

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), Eylül 2018 toplantısının ardından bugüne kadar politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranında (%24) değişikliğe gitmemiştir.



TCMB PPK 15 Ocak'ta yılın ilk toplantısının ardından yaptığı açıklamada, son dönemde açıklanan verilerin ekonomideki dengelenme eğiliminin belirginleştiğini gösterdiğini, dış talebin gücünü korurken finansal koşullardaki sıkılığın da etkisiyle iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın sürdüğünü, cari dengedeki iyileşme eğiliminin de sürmesinin beklendiğini belirtmiştir.

Açıklamada, "İthal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon görünümünde bir miktar iyileşme gözlenmekle birlikte fiyat istikrarına yönelik riskler devam etmektedir. Bu çerçevede Kurul, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı parasal duruşun korunmasına karar vermiştir. Açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin Kurul'un geleceğe yönelik politika duruşunu değiştirmesine neden olabileceği önemle vurgulanmalıdır" denmiştir.

Diğer yandan her yıl Nisan ayında yapılan TCMB Genel Kurulu 18 Ocak 2019 tarihinde toplanmış ve 37 milyar TL'lik 2018 yılı kârından Hazine'ye kaynak aktarımı yapmıştır.

### Dış Ticaret: İhracatın ithalatı karşılama oranı artıyor

İhracat hacmi, Kasım ayında yıllık bazda %9.4 artarak 15.5 milyar ABD Doları olmuş; ithalat hacmi, %21.3 oranında düşüşle 16.2 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece dış ticaret açığı yıllık bazda %89.8 daralmıştır. Kasım 2017'de %69.1 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı bu yılın aynı ayında %96'ya ulaşmıştır.

12 aylık kümülatif rakamlara bakıldığında ise; ihracat, Kasım'da 168 milyar ABD Doları, ithalat da 230 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 12 aylık dış ticaret açığı 61.6 milyar ABD Doları düzeyinde olmuştur. Geçici dış ticaret verilerine göre; dış ticaret açığı Aralık'ta da %71.1 azalmıştır.

İhracat artışı ve ithalattaki hızlı daralma seyri, Temmuz 2018'den bu yana devam etmektedir. İhracat yönünde negatif kırılmaya işaret edilirken, Eylül ayında önceki yıla kıyasla %22 artan ihracatın izleyen aylardaki artış oranlarının sırasıyla %12.8 ve %9.4'e düştüğüne dikkat çekilmektedir. Temmuz - Kasım 2018'de bir önceki yılın aynı dönemine göre ithalatta yaşanan 19 milyar ABD Doları büyüklüğündeki daralma dikkat çekicidir.

### Ödemeler Dengesi: Cari açıkta daralma sürüyor

TCMB'nin son açıklanan Kasım ayı ödemeler dengesi verilerine göre; cari işlemler hesabı 986 milyon ABD Doları ile beklentilerin üzerinde fazla vermiştir. 12 aylık kümülatif cari açık ise Kasım ayında 33.9 milyar ABD Doları olmuştur. Ocak - Kasım dönemindeki cari işlemler açığı 26.2 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

### Cari Açık - Büyüme İlişkisi

	Cari Açık (Milyar \$)	Büyüme Hızı (%)
2008	39.4	0.8
2009	11.4	-4.7
2010	44.6	8.5
2011	74.4	11.1
2012	48	4.8
2013	63.6	8.5
2014	43.6	5.2
2015	32.1	6.1
2016	33.1	3.2
2017	47.4	7.4

Kaynak: TCMB

Kasım ayında net portföy girişleri 1.7 milyar ABD Doları olurken, doğrudan yabancı yatırım girişi 1 milyar ABD Doları olmuştur. Net hata noksan 994 milyon ABD Doları fazla vermiş, resmi rezervler 4.4 milyar ABD Doları artış kaydetmiştir.

Cari fazla Ağustos 2018'de ise 2.8 milyar ABD Doları büyüklüğü ile Cumhuriyet tarihinin rekorunu kırmıştır. Cari fazlada, dış ticaret dengesinin fazla vermesi ve net turizm gelirlerindeki olumlu seyrin etkili olduğu değerlendirilmiş; ödemeler dengesi, izleyen Ağustos - Kasım 2018 dönemi üst üste cari fazla vermiştir. 2018 yılının 30 milyar ABD Doları cari açık seviyesi ile kapatılması beklenmektedir.

Yandaki tablo yıllar itibarıyla Türkiye ekonomisinin cari açık ve büyüme ilişkisini göstermektedir.

Ayrıca cari açıktaki daralmanın piyasa aktörleri açısından bir diğer boyutu, kur - enflasyon ilişkisidir. 2018 yılında Euro / Dolar döviz sepetinin Aralık itibariyle %35 değerlendirildiği, Ekim sonu itibariyle enflasyondaki artışın (ÜFE-TÜFE ortalamasının) da aynı oranı yakaladığı hesaplanmıştır.

Kasım 2018 ödemeler dengesinin diğer sonuçlarına bakıldığında; bir önceki yılın aynı ayına göre 673 milyon ABD Doları artışla 1.1 milyar ABD Doları tutarına ulaşan doğrudan yatırımlar dikkat çekmiştir. Portföy yatırımları 1.7 milyar ABD Doları net giriş kaydetmiştir. Alt kalemler itibariyle; yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi piyasasında 346 milyon ABD Doları net satış ve devlet iç borçlanma senetleri piyasasında 482 milyon ABD Doları net alış yaptığı görülmüştür. Yurtdışında gerçekleştirilen tahvil ihraçlarıyla ilgili olarak; bankalar 139 milyon ABD Doları net geri ödeme ve genel hükümet ise 1.7 milyar ABD Doları tutarında yeni tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Diğer yatırımlarda da 296 milyon dolar net çıkış yaşanmıştır. Diğer yatırımlar altında ise yurtiçi bankaların yurtdışı muhabirlerindeki efektif ve mevduat varlıkları 2.7 milyar ABD Doları, yurtdışı bankaların yurtiçindeki mevduatları da 678 milyon ABD Doları net azalış kaydetmiştir. Yurt dışından sağlanan kredilerle ilgili bankalar ve genel hükümet sırasıyla 2.1 milyar ABD doları ve 125 milyon ABD Doları net geri ödeme, diğer sektörler ise 282 milyon ABD Doları net kullanım gerçekleştirmiştir. Resmi rezervlerde Kasım ayında 4.4 milyar ABD Doları artış olmuştur.

### **Bütçe Dengesi: Mali dengede bozulma var**

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın verilerine göre; merkezi yönetim bütçesi Aralık ayında 18,1 milyar TL, 2018 yılının tamamında ise önceki yıla göre %52 artışla 72.6 milyar TL açık vermiştir. Bütçe açığı, Eylül ayında açıklanan YEP ile öngörülen yılsonu açığı ile uyumlu olmuş; faiz dışı fazla ise önceki yıla oranla %84.9 düşüşle 2018 yılında 1.3 milyar TL olarak kaydedilmiştir. Yükseliş seyri bütçe geliri artışının altında kalan vergi gelirleri, ekonomideki yavaşlamaya işaret etmiştir. Faiz giderlerindeki artış da dikkat çekmiştir.

2018'de bütçe gelirleri %20.2 artışla 757.8 milyar TL, bütçe giderleri %22.4 artışla 830.4 milyar TL, bütçe açığı ise 72.6 milyar TL olmuştur.

Genel bütçe gelirleri içinde vergi gelirleri %15.8 artarak 621.3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede dahilde alınan KDV, %1.4 artışla 56.3 milyar TL; ÖTV, %3.2 düşüşle 134 milyar TL, ithalattan alınan KDV, kur etkisiyle %225 artışla 122.1 milyar TL; gelir vergisi, %23.7 artışla 139 milyar TL; kurumlar vergisi de yeniden yapılandırılmaların etkisiyle %48.7 artışla 78.6 milyar TL olmuştur.

Bütçe giderlerine bakıldığında ise faiz harcamaları, %30 artışla 74 milyar TL olarak gerçekleşmiş; faiz hariç giderler arasındaki mal ve hizmet alımı giderleri %12.8 artışla 71.7 milyar TL ve cari transferler %19.3 artışla 323 milyar TL olmuştur. Devletin yatırım harcamaları, yani sermaye giderleri da %24 artışla 88 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

2018 yılında gelirler tarafında yapı harcı ve bedelli askerlik ödemelerinden sağlanan ek gelire işaret edilirken seçim yılı 2019 için böyle bir gelirin yaratılamaması halinde YEP'te %1.8 olarak belirtilen bütçe açığı hedefine ulaşılmasının çok mümkün olamayacağı değerlendirilmektedir.

### **İstihdam: Genç nüfusta işsizlik dikkat çekici**

TÜİK'in son olarak açıkladığı verilere göre; 2018 yılı Ekim döneminde işsizlik, geçen yılın aynı dönemine göre 501 bin kişi artarak 3 milyon 788 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı 1.3 puanlık artış ile %11.6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece Mart 2017'den bu yana en yüksek oran kayda geçmiştir.

TÜİK verilerine göre; 15 - 24 yaş arasını kapsayan genç nüfustaki işsizlik oranı da aynı dönemde 3 puanlık artışla %22.3'e çıkmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış istihdam göstergelerindeki bozulma da sürmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı bu dönemde %11.5 düzeyine yükselirken, işgücüne katılım oranı %53.6 olmuştur. Ekonomik faaliyete göre istihdam edilenlerin sayısı, tarım sektöründe 38 bin, hizmet sektöründe 53 bin kişi artarken; inşaat sektöründe 26 bin, sanayi sektöründe ise 2 bin kişi azalmıştır.

Bu yıl iyi seyreden turizmin ve 3'üncü çeyrekte büyümeye önemli katkı veren hizmetler sektörünün olumlu





etkilerine rağmen işsizlikteki tırmanış, YEP'te öngörülmüş; bu yöndeki tahmin piyasa tarafından “gerçekçi” olarak yorumlanmıştır.

Diğer yandan bu yıl uygulanacak asgari ücrete %26 oranındaki artıştan enflasyon oranı çıkarıldığında işçilerin satın alma gücüne yapılan katkı 6 puan ile sınırlı olsa da asgari ücret artışının işten çıkarmaları tetikleyebileceği belirtilmektedir. Asgari ücretin büyümeye olumlu, enflasyona olumsuz etkisinin boyutunu söz konusu gelişme belirleyecektir.

### **Güven Endeksleri: İnşaat sektörü güveninde düşüş sürüyor**

Ekonomik Güven Endeksi Kasım ayında 73.7 iken, Aralık ayında %2 oranında artarak 75.2 olmuştur. Endeks, Temmuz ayı dışında yıl boyu düşüş eğilimi izlemiş olup, son 2 aydır artmıştır. Dip noktası Ekim 2018'deki 67.5 değeri olmuştur.

Yine Aralık ayında Ekonomik Güven Endeksi'ni oluşturan Reel Kesim (İmalat Sanayi) Güven Endeksi 96.8'den 97.7'ye, Hizmet Sektörü Güven Endeksi 79.8'den 81.5'e ve Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksi 90.1'den 96.4'e yükselmiştir.

Tüketici Güven Endeksi ise aynı dönemde 59.6'dan 58.2'ye gerilemiştir. Diğer düşüş de İnşaat Sektörü Güven Endeksi'nde yaşanmış; Endeks 56.6'dan 55.4 değerine gerilemiştir. İnşaat sektöründe bir önceki aya göre; alınan kayıtlı siparişlerin mevcut düzeyi endeksi %13.5 azalarak 39.3 değerini almış; toplam çalışan sayısı beklentisi endeksi ise %5.5 artarak 71.5 olmuştur.

### **Kredi Notu ve Risk Primi: Finans sisteminde risk takibi**

Türkiye'nin kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan 3 büyük kuruluş nezdinde yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. Son olarak Fitch, 15 Aralık'ta yaptığı açıklamada, Türkiye'nin kredi notunun “BB” ve not görünümünün “negatif” olarak korunduğunu bildirmiştir.

Açıklamada, Türkiye ekonomisinin, TL'nin değerinde önceki aylarda yaşanan kayıpların üstesinden gelmeye çalıştığı belirtilirken, büyümedeki yavaşlamanın uzun süredir korunan mali disiplini zorlaştıracağı öne sürülmüştür. Türkiye'de, kredi notunun “BB” seviyesinde bulunan diğer ülkelere kıyasla daha yüksek enflasyon ancak daha güçlü yapısal göstergeler olduğuna dikkat çeken Fitch, negatif görünümün ekonomik dengelenmeye ilişkin çok yönlü riskler, küresel finansal koşulları, ulusal ve jeopolitik riskleri yansıttığını kaydetmiştir.

Fitch, son olarak 13 Temmuz'da Türkiye'nin kredi notunu BB+'dan BB'ye düşürmüştür. S&P ve Moody's ise Ağustos ayında Türkiye'nin kredi notunu indirmiştir.

Uluslararası kredi değerlendirme kuruluşları Moodys've Fitch, bir süredir yakından izledikleri Türk bankalarının bir kısmının kredi ve finansal kapasite notlarını da indirmektedir. Son olarak 1 Ekim 2018'de Fitch, aralarında T.C. Ziraat Bankası AŞ, Türkiye İş Bankası AŞ, Türkiye Halk Bankası AŞ, Türkiye Garanti Bankası AŞ, Yapı ve Kredi Bankası AŞ gibi bankaların da olduğu 20 banka ve iştiraklerinin yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notunu düşürmüştür. Fitch'ten, konuya ilişkin yapılan açıklamada, not indirimlerine neden olarak bankaların varlık kaliteleri, performans riskleri, likidite ve fonlama gibi konularda yapılan değerlendirmeleri gösterilmiştir.

Fitch'in Türkiye'den 11 bankayı kapsayan Aralık raporunda ise, 2018 son çeyrek ve 2019'da Türk bankalarında düşük büyüme beklendiği, bankaların karlılığının artan risk maliyeti ile zayıfladığı belirtilmiştir. Raporda, yılın 3'üncü çeyreği sonu itibarıyla takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranının %2.9 olduğu kaydedilirken, bu oranın izlemedeki kredileri kapsamayıp bunların işleyen krediler sayıldığı ifade edilmiştir.

Moody's de “Bankalar - 2019 Küresel Görünüm” raporunda, “Arjantin, Brezilya, İtalya ve Türkiye'nin görünümleri üzerinde yurtiçi siyasi risklerin bankacılık sistemleri için negatif etkilerle birlikte baskı yapmayı sürdüreceğini kaydetmiştir.

## Türkiye'nin Kredi Notları

Moody's	S&P	Fitch	Seviye	Kategori
Aaa	AAA	AAA	Prime	Yatırım Yapılabilir Düzey
Aa1	AA+	AA+	Yüksek Not	
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	Üst Orta Not	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	Alt Orta Not	
Baa2	BBB+	BBB+		
Baa3	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	Spekülatif	Yatırım Yapılamaz Düzey
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB-	BB-	Çok Spekülatif	
B1	B+	B+		
B2	B	B		
B3	B-	B-	Aşırı Riskli	
Caa1	CCC+	CCC		
Caa2	CCC+			
Caa3	CCC-		Batık	
Ca	C			
C	D	DDD		

Türkiye 5 yıllık CDS - Kredi Temerrüt Risk Primi, 2017 yılı başındaki 273 seviyesinden sonra yıl boyunca sınırlı iniş-çıkışlar sergilese de genel eğilim bakımından gerilemiş; yıl sonunda 155 seviyelerine kadar inmiştir. CDS primleri bu yılın Mart ayından bu yana ise yurtiçi piyasalara yönelik risklerin artmasına paralel olarak ağırlıklı olarak yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. CDS primi, Ağustos ayında ABD ile ilişkilerin son derece gerginleştiği, döviz kurundaki yükselişin zirve yaptığı ve TL'de rekor kaybın yaşandığı "Kırmızı Cuma"yı izleyen günlerde, Ekim 2008'ten bu yana 10 yılın en yüksek seviyesi olan 586 baz puana kadar yükselmiştir. Türkiye'nin, 2 Ocak 2019 tarihi itibarıyla 5 yıllık CDS primi 353 seviyesinde bulunmaktadır.

### Doğrudan Yatırımlar: Giden yatırımın gelen yatırıma oranı artıyor

Son dönemde Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) tarafından "Türkiye'ye Gelen Ve Türkiye'den Giden Doğrudan Yatırımlara ilişkin bir bülten yayımlanmakta ve aylık bazda güncellenmektedir. Herhangi bir ülke için yurtdışına giden doğrudan yatırımların yurtdışından gelen doğrudan yatırımlara (oranı, ülke ekonomisine ve yatırım ortamına ilişkin bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Uluslararası yatırımlar, hukuki ve vergisel düzenlemeler, işgücü maliyetleri ve eko-politik istikrar gibi birçok unsurdan etkilenmektedir. Ayrıca uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülkelere ve o ülkelerdeki finans kuruluşlarına verdiği notlar da yurt dışındaki yatırımcıların bir ülkeye yapacakları yatırımlara ilişkin kararlarını etkileyen önemli göstergeler olarak ele alınmaktadır.

TEPAV'ın çalışması, Ekim 2018 itibarıyla yabancıların yurtiçine yönelik doğrudan yatırımının yaklaşık 10.7 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleştiğini, Türkiye'den giden doğrudan yatırımların ise 3.8 milyar ABD doları seviyesine ulaştığını ortaya koymuştur. Geçen yılın aynı dönemine (Ekim 2017'ye) göre ise oranda 14.1 puanlık bir artış olmuştur. 2002 - 2007 döneminde gerçekleşen %15.7'lik seviyenin, 2008 - 2018 döneminde %25.9'a ve 2012 - 2018 döneminde ise %31.8'e yükseldiği görülmektedir. Bu yükselişin, bir yandan Türkiye'nin doğrudan yatırımlar için cazibesini kaybetmeye başladığını gösterirken, bir yandan da yurtiçindeki yerleşiklerin yurtdışındaki fırsatları daha yakından takip etmeye başladığına işaret edilmiştir.

TEPAV'ın raporunda, "Türkiye ekonomisinin yeniden güçlü büyüme patikasına yerleşebilmesi için yapılması gerekenler, bütün sektörlerde verimlilik artışını hedefleyen bir büyüme ve istihdam politikası vizyonu ile vakit kaybetmeden ortaya konulmalı, yapısal reform öncelikleri belirlenmelidir" değerlendirmesi de yapılmıştır.



## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Keskin daralma dikkat çekici

Son yıllarda büyümenin lokomotifi olmuş inşaat sektörü, 2018 yılı 3'üncü çeyreğinde %5.3 oranında daralmıştır.

2017'nin ilk 9 ayında ekonomi %7.3, inşaat sektörü %9.6 büyümüştür. 2018'in aynı döneminde ise ekonomi %4.7 büyürken, inşaat sektöründeki büyüme %0.8 düzeyinde kalmıştır. Söz konusu tablo, inşaat sektöründe keskin bir daralmanın başladığını ortaya koymuştur.

### Büyüme Oranları (%)

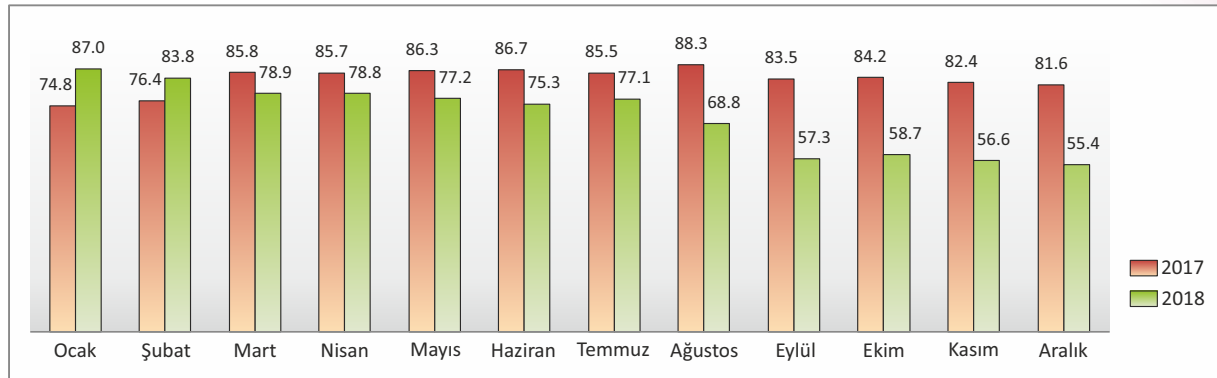
	2017				2017	2018		
	1.Ç	2.Ç	3.Ç	4.Ç	Yıllık	1.Ç	2.Ç	3.Ç
Ekonomi	5.3	5.3	11.5	7.3	7.4	7.2	5.3	1.6
<b>İnşaat</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>18.8</b>	<b>6.5</b>	<b>9.0</b>	<b>6.7</b>	<b>1.0</b>	<b>-5.3</b>
Gayrimenkul	2.6	2.1	2.7	2.9	2.5	3.4	0.2	2.3

Kaynak: TÜİK

2018 yılı 3'üncü çeyrek rakamları üretim yöntemine göre incelendiğinde; inşaat sektörünün 2015 yılından bu yana ilk defa ve bir önceki çeyreğe oranla belirgin biçimde daraldığı gözlenmiş; sektör bu dönemde ekonomideki büyümeyi 0.4 puan aşağıya çekmiştir. Bu süreçte girdi maliyetlerindeki ciddi artışın yanı sıra finansman maliyetlerinde izlenen artışlar, sektör bazında nakit akışını olumsuz etkilemiş; inşaat sektörü istihdamındaki gerileme sürmüştür. Sektördeki daralmanın 2018 yılının son çeyreği ve 2019 başında da devam etmesi beklenmektedir.

TÜİK tarafından açıklanan ve sektörel güvendedeki seyri göstermesi açısından önem taşımakta olan İnşaat Sektörü Güven Endeksi'nde 2018 yılı Ağustos ve Eylül aylarındaki sert düşüşün ardından gerilemenin yılsonuna kadar sürdüğü gözlenmektedir. Aralık 2018 tarihinde İnşaat Sektörü Güven Endeksi 56.6'dan 55.4'e gerilemiştir. İnşaat sektöründe bir önceki aya göre toplam çalışan sayısı beklentisi endeksi ise %5.5 artarak 71.5 olmuştur.

### İnşaat Sektörü Güven Endeksi



Kaynak: TÜİK

Endeks belirlenirken müteahhitler, faaliyeti kısıtlayan temel faktörler arasında en çok finansman sorunları ile talep yetersizliğini göstermiştir. 2017 yılı Aralık ayında anketin uygulandığı müteahhitlerin yarısı, faaliyetleri konusunda "kısıtlayan faktör yoktur" yanıtı vermiş; diğer yarısının %31.4'ü finansman sıkıntısına, %23.9'u talep yetersizliğine işaret etmiştir. 2018 yılı Aralık ayına gelindiğinde ise faaliyetlerini kısıtlayan bir faktör olmadığı görüşünü taşıyanların oranı %29.5'e inerken; diğerleri arasında %53.3'ü finansman sıkıntısına, %37.1'i de talep yetersizliğine dikkat çekmiştir.

Ekonominin genel dinamikleri tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de inşaat sektörünün performansını doğrudan etkilemekte; inşaat sektörü yapısal olarak ekonomideki gelişmelere çarpan etkisiyle tepki vermektedir.

2018 yılında işleri durma noktasına getiren yüksek maliyet artışlarının belli bir ölçüde karşılanabilmesi için inşaat sektörü tarafından fiyat farkı düzenlemesi talebi dile getirilmiştir. Bununla birlikte sadece sözleşme tasfiye veya devri imkânı sağlayan bir düzenleme, TBMM Genel Kurulu'nda kabul edilerek 18 Ocak'ta yürürlüğe girmiştir.

Buna göre; 31 Ağustos 2018 tarihinden önce ihalesi tamamlanarak kamudan iş almış yüklenici firmaların devam eden sözleşmeleri, düzenlemenin yürürlüğe girdiği tarihten sonraki 60 gün içinde idareye yazılı başvurunun ardından Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın görüşü alınarak tasfiye edilebilecek ya da devredilebilecektir. Bu düzenlemenin sektörde bir nebze rahatlama sağlayacağı değerlendirilmektedir. Öte yandan düzenlemenin verimli olabilmesi için süreçlerin ayrıntılarını belirlenmesi ve uygulamaya ilişkin kolaylaştırıcı adımlar atılması beklenmektedir.

Ayrıca geçmişte yaşanan benzer sıkıntıların bir daha yaşanmaması için önümüzdeki döneme yönelik olarak hem idareleri hem firmaları mağdur etmeyecek, piyasadaki fiyat dalgalanmalarını adil biçimde yansıtacak yeni bir fiyat farkı hesap yöntemi geliştirmesi sektör temsilcilerinin talebi olarak öne çıkmaktadır.

Kamu İhale Kurumu'nun 2018 yılı Aralık ayında akaryakıttaki ÖTV konusunda hayata geçirdiği yeni düzenleme ile hakedişlerden geçmişe dönük olarak kesinti yapılmaya başlanmıştır. Hakedişlerin ödenmemesi, ciddi maliyet artışları gibi mevcut sorunlara ilaveten bu düzenleme ile firmaların geriye dönük kesintilere maruz kalması sektörün sıkıntılarını derinleştirmiştir.

Kamuya iş yapan müteahhitlik firmalarının öne çıkan sıkıntılarından olan birikmiş hakediş alacaklarına ilişkin olarak ise Ocak 2019 içerisinde olumlu gelişmeler kaydedilmiştir.

### **Konut Segmenti: Desteğe ve düşen fiyatlara rağmen satışlar geriledi**

Gayrimenkul sektörü, 2018 yılının 3'üncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine oranla %2.3 büyümüştür. Yılın ilk ve 2'nci çeyreğinde büyüme oranları da %3.4 ve %0.2 olarak revize edilmiştir. Böylece yılın ilk 9 ayında gayrimenkul sektöründeki toplam büyüme, %2 olmuştur.

### **Konut Satışları (2018 / Ay)**

	2018	2017	Değişim (%)
Ocak	97 019	95 389	1.7
Şubat	95 953	101 468	-5.4
Mart	110 905	128 923	-14.0
Nisan	103 087	114 446	-9.9
Mayıs	119 655	116 558	2.7
Haziran	119 413	97 579	22.4
Temmuz	123 878	115 869	6.9
Ağustos	105 154	120 198	-12.5
Eylül	127 327	140 298	-9.2
Ekim	146 536	122 882	19.2
Kasım	89 626	122 732	-27.0
Aralık	136 845	132 972	2.9
<b>Yıllık Toplam</b>	<b>1 375 398</b>	<b>1 409 314</b>	<b>-2.4</b>

TÜİK'in Konut Satış İstatistikleri'ne bakıldığında; 2018 yılında Türkiye genelinde toplam 1.375.398 konut el değiştirmiştir. Konut satışlarında Mayıs - Haziran döneminde yakalanan olumlu eğilim, faiz ve fiyat indirim kampanyalarının sona ermesinin ardından terse dönmüş; toplam satışlarda Ağustos ve Eylül aylarında düşüş gerçekleşmiştir. Ekim ayında ise tapu harcı indiriminin etkisiyle satışlarda %19 artış gözlenmiştir. Harç indirimi ile konutta (%18'den 8'e çekilen) KDV indiriminin süresi, daha sonra 2018 yılı sonuna kadar uzatılmıştır. Konut satışları Kasım ayında %27 düşüş ve Aralık'ta %3 artışla 2018 yılını bir önceki yıla kıyasla %2.4 gerilemeyle kapatmıştır.

Kaynak: TÜİK



2018 yılındaki konut satışı, artan nüfusun yanında getirilen vergi avantajları ve uygulanan kampanyalara rağmen 2017'ye oranla 34 bin adet azalmıştır. Türkiye'de halen konut ihtiyacı mevcut iken satışlardaki bu durum, tüketicinin düşen alım gücü ve geleceğe yönelik endişelerinin, gerileyen konut fiyatları ve faiz oranlarında yaşanan değişimle birlikte konutun artık önde gelen bir yatırım aracı olarak görülmemesinin bir sonucu olduğu şeklinde değerlendirilmektedir.

Türkiye geneli için hazırlanan REIDIN - GYODER Konut Satın Alma Gücü Endeksi de konut kredi faizlerinin yüksekliği nedeniyle geçen döneme göre konut alımlarının ortalama 17 puan zorlaştığını ortaya koymuştur.

Yükselen konut kredisi faiz oranlarının gayrimenkul sektörüne etkisi özellikle ipotekli satış rakamlarındaki yüksek gerileme ile kendini göstermiş olup, konut kredisi faizleri son dönemde en az gerilemenin yaşandığı kredi türü olmuştur. Bu çerçevede önümüzdeki dönem TCMB'nin faiz adımları konut sektörü açısından da önem taşıyacaktır.

### Konut Satışları (2017 - 2018)

	Aralık		Değişim (%)	Ocak- Aralık Toplam		Değişim (%)
	2018	2017		2018	2017	
<b>İpotekli Satışlar</b>	<b>7 148</b>	<b>34 029</b>	<b>-79.0</b>	<b>276 820</b>	<b>473 099</b>	<b>-41.5</b>
İlk satış	3 925	16 253	-75.9	125 389	206 723	-39.3
İkinci el satış	3 223	17 776	-81.9	151 431	266 376	-43.2
<b>Diğer Satışlar</b>	<b>129 697</b>	<b>98 943</b>	<b>31.1</b>	<b>1 098 578</b>	<b>936 215</b>	<b>17.3</b>
İlk satış	65 936	50 408	30.8	526 183	452 975	16.2
İkinci el satış	63 761	48 535	31.4	572 395	483 240	18.4
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>136 845</b>	<b>132 972</b>	<b>2.9</b>	<b>1 375 398</b>	<b>1 409 314</b>	<b>-2.4</b>
İlk satış	69 861	66 661	4.8	651 572	659 698	-1.2
İkinci el satış	66 984	66 311	1.0	723 826	749 616	-3.4
<b>Yabancılara Satışlar</b>	<b>4 560</b>	<b>2 164</b>	<b>52.5</b>	<b>39 663</b>	<b>22 234</b>	<b>78.4</b>

Kaynak: TÜİK

Aralık 2018'de ekonomiye doğrudan katkı sağlaması ve konut stoklarının eritilmesi açısından önemli sayılan ilk el satışlar %4.8 gibi sınırlı düzeyde artmış, daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlarda da artış %1 olmuştur.

Özellikle kurlardaki yükseliş ve TCMB faiz artışının ardından ipotekli konut satışlarında kayda değer düşüşler görülmüştür. Aralık'ta Türkiye genelinde ipotekli konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %80 oranında düşerek 7.148 olmuştur. Toplam konut satışları içinde ipotekli satışların payı %5.2 olarak gerçekleşmiştir. İpotekli satışlarda İstanbul 1.461 konut satışı ve %20.4 pay ile ilk sırayı almış; toplam konut satışları içerisinde ipotekli satış payının en yüksek olduğu il %12.7 ile Edirne olmuştur.

Aynı dönem diğer konut satışları Türkiye genelinde bir önceki yılın aynı ayına göre %31.1 oranında artarak 129 697 olmuş; İstanbul 25.080 konut satışı ve %19.3 pay ile ilk sıraya yerleşmiştir. İstanbul'daki toplam konut satışları içinde diğer satışların payı %94.5 olmuştur. Ankara 11.315 diğer konut satışı ile ikinci sırada yer almış; Başkenti 6.565 konut satışı ile İzmir izlemiştir. Diğer konut satışının en az olduğu il 12 konut ile Ardahan olmuştur.

Aralık 2018'de, 19 Eylül'de uygulamaya başlanan Türk vatandaşlığı hakkı elde etmede gayrimenkul alımındaki sınırın 1 milyon ABD Doları'ndan 250 bin ABD Doları'na indirilmesinin devam eden etkisiyle yabancıların konut alımında %52.5 artış yaşanmıştır. Bu dönem yabancılar, Türkiye'de toplam 4.560 konut satın almıştır. Toplam konut satışları içinde %4'ün altında kısıtlı bir paya sahip olan yabancıların konut alımında yıllık artış da %78.4 olarak gerçekleşmiştir.

Bölgesel arz-talep koşulları farklılık gösterse de, Türkiye genelinde konut fiyatlarının yıllık artış hızı 2015 yılı sonundan bu yana gerilemektedir. Söz konusu yavaşlama son dönemde daha da belirgin hale gelmiş;



Türkiye genelinde konut fiyatlarındaki yıllık artış, enflasyon oranının oldukça altında kalmıştır. TCMB'nin açıkladığı ve konutta kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimini ortaya koyan Hedonik Konut Fiyat Endeksi'ndeki artış, Kasım ayında %0.34 ve yıllık olarak da %6.6 oranlarıyla son derece sınırlı kalmıştır.

### Konut Stokunda Durum

	İnşaat Ruhsatı	Yapı Kullanım İzin Belgesi	İlk El Konut Satışı	Konut Stokuna Eklenen (kümülatif)
2013	839 630	726 339	529 129	197 210
2014	1 031 754	777 596	541 554	433 252
2015	897 230	732 877	598 667	567 462
2016	1 000 368	753 131	631 686	688 907
2017	1 323 118	820 526	659 698	849 735
2018 9 ay	485 356	593 945	466 075	977 605

Kaynak: TÜİK

Gayrimenkul sektöründe stoklardaki artış da dikkat çekici olmaya başlamıştır. Özellikle ilk el konut satışlarına ilişkin istatistikler konut talebini gösterirken; yapı kullanım izin belgesi verilen konutlar hangi miktarda konutun tamamlanmakta ve kullanıma hazır hale gelmekte olduğunu, başka bir deyişle konut arz durumunu göstermektedir. 2005 yılı öncesinde paralel düzeyde seyreden yapı kullanım izinleri ve inşaat ruhsatları bu tarihten itibaren ayrılmaya başlamış, sonraki yıllarda ruhsatlar kullanım izinlerinin belirgin oranda üzerine çıkmıştır. Bu durum, yapı stoklarındaki artışın veya konut arzının talebin üzerinde gerçekleştiğine işaret etmektedir.

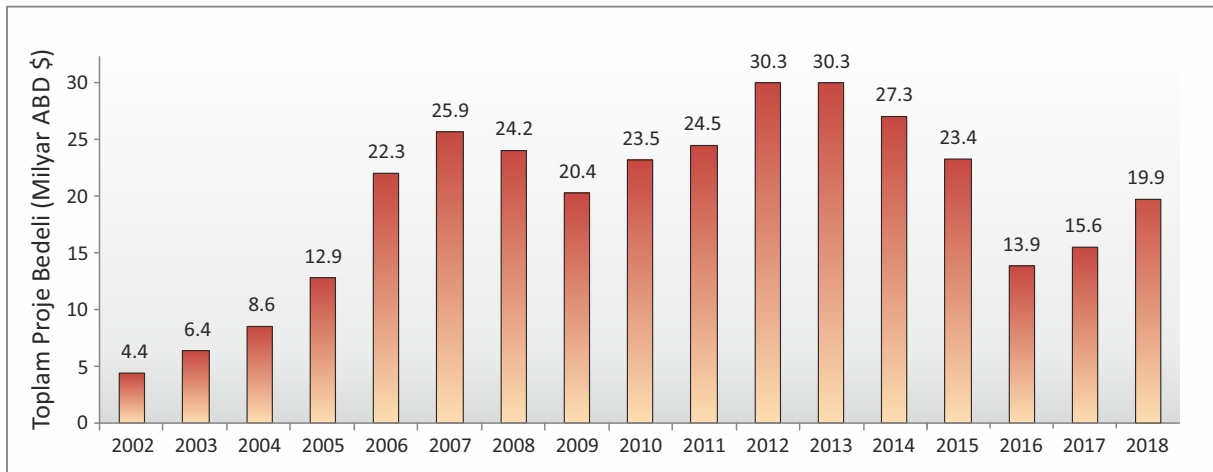
Tabloda görüldüğü gibi 2018 yılının ilk 9 ayında belediyelerce yaklaşık 594 bin konut için yapı kullanım izni verilmiş, aynı dönemde 466 bin ilk el konut satışı olmuş, dolayısıyla toplam stoklara eklenenlerle kümülatif stok 1 milyona oldukça yaklaşmıştır.

Mevcut konut stokunun yönetilebilmesi için hem yatırımcı hem de son tüketiciye yönelik kredi olanaklarının geliştirilmesi hayati önem taşımaktadır. Alternatif gayrimenkul finansman modelleri geliştirilmeli ve arz talep dengesi uzun vadeli bir planlama ile yönetilebilir hale getirilmelidir. Bu çerçevede bir varlık havuzu oluşturularak stokların kurulacak bir fon üzerinden menkulleştirilmesi gibi adımlarla yaşanan finansman sıkışıklığına bir çözüm getirilmesi beklenmektedir.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Toparlanma güçleniyor

Yaşanan tüm jeopolitik risklere ve ticaret savaşlarına rağmen Türk firmaları, 2018 yılında yurtdışında 19.9 milyar ABD Doları tutarında taahhüt projesi üstlenmiştir. Bugüne kadar 123 ülkede üstlenilen 9 600 projenin toplam tutarı ise 380 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır.

### Yıllara Göre Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ticaret Bakanlığı



2018 yılında en fazla iş üstlenilen ülkeler; Rusya (%20), Suudi Arabistan (%15.5), Katar (%10.4), Sudan (%8.6), Polonya (%8), Kazakistan (%7), Türkmenistan (%3.7), Cezayir (%2.7), Romanya (%2.5) ve Kuveyt (%2.3) olmuştur. İlişkilerin normalleşmesinin ardından Rusya, bu yıl yurtdışı müteahhitlik hizmetlerimizde pazar sıralamasında lider konumuna geri dönmüştür. Rusya'da kısa sürede 2012 - 2015 yıllarındaki ortalama 5 - 6 milyar ABD Doları/yıl potansiyel proje tutarına yaklaşılmasının mümkün olacağı öngörülmektedir.

Firmaların yurtdışındaki performanslarının geçmiş yıllardaki seyrine bakıldığında; 2012 - 2015 döneminde yıllık 25 - 30 milyar ABD Doları ile en yüksek seviyelere ulaşıldığı görülmektedir. Ancak dünyadaki siyasi ve ekonomik gelişmeler, petrol fiyatlarındaki gerileme ve Rusya ile yaşanan krizin etkisi ile bu rakam, 2016 - 2017 döneminde 14 - 15 milyar ABD Doları/yıl mertebesine inmiştir. 2018 yılında ise yurtdışında yeniden 20 - 30 milyar ABD Doları bandına doğru hareket ettiği gözlenmektedir.

Dünyada referans kabul edilen ENR'ın (Engineering News Record) verilerine göre; geçtiğimiz dönemde ekonomik belirsizlikten en çok etkilenen sektörlerden biri olarak durgun seyreden küresel inşaat pazarı 2017 yılında yeniden ivmeyi yukarı çevirerek %3.1 artışla 482 milyar ABD Doları olmuştur. Uluslararası müteahhitlik pazarının büyüklüğünün 2030'larda 700 milyar ABD Doları seviyelerine çıkması öngörülmektedir.

Sektörün Cumhuriyetimizin 100'üncü yılında küresel pazarda ağırlığı olan ve bölgesinde lider "Türk Müteahhitliği" markası oluşturarak yurtdışında 35 milyar ABD Doları seviyelerinde proje üstlenmesi öncelikli hedefdir. 2030'larda ise uluslararası pazardan firmalarımızın aldığı payın %7'lere, diğer bir ifadeyle yılda 50 milyar ABD Doları seviyesine yükseltilmesi amaçlanmaktadır.

Önümüzdeki dönemde yurtdışı inşaat pazarını etkileyecek çok çeşitli unsurlar mevcuttur. Bunların başında enerji fiyatlarının seyri ile Suudi Arabistan, Cezayir gibi Türk firmaların referanslarının güçlü olduğu pazarlardaki yatırım ortamı ve finansman koşulları gelmektedir.

Rusya Federasyonu ve Irak da sektör için önemini koruyacaktır. Irak'ta geçen yılın sonunda kurulmuş olan Hükümet, bazı Bakanlıklara henüz atama yapılmamış olmasına karşın, ülkenin yeniden imarı ve yaşam kalitesinin yükseltilmesine verdiği önem nedeniyle olumlu bir dönemin başlangıcının sinyallerini vermektedir. Bu yöndeki gelişmeler ve mevcut güvenlik sorunlarının aşılması, firmalarımıza Bağdat ve çevresi ile Basra başta olmak üzere Irak'ta yeniden iş üstlenilebilmesi imkanı sağlayacaktır. Bu durum aynı zamanda, Irak tarafının müteahhitlik firmalarımıza birikmiş alacaklarını ödemeleri ve firmalarımızın mevcut projelerini tamamlamaları sonucunu doğurabilecektir. Dolayısıyla Irak ve Suriye'de, barış ve istikrar ortamının yeniden sağlanması bölgede "barış ekonomisi"nin devreye girecek olması açısından da son derece önem taşımaktadır.

Müteahhitlerimiz yurtdışında yeni fırsatlar için bir süredir Sahra Altı Afrika, Hindistan, ASEAN Bölgesi ve Latin Amerika gibi potansiyeli olan pazarları yakından takip etmektedir. Pek çok ülkenin ilgi odağında olan Afrika'da çok çeşitli proje imkânları mevcut olup, bölge ülkelerindeki firmalarımıza yönelik olumlu bakış Türk müteahhitlik firmalarını avantajlı kılmaktadır.

Diğer yandan yurtdışında firmaların son dönemde çok sayıda pazarda teminat mektubu ve kontr-garanti sorununun arttığı gözlenmekte olup; bir an önce Türk bankacılık sistemi ve Türk bankalarının etkin tanıtımının yapılarak, bankalarımızdan alınacak teminat mektuplarının bu pazarlarda direkt kabul edilmesini sağlayacak adımlar atılması ve konunun resmi temaslarda gündeme getirilmesi önemlidir.

Ayrıca mevcut Eximbank desteklerinin, müteahhitlerin finansman ihtiyacını gidermeye yönelik geliştirilmesi beklentisi sürmektedir.

## UFUK TURU

**Uğur CİVELEK**, 4 Aralık 2018, Dünya Gazetesi  
Köşe Yazarı

Korku her tarafı sarmış gibi görünüyor. Eğer böyle olmasa, 2017 yılında en cüretkâr hamleleri yaparak rakiplerine geri adım attırmak peşinde olan ABD, hem İran yaptırımları hem de ticaret savaşları konusunda tehdidi koruyarak zamana yayan geri adımlar atmak zorunda kalmazdı. Küresel düzeyde sistemik risk açısından kırılmanın yüksek olduğu algısı muhtemelen genel kabul görüyor ve bunu test etmek hiçbir kesimin işine gelmiyor...

**Osman ULAGAY**, 9 Ocak 2019, Dünya Gazetesi  
Köşe Yazarı

Trump'ın başkanlığının ilk iki yılına damga vuran yıkıcılık dürtüsünün bundan sonra nelere yol açabileceğini düşünmek bile insanı ürkütüyor... Dünya ekonomisinin yavaşladığı ortamda, on yıldan beri kesintisiz büyüyen ABD ekonomisinin en geç iki yıl içinde bir resesyona girme olasılığının bulunduğunu düşünenlerin sayısı ABD iş dünyasında da artıyor. Ülkelerini tek başlarına yönetme hevesine kapılan bütün liderler gibi Trump da eleştiriden hiç hoşlanmadığı için, ABD iş dünyasının önde gelen şirketleriyle ve onların yöneticileriyle arası hiç iyi değil. Onların uyarılarına da kulak asmayarak bildiğini okumaya çalıştıkça da ekonomiyi tam bir çıkmaza sürüklemesi kaçınılmaz görünüyor. Trump'ın FED'de ve bürokraside aklın yolunu gösterenleri hedef alarak 2019 yılını bir kriz yılı haline getirmesi de beklenebilir.

**Mahfi EĞİLMEZ**, 13 Ocak 2019  
Ekonomist

Yapısal reform yapmazsak ne olur? O zaman buluş yapamayan, inovasyonu taklitçilik sanan, fason üretime çalışan bir toplum olmaya devam ederiz. Bu durumda akla şu soru geliyor: Acaba üzerinde anlamadığımız sosyal ve siyasal alandaki yapısal reformları bir yana bırakıp da ekonomik alandaki yapısal reformları yapabilir miyiz? Belki yaparız ama bu bizi 'muasır medeniyetler seviyesine' çıkarmaya yetmez... Küresel krizle birlikte yaşanan likidite bolluğu, dış finansmana erişimimizi inanılmayacak kadar kolaylaştırdı. O fırsattan yararlanıp yapısal reformları yapacak yerde tam tersini yaparak sistemi daha da ağırlaştırdık. Artık likiditenin daralmaya başladığı bir dönemin içindeyiz, dolayısıyla bu reformları yapmak ne yazık ki artık daha zor. Ne var ki bunları yapmazsak şimdiye kadar iyi kötü bulabildiğimiz dış finansmanı bulmamız da zor olacak, kurları istikrarlı tutmamız da zor olacak, enflasyonu düşürmemiz de zor olacak.

**Serhat GÜRLEYEN**, 21 Ocak 2019, Dünya Gazetesi  
Köşe Yazarı

Türkiye varlıkları jeopolitik endişeler nedeniyle küresel piyasalardaki yükselişe hemen katılmadı. ABD'nin Suriye'den çekilişine yönelik belirsizlikler ve Türkiye'nin bölgede askeri operasyon yapma planlarına tepkiler nedeniyle Türkiye piyasaları yıla satıcılı başladı. Türk lirası yılın ilk haftasına dolara karşı değer kaybeden tek para birimi konumundaydı. Ancak bu negatif ayrışma uzun sürmedi...

Küresel risk iştahındaki güçlenme ve gelişmekte olan ülke varlıklarına para girişinin artması Ağustos şoku sonrası yaralarını sarmaya çalışan Türkiye için altın değerinde bir fırsat sunuyor...



**Abdurrahman YILDIRIM, 18 Ocak 2019, Haber Türk**  
**Köşe Yazarı**

...Şirketler kesimini yeniden yapılandırmayı başarısak önümüzdeki 15-20 yılı daha kazanabiliriz. Tıpkı bankaların 2001'de yapılandırılması ardından ekonomiye ciddi bir sorun yaratmamasında, hatta geçmiş yıllarda büyümenin finansmanını üstlenmesinde olduğu gibi. Bu açıdan bakınca dileyelim en zor yıl bu yıl olsun. Olsun ve bitsin ki, önümüzü görelim ve gelecek yılları kazanalım. Aksi takdirde giderek büyüyen borç kamburu ile şirketler kesimi ekonominin en büyük yükü ve sorunu haline gelecek. Bu da yeniden yapılandırmanın faturasını daha büyütmekten başka bir işe yaramayacak.

Üstelik seçim sonrası dönem, 4.5 yıllık seçimsiz bir icraat döneminin başlangıcı. Siyasetçiye, yeniden yapılandırmanın ve yapılacak reformların sonuçlarının rahatlıkla alınabileceği bir zaman aralığı sunuyor. Bu da siyasetçiyi cesaretlendirebilir. Zaten siyasetçilerin en kararlı ve icraat açısından en avantajlı oldukları zamanlar, seçimlerin henüz geride bırakıldığı dönemler oluyor. Dolayısıyla yılın ikinci çeyreği ve ikinci yarısı tam bir fırsat sunuyor.

**Erdal SAĞLAM, 28 Ocak 2019, Hürriyet Gazetesi**  
**Köşe Yazarı**

...Küresel büyüme tahminlerindeki düşüş gelişmiş ülkelerde faiz artışlarını engelliyor, oralarda kar göremeyen sıcak para bizim gibi ülkelere geliyor, bunların hepsi doğru da bence bu uygun ortamı fırsat olarak kullanıp, büyüme sıkıntısını atlatabilecek bir politikanın olmaması asıl sorunuz. Böyle bir politika umarız seçimden hemen sonra oluşturulup, içeriye ve dışarıya güven verilir de kalıcı iyimserlikten o zaman söz etmeye başlarız...

**Güven SAK, 18 Aralık 2018, Dünya Gazetesi**  
**Köşe Yazarı**

...Biz eskiden 1990'larda da böyleydik. Varsa yoksa günü kurtarma, kısa vadede yolda kalmama telaşı. O günlerde de aynı böyle içimize kapanmıştık. Hemen önümüze bakmaktan, ileriye bakmayı ihmal etmiştik. Yine aynı böyle bir miyopik telaştaydık. Bana sorarsanız miyopik telaş, gelecek telaşesinin yerini almıştı. Sonra ne oldu? Bir de baktık ki, biz uyurken, 1990'lı yıllarda, Çin uyanmış ve ortaya yeni bir küresel gerçeklik çıkmış. Çin'in uyanışını o arada ıskaladık bana sorarsanız. Olduktan sonra görüp şaşırдық. Ve hala Çin'in uyanışını bir efsane gibi anlatıp duruyoruz.

Bugünlerde neyi unuttuk? Yeni Sanayi Devrimi (YSD-New Industrial Revolution) gündemden düştü sanki. Bir ara harıl harıl dijitalleşmeden, yapay zekâdan filan bahsederdik, şimdi gündemimiz varsa yoksa döviz krizi oldu. Aslında dünyanın gündeminde bu açıdan bir değişiklik yok. Millet yeni küresel düzeni inşa etmek için pazarlık yapıyor. Ama bizim başka bir meşguliyetimiz var bugünlerde. Bakın şimdi neticeye: Ne onu yapabiliyoruz ne de bunu. Hazin bir durum bu. İşte ben bundan şikayetçiyim.

