

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Yeni Ekonomik Program ve  
Ekonomik Gerçekler

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Ekim  
2018

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*“Sanayicimizin, tüccarımızın, esnaf ve sanatkârimizin, tarım sektörümüzün, ücretli kesimin, velhasıl milletimizin yaşadığı sıkıntıları biz gayet iyi biliyoruz. Enflasyondan, faizlerden, döviz kurundan bunalan, işini çevirmekte zorlanan herkesin yaşadıklarını yakından takip ediyoruz. Bankacılık sektörünün hareket alanının daralmasından kaynaklanan finans sıkışıklığının yol açtığı zincirleme sorunların öneminin ve aciliyetinin de farkındayız. Tüm bu sıkıntıların çözümüne yönelik hazırlıklarımız, çalışmalarımız var.”*

**Recep Tayyip ERDOĞAN, Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı**  
TBMM, 1 Ekim 2018

## ÖZETİN ÖZETİ

Küresel ekonomik aktiviteye ilişkin göstergeler son dönemde olumlu seyrini bir ölçüde korusa da, politik risklerin mevcut görünümü tersine çevirme potansiyelinin gün geçtikçe arttığı değerlendirilmektedir. Dünyanın yeni bir tarihsel dönemde olduğu; jeopolitik, siyasi ve ekonomik türbülanslar eşliğinde, çok kutuplu yeni bir düzene doğru yol alındığı belirtilmektedir.

Geçtiğimiz dönemde ticaret savaşı küresel ekonominin odak noktası olmaya devam etmiştir. Kasım ayında ABD'de gerçekleştirilecek olan ara seçimlerle birlikte küresel ticaret konularının Trump Yönetimi'nin odağında kalması beklenmektedir. Nitekim ABD Başkanı Trump, Birleşmiş Milletler Genel Kurulu toplantısında ABD'nin küreselleşmeye karşı duruş sergileyeceğini belirterek, korumacı ticaret önlemlerinin sürdürüleceğine işaret etmiştir. Küresel arenada yaşanmakta olan rekabet, ticari korumacılık hamlelerinden finansal sıkışmaya, Suriye odaklı bölgesel sorunlardan petrol ambargolarına kadar birçok gelişmeye etki ederken, 2008 krizinin onuncu yılında küresel ekonomik gidişata yönelik belirsizlik unsurları büyük oranda artmıştır.

The Economist dergisinin son sayısının kapağında yer alan *"Bundan Sonraki Resesyon Ne Kadar Kötü Olacak?"* sorusu, mevcut gidişata işaret eder niteliktedir. Konuya ilişkin dosyada, küresel ekonomide bir resesyon olasılığının gündeme gelmesi durumunda buna karşı ortak önlemlerin alınmasını zorlaştıran "toksik siyaset" ortamının riskleri derinleştireceği ifade edilmiştir. Buna göre, 2008 küresel krizinin aşılmasında G-20 ülkelerinin koordinasyon içindeki hamleleri etkin olurken, çok kutuplu yeni düzende küresel gidişata yönelik iyimser senaryolar oldukça güç görünmektedir.

Küresel piyasalarda özellikle 2018 yılının ilk yarısı boyunca etkin olan iyimserlik gün geçtikçe kaybolmakta; yatırımcıların risk iştahını baskılayan birçok etmen bulunmaktadır. Alanı genişleyen ticaret savaşı, Çin ekonomisinde ivme kaybının hızlandığına dair kaygılar, ABD Merkez Bankası'nın (FED) parasal sıkışma sürecinde ABD tahvil faizlerinde sürmekte olan artış, petrol fiyatlarında gözlenen yükseliş eğiliminin sürmesi, Brexit konusunun ve Avrupa'da İtalya'nın başı çektiği yüksek borçlu ülkelerin yarattığı belirsizlik, İran'a yönelik ambargonun yankıları sürerken ABD'nin gazeteci Cemal Kaşıkçı'nın ölümünün ardından Suudi Arabistan'a yaptırım uygulayacağı uyarısı, piyasalardaki başlıca stres unsurlarıdır.

Küresel ölçekte kırılma algısının, gündemden düşmeyen jeopolitik risklerin ve çok boyutlu belirsizliğin artmasıyla beraber etkin olan risk diyetinin etkileri, dünya borsalarına yansımaya devam etmektedir. Küresel kriz sonrası dönemde uzun süre devrede olan ucuz para döneminin bitişi ve dünya genelinde yükselen faiz oranları, küresel ekonomik görünümün bozulması ve ticaret savaşı endişeleri uluslararası yatırımcıların hisse senedi piyasalarından uzaklaşmalarına ve nakit varlıklarını arttırmalarına yol açmaktadır. Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges) verilerine göre, 2018 Ocak ayı sonunda 89.8 trilyon ABD Doları olan dünya borsalarının toplam değeri, Ekim ayı itibarıyla 82.5 trilyon ABD Dolarına gerilemiştir. Söz konusu dönemde dünya borsalarının toplam değeri %8,1 oranında azalırken, bu oran 7.3 trilyon ABD Doları tutarında erimeye işaret etmiştir. Analistler birçok unsurun zayıflatmaya devam ettiği borsalardaki toplam kaybın kısa sürede 20 trilyon ABD Dolarına ulaşabileceğini belirtmektedir.



Mevcut konjonktürün risk iştahıyla birlikte yatırım iştahını da negatif yönde baskıladığı gözlenmektedir. Küresel arenada şirket satın alma ve birleşme iştahı son dört yılın en düşük düzeyine gerilemiştir. Uluslararası danışmanlık şirketi Ernst & Young tarafından yıllık bazda hazırlanan “Küresel Sermaye Güven Barometresi” başlıklı raporda, dünya genelinde şirket satın alma ve birleşmelerinin gerilediği gözlenmektedir. Araştırmaya katılan 45 farklı ülkeden 2 bin 600 üst düzey yöneticiden, önümüzdeki yıl içinde şirket birleşme veya satın almasına olumlu bakanların oranları geçen yılki rapora göre %10 oranında gerilemiştir. Ankete katılan yöneticilerin büyük bir çoğunluğu gelecek dönemde satın alma ve birleşme faaliyetlerinin önündeki en büyük risk olarak jeopolitik belirsizliği gördüğünü dile getirmiştir.

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı'nda (UNCTAD) açıklanan 2018 Ticaret ve Kalkınma Raporu'nda 2008 mali krizinin üzerinden 10 yıl geçmesine rağmen küresel ekonominin halen sallantıda olduğu ifade edilmiştir. Raporda, ticaret savaşlarının önceki krizden çok daha derin bir kırılmalığın emaresi olduğu belirtilerek, dünya genelinde borç stokunun gün geçtikçe arttığı vurgulanmıştır. Bugünkü 250 trilyon ABD Dolarlık borç stokunun 2008 krizi döneminden %50 daha fazla ve küresel ekonominin üç katı olduğuna işaret edilen raporda, özel sektör borçlarının bu büyüyen dalgadaki asıl risk unsuru olduğu kaydedilmiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) Başkanı Christine Lagarde da, küresel ekonomideki ticaret gerginliği kaynaklı dalgalı gidişe ve artan parasal sıkılaştırma adımlarına işaret ederek, dalgalanmaların artacağı uyarısında bulunmuştur. Lagarde konuya ilişkin açıklamasında, merkez bankaları ve ekonomi yönetimlerine tavsiyesinin artmakta olan riskler ışığında parasal ve mali tamponlar oluşturmayı sürdürmeleri yönünde olduğunu ifade etmiştir.

IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun Ekim 2018 sayısını "*İstikrarlı Büyüme Sınayan Zorluklar*" başlığıyla yayımlamıştır. Raporda küresel ekonomiye yönelik aşağı yönlü risklerin son 6 ayda korumacı ticaret hamleleri, siyasi belirsizlikler ve yükselen piyasalardaki sermaye çıkışlarıyla yükseldiği vurgulanmıştır.

Bu doğrultuda IMF, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin küresel büyüme beklentilerini yükselen riskler nedeniyle %3.9'dan %3.7'ye indirmiştir. Ayrıca Avrupa ülkeleri ve gelişmekte olan ekonomilere (GOE) yönelik büyüme tahminleri aşağı çekilmiştir. GOE grubunda bulunan birçok ülke gibi Türkiye'ye yönelik büyüme beklentilerini de aşağı çeken IMF, Türkiye ekonomisi için öngördüğü büyüme oranını 2018 için %4.2'den %3.5'e, 2019 için %3.9'dan %0.4'e revize etmiştir.

Son dönemde pek çok GOE'de artan küresel belirsizlik, finansal koşulların sıkılaşması ve yükselişe geçen petrol fiyatları nedeniyle ekonomik aktivitede gerileme görülmektedir. Dış finansmana bağıllık ve makroekonomik zayıflıkları bakımından özellikle Arjantin ve Türkiye'nin bu dönemde en fazla stres altında bulunan ülkeler olduğu ifade edilmektedir.

Nitekim geçtiğimiz dönemde birçok diğer GOE gibi güçlü ABD Doları ve artan döviz borçlanma maliyetlerinden etkilenen Türkiye varlıkları, Türkiye özelinde artan risk algısının etkisiyle de önemli ölçüde zayıflamış; diğer GOE para birimlerinden negatif ayrılmıştır. Türkiye ekonomisi, mevcut küresel ekonomik konjonktürün etkilerine ek olarak, Avrupa ve Ortadoğu arasındaki köprü konumu nedeniyle jeopolitik risk haritasının da odağında bulunduğundan, gerginliklerin tırmandığı dönemde dış diplomasinin ön planda olduğu gelişmeler öne çıkmıştır. Ağustos ayında ABD Senato Dış İlişkiler Komisyonu'nun Türkiye'nin uluslararası kuruluşlardan kredi almasını kısıtlayan tasarımı kabul etmesi, ABD Başkanı Trump ve Dışişleri Bakanı Pompeo'nun Türkiye ile ilgili yapmış olduğu açıklamalar ve Rahip Brunson krizinin büyümesine bağlı olarak, TL varlıklar üzerindeki satış baskısının ve volatilitenin önemli ölçüde artış kaydettiği izlenmiştir. Türk Lirası Ağustos ayında %40'ı aşan değer kaybı ile tarihi düşük seviyelerinden işlem görürken, yurt içi tahvil faizleri yükseliş kaydetmiştir.

Siyasi ve iktisadi maliyetleri son derece yüksek olan söz konusu risk unsurlarıyla beraber, aynı dönemde ülke risk priminde rekor artışlar gözlenmiştir. Türkiye 5 yıllık CDS primi (*Kredi Temerrüt Risk Primi*), yılın başında 155 seviyesindeyken Ağustos ayı içinde 542 baz puan ile son yılların en yüksek seviyesine

yükselerek TL varlıklara ilişkin risk algısının ve sistematik risk fiyatlamasının çok yüksek olduğuna işaret etmiştir. TL'de oluşan değer kaybı ve CDS'lerdeki yükseliş paralelinde aynı gün içinde iki farklı uluslararası derecelendirme kuruluşu, Moody's ve S&P Türkiye'nin kredi notlarını düşürmüştü; Fitch ise Türkiye'de ekonomik görünümün kötüleştiğini belirterek Aralık ayındaki değerlendirmesinde kredi notunu düşürebileceğini açıklamıştır.

Bu gelişmelere karşı ekonomi yönetimi, TL'deki değer kaybını önlemeye yönelik bir dizi tedbir açıklamıştır. BDDK bankaların, TL satıp karşılığında döviz aldığı swap işlemlerinde limiti öz sermayelerinin %25'si ile sınırlandırmış; TCMB finansal istikrarı ve piyasalardaki likidite ihtiyacını karşılayacak adımlar atmıştır. Ardından TCMB, Eylül ayı Para Politikası Kurulu'nda (PPK) fiyat ve finansal istikrara dair artan risk algısına karşı 625 puanlık sert bir faiz artışıyla güçlü bir mesaj vermiştir. Piyasalarda izlenen dalgalanmanın iç talepte yaratabileceği risklere ve büyüme eğilimini baskılayıcı etkilerine rağmen TCMB'nin 13 Eylül tarihinde gerçekleştirdiği, öngörülerini aşan faiz hamlesi, önceliğin enflasyon görünümünü kontrol altına almak olduğuna da işaret etmiştir. PPK 25 Ekim tarihli toplantısında ise beklentilere paralel olarak herhangi bir faiz artışı gerçekleştirilmemiş; politika faizini %24 seviyesinde sabit tutmuştur.

Ekonomi yönetimi tarafından Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu şartlara yönelik çözüm üretmek ve kredibilitiyi güçlendirmek adına atılan bir diğer önemli adım ise ılımlı büyüme, piyasa beklentileri paralelinde gerçekçi enflasyon ve güçlü mali disiplin yaklaşımı öngören Yeni Ekonomik Program'ın (YEP) hazırlanıp duyurulması olmuştur. Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak tarafından 20 Eylül tarihinde açıklanan ve 2019-2021 yıllarını kapsayan YEP'te, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın tekrardan tesis edilmesi öncelikli amaç olarak belirlenmiştir. Bu süreçte 2019 yılı ekonomik dengelenme yılı olarak ilan edilmiş; Türkiye ekonomisinin 2020 yılına kadar olan dönemde potansiyelinin altında bir büyüme sergileyeceği, 2021 yılından itibaren iktisadi faaliyetin yeniden artacağı öngörülmüştür.

Ekonomik programa göre enflasyon tarafında tek haneli seviyelere 2020 yılsonu itibarıyla dönülebileceği beklenmektedir. Nitekim Ağustos ayında kurlarda yaşanan dalgalanmaların en yüksek etkisi Eylül ayı enflasyon rakamlarında görülmüş, TÜFE'de aylık artış %6.3 ile piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Böylece son 6 aylık dönemde yükseliş eğilimi içinde bulunan yıllık tüketici enflasyonu Eylül ayı itibarıyla %24.5 olmuştur. Eylül ayında piyasa beklentilerinin çok üzerinde açıklanan bu verinin ardından, Türkiye ekonomisinin enflasyonist bir borç sarmalına girdiği kaygısı ile bankacılık hisselerinde ve 10 yıllık devlet tahvillerinde oldukça sert bir satış baskısı gözlenmiştir. İlerleyen dönemde açıklanan "Enflasyonla Topyekun Mücadele" programı ve programa özel sektör temsilcilerinden gelen yüksek destek kapsamında Ekim ayı enflasyonunda düşüş beklenmekte, ancak YEP öngörülerıyla de paralel olarak, kısa vadede enflasyonda tek haneli seviyelere dönülmesi olası görünmemektedir.

Bu süreçte, YEP ile ortaya konan yaklaşımın piyasa beklentilerini karşılaması ve uluslararası diplomatik ilişkilerdeki iyileşme ile Eylül ayı içinde TL varlıklar tekrar değer kazanma eğilimi sergilemiştir. ABD ile başat kriz konusu olan Rahip Brunson'un, 12 Ekim günü gerçekleşen davada serbest bırakılması ve ardından ABD tarafından gelen yapıcı açıklamalar ABD-Türkiye ilişkilerindeki iyileşmeye yönelik beklentileri güçlendirirken, TL'de değer artışı hız kazanmıştır.

Aynı dönemde açıklanan cari işlemler dengesi üç yıl aradan sonra ilk kez fazla vermiş; Ağustos'ta 2.6 milyar ABD Doları tutarında rekor cari fazla açıklanmıştır. Döviz dengesinin sağlanması bakımından cari fazlaya dönülmüş olması olumlu bir gelişme olarak yorumlanmıştır. Bu dönemde ayrıca Hazine tarafından gerçekleştirilen başarılı euro-tahvil ihracı ve banka sendikasyon kredileri güvenin yeniden tesis edilmeye başlandığına işaret etmiştir. Hazine'nin, 2023 vadeli Eurobond ihalesinde 2 milyar ABD Dolarlık satışa karşın 6 milyar ABD Doları talep geldiğini duyurması; başka bir deyişle böylesi kritik bir dönemde uluslararası borçlanma bakımından sıkıntı yaşanmaması olumlu beklentileri desteklemiştir. Diğer taraftan, küresel piyasalardaki satış eğiliminin dalga boyunu arttırması halinde tüm GOE piyasalarıyla beraber Türkiye ekonomisine de kaynak girişlerinin azalma olasılığı bulunmaktadır. Bu süreçte uluslararası borçlanma maliyetlerinin de kayda değer oranda arttığı değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde uluslararası yatırımcılar nezdinde güvenin yeniden tesis edilmesi ve risk priminin düşürülmesi büyük önem taşımaktadır.



Son dönemde açıklanmakta olan makroekonomik veriler ise yurtiçinde ekonomik faaliyetin yavaşlamayı sürdürdüğüne işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde, zincirlenmiş hacim endeksine göre GSYH yıllık bazda %5.2 ile piyasa beklentilerine paralel oranda büyüme sergilemiştir. Bu dönemde tarım dışında tüm ana sektörlerin büyüme desteklediği görülmüştür. GSYH içinde önemli paya sahip olan hizmetlerin büyüme verdiği katkı yılın ikinci çeyreğinde 3.8 puan olurken, tarım sektörü büyüme 0.1 puan aşağı çekmiştir. Aynı dönemde inşaat sektörünün GSYH'ya katkısı ise 0.1 puana inmiştir.

İnşaat sektöründe önceki dönemlerde izlenen hızlı büyüme eğilimi yerini kayda değer bir yavaşlamaya bırakmıştır. Sektörde yılın ilk çeyreğinde %6.9 olarak gerçekleşen büyüme, ikinci çeyrekte %0.8 gibi sınırlı bir oranda kalmıştır. Benzer şekilde gayrimenkul faaliyetlerindeki büyüme de bir önceki dönem %2.9 iken, yılın ikinci çeyreğinde %0.2 seviyesinde oluşmuştur. Özellikle konut sektöründe gerileyen satışlar ve artan stoklar, gelecek dönemde inşaat sektörünün büyüme etkisini daha da baskılayıcı potansiyeli taşımaktadır.

TÜİK tarafından açıklanan verilere göre birinci çeyrek büyümesi %7.4'ten %7.3'e revize edilmiş; böylece yılın ilk yarısı itibarıyla Türkiye ekonomisi %6.2 büyüme göstermiştir. Öte yandan, 2017 yılının üçüncü ve son çeyreklerinde büyüme oranının sırasıyla %11.5 ve %7.3 olması, bu yılın devamında güçlü baz etkisinin görüleceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla ikinci çeyrek itibarıyla ekonomik faaliyette gözlenen yavaşlamanın yılın ikinci yarısında daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir.

Yılın ikinci yarısında büyümenin gerilemesi ve 2018 yılı toplam büyüme oranının %3-4 aralığında olması beklenmektedir. Eylül ayı itibarıyla yıllık enflasyon oranının %24.5 seviyesinde olduğu dikkate alındığında Türkiye ekonomisinin 2018 yılını ekonomik faaliyetin gerilediği ancak enflasyonun yükseldiği bir görünüm içinde tamamlayacağı değerlendirilmektedir.

Kur şokunun ardından ekonominin dengelenme döneminde enflasyon görünümündeki bozulma ekonomi yönetimini fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında güç bir tercihle karşı karşıya bırakmaktadır. Yüksek döviz kuru-yüksek enflasyon döngüsünün kırılması ve fiyat istikrarının sağlanması adına TCMB'nin ilave faiz artışı yapması gerekeceği çeşitli ekonomistlerce ifade edilmektedir. Ancak ek faiz artışının da ekonomide sert inişe yol açabileceği belirtilmektedir. Nitekim TCMB tarafından %24 düzeyine çekilen politika faizine karşılık, %35-40 bandına yerleşen banka kredi faizleri ve %25-27 düzeyine yükselen mevduat faizlerinin, sert iniş olasılığıyla beraber finansal istikrarsızlığı tetikleyebileceği uyarıları yapılmaktadır.

Böylesi bir süreçte yurtdışındaki gelişmeler de destekleyici olmaktan oldukça uzaktır. Gerilimin gün geçtikçe arttığı ABD-Çin ticaret savaşı, İran'a ve Suudi Arabistan'a olası yaptırımlar ile 100 ABD Dolarına yükselebileceği öngörülen petrol fiyatları, ABD'de enflasyondaki yükselişe paralel olarak 2019'da da devam edecek olan FED faiz artışları ve Ortadoğu'da durulmayan jeopolitik gerginlik ortamı Türkiye için önümüzdeki dönemde de oldukça zorlayıcı şartlara işaret etmektedir. GOE piyasalarına yönelik yatırım iştahının gerilediği, ABD faizlerinin yükseldiği ve ABD Dolarının tüm GOE paralarına karşı güçlendiği bir ortamın Türkiye ekonomisinin normalleşme sürecini zorlaştırabileceği vurgulanmaktadır.

Piyasada nakit dönüşünün azaldığı, konkordato ilan eden firma sayısının kayda değer oranda arttığı, yatırımlar açısından bekle-gör stratejisinin korunduğu bu dönemde iş dünyasının öncelikli talebi; uzun süredir siyasetin öncelik taşıdığı gündemde önceliğin ekonomiye gelmesi olmuştur. Yaklaşan 2019 yerel seçimleriyle gündemde yeniden ağırlık kazanabilecek politik konuların; son dönemde doğru adımları zamanında atan ve piyasa dostu politikalar uygulayan ekonomi yönetiminin öncelikli ajandasını değiştirmemesi umulmaktadır.

Güçlü mali temelleri, sağlam banka bilançoları, kriz yönetimi konusunda deneyimli ve esnek özel sektörü ile Türkiye ekonomisinin bu zorlu süreci de atlatacağı değerlendirilmektedir. Döviz-faiz-durgunluk döngüsünde bozulan özel sektör bilançolarının finansal istikrarsızlığa yol açmaması için gerekli olan makro ihtiyati tedbirlerin alınması gerekmektedir. Üretim, ticaret, ihracat, istihdam açısından ekonomiyi destekleyecek bir ortamın sağlanması; uluslararası yatırım ortamı ve finans kesimi ile uyumlu olarak, kamu ve özel kesimin ortak politika ve eylemlerinin sürmesi büyük önem taşımaktadır.

## DÜNYA

### Ticaret savaşına olası bir enerji savaşının sancıları eklenirken...

2018 yılının sonuna yaklaşırken, küresel gündem büyük oranda ABD'nin radikal ekonomik ve politik yaklaşım ve uygulamalarıyla şekillenmeye devam etmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının bir süredir küresel risk iştahında baskı oluşturan politika değişiklikleri sürerken; uzun süren tartışmaların ardından resmi olarak başlayan ticaret savaşının dünya ekonomisine sert etkilerine, bu kez de yaklaşmakta olan enerji savaşının sancuları eklenmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde küresel gündeme damga vuran ABD'nin korumacı söylemleri, uzlaşma arama girişimlerinin sonuçsuz kalmasıyla ikinci çeyrek dönemin sonlarına doğru somut bir ticaret savaşına dönüşmüştür. Ticaret savaşları, Temmuz ayında ABD ve Çin arasındaki gümrük duvarlarının yükseltilmesiyle resmen başlamıştır. ABD, Çin'den ithal edilen 200 milyar ABD Doları tutarındaki ürüne bu yıl için %10, gelecek yıldan itibaren ise %25 oranında vergi getirmiştir. Akabinde 60 milyar ABD Doları tutarındaki ABD ürününe %5 ila 10 arasında değişen oranlarda vergi uygulayacağını açıklayan Çin, böylece ABD'den ithal ettiği ürünlerin yaklaşık %90'ına gümrük vergisi uygulama noktasına gelmiştir. ABD Başkanı Trump'ın Birleşmiş Milletler toplantısında yaptığı “küreselleşme doktrinini reddediyoruz” açıklaması ABD'nin fitilini ateşlediği ticaret savaşlarının önümüzdeki dönemde devam edeceğine işaret etmiştir. Ticaret savaşlarının dünya ekonomisine maliyetinin 2 trilyon ABD Dolarını aşabileceği hesaplanırken; Çin'de son açıklanan veriler ekonomik aktivitede ivme kaybına işaret etmiştir. ABD ekonomisinin ise tarihinin en uzun büyüme döngüsüne girmek üzere olduğu değerlendirilmektedir.

Diğer yandan olumlu sonuçlanan müzakereler üzerine ABD, Kanada ve Meksika arasında 24 yıldır ticareti düzenleyen Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nın (NAFTA) yerini alacak yeni bir anlaşmanın imzalanması beklenmektedir.

ABD'nin İran'a petrol ambargosu için “müttefik” ülke ile şirketlere verdiği son tarih 4 Kasım'a sayılı günler kala, ABD'nin çağrısına rağmen Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nün (OPEC) üretim artışına sıcak bakmaması da petrol fiyatlarını yükseltmiş; piyasalarda “Petrol 100 dolar olur mu?” tartışmalarının yapılmaya başlamasına neden olmuştur.

ABD yönetimi Mayıs ayında İran'la nükleer anlaşmayı tek taraflı askıya almasının ardından İran'a dönük bir dizi ambargo kararı almış ve petrol ambargosu için de 180 günlük bir takvim belirlemiştir. ABD Başkanı Trump ardından sert açıklamalarla AB, Çin ve Türkiye başta olmak üzere birçok ülkeyi 4 Kasım'dan sonra İran'la petrol ticaretini sonlandırmaya çağırmıştır. Türkiye İran'a yönelik yaptırımlara katılmayacağını, uygun şartlarda İran'dan petrol alımına devam edeceğini beyan etmiştir. İlerleyen günlerde ise ABD'nin, ABD'li Rahip Brunson'un serbest bırakılmaması halinde Türkiye'ye geniş çaplı yaptırım uygulanacağı şeklindeki tehditkar söylemleri ve Türkiye'nin uluslararası kuruluşlardan kredi almasını kısıtlayan tasarının Senato'da kabul edilmesi ABD ile ilişkilerde tansiyonu yeniden arttırmıştır. Rahip Brunson krizinin çözülmesinin ardından diyalog kanalı önemli bir ölçüde açılrsa da muhtemel İran krizi, Türkiye-ABD ilişkileri ve her denklemde Türkiye'nin artacak enerji faturası açısından önem taşımaktadır. Olası kriz, Avrupa başta olmak üzere enerji ithalatçıları için önümüzdeki dönem önemli biçimde etkileyeceği benzenmektedir.

Diğer yandan enerji tartışmalarına son olarak bir cinayet soruşturması eklenmiştir. Suudi yönetimince, ülkenin İstanbul Başkonsolosluğu'nda arbede sonucu öldüğü iddia edilen Suudi Gazeteci Cemal Kaşıkçı'ya ilişkin olarak Batılı ülkeler Türkiye'nin yaptığı soruşturmanın takipçisi olacaklarını belirtirken, Suudi Arabistan'ın bu ülkelere karşı petrol kozunu kullanıp kullanmayacağı konuşulmuştur.

Diğer taraftan, küresel risk iştahını baskılayan başlıca gelişmelerden olan ABD ile Avrupa Merkez Bankalarının parasal sıkılaşma adımları hızlanmaktadır. Diğer ifadeyle dünya, ucuz likidite döneminde sona yaklaşmıştır. FED, 26 Eylül toplantısında, politika faiz oranını piyasa beklentileri paralelinde 25 baz puan artırırken; Başkan Powell'in “ülkedeki faiz oranlarının halen düşük olduğu” şeklindeki açıklamaları faiz artışına devam yönünde güçlü bir mesaj olarak algılanmıştır.



ECB ise 13 Eylül toplantısında faiz oranlarını değiştirmemiş, ancak Ekim ayından itibaren aylık varlık alımlarının 15 milyar Euro'ya indirileceğini açıklamıştır. Yatırımcı güvenini geri kazanma amaçlı olarak Türkiye ve Arjantin'in içinde bulunduğu bazı GOÜ merkez bankaları da agresif faiz artışları gerçekleştirmiştir. Çin ve Japonya merkez bankalarının henüz parasal sıkılaştırma politikalarından uzak durmalarına karşın, gelişmiş ülkelerde enflasyon yaratma; gelişmekte olan ekonomilerde yerel parayı savunma çabalarının, faizlerde genel artış eğilimine yol açtığı ifade edilmektedir.

Küresel ekonomik ve politik gündeme ilişkin diğer önemli belirsizlik unsurları ise, Avrupa Komisyonu'nun "Yunanistan benzeri bir kriz" uyarısı yaptığı, Avrupa'nın en borçlu ülkesi olan İtalya'da devam eden bütçe tartışmaları ve Brexit sürecine ilişkin belirsizlikler olmuştur. İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden resmi olarak ayrılacağı tarih olarak belirlenen Mart 2019 öncesinde, İngiltere ve AB arasında çıkmaza giren müzakerelerde halen ortak bir karara varılamıyor olmasının, iki tarafın para birimlerini de ABD Doları karşısında olumsuz etkilediği gözlenmektedir.

Kasım ayında yapılacak ara seçimler yaklaşırken ABD Başkanı Trump'ın zaman zaman sosyal medyayı da işin içine katan hareketli dış siyaset anlayışı, küresel piyasaları devamlı tetikte tutmuştur. Suriye'de devam eden iç savaş siyasi belirsizlikleri ve küresel güçler arasındaki kutuplaşmayı sürdürürken, ABD Başkanı Trump son olarak Rusya ile imzaladıkları nükleer anlaşmadan çekildiğini açıklamıştır. Trump, Rusya ve Çin'in yeni bir anlaşmayla gelmediği takdirde ABD'nin kendi silahını üreteceğini söylemiştir.

Bu eko-politik ortamda IMF, yılda iki kez açıkladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun Ekim sayısında, küresel ekonomiye yönelik aşağı yönlü risklerin son 6 ayda gümrük tarifeleri, siyasi belirsizlikler ve yükselen sermaye çıkışlarıyla yükseldiğini vurgulamıştır. Fon, küresel ekonomiye ilişkin büyüme tahminini bu yılsonu için %3,9'dan %3,7'ye indirmiştir.

IMF'nin küresel büyüme öngörülerini iki yıldan fazla bir süre sonra ilk defa aşağı yönlü revize etmesinin yanı sıra, Trump'ın FED politikalarını fazlaca agresif bulduğunu ifade etmesi ve ABD tahvil faizlerindeki yüksek seyrin sürmesi son günlerde küresel piyasaları baskı altında bırakmıştır. Küresel risk algısına ilişkin bir gösterge niteliğinde olan ve Eylül ayı sonunda 12 seviyesinde bulunan Volatilité Endeksi (VIX) Ekim ayında ani bir yükselişle 30 seviyesine yaklaşmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere, VIX Endeksi yılbaşından bu yana %24, son 1 yıllık dönemde %27 artışla küresel risk algısındaki yön değişimini teyit etmektedir. Nitekim VIX, genel olarak küresel piyasa riskinin ölçümü olarak kullanılmakta; siyasi-jeopolitik risklerin yükselme döneminde ani artışlar göstermektedir.

	30.9.2016	30.9.2017	1.1.2018	30.9.2018	Yılbaşına Göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	49.06	57.54	66.6	<b>82.72</b>	24.2	43.8	68.6
MSCI Dünya Endeksi*	1720	1992	2103	<b>2188</b>	4.0	9.8	27.2
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi*	913	1072	1157	<b>1051</b>	-9.2	-2.0	15.1
MSCI Türkiye Endeksi*	1081	1426	1614	<b>1331</b>	-17.5	-6.7	23.1
VIX Endeksi**	13.29	9.51	9.77	<b>12.12</b>	24.1	27.4	-8.8
DXY Endeksi***	95.46	93.08	92.25	<b>95.13</b>	3.1	2.2	-0.3
EUR/TL	3.37	4.21	4.55	<b>7.02</b>	54.3	66.7	108.3
Dolar/TL	3.00	3.56	3.79	<b>6.04</b>	59.4	69.7	101.3

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.

\*\*\* DXI 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.

ABD Doları'nın tüm dünyadaki değerini işaret eden Dolar Endeksi (DXY) ise, son 1 yılda ve yılbaşından bugüne kadar olan dönemde yükselmiştir. En düşük değeri olan 70.7 seviyesine küresel kriz döneminde inmiş olan endeks ABD Dolarındaki değer kazancına paralel olarak yılın ilk yarısında artışa geçmiş, üçüncü çeyrekte de yükseliş trendine devam etmiştir. ABD tahvil faizlerindeki artışın sürmesi ve FED yetkililerinden faiz oranlarına artış yönünde sinyallerin gelmesi halinde ABD Dolarının güçleneceği ve endeksin 100 seviyelerini aşacağı değerlendirilmektedir.

Kimi uzmanlar, ABD'nin kendi önderliğinde gelişen uluslararası serbest ticaret sistemini yine kendisinin terk etmekte olduğunu; yeni korumacılık politikalarına dönüş çabasıyla kapitalizmin liderliğini yitirdiğini savunmaktadır. Bu durum küresel anlamda bir düzen değişikliği ve çok kutuplu sisteme geçiş olarak tanımlanırken, ABD Doları'nın dünya parası pozisyonunu kolay kolay yitirmeyeceği, ancak bunun süresini Trump politikalarının kısaltmakta olduğu değerlendirilmektedir.

Yukarıdaki tabloda ayrıca görüldüğü üzere, küresel mali piyasalarda derinleşen olumsuz beklentiler endekslere yansımıştır. MSCI Dünya endeksi yılbaşına göre %4 gibi kısıtlı bir oranda artarken, aynı dönemde MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi %9.2 gerileme ile düşüş eğilimini sürdürmüştür. MSCI Türkiye endeksi Eylül ayında %20 yükselmiş, ancak bu durum uzun sürmemiş ve endeks, Ekim ayının ilk haftasında %7 değer kaybetmiştir. Bu seyir uzmanlarca TCMB'nin piyasa beklentilerinin üzerindeki son faiz artışı ve açıklanan Yeni Ekonomik Program'ın yarattığı pozitif rüzgar ile açıklanmıştır. MSCI Türkiye endeksinin yılbaşından üçüncü çeyrek sonuna kadar %17.5 oranında gerilediği gözlenmiştir.

2008-2009 küresel krizinden çok daha vahim sonuçlara sebep olabileceği ifade edilen ticaret savaşlarının yarattığı büyük ek belirsizlikler bir yana, önümüzdeki dönemde likiditenin seyri açısından piyasaların önemli gündem maddelerinden bir diğeri gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları olmayı sürdürecektir. 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 ayında 1.25'i test eden EUR/USD paritesi, FED ve ECB'nin para politikasında ayrışmasından dolayı son dönemde 1.15'ler seviyelerine gerilemiştir. Avrupa bölgesinde hem İtalya hem de Brexit'e yönelik yaşanan siyasi çalkantılar da Euro değerini olumsuz etkilemektedir. FED'in Haziran ayında faiz artışı yapmasıyla bu yıl 4 defa faiz arttırılacağı konusunda güveni artan piyasalar ABD Doları karşısında Euro pozisyonlarını azaltmıştır.

Mevcut koşullar dahilinde küresel ekonomik görünümün olumlu seyrine dönmesi mümkün görünmemekte; ticaret ve enerji savaşlarının sertleşmesi ve güven kaybının derinleşmesi halinde piyasalardaki baskının daha da artarak koşulların 2008 krizinden çok daha zorlu olacağı yeni bir küresel krizin yaklaştığına dair olumsuz senaryolar sıklıkla dile getirilmektedir. Söz konusu politikaların, küresel krizden çıkmaya hazırlanan dünyayı yeni ve çok daha derin bir krize sokmakta olduğu tartışmaları yapılmaktadır.

### **ABD: En uzun süreli büyüme döngüsü**

Küresel krizin ardından ABD ekonomisinde görünümün belirgin biçimde iyileştiği algısı mevcuttur. ABD ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde %4.2 büyümüştür. Uzmanlarca ülkenin en uzun süreli büyüme döngüsüne girdiğine işaret edilmektedir. Eylül'de sanayi üretiminin %0.3 ile beklentilerin bir miktar üzerinde artması, ülkede ekonominin güçlü seyrinin sürdüğü şeklinde yorumlanmıştır. Süregelen işsizlik maaşı başvuruları ise 1.6 milyon kişi ile tarihi düşük düzeyde bulunmaktadır. ABD'de tüketici güven endeksinin son 6 ayın en yüksek seviyesinde çıkması bir diğer olumlu gelişme olmuştur.

Diğer yandan, bütçe ve ticaret açıklarının kontrol altına alınmasında sıkıntının sürdüğü, menkul ve gayri menkul varlıklarda balonlaşmanın kırılma yarattığı değerlendirilmektedir. Trump Yönetimi'nin bu kırılmalara radikal yaklaşımları ile artırdığı, FED ile yönetim arasındaki faiz konusundaki anlaşmazlığın gelecek döneme yönelik risk algısını tetiklediği belirtilmektedir.

FED Eylül ayı toplantısında, beklentiler dahilinde faiz oranlarını 25 baz puan artırarak %2-2.25 aralığına





yükseltmiştir. Toplantı notları, Banka'nın Aralık ayında ve izleyen dönemde faiz artırımlarının süreceğine yönelik beklentileri teyit etmiştir. FED'in 7-8 Kasım'daki toplantısında faiz artırmaması beklenmezken, Aralık ayındaki toplantıda yılın dördüncü faiz artırımının gerçekleştirileceği düşünülmektedir. Eylül ayı toplantı notlarında, FED üyelerinin önümüzdeki dönemde ABD ekonomisindeki olası yavaşlama konusunda daha az endişeli oldukları ve bazı üyelerin ekonominin güçlü seyrine vurgu yaptığı dikkat çekmiştir. FED üyeleri, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerini sırasıyla büyüme için %3.1 ve %2.5 olarak yükseltmiş; enflasyon içinse %2 ve %2.1 olarak korumuştur.

FED'in, bu yıl Aralık ayındaki toplantının ardından 2019'da 3 kez ve 2020'de bir kez daha 25'er baz puanlık faiz artışı yapması öngörülmektedir. FED politikaları kapsamında piyasadaki bu yıl 420 milyar ABD Doları, 2019 ile 2020'de 600'er ABD Doları ve 2021'de 400 milyar ABD Doları çekileceği belirtilmektedir.

Başkan Jerome Powell, ülkede ekonominin güçlenmeye devam etmesi ile birlikte enflasyonun yükselmesi durumunda Banka'nın daha hızlı hareket edebileceğini belirtmiştir. Önümüzdeki dönemde ABD'de para politikasının geleceği açısından en kritik veri setinin enflasyon olmayı sürdüreceği değerlendirilmektedir.

ABD'nin açmış olduğu ticaret savaşları ve 4 Kasım'da İran'a yönelik devreye alacağı petrol ambargosu, küresel ekonominin öncelikli konuları olmuştur. Bu kapsamda ABD'nin Çin ürünlerine yönelik 200 milyar ABD Doları tutarındaki son gümrük tarifesi uygulamasının karşılığında Çin de ABD'den ithal ettiği ürünlerin yaklaşık 90'ına gümrük vergisi uygulama kararı almıştır. ABD, Kanada ve Meksika arasında yapılan yeni ticaret anlaşması; ABD'nin, Çin dışında ticari sürtüşme yaşadığı ülkelerle anlaşma yoluna gidebileceği şeklinde yorumlanmıştır. Nitekim ABD, daha önce de ticaret silahını çektiği AB ile anlaşmaya varmıştır.

ABD ambargosuyla Orta Doğu ve Venezuela petrol ihracatında yaşanması beklenen düşüşün etkisi, OPEC'in üretimi artırmaması durumunda enerji ithalatçısı ülkeleri, dolayısıyla ABD ekonomisini de olumsuz etkileyecektir.

#### **AVRUPA: İtalya bütçesi ve Brexit açmazı gündemde**

Euro Bölgesi, çevre ekonomilerinin artan performansı ile, ilk çeyrekteki %0.4'lük büyümenin ardından ikinci çeyrekte %2.1 büyüme sergilemiştir. Yatırım harcamalarının büyümeye en fazla katkı veren kalemi olduğu, net ihracatın ise büyümeyi önemli biçimde sınırladığı görülmüştür. Euro Alanı'nda öncü verilere göre; tüketici enflasyonu ise ECB'nin %2'lik hedefini aşarak enerji fiyatlarında artışın da etkisiyle %2.1 düzeyine yükselmiştir. Sanayi üretiminde Almanya, İtalya ve İspanya ekonomilerindeki ivme kaybının etkisiyle daralma gözlenirken; iş dünyası güven endeksi de zayıf tablo çizmiştir.

ECB, Eylül ayı toplantısında faize dokunmamış; politika faizini %0'da, mevduat kolaylığı faizini -%0.4'te tutmuştur. Banka, tahvil alımlarında daha önce planladığı üzere Ekim'den itibaren aylık tahvil alımlarını 15 milyar Euro'ya düşüreceğini açıklamıştır. ECB Başkanı Mario Draghi, toplantının ardından yaptığı açıklamada, çekirdek enflasyon göstergelerinde gelişme paralelinde piyasaların desteğe ihtiyacının azaldığını; en azından 2019 yılı ikinci yarısına kadar politika faizindeki mevcut seviyenin korunacağını kaydetmiştir. ECB, 2018 ve 2019 yılları için sırasıyla büyüme için tahmini 0.1'er puan düşürerek %2 ve %1.8 olarak revize etmiş; iki yıl için de %1.7 olan enflasyon öngörüsünü ise korumuştur.

Diğer yandan petrol fiyatlarında artış, önemli bir enerji ithalatçısı olan Avrupa için risk oluşturmaktadır. Avrupa'daki birçok ülkenin petrol ithalatçısı olduğu düşünüldüğünde, petrol fiyatlarında yükseliş trendinin bölgenin kırılganlığını arttırdığı değerlendirilmektedir.

Euro Bölgesi'nde son dönemde İtalya'da bütçe tartışmaları ile İngiltere'nin çıkmaza giren Brexit süreci gündemin ilk başlıklarını oluşturmaktadır. İtalya'da göreve gelen yeni hükümetin harcamalarda artış öngören bütçe tasarısı bu ülkeye yönelik risk algısının artmasına neden olmuş; İtalyan hükümetinin AB yetkilileri ile bütçe konusunda uzlaştığı yönündeki haberlerin ardından piyasalarda endişelerin azaldığı gözlenmiştir.

Avrupa Birliği ile bölge ekonomisinin geleceğine ve küresel konjonktüre ilişkin önemli risk unsurlarından bir diğeri ise Brexit olarak değerlendirilmektedir. Birleşik Krallık'ın AB'den resmi olarak ayrılacağı tarih olan 29 Mart 2019 yaklaşırken, çıkış sonrası taraflar arası ticari yapının nasıl şekilleneceği konusunda halen net bir yol haritasına ulaşılamamıştır. Brexit görüşmelerinde son aşamaya gelmesine karşılık özellikle Brexit sonrası Kuzey İrlanda ile İngiltere arasında fiziksel bir sınırın varlığı ve İngiltere ile AB vatandaşlarının karşılıklı durumlarına yönelik belirsizliklerin çözümünde sıkıntı yaşanmaktadır. Bu durum Brexit sonrası geçiş sürecinin 2020'ye kadar uzatılması görüşlerini desteklerken; Brexit karşıtları da yeni bir referandum talebini daha sesli biçimde dile getirmektedir.

İngiltere Merkez Bankası (BoE) da son toplantısında faiz oranlarını %0.75'te sabit tutmuş ve Brexit konusunda daha fazla finansal piyasa endişesi olduğunu vurgulamıştır. Bu önemli belirsizlik unsurunun dünyanın en büyük beşinci ekonomisi olan İngiltere ekonomisine etkileri kaygı yaratmaktadır.

Bölgede ekonomik entegrasyonun halen yeterli seviyede olmaması, özellikle zayıf büyüme dönemlerinde bölgenin geleceğine ilişkin tartışmaların gündemde kalacağına işaret etmektedir. Bölge siyasetinde bütünlüğün sağlanması ve mevcut büyüme hikayesinin korunması Türkiye'nin ihracat ortağı konumu nedeniyle Türkiye ekonomisi açısından da önem taşımaktadır.

### ÇİN: Küresel krizden sonra en zayıf büyüme

Çin'de 3. çeyrek büyüme oranı, 2008-2009 küresel kriz döneminden bu yana en düşük seviye olan %6.5'e gerilemiştir. Sanayi üretimi ise Ağustos ayında %6.1 ile piyasa beklentilerini karşılama da ülkede sabit sermaye yatırımları zayıflamaya devam etmiştir.

Dünya Bankası verilerine göre 11 trilyon ABD Doları tutarındaki bütçesi ile ABD'nin ardından dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin ekonomisinin, küresel ticaret savaşları ve finansal risk azaltma politikalarından etkilendiği değerlendirilmektedir. Ekonomik aktivitedeki ivme kaybı ve belirsizlik ortamının, Pekin Yönetimi'nin bazı büyük projeleri iptal etme yoluna gittiği konuşulmakta; ABD ile ticaret savaşının etkilerinin önümüzdeki dönemde daha fazla hissedilmesi beklenmektedir.

Çin Merkez Bankası (PBOC) Başkanı Yi Gang, Banka'nın, en kötü durum senaryosu dahil döviz politikasındaki bir dizi riski değerlendirmekte olduğunu; Yuan'ın ABD Doları karşısında psikolojik öneme sahip 7 seviyesine yaklaşması ile birlikte Çin para biriminin "makul ve denge seviyesinde" olduğunu açıklamıştır. Diğer taraftan yılbaşından bu yana Yuan'daki değer kaybı %6.7'ye ulaşmıştır. Analistler tarafından düşüşün sürmesi durumunda finansal panik havası yaşanabileceği ve bunun diğer GOE'lere sıçrayabileceği uyarıları yapılmaktadır.

ABD ile sorun yaşayan ülkeler, ellerindeki ABD tahvili miktarını hızla azaltmaktadır. ABD'nin bir numaralı kreditörü Çin de ticaret savaşlarının gündeme gelmesinden bu yana elindeki Amerikan tahvilini azaltmıştır. Aralık ayından bu yana ülkenin elindeki tahvil büyüklüğünün 36 milyar ABD Doları, çelik ve alüminyuma ilave gümrük vergilerinin açıklandığı Mart ayından bu yana ise 22 milyar ABD Doları azalttığı hesaplanmaktadır.

ABD'nin Çin ürünlerine yönelik 200 milyar ABD Doları tutarındaki son gümrük tarifesi, Eylül sonu uygulamaya girmiş; Çin de bu adıma 60 milyar ABD Doları büyüklüğündeki ABD ürününe vergi uygulayarak karşılık vermiştir. Ticaret savaşları tüm dünya için önemli kırılma noktaları beraberinde getirirken; uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch de ABD ve Çin arasındaki ticaret geriliminin tırmanması ile Çin'deki ekonomik yavaşlamanın 18 aylık bir dönemde gelişen piyasalarda zorlu bir ortam oluşturabileceği uyarısında bulunmuştur.

Küresel ekonomiyi tehdit eden diğer bir konu ABD'nin İran'a dönük petrol kalemini içeren ikinci yaptırım paketinin 4 Kasım'da devreye girecek olmasıdır. Çin, İran Nükleer Anlaşması'nın diğer tarafları olan AB, İngiltere, Fransa ve Rusya ile birlikte yaptırımlara dönük karşıt tavrını sürdürmektedir. Artan petrol fiyatlarından en çok etkilenen ülkeler arasında önemli bir enerji ithalatçısı olan Çin de yer almaktadır.



### PETROL FİYATLARI: Üç haneli fiyat tartışması başladı

Petrol fiyatları, Ekim başında 86 ABD Doları'nı aşarak 2014 yılından bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır. ABD'nin 4 Kasım'da devreye girecek yaptırımıyla İran'ın ihracatında daralmaya yönelik endişeler, üretimde Ortadoğu ve Venezuela kaynaklı düşüşler ile ABD'nin çağrısına rağmen Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nün (OPEC) üretim artışına sıcak bakmaması bir süredir dalgalı seyreden petrol fiyatındaki bu yükselişte etkili olmuştur.

Uzmanlar gelecek yıl Brent petrol fiyatının 65 ABD Doları'nın altına inmeyeceği görüşünü taşıırken, fiyatlarda baskının devam etmesi halinde rakamın 100 ABD Doları'nı aşma ihtimali de konuşulmaya başlanmıştır. Bu senaryoda Suudi Arabistan, Rusya, Nijerya ve Kolombiya gibi üretici ekonomilerin artan fiyatlardan avantaj sağlayacağı düşünülse de piyasada daralma riski görülmektedir. Enerji ithalatçısı Avrupa açısından enerji faturasının oldukça artacağı; diğer enerji ithalatçısı ülkeler olan ABD'de faiz artışları karşısında ekonominin daha kırılgan bir durumun oluşabileceği, Çin'de enflasyonun hızlanabileceği değerlendirilmeleri yapılmıştır.

Türkiye ekonomisine yansımaları bakımından ise petrol fiyatlarında devam eden yükseliş eğiliminin, cari denge ve enflasyon performansı üzerinde mevcut bulunan baskıyı daha da arttırabileceği değerlendirilmektedir. Özellikle 100 ABD Doları sınırının aşılmasının, doğalgaz anlaşmaları da ABD Doları üzerinden petrol fiyatlarına bağlı olan Türkiye için zorlu bir kış dönemi; dış ticaret dengeleri aleyhine yüksek doğalgaz ve enerji faturaları anlamına geleceği ifade edilmektedir. Özellikle Enflasyonla Topyekun Mücadele Programı kapsamında açıklandığı üzere yıl sonuna dek doğalgaza zam yapılmayacağı değerlendirildiğinde, küresel bazda yükselişini sürdüren petrol fiyatlarının ekonomi üzerindeki negatif etkilerinin artacağı değerlendirilmektedir.

Türkiye'nin yanı sıra Ukrayna, Çin, Hindistan, Mısır, Şili ve Tayvan gibi ülkeler de yüksek fiyatlardan fazlasıyla etkilenecek ülkeler arasında gösterilmektedir.

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Hem risk, hem kazanç denklemi kuruluyor

Ticaret savaşlarının yarattığı endişe, küresel bazda yükselen ABD Doları ve faiz artışları ile petrol fiyatlarındaki yükseliş, GOÜ piyasalarından sermaye çıkışlarını arttırmıştır. 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 primlerinde hızlı artışlar gözlenmiştir.

Ekim ayında yayınladığı "Küresel Finansal İstikrar Raporu"nda "Küresel Finansal Krizden 10 Yıl Sonra: Daha Güvende miyiz?" sorusuna yanıt arayan IMF, Nisan ayından bu yana küresel finansal istikrara yönelik risklerin yükseldiğini ve yükselen piyasa ekonomilerinden küresel krize benzer sermaye çıkışlarının olmasının muhtemel görüldüğünü açıklamıştır. Raporda, bu ülkelerden sermaye çıkışının yılda 100 milyar ABD Doları ya da daha fazla olma olasılığının %5 olduğu kaydedilmiştir.

Yükselen piyasalara yönelik sermaye girişlerinin Ağustos ayında bir önceki aya oranla %83 düştüğünü açıklayan International Institute of Finance (IIF) de çıkıştan en çok Latin Amerika'nın kayba uğradığını bildirmiştir. Arjantin'in yanı sıra Türkiye'ye kredi derecelendirme kuruluşu S&P'den uyarı gelmiş; S&P, bu iki ülke için resesyon uyarısında bulunmuştur. Açıklamada, "Her iki ülkenin kısa vadeli ekonomik performanslarının keskin şekilde kötüleşeceğini öngörüyoruz. Türkiye ekonomisinin 2017'de %7.4 büyümenin ardından 2018'in ikinci yarısında resesyona girmesini ve 2019'da %0.5 daralmasını bekliyoruz. Arjantin ekonomisi gelecek yıl durgunluğa girmeden önce bu yıl %2 daralacak" denmiştir. Piyasalarda, yoğun para kaçıışı yaşayan ve paraları hızla değer kaybeden bu ülkelerin durumunun diğer yükselen pazarları olumsuz etkilemesinden korkulduğu da ifade edilmektedir.

Ayrıca 4 Kasım'da ikinci bölümü devreye alınacak ABD ambargosu ile Orta Doğu ve Venezuela petrol ihracatında yaşanması beklenen düşüşün etkisi, OPEC'in üretimi artırmaması durumunda enerji

ithalatçısı ülkeleri önemli maliyetlerle karşı karşıya bırakabilecektir. Genellikle büyük petrol üreticisi ülkeler, gelişmekte olan piyasalar kategorisinde yer almaktadır. Petrol ihracatçısı olan GOÜ'ler artan petrol fiyatlarının kaldıraç etkisiyle desteklenirken, enerji ithalatçısı GOÜ'ler için koşulların daha da zorlaşacağı beklentisi hakimdir.

2016 yılı verilerine göre; Suudi Arabistan ekonomisinin %21'ini petrol gelirlerinin oluşturduğu belirtilmektedir; bu oran Rusya'da petrolün oynadığı rolün iki katına karşılık gelmektedir. Bu ülkelerin yanı sıra petrol fiyatlarındaki artıştan Nijerya ve Kolombiya'nın da kazançlı çıkacağı belirtilmektedir. Petrol gelirlerinin artmasıyla, GOÜ'ler için bütçe ve cari açıkların toparlanması ve hükümet harcamaları ile yatırımların hızlanması fırsatı oluşmaktadır.

Diğer taraftan, ekli tablo Türk Lirasının yılın başından bu yana ABD Dolarına karşı BRICS ekonomilerinin para birimlerinden çok daha yüksek oranda değer kaybettiğine işaret etmektedir. Nitekim Türkiye varlıkları, geçtiğimiz dönemde küresel beklentilerdeki bozulmadan payına düşeni fazlasıyla almış; tahvil, hisse senedi ve döviz kurunda diğer gelişmekte olan ülke piyasalarının da önemli ölçüde gerisinde kalmıştır.

### Gelişen Ülke Paralarının ABD Dolarına Karşı Performansı

	Ocak 18	Eylül 18	Yılbaşından Bugüne Değişim (%)
Türkiye (Lira)	3.79	6.04	-59.4
Brezilya (Real)	3.31	4.05	-22.3
Rusya (Ruble)	57.26	65.55	-14.5
Hindistan (Rupi)	63.68	72.51	-13.9
Güney Afrika (Rand)	12.37	14.11	-14.1
Çin (Yuan)	6.51	6.87	-5.5

Kaynak: Bloomberg

Yüksek büyümesini sürdüren Türkiye ekonomisinin para birimi konusundaki durumu ve diğer GOÜ'ler arasındaki konumu, yüksek büyümenin maliyeti olan yükselen enflasyon ve cari açık, artan borç yükü ve azalan merkez bankası rezervi gibi olgulara yönelik olarak etkin bir reform ajandasının hayati önemini bir kez daha ortaya koymaktadır.

## TÜRKİYE

### Kontrollü yavaşlama ve dengeleme süreci

Türkiye ekonomisine ilişkin açıklanmakta olan veriler, ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamanın yılın ikinci çeyreği itibarıyla büyüme verilerine yansımaya başladığına işaret etmektedir. Geçtiğimiz dönemde güçlü ABD Doları ve artan döviz borçlanma maliyetlerinden etkilenen Türkiye varlıkları, Türkiye özelinde artan risk algısının da etkisiyle önemli ölçüde zayıflamış; diğer GOE varlıklarından negatif ayrılmıştır. Türkiye ekonomisi, mevcut küresel ekonomik konjonktürün etkilerine ek olarak, Avrupa ve Ortadoğu arasındaki köprü konumu nedeniyle jeopolitik risk haritasının da odağında bulunduğundan, gerginliklerin tırmandığı dönemde dış diplomasinin ön planda olduğu gelişmeler öne çıkmıştır. Türk Lirası yıl başından bu yana %60'a varan değer kaybı ile tarihi düşük seviyelerden işlem görürken, yurt içi tahvil faizleri yükseliş kaydetmiştir.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), Ara Dönem Küresel Ekonomik Görünüm raporunda, Türkiye ekonomisi ile ilgili büyüme öngörülerinde sert bir revizyona gitmiştir. Türkiye ekonomisi için 2018 yılı GSYH büyüme tahminini %5.1'den %3.9'a indiren OECD, 2019 için önceki raporunda %5.0 olarak belirlediği büyüme tahminini de %0.5'e düşürmüştür.



Ekonomi yönetiminin Ağustos ayında yaşanan kur şokunun ardından aldığı tedbirler ve TCMB tarafından yapılan agresif faiz artışı, TL varlıkları kısa vadede desteklemiş olmakla beraber, özellikle jeopolitik riskler dikkate alındığında, bu önlemlerin TL'de kalıcı bir iyileşme trendi sağlayamadığı gözlenmiştir.

Mevcut kur ve faiz seviyeleri büyüme konusunda büyük oranda negatif bir görünüm sunmakta; enflasyon baskılarının güçlü olduğu bir durgunlaşma gözlenmektedir. Sıkı para ve maliye politikasının enflasyon baskılarını hangi vadede ve ne oranda hafifletebileceği bilinmemektedir. Mevcut makroekonomik görünüm ve olumsuz risk algısı, ekonomide kalıcı bir iyileşme için kapsamlı ve uzun vadeli tedbirlerin alınması gerektiğine işaret eder niteliktedir.

Nitekim, 2013 yılında FED'in bilanço genişletmeyi durdurması ve sermaye akımlarının GOE aleyhinde yön değiştirmeye başlamasından bu yana TL'nin diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden negatif ayrışmasına yol açan unsurlar olan yüksek cari açık, reel sektörün açık döviz pozisyonu, döviz cinsinden yüksek borçluluk, jeopolitik risklerde artışlar devam etmektedir. Özellikle yurtdışı borçlanma maliyetlerindeki artışa paralel olarak, önümüzdeki dönemde dış borçların yeniden çevrilme oranları, makroekonomik görünüm bakımından belirleyici olacaktır. Bilindiği üzere özel sektörün önümüzdeki bir yıllık süre içinde 70 milyar ABD Doları civarında dış borç geri ödemesi bulunmaktadır. Türkiye ekonomisinin güçlü parametrelerinden biri, kamu borcunun milli gelire oranı en düşük ülkelerden biri olmasıdır. Ancak özel sektörün döviz cinsinden yüksek borcu, gelecek döneme ilişkin finansal istikrara yönelik önemli risk unsurlarından biri durumundadır.

#### Türkiye Ekonomisi - Makroekonomik Göstergeler

GSYH	2013	2014	2015	2016	2017	2018-1.Ç.	2018-2.Ç.	2018/6 ay
GSYH (milyar \$)	950	935	861	863	851	207	204	
GSYH (milyar TL)	1810	2045	2339	2609	3106	788	884	
Büyüme (%)	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4	7.3	5.2	6.3
<b>Enflasyon (%)</b>						<b>Tem.18</b>	<b>Ağu.18</b>	<b>Eyl.18</b>
TÜFE (yıllık)	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92	15.85	17.90	24.52
Yİ-ÜFE (yıllık)	6.97	6.36	5.71	9.94	15.47	25.00	32.13	46.15
<b>Mevsimseliktan Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri</b>						<b>May.18</b>	<b>Haz.18</b>	<b>Tem.18</b>
İşsizlik Oranı (%)	9.1	10.3	10.2	12.0	9.9	9.7	10.2	10.8
İşgücüne Katılım (%)	48.5	51.0	51.7	52.4	53.1	53.3	53.8	54.0
<b>Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Haz.18</b>	<b>Tem.18</b>	<b>Ağu.18</b>
İhracat	151.8	157.6	143.8	142.5	157.0	13.0	14.0	12.4
İthalat	251.7	242.2	207.2	198.6	233.8	18.5	20.0	14.9
Dış Ticaret Açığı	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-76.8	-5.5	-5.9	-2.4
<b>Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Haz.18</b>	<b>Tem.18</b>	<b>Ağu.18</b>
Cari Açık	-63.6	-43.6	-32.1	-33.1	-47.4	-57.4	-54.6	-51.1

Kaynak: TÜİK

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere son dönemde enflasyon belirgin artış gösterirken, istihdam seferberliğine ve yılın ilk yarısındaki yüksek büyüme momentumuna karşın işsizlik oranının yeniden artışta olması dikkat çekmektedir. Tüketim odaklı bir büyüme çizgisinde ilerleyen, üretimin ise tüketim oranında artmadığı bir ekonomide kaçınılmaz olan enflasyon yükselişi, TL'deki hızlı değer kaybı ile birleşmiş; enflasyon ve döviz kurları arasında birbirini tetikleyen olumsuz bir sarmal içine girilmiştir.

Diğer taraftan, son dönemde ekonomik aktivitede belirgin biçimde görülmeye başlanan ivme kaybı cari dengeye olumlu yansımıştır. Cari işlemler hesabı Ağustos ayında Cumhuriyet tarihinin rekorunu kırarak 2.6 milyar ABD Doları fazla vermiştir. Bu veri ile birlikte cari dengedeki iyileşme trendi üçüncü aya taşınırken, dış ticaret açığındaki hızlı daralma ve turizm gelirlerindeki kayda değer toparlanmanın bu gelişmede etkili olduğu görülmüştür.

Sıkı para politikasının etkisiyle iç talebin önümüzdeki dönemde de kontrol altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Yılın ikinci yarısında turizm gelirlerinin sağladığı desteğin göreceli olarak azalacağı öngörülmekle beraber, ihracattaki güçlenme ve ithalattaki zayıflamaya bağlı olarak, Mayıs ayında 58 milyar ABD Doları ile zirve yapan, Ağustos ayında ise 51 milyar ABD Doları düzeyine inen cari açığın 2018 sonunda 40 milyar ABD Dolarının altına, 2019 ilk yarısında da 30 milyar ABD Doları seviyelerine gerileyebileceği değerlendirilmektedir. Ödemeler dengesinde beklenen söz konusu iyileşme trendi, TL'nin değer kazanımı sürecini de destekleyebilecek, bu durum da ekonomide kontrollü iniş senaryosuyla birlikte 2019 yılının ikinci çeyreği sonrasında beklenen dezenflasyon sürecine katkı yapabilecektir.

Ancak böylesi bir dengelenme senaryosunun ortaya konabilmesinin, öncelikle kısa vadede piyasa dostu adımların kararlılıkla atılmaya devam edilmesine ve Türkiye ekonomisinde güvenin yeniden tesis edilmesine bağlı olduğu değerlendirilmektedir.

Sıkı para ve maliye politikaları dışında ayrıca, diplomatik ilişkilerde bozulan dengelerde iyileşme sağlanması da önem taşımaktadır. Bu açıdan ABD ile ilişkilerde Rahip Brunson'un serbest bırakılmasının ardından görülmeye başlanan olumlu gidişat memnuniyet verici olmakla beraber, ilişkilerde yaz döneminde belirginleşen bozulmanın sadece bu konuyla sınırlı olmadığı bilinmektedir. Suriye ekseninde Orta Doğu politikalarında çıkarların farklı olması, savunma sisteminin Rusya'dan temin edilmesi ve İran'a yönelik yaptırımlara uyum gösterilmemesi gibi konulardaki anlaşmazlığın, gelecek dönemde ABD-Türkiye ilişkilerini yeniden çıkmaza sürükleme riski bulunmaktadır.

Ekonomik parametrelerde kalıcı iyileşme için, reel sektör ve bankacılık bilançolarındaki tahribatı düzeltebilecek bir eylem planının; Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını çözebilecek ve yatırım ortamını güçlendirecek bir ekonomik ajandanın izlenmesi önem arz etmektedir. Yatırımcı nezdinde güveni tekrar tesis etmek adına mali disiplin ve tasarruf vurgulanmalı; borç yerine öz kaynakla fonlanan bir büyüme modeli benimsenmelidir. Siyasi istikrarın ekonomik istikrarla dengelenebilmesi adına, Türkiye ekonomisinin yumuşak iniş yapması; yapısal reformlarla kırılğanlıkların azaltılmasının ardından dengeli bir modelle yeniden büyümeye geçmesi gerektiği belirtilmektedir.

Küresel konjonktürle beraber değerlendirildiğinde, önümüzdeki birkaç yıllık dönemin Türkiye ekonomisi açısından çetin geçeceği ifade edilmektedir. Öte yandan, daha önce de dışsal şoklara karşı dirençli olduğunu kanıtlamış olan Türkiye ekonomisinin ihtiyacı bulunan tedbirlerin alınması halinde, orta-uzun vadede ekonominin atağa kalkabileceği ve eskisinden çok daha olumlu bir konumda olabileceği düşünülmektedir.

### **Yeni Ekonomik Program: Daha gerçekçi ancak hedeflere ulaşma konusunda belirsizlik var**

Türkiye ekonomisinin önümüzdeki üç yıllık dönemde yol haritasını oluşturacak olan, 2019-2021 dönemine ilişkin Orta Vadeli Plan, yeni ismiyle Yeni Ekonomi Programı (YEP) 20 Eylül tarihinde açıklanmıştır. Yeni programın, önceki dönemlerde benimsenen salt büyüme odaklı yaklaşımdan uzaklaşmış olması ve nispeten gerçekçi hedeflerin ortaya konması piyasada memnuniyetle karşılanmıştır. Ekonomik dengelenme, mali disiplin ve imalat sanayinde dönüşüm YEP'in temel esasları olarak vurgulanmıştır.

Programda Türkiye ekonomisinin 2018-2020 yıllarında potansiyelinin altında bir büyüme göstereceği; ekonomik aktivitenin 2021 yılından itibaren yeniden ivme kazanacağı öngörülmüştür. Büyümenin yavaşladığı süreçte enflasyon ve cari dengede iyileşme sağlanacak bir yeniden dengelenme dönemi hedeflenmektedir. YEP dahilinde yeniden dengelenme döneminin mali disiplin ile güçlendirileceği belirtilirken, bütçe açığı/GSYH oranının üç yıllık dönem boyunca %2.0'nin altında kalmasının ve 2019 yılının ardından GSYH'nın %1'i kadar faiz dışı fazla verilmesinin hedeflendiği görülmektedir.

Öte yandan, söz konusu hedeflere ulaşılabilmesi için, 2019 yılı toplamında 76 milyar TL tutarında tasarruf yapılması öngörülmektedir. Ekonominin yavaşlayacağı bir dönemde bu miktarda bir tasarruf oldukça



iddialı bulunmakla birlikte, hedefin tutturulması durumunda mali disiplin çapasının güçleneceği düşünülmektedir.

Programda, ekonomide dönüşüm hedefi dahilinde, cari açığın azaltılması, imalat sanayinde yerli ara mali kullanımının teşvik edilmesi ve ihracatın katma değeri yüksek ürünlere yönlendirilmesi amacıyla, petrokimya, ilaç, enerji, makine-teçhizat ve yazılım sektörlerine öncelik verileceği belirtilmektedir.

	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

YEP tahminlerinde yer alan birçok kalem, IMF Ekim ayı tahminlerine göre kısmen iyimser bir tablo çizmektedir. Özellikle büyüme, enflasyon ve bütçe açığı konusunda, IMF tahminleri daha kötümser bir görünüm sunarken, işsizlik konusunda IMF'ye göre daha iyimser tahminler bulunmaktadır.

Önceki yıllarda hem Orta Vadeli Plan'da, hem de IMF tahminlerinde radikal revizyon yapıldığı bilinmektedir. Benzer şekilde önümüzdeki üç yıllık dönemde de, Türkiye ekonomi yönetimince izlenmesi muhtemel doğru politikalar, beklentileri ve gerçekleştirmeleri olumlu yönde etkileyebilecektir.

### **Büyüme: Aşırı ısınmadan kontrollü yavaşlamaya...**

Ekonomik aktivitedeki yavaşlamayla birlikte Türkiye, 2018 yılının ikinci çeyreğinde yıllık bazda %5.2 büyümüştür. İlk çeyrek büyümesinin de %7.4'ten %7.3'e revize edilmesiyle yılın ilk yarısında ekonomik büyüme %6.3 olarak gerçekleşmiştir.

### **GSYH - Harcamalar Yöntemi (% puan)**

	2016	2017	2018 - 1.Ç.	2018 - 2.Ç.
<b>Tüketim</b>	<b>3.5</b>	<b>4.4</b>	<b>6.5</b>	<b>4.8</b>
Kamu	1.2	0.7	0.7	1
Özel	2.2	3.7	5.8	3.8
<b>Yatırım</b>	<b>0.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>1.2</b>
<b>Stok Değişimi</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>2.0</b>	<b>-1.7</b>
<b>Net İhracat</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-3.5</b>	<b>1</b>
İhracat	-0.4	2.6	0.2	1
İthalat	-0.9	-2.4	-3.6	-0.1
<b>GSYH</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>	<b>5.2</b>

Kaynak: TÜİK

İkinci çeyrekte büyüme kompozisyonunda özel tüketim harcamaları ve yatırım harcamaları -büyüme hızı gerileyerek- öne çıkmıştır. Tüketim harcamalarının büyümeye 4.8 puanlık katkısının 3.8 puanını özel tüketim harcamaları, 1 puanını ise kamu harcamaları oluşturmuştur. Hane halkı harcamaları içinde dayanıklı tüketim malı talebindeki belirgin düşüş büyümeyi sınırlandırmıştır. Önceki iki çeyrekte farklı olarak net ithalatın üzerinde etkisinin azaldığı ihracatın büyümeye katkısı 1 puan olmuştur. İlk çeyreğe göre yatırımlar içinde inşaatla yaklaşık 4 puan, makine ve teçhizatla ise yaklaşık 6 puanlık gerileme dikkat çekmiştir.

### GSYH - Üretim Yöntemi (% puan)

	2016	2017	2018 - 1.Ç.	2018 - 2.Ç.
Tarım	-2.6	4.7	4.6	-1.5
Sanayi	4.2	9.2	8.8	4.3
<b>İnşaat</b>	<b>5.4</b>	<b>8.9</b>	<b>6.9</b>	<b>0.8</b>
<i>Gayrimenkul faaliyetleri</i>	3.6	2.6	2.9	0.2
Hizmetler	0.2	10.7	10.0	8.0
<b>GSYH</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>	<b>7.4</b>	<b>5.2</b>

Kaynak: TÜİK

Üretim yöntemine göre veriler incelendiğinde ise tarım sektörünün büyümeyi aşağıya çekmesi ve inşaat sektörünün katkısının gerilemesi dikkat çekmiştir.

Mayıs ayından bu yana kur ile faizde yaşanan sıkıntının ve düşen güven algısının etkisiyle ikinci çeyrekte büyüme kompozisyonu, yatırım ve üretimde küçülme ile birlikte piyasanın beklentilerine paralel gerçekleşmiştir. Döviz kurundaki yüksek dalgalanmanın zirve noktaya ulaştığı üçüncü çeyrekte ise turizmdeki canlanmanın etkisinin diğer kayıpları telafi edip etmeyeceği takip edilmektedir. Milli gelirin yılın ikinci yarısı daralacağı beklentisi ağırlık kazanırken, 2018 yılsonu büyüme beklentisi %3.00-%4.00 bandındadır.

Üretim verileriyle paralellik gösteren İmalat (PMI) – Satınalma Yöneticileri Endeksi'ndeki gerileme de Eylül'de Mart 2009'dan sonraki en düşük değerine ulaşmıştır. Tüm bu veriler ışığında ekonomi çevrelerinde 2019 yılında Türkiye için stagflasyon (enflasyon içinde durgunluk) ve/veya resesyon (üst üste iki çeyrek GSYH küçülmesi) ihtimalleri konuşulmaya başlanmıştır.

### Enflasyon: 15 yılın zirvesine oturdu

Ağustos ayında kurlarda yaşanan dalgalanmanın fiyatlar üzerindeki en yüksek etkisi, TÜİK tarafından açıklanan Eylül ayı enflasyon rakamlarında görülmüştür. Eylül'de TÜFE, aylık %6.30 ve yıllık %24.52 olarak gerçekleşmiştir.

Tüm ana harcama gruplarında fiyatlar aylık bazda artış kaydederken, enflasyona en çok katkıyı ise %9.15 oranında artış ile ulaştırma grubu yapmıştır.

Üretici fiyatları ise Eylül ayında aylık bazda çift haneli seviyeye ulaşarak %10.88 artmış ve yıllık Yİ-ÜFE %46.2 olmuştur. Aylık üretici enflasyonuna en yüksek katkıyı elektrik, gaz üretim ve dağıtım sektörü yapmıştır. TÜFE (%24.5) ile Yİ-ÜFE (%46.2) arasındaki fark, özellikle kurdaki artışa bağlı fiyat artışlarının henüz tüketiciye yansımadağı şeklinde yorumlanmıştır.

Çekirdek enflasyon olarak adlandırılan ve mevsimsel ürünler, altın, enerji ve fiyatı kamu tarafından vergi yoluyla yönlendirilebilen ürünlerin dışarıda tutulduğu endekslerdeki değişim, enflasyonun kontrol altına alınıp alınamayacağı konusunda esas gösterge olarak kabul edilmektedir. TCMB tarafından da yakından izlenen çekirdek enflasyon göstergelerindeki bozulma, Eylül ayında devam etmiştir. B ve C endekslerinde yıllık artış sırasıyla %23.7 ve %24.1 olarak gerçekleşmiştir.

Enflasyondaki son gelişmelerin ardından 9 Ekim 2018 tarihinde Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak tarafından ağırlıkla tüketim ürünlerinde yılsonuna kadar asgari %10 indirim dayanan bir Enflasyonla Mücadele Programı açıklanmıştır. Program, uzmanlarca kısa vadede piyasalarda iyimserlik oluşturacak olması ve enflasyonda kısa bir duraklama yaratabilme ihtimali açısından olumlu karşılanmıştır. Ancak bu adımın yapısal enflasyon sorununu çözme gücünün sınırlı olduğu ifade edilmiştir.

Şirketlere KDV iadelerinin ödenmesi, banka kredi faizlerinde %10 indirim yapılması, enerji fiyatlarına 2 ay boyunca zam yapılmayacak olması gibi başlıkları da taşıyan programın yılsonuna kadar enflasyon





rakamlarına olumlu etkisi beklenmektedir. 2019 yılı öngörülerinde stagflasyon ve resesyon ihtimalleri konuşmaya başlanan Türkiye'nin ekonomik sorunlarına kalıcı çözümler bulma noktasında ise “farklı bir hikayeye” olan ihtiyacına işaret edilmektedir.

### **Para Politikası: TCMB'den "şahin" adım**

TCMB, 13 Eylül'de gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu (PPK) ara toplantısında, politika faizini 625 baz puanlık artışla %17.75'ten %24'e yükseltmiştir.

Ağustos ayı enflasyon verilerinin ardından Merkez Bankası, para politikası duruşunu yeniden şekillendireceğini belirtmiş; piyasada politika faizini 200 - 500 baz puan aralığında yükselteceğine ilişkin bir algı yaratmıştır. Beklentilerin üzerindeki adımına ilişkin olarak; iç talep koşullarındaki yavaşlamaya rağmen fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın enflasyon görünümüne yönelik yukarı yönlü risk teşkil ettiğine atıfta bulunan TCMB, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidildiğini açıklamıştır.

Merkez Bankası, PPK faiz kararıyla birlikte Türk Lirası likidite yönetimine ilişkin bir duyuru daha yapmıştır. Yapılan duyuruya göre, Merkez Bankası'nca halihazırda gecelik vadede gerçekleştirilen fonlamanın 14 Eylül 2018 itibaren haftalık vadede yapılmasına başlanacağı açıklanmıştır.

TCMB'nin beklenenden “şahin” bulunan kararına ilişkin olarak uzmanlar adımın güven tesisi açısından önemine işaret etmiştir. Öte yandan TCMB PPK Kararı'nın ardından açıklanan Eylül ayı enflasyon rakamlarının çekirdek enflasyonda aylık bazda TÜFE'den daha yüksek artış ortaya koyması, TCMB'nin agresif hamlesinin büyük oranda geç kalınmış bir önlem olduğu yorumlarını beraberinde getirmiştir.

TCMB 25 Ekim tarihli PPK toplantısında piyasa beklentilerine paralel olarak herhangi bir faiz değişimi yapmamıştır. Toplantının ardından yapılan duyuruda, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki tüm araçları kullanmayı sürdüreceği bildirilmiştir. Olağan takvimde Kasım ayında PPK toplantısı bulunmamakta olup; TCMB yılın son toplantısını 13 Aralık tarihinde gerçekleştirecektir.

### **Dış Ticaret: İhracattaki artış sürdürülebilir mi?**

Ağustos ayında ihracat hacmi yıllık bazda %6.5 daralarak 12.4 milyar ABD Doları, ithalat hacmiyse %22.7 düşüşle 14.8 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylelikle dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine oranla %59 gibi bir oranla daralmıştır.

Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici verilere göre; dış ticaret açığındaki daralma Eylül ayında da devam etmiştir. Ticaret Bakanı Ruhsar Pekcan tarafından “tarihin en yüksek Eylül ayı rakamı” olarak açıklanan ihracat %22.6 artışla 14.5 milyar ABD doları, ithalat ise %18 oranında gerilemeyle 16.4 milyar ABD Doları olmuştur. Bu sayede dış ticaret açığı yıllık bazda %76.9 daralmıştır.

İhracatın üretim içindeki payının içerideki nakit akışında sorunlar ve talep yetersizliğinin de katkısıyla arttığı değerlendirilmektedir. Maliyet artışları, küresel gelişmeler, enerji fiyatlarında yükseliş gibi etkenler ise uzmanların gözünde ihracatın aynı tempoda artmaya devamı konusunda olumsuz faktörleri oluşturmaktadır. Türkiye ekonomisinde yılın ikinci yarısında beklenen daralmanın derinliği açısından dış ticaret performansının yapacağı katkı büyük önem taşımaktadır.

Diğer yandan Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 4 Eylül tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğiyle Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da yapılan değişiklik ile ihracat dövizinin 180 gün içinde yurda getirilerek en az %80'inin bankaya satılması 6 ay süre ile zorunlu kılınmıştır.

### **Ödemeler Dengesi: Rekor cari fazla**

TCMB Ağustos 2018 ödemeler dengesi verilerine göre; cari işlemler 2.6 milyar ABD Doları ile 3 yıl sonra ilk kez fazla vermiştir. Yıllık açık ise Temmuz'da 54.6 milyar ABD Doları iken 51.1 milyar ABD Doları olmuştur.

Merkez Bankası, cari işlemlerin aylık bazda fazla vermesinin ana nedeninin dış ticaret açığındaki düşüş ve hizmetler dengesindeki fazla artışından kaynaklandığını belirtmiştir. Hizmetler dengesinde net girişler, önceki yıla kıyasla büyük oranda turizm gelirinden kaynaklı olarak 741 milyon ABD Doları artarak 4.6 milyar ABD Doları olmuştur. Dış ticaret açığı da bir önceki yılın aynı ayına göre 3 milyar ABD Doları azalarak 1.3 milyar ABD Dolarına gerilemiştir.

Cari işlemlerde yaşanan gelişme “ekonomide dengelenme mi, durgunluk mu?” tartışmasını ortaya çıkarmıştır. Kimi uzmanlar, oluşan cari fazlayı “süreklilik arz eden bir ihracat artışıyla değil kur artışı ile ekonomik aktivitede yavaşlamanın ithalata etkisi” şeklinde açıklarken; bu gelişmenin devam etmesinin ekonomiye yansımalarının (büyüme, istihdam vb.) sağlıklı olmayacağı noktasında değerlendirmelerde bulunmaktadır. Diğer yandan cari fazlaya önemli katkı yapan turizm gelirinin Eylül ayıyla birlikte kısmen azalmaya başlayacak olması, beklentileri önümüzdeki aylarda daha düşük bir cari fazla ya da küçük bir cari açık noktasında buluşturmaktadır.

### Ödemeler Dengesi (Milyon Dolar)

2018	Ağustos
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>2 592</b>
<b>Finans Hesabı</b>	<b>14 354</b>
Doğrudan Yatırımlar	737
Portföy Yatırımları	-1 786
Diğer Yatırımlar	-13 305
<b>Net Hata Noksan</b>	<b>3 665</b>
<b>Rezerv Varlıklar</b>	<b>-8 075</b>

Kaynak: TCMB

Ağustos 2018 ödemeler dengesinin diğer sonuçlarına bakıldığında; doğrudan yatırımların, bir önceki yılın aynı ayına göre 60 milyon ABD Doları azalarak 737 milyon ABD Doları olarak gerçekleştiği görülmüştür. Yılın ilk 7 ayında 3.1 milyar ABD Doları gayrimenkul olmak üzere yabancı sermaye yatırımları, 7 milyar ABD Doları olmuştur. Yurtdışına yatırımlar hariç tutulduğunda net yabancı sermaye girişi ise 6 ayda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %18.5 düşüşle 4.4 milyar ABD Doları olmuştur.

Cari açık, doğrudan yatırım ile hisse senedi, devlet tahvilinden gelen döviz ve yurtdışından bulunan krediler kanalıyla finanse edilmektedir. Geline nokta Türkiye'nin doğrudan yatırım çekme konusunda sıkıntı yaşadığı, hisse senedi ve devlet tahvili tarafında alıcılarda huzursuzluk gözlemlendiği belirtilmektedir.

### Bütçe Dengesi: Bütçe performansında kötüleşme var

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın verilerine göre; 2017 yılı Eylül ayında 6.4 milyar TL olan merkezi yönetim bütçe açığı, 2018 yılı Eylül ayında %7 daralarak 6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ocak-Eylül dönemi toplamında ise bütçe performansındaki kötüleşme dikkat çekmiştir. Yılın ilk üç çeyreği toplamında, 2017 yılında 31.6 milyar TL seviyesinde olan bütçe açığı, 2018 yılının aynı döneminde 56.7 milyar TL olmuştur.

Borçlanma maliyetlerinde yaşanan yükseliş bütçe performansına olumsuz yansımış; 2017 yılı ilk 9 ayında 15 milyar TL olan faiz dışı fazla, bu yılın aynı döneminde 3.7 milyar TL düzeyinde kalmıştır.

Eylül'de bütçe gelirleri yıllık bazda %27.4 oranında artarak 61.1 milyar TL olurken, harcamalar %23.3 oranında genişleyerek 67 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Bütçe gelirleri içinde vergi gelirleri bir önceki yıla kıyasla %17.7 artarak 49.2 milyar TL olmuştur.

Ekonomide yavaşlama öngörülen gelecek dönemde, bütçede harcama kalemlerinin düşürülmesi yönündeki esnek alanın darlığı dikkate alındığında, bütçe açığının kontrol edilmesinin güç olacağı



değerlendirilmektedir. Hükümetin yeniden yapılandırma ve imar affı gelirlerinin desteğiyle 2018 yılı bütçe hedeflerine ulaşsa bile, 2019 yılında ekonomik aktivitede belirginleşmesi öngörülen zayıflamaya bağlı olarak, 2019 yılı bütçe hedeflerinde kayda değer sapmalar görülebileceği ifade edilmektedir.

### **İstihdam: Son 9 yılın en yüksek işsizlik oranı**

TÜİK işgücü istatistiklerine göre, Temmuz döneminde işsizlik oranı %10.8 olmuştur. İşsiz sayısı geçen yılın aynı dönemine kıyasla 88 bin kişi artarak 3 milyon 531 bin kişiye ulaşmıştır.

Aynı dönemde tarım dışı işsizlik oranı 0.1 puanlık azalış ile %12.9, genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı da 1.2 puanlık düşüşle %19.9 olarak gerçekleşmiştir. Mevsim etkilerinden arındırılmış istihdam, bir önceki döneme göre 6 bin kişi azalmış ve 28 milyon 733 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı 0.1 puan atarak %11 olarak kaydedilmiştir. Mart ayından bu yana görülen bozulma eğilimi devam etmiştir.

### **Güven Endeksleri: Her kesimde güven düşüştü**

Tüketici güven endeksi, Eylül ayında 59.3 ile son 3 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Bozulmanın genele yayıldığı ve dayanıklı tüketim malı satın alma eğiliminin yüksek oranda gerilemesi dikkat çekmiştir. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı da mevsimsellikten arındırılmış bazda aylık 1.8 puan gerileyerek %75.8'e inmiştir. Bu eğilimler, ekonomik büyümeye yönelik aşağı yönlü risklerin belirginliğine işaret etmiştir.

Reel kesim güven endeksi aylık 5.9 puanlık düşüşle 90.4 puan seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmet, perakende ve inşaat sektörü güven endekslerinde de Eylül ayında sırasıyla %9.7, %5.2 ve %16.7 düşüş gerçekleşmiştir. İnşaat sektörü güven endeksindeki %16'yı aşan oranda azalış, alınan kayıtlı siparişlerin mevcut düzeyini mevsim normalinin üzerinde değerlendiren ve gelecek üç aylık dönemde toplam çalışan sayısında artış bekleyen girişim yöneticisi sayısının azalmasından kaynaklanmıştır.

Reel kesim güven endeksi, hizmet sektörü güven endeksi, perakende ticaret güven endeksi ve inşaat sektörü güven endeksinin farklı ağırlıklarda birleştirilmesiyle oluşturulan Ekonomik Güven Endeksi aynı dönemde %9 oranında azalarak 92.2 değerinden 83.9'a gerilemiştir.

### **Kredi Notu ve Risk Primi: Risk algısında bozulma sürüyor**

Türkiye'nin kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan 3 büyük kuruluş nezdinde yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. Son olarak S&P ve Moody's' Ağustos ayında Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür. S&P, Türkiye'nin uzun dönem yabancı para cinsinden notunu BB-'den B'ye ve uzun dönem yerli para cinsinden notunu BB'den BB-'ye düşürmüştür; görünümünü de "durağan" olarak açıklamıştır. Türkiye'nin kısa dönem yerli ve yabancı para cinsinden kredi notunun ise "B" seviyesinde teyit edildiği bildirilmiştir. Moody's ise Türkiye'nin uzun dönem kredi notunu Ba2'den Ba3'e düşürmüştür, görünümünü de "negatife" çevirmiştir.

Gelişmelerin özellikle küresel risk iştahının bozulduğu bu dönemde ülkenin dış finansman açısından kırılganlığını arttıracak bir husus olduğu ifade edilmektedir. Fitch Ratings de 13 Temmuz'da Türkiye'nin kredi notunu BB+'dan BB'ye düşürmüştür, görünümü ise "durağan"dan "negatif"e çevirmiştir. Fitch'in bir sonraki değerlendirmesini 14 Aralık'ta yapması beklenmektedir.

Uluslararası kredi değerlendirme kuruluşları Moody's' ve Fitch, bir süredir yakından izledikleri Türk bankalarının bir kısmının kredi ve finansal kapasite notlarını da indirmektedir. Fitch'ten, 20 bankanın notunu ve 12 bankanın da finansal kapasite notunu düşürmesinin ardından yapılan açıklamada, not indirimlerine neden olarak bankaların varlık kaliteleri, performans riskleri, likidite ve fonlama gibi konularda yapılan değerlendirmeleri gösterilmiştir.

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-		
B1	B+	B+	Çok Spekülatif	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC	Aşırı Riskli	
Caa2	CCC+			
Caa3	CCC-			
Ca	C			
C	D	DDD	Batık	

Diğer taraftan, CDS Primi (*Kredi Temerrüt Risk Primi*), ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre günlük olarak güncellenmekte ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik ve objektif bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Primlerin 200 referans düzeyini aşması, Türkiye ekonomisinin GOE sepeti içindeki negatif ayrışmasına işaret etmektedir.

Türkiye 5 yıllık CDS primi, 2017 yılı başındaki 273 seviyesinden sonra yıl boyunca sınırlı iniş-çıkışlar sergilese de genel eğilim bakımından gerilemiş; yılsonunda 155 seviyelerine kadar inmiştir. CDS primleri bu yılın Mart ayından bu yana ise yurtiçi piyasalara yönelik risklerin artmasına paralel olarak ağırlıkla 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, 22 Ekim itibariyle 5 yıllık CDS primi 405 düzeyinde bulunmaktadır.

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

Son dönemde Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) tarafından "Türkiye'ye Gelen Ve Türkiyeden Giden Doğrudan Yatırımlara ilişkin bir bülten yayımlanmakta ve aylık bazda güncellenmektedir. Herhangi bir ülke için yurtdışına giden doğrudan yatırımların (outward direct investments- ODI) yurtdışından gelen doğrudan yatırımlara (foreign direct investments- FDI) 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.

2018 ilk 7 aylık döneme yönelik ODI-FDI tutarları incelendiğinde, gelen yatırımlardaki göreceli zayıflık, giden yatırımlarda ise artış gözlenmektedir. Öyle ki bu dönemde gayrimenkul yatırımları hariç Türkiye'ye giren doğrudan yabancı yatırımının %82'si kadar oranda yurtdışına doğrudan yatırım yapılmıştır.

Önümüzdeki dönemde, sürdürülebilir büyümeyi destekleyecek, güveni yeniden tesis edecek uzun vadeli politikaların uygulanması, Türkiye ekonomisinin kırılganlıklarının giderilmesini sağlayacak somut adımların atılması; hem Türkiye'nin risk primlerinin düşerek kredi notlarının yükselmesini, hem de yabancı yatırımcıların Türkiye'ye olan ilgisinin yeniden artmasını sağlayacaktır.



## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### İkinci çeyrekte sert iniş

İnşaat sektöründe reel büyüme, 2018 yılı ikinci çeyreğinde sert bir düşüşle %0.8 olmuştur. Sektörü oluşturan faaliyetlerin toplam katma değeri, zincirlenmiş hacim endeksine göre 33 milyar 150 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Geçen yılın aynı döneminde %6.8 oranında büyüme kaydetmiş olan sektörde yaşanan ani yavaşlamanın, döviz kuru, enflasyon ve faizler başta olmak üzere makro ekonomik verilerdeki olumsuz tablo ile yatırım iştahındaki azalmadan kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Bu süreçte faaliyetteki yavaşlamanın yanı sıra finansman maliyetlerinde izlenen artışlar, sektör bazında nakit akışını olumsuz etkilemiş; inşaat sektörü istihdamındaki gerileme sürmüştür.

#### İnşaat Sektörü Temel Göstergeler

	2017 - 2.Ç.	2018 - 2.Ç.	Değişim (%)
GSYH Büyüme (%)	5.7	5.2	
İnşaat Sektörü Büyüme (%)	6.8	0.8	
Gayrimenkul Sektörü Büyüme (%) (ilk yarı)	1.4	0.2	
Yapı Ruhsatı Sayısı (adet)	648.728	349.985	-46.1
Yapı Kullanım İzin Belgesi Sayısı (adet)	389.627	397.120	1.9
Konut Satışları (ilk yarıyı kümüle)	97.579	127.327	30.5
Konut Kredileri Hacmi (milyar TL)	186	196	5.4
Konut Kredisi Faiz Oranları (% aylık ortalama)	1.07	2.10	95.3

Kaynak: TÜİK

2017 yılı ikinci çeyrekte %1.4 büyüyen gayrimenkul sektörünün ise bu yılın ikinci çeyreğinde yıllık bazda %0.2 büyüdüğü görülmüştür.

Önümüzdeki dönemde sürmekte olan büyük ölçekli kamu yatırımları ile kentsel dönüşümün inşaat faaliyetlerini desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. 29 Ekim Cumhuriyet Bayramı'nda açılan 3. Havalimanı ve yapımı süren Çanakkale Köprüsü gibi projeler, ayrıca birçok ilde açılışı yapılan entegre sağlık yerleşkeleri, kamu-özel işbirliği modeli ile Türkiye Mühendisler Birliği üyeleri tarafından hayata geçirilmektedir.

Öte yandan, yüksek finansman gereksinimi bulunan altyapı projelerinin seyri açısından piyasa koşulları önem taşımaktadır. Jeopolitik risklerde artış eğilimi, döviz kurlarının yüksek seyri ve faiz artışları sektörde maliyetleri halihazırda yukarı çekmiştir. Eylül ayında sektörlerdeki güven kaybı içinde en sert olanı inşaatta gözlenmiş; mevsim etkilerinden arındırılmış inşaat sektörü güven endeksi bir önceki ayda 68,8 iken Eylül'de %16.7 azalarak 57.3 değerine düşmüştür.

Sektörde borçluluk oranları yükselmiş durumdayken, önümüzdeki dönemde de tüm dünyada daralan likidite koşulları üzerinden borçlanma maliyetlerinin artacağı bilinmektedir. Ayrıca büyümeye önemli katkıda bulunan söz konusu yatırımlarda, döviz kurunda yaşanan yüksek artışların yarattığı ek maliyetler açısından kur riski unsuru mevcuttur. Yapım işlerinde ağırlıklı olarak kullanılan çimento, akaryakıt, demir, bitüm, boru gibi malzeme fiyatlarında özellikle son iki yıldır yaşanan yüksek artışlarla birlikte kurda son alt ayda öngörülmesi mümkün olmayan yükseliş nedeniyle inşaat firmaları çok ciddi zorluklar yaşadıklarını belirtmektedir.

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.

Büyüme rakamlarına bakıldığında; son dönemde ekonomik büyüme ile inşaat sektörü arasında kurulan paralelliğin kaybolduğu değerlendirilmiştir. Türkiye'nin bundan sonraki dönemde sanayi ve tarım yatırımlarına öncelik verilirken, altyapı yatırımlarının da devam ettirilmesi; geçiş sürecinin dengeli biçimde ve ülkemizin istihdam sorununun hafifletilmesinde önemli rol oynayan inşaat sektörünü destekleyerek yapılması önem taşımaktadır.

### Konut Segmenti: Toplam satışlarda azalma, ancak yabancıya satışlarda artış var

2018 üçüncü çeyrek sonu itibariyle Türkiye genelinde toplam 1.002.391 konut el değiştirmiştir. Toplam konut satışları yılın ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %2.7 oranında gerilemiştir. Konut satışlarında Mayıs-Haziran döneminde yakalanan olumlu eğilim, faiz ve fiyat indirim kampanyalarının sona ermesinin ardından terse dönmüş; toplam satışlarda Ağustos ve Eylül aylarında geçtiğimiz yılın aynı dönemlerine göre sırasıyla %12.5 ve %9.2 düşüş gerçekleşmiştir.

	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		122 882	
Kasım		122 732	
Aralık		132 972	
<b>9 Aylık Toplam</b>	<b>1 002 391</b>	<b>1 030 728</b>	<b>-2.7</b>
<b>Yıllık Toplam</b>	<b>-</b>	<b>1 409 314</b>	<b>-</b>

Kaynak: TÜİK

Yılın ilk dokuz aylık döneminde, ekonomiye doğrudan katkı sağlaması ve konut stoklarının eritilmesi açısından önemli sayılan ilk satışlar %2.2 oranında gerilemiş; daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlar da %3.2 oranında düşmüştür.

Yaz döneminde gerçekleştirilen kampanyaların öncesi ve sonrasında tüm satış kalemleri arasında oluşan farklar; özellikle kur şoku ve TCMB faiz artışının ardından son iki aylık dönemde ipotekli konut satışlarında görülen kayda değer düşüşler dikkat çekmektedir. Nitekim ipotekli konut satışları Eylül ayında yıllık bazda %72, Ocak-Eylül toplamında ise %29 düşüş göstermiştir. Söz konusu düşüşün ardında konut kredisi faizlerindeki artış etkili olmuştur. Nitekim 2017 Eylül ayında bankalar genelinde %12.9 düzeyle-

rinde olan konut kredisi faizi, bu yılın Ekim ayının ilk haftalarında %28.8 oranlarına kadar yükselmiş olup; önümüzdeki dönemde de artan faiz oranlarının etkisiyle ipotekli konut satışlarında düşüş eğiliminin süreceği öngörülmektedir.

	Eylül		Değişim (%)	Ocak- Eylül Toplam		Değişim (%)
	2018	2017		2018	2017	
<b>İpotekli Satışlar</b>	<b>11 330</b>	<b>40 534</b>	<b>-72.0</b>	<b>256 283</b>	<b>363 227</b>	<b>-29.4</b>
<b>İlk satış</b>	<b>5 507</b>	<b>18 942</b>	<b>-70.9</b>	<b>114 027</b>	<b>157 059</b>	<b>-27.4</b>
İkinci el satış	5 823	21 592	-73.0	142 256	206 168	-31.0
<b>Diğer Satışlar</b>	<b>115 997</b>	<b>99 764</b>	<b>16.3</b>	<b>746 108</b>	<b>667 501</b>	<b>11.8</b>
<b>İlk satış</b>	<b>54 712</b>	<b>51 077</b>	<b>7.1</b>	<b>352 048</b>	<b>319 630</b>	<b>10.1</b>
İkinci el satış	61 285	48 687	25.9	394 060	347 871	13.3
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>127 326</b>	<b>140 298</b>	<b>-9.2</b>	<b>1 002 391</b>	<b>1 030 728</b>	<b>-2.7</b>
<b>İlk satış</b>	<b>60 219</b>	<b>70 019</b>	<b>-14.0</b>	<b>466 075</b>	<b>476 689</b>	<b>-2.2</b>
İkinci el satış	67 108	70 279	-4.5	536 316	554 039	-3.2
<b>Yabancılar Satışlar</b>	<b>5 615</b>	<b>2 236</b>	<b>151.1</b>	<b>24 155</b>	<b>15 241</b>	<b>58.5</b>

Kaynak: TÜİK



Aynı dönemde, Türk Lirası'ndaki değer kaybı ve 19 Eylül'de uygulamaya başlanan Türk vatandaşlığı hakkı elde etmede gayrimenkul alımındaki sınırın 1 milyon ABD Doları'ndan 250 bin ABD Doları'na indirilmesinin etkisiyle yabancıların konut alımında ise Eylül'de önemli bir artış yaşanmıştır. Eylül 2018'de yabancılar, Türkiye'de bir önceki yılın aynı ayına oranla %151 artışla toplam 5 bin 615 konut satın almıştır. Artış, Türkiye'nin konut stokunun yurtdışı pazarlarda değerlendirilmesi önerilerini beraberinde getirmiştir. Diğer yandan, yabancı alımlarının toplam konut satışları içinde %4.4 gibi kısıtlı bir paya sahip olması ve devamlılık sorunu öne çıkmaktadır.

Konut satışını desteklemek amacıyla Çevre ve Şehircilik Bakanı Murat Kurum'un ilgili sektör temsilcileri ile 28 Ağustos'ta düzenlenen basın toplantısında bir araya gelerek kamuoyuyla detaylarını paylaştığı 100 bin konutluk bir kampanya uygulamaya alınmıştır. Kampanyada 29 Ağustos - 31 Ekim 2018 tarihleri arasında ülke genelinde geçerli olmak üzere proje satış fiyatı ve peşinatlarında %10 indirim öngörülmüş; ödemeler konut fiyatlarında bir limit olmaksızın 120 ayda inşaat şirketlerinin üstlendiği %0.98 vade farkı ile düzenlenmiştir. Kampanya sektörde memnuniyetle karşılanmış; bankacılık sisteminden bağımsız olarak faizlerin inşaat firmaları tarafından üstlenilmesi ise kimi eleştirilere neden olmuştur.

Diğer taraftan, 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 altında kalmıştır. REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2018 Eylül ayında bir önceki aya göre artış %0.05 gibi oldukça sınırlı bir oranda olmuştur. Eylül ayında stok erime hızı adet bazlı %6.1, metrekare bazlı ise %5.4 oranında gerçekleşmiştir. Alternatif yatırım araçlarındaki getiri oranlarının yüksek olmasının, gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak tercih edilmemesine sebep olduğu gözlenmektedir.

	İnşaat Ruhsatı	Yapı Kullanım İzin Belgesi	İlk El Konut Satışı	Konut Stokuna Eklenen (kümülatif)
<b>2013</b>	839 630	726 339	529 129	197 210
<b>2014</b>	1 031 754	777 596	541 554	433 252
<b>2015</b>	897 230	732 877	598 667	567 462
<b>2016</b>	1 000 368	753 131	631 686	688 907
<b>2017</b>	1 323 118	820 526	659 698	849 735
<b>2018 - İlk Yarı</b>	349 985	397 120	298 877	947 978

Kaynak: TÜİK

Sektörde stok durumu da yakından takip edilmektedir. 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. Belediyeler 2017 yılında toplam 821 bin konut için yapı kullanım izni vermiş, 2017 yılındaki ilk elden konut satışı ise 660 bin olarak kaydedilmiştir. 2017 yılında 161 bin adet konut, toplam konut stokuna eklenmiştir. 2018 yılının ilk yarısında 400 bin konut için yapı kullanım izni verilmiş, aynı dönemde 300 bin konut satılmış, dolayısıyla 100 bin konut toplam stoklara eklenmiş olup; kümülatif stok 1 milyona yaklaşmıştır. Yukarıdaki tabloda, 2013 yılından bu yana verilen inşaat ruhsatı ve yapı kullanım izinleriyle ilk el satışları gösterilmektedir. Arz-talep arasındaki fark her yıl stoklara eklenmekte olup; konut stokları artmaktadır.

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. 2017 yılında bu fark daha da açılmış, 821 bin konuta yapı kullanım izin belgesi verilirken 1.3 milyonu aşkın inşaat ruhsatı verilmiştir. Bu durum, yapı stoklarındaki artışın veya konut arzının talebin üzerinde gerçekleştiği biçiminde yorumlanmaktadır. Konut fiyatlarında son dönemde izlenen ivme kaybı da bu olguyu teyit etmektedir.

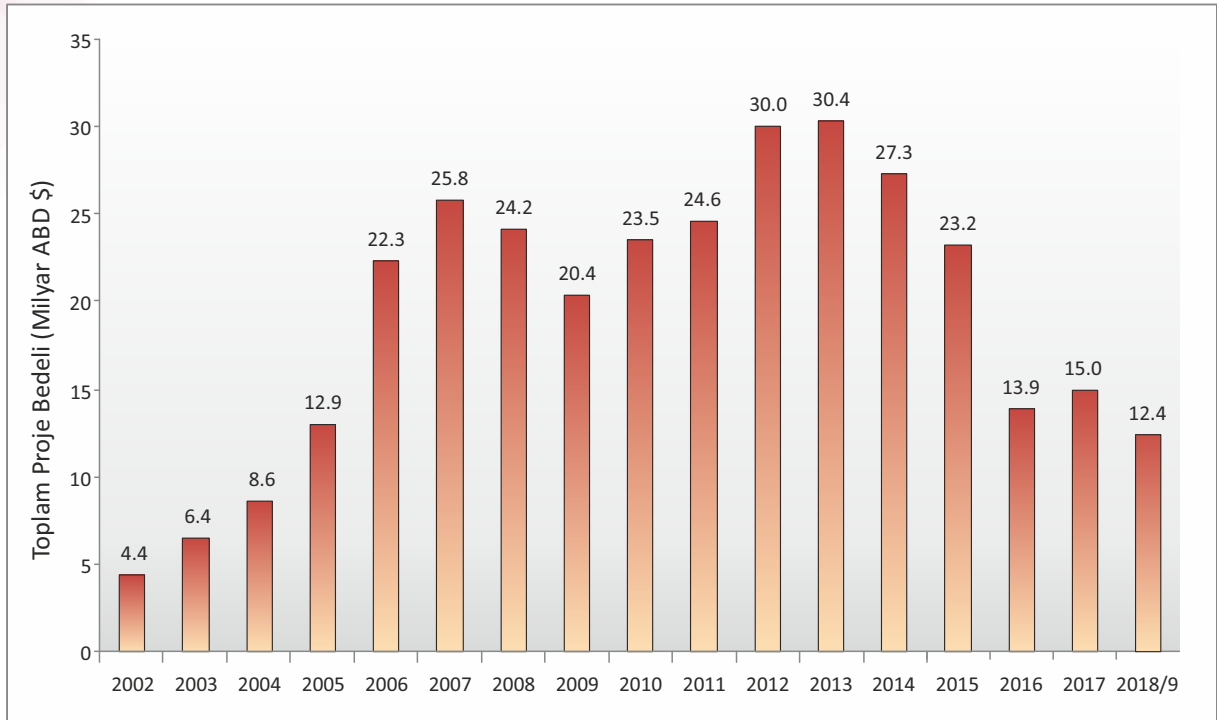
Gayrimenkul yatırımlarında alım tercihlerinin, maliyet-getiri analizlerinin, genel ekonomik ve sosyal durumun dışında kredi riski, kur riski, finansman riski gibi çok katmanlı birçok unsur rol almaktadır. Yurt içinde yükselen enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları ile harcanabilir gelirden beklenen düşüşün talebi önümüzdeki dönemde de sınırlayabileceği; konut sektöründe süregelen durgunluğun önümüzdeki dönemlerde de devam edeceği öngörülmektedir. Sektördeki pek çok firmanın proje erteleme ya da iptal kararı alabildiği gözlenmektedir.

Mevcut göstergeler, Ağustos ayında zirve noktaya ulaşan dalgalanmanın ardından alınan önlemlerle döviz kuru belli oranda kontrol altına alınmış gözükse de uzmanlarca ekonomide sürdürülebilir bir iyileşme sağlanabilmesi için alınması gereken önlemler bulunduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede sektörün desteklenmeye devam etmesi önem arz etmektedir. Ayrıca sermaye piyasasında sektör için yeni birer finansal kaynak olan Gayrimenkul Sertifikası, Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Altyapı GYO'ları daha etkin bir şekilde değerlendirilmeli, sektörün ihtiyaç duyduğu yabancı fonların Türkiye'ye gelmesinin yolu açılmalıdır.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Pazar genişliyor, toparlanma sürüyor

Türk müteahhitlik firmalarının 1972'den 2018 Eylül sonuna kadar 121 ülkede üstlenilen 9400'den fazla projenin toplam bedeli 371 milyar ABD Doları olmuştur.

### Yıllara Göre Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ticaret Bakanlığı





Ticaret Bakanlığı verilerine göre, 2012 ve 2013 yıllarında yurtdışında yeni üstlenilen iş tutarı 30 milyar ABD Doları boyutuna ulaşmış iken, bu tutar bölgedeki jeopolitik gelişmeler, petrol fiyatlarındaki gerileme ve Rusya ile yaşanan krizin etkisi ile 2016 yılında 14 milyar ABD Dolarına inmiştir. Yeni üstlenilen proje tutarı 2017 yılında 15 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiş, bu yıl ise yüzünü yukarı çevirmiştir. Yurtdışındaki yeni iş tutarı, bu yılın ilk dokuz ayında 12.4 milyar ABD Doları ile yukarı yönlü ivmesini sürdürmüştür.

Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından en önemli pazar olan Rusya ile düzelen ilişkiler sektördeki iş hacmini belli oranda arttırmıştır. 2017 yılında Rusya'da yaklaşık 2 milyar ABD Doları tutarında proje üstlenilirken, 2018 yılının ilk dokuz ayında 3.2 milyar ABD Doları tutarında 12 yeni proje üstlenilmiştir.

Enerji fiyatlarındaki artış eğiliminin, Türk müteahhitlerin halihazırda güçlü referanslara sahip olduğu enerji ihracatçısı pazarlardaki inşaat faaliyetine; dolayısıyla Türk müteahhitlerin söz konusu pazarlardaki iş hacmine olumlu yansımaya başladığı ve bu pazarlar özelindeki enerji fiyatı avantajının sürmesinin beklendiği değerlendirilmektedir.

Bu dönemde yeni pazarlar olarak ise Sahra-Altı Afrika, Hindistan ve ASEAN Bölgesi ile Güney Amerika ülkelerindeki potansiyel yatırımlar takip edilmektedir. Etiyopya, Fildişi Sahili, Senegal, Kongo, Kamerun, Nijerya, Tanzanya ve Sudan gibi ülkelerde son yıllarda üstlenilen projeler, önümüzdeki dönemde bu coğrafyalarda daha önemli işler alınabileceğine işaret etmektedir.

Dünyada referans kabul edilen ENR'ın (Engineering News Record) verilerine göre; geçtiğimiz dönemde küresel 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. Bilindiği üzere pazar, 2013 yılında 544 milyar ABD Doları büyüklüğündeyken, iki yıl üst üste %4.1 oranında azalarak 2015 yılında 501 milyar ABD Doları ve 2016 yılında da %6.4 daralmayla 468 milyar ABD Dolar büyüklüğüne gerilemişti.

ENR'ın "*Pazarda Geriye Dönüş Başladı*" başlıklı bülteninde, düşen petrol fiyatları ve politik belirsizliklerin etkisiyle son birkaç yıldır durgun bir performans sergileyen küresel inşaat sektöründe büyüme yönünde gelişme gözlemlendiği, ancak ulusal ve bölgesel zorluklar ile ticaret savaşına dönük endişelerin firmaları temkinli davranmaya ittiği ifade edilmiştir. Bültekte ayrıca, Türk firmaları tarafından döviz kurundaki değişimlerin nakit akışı üzerindeki etkisinin önümüzdeki dönem için endişe yarattığının dile getirildiği, ENR tarafından ise, Türkiye, Venezuela, Arjantin ve İran için bu kaygılara enflasyonun da eklendiği belirtilmiştir.

Uluslararası müteahhitlik pazarının yönünü yeniden yukarıya çevirdiği 2017 yılında Türkiye performansını büyük ölçüde koruyarak dünya sıralamasında yine ikinci sırada yer alırken, pazar payında bir miktar düşüş yaşanmıştır. Küresel inşaat sektöründe son yıllardaki küçülmeye rağmen ENR listesindeki Türk firmalarının sayısı 2016 yılında 40'tan 46'ya yükselmiş olup; bu sayı 2017 yılında değişmemiştir. Listedeki Türk firmalarının toplam pazar payı 2013 yılında %3.8 iken 2014 yılında %4.3, 2015 yılında %4.6, 2016 yılında %5.5 olmuş; 2017 yılında ise bu oran %4.8 olarak gerçekleşmiştir.

Türk müteahhitlerin bölgesel gelirlerdeki payı ana pazarlar olan Ortadoğu'da %9.1'den %9.7'ye yükselirken, Asya'da %7'den %4'e gerilemiştir. Afrika'da %5.1'lik oran korunurken, sınırlı bir artışla Avrupa'da bu oran %6.5'ten %6.8'e yükselmiştir.

Yılsonu beklentileri değerlendirildiğinde; Rusya ile ilişkilerdeki normalleşmenin yanı sıra enerji fiyatlarındaki artış ve Sahra Altı Afrika başta olmak üzere potansiyel pazarlardaki fırsatlar da göz önüne alındığında, 2018 yılında yurtdışında üstlenilen yeni proje bedelinin yeniden 20 milyar ABD Doları bandına ulaşabileceği değerlendirilmektedir.

## UFUK TURU

**Nouriel ROUBINI**, 13 Eylül 2018, [projectsyndicate.org](http://projectsyndicate.org)  
**Roubini Global Economics Başkanı, Ekonomi Profesörü**

Lehman Brothers'ın çöküşünün 10. yıldönümünü idrak ederken, finansal krizin sebepleri ve sonuçları hakkındaki tartışmalar hâlâ devam ediyor. Gelecek krize karşı bizi hazırlayacak dersleri çıkarıp çıkarmadığımızı sorguluyoruz. Ancak ileriye bakarsak karşılaştığımız en anlamlı soru, bir sonraki küresel resesyon ve krize neyin, ne zaman sebep olacağıdır.

ABD'nin bütçe açığının büyüdüğünü, Çin'in gevşek mali ve kredi politikaları takip ettiğini ve Avrupa'nın iyileşme yolunda olduğunu varsayarsak; şu anki küresel genişleme gelecek yıl da devam edeceğe benziyor. Fakat 2020 itibarıyla, küresel resesyonu takip edecek bir finansal kriz için şartlar olgunlaşmış olacak... Hükümetlerin gerekli politik aygıtları kullanarak serbest düşüşü engelledikleri 2008'den farklı olarak; gelecek krizle mücadele etmek zorunda kalacak politikacıların elleri, önceki kriz boyunca süregelen seviyeden daha yüksek toplam borç seviyesi yüzünden bağlı olacak. Zamanı geldiğinde, gelecek kriz ve resesyon öncekinden daha şiddetli ve uzun olabilir.

**Uğur CİVELEK**, 20 Eylül 2018, *Dünya Gazetesi*  
**Köşe Yazarı**

Dolar faizleri ve ticaret savaşlarına ilişkin belirsizlikler, zaten çok sorunlu olan küresel yapıyı iyice kırılgan hale getiriyor ve herhangi bir yerde patlak verecek sıkıntıyı bulaşıcı kılarak riskten kaçınma eğilimlerini besliyor... Küresel ölçekte oldukça zorlu ve sıkıntılı bir dönem bizi bekliyor olabilir! Jeopolitik risklerin uzlaşmaya dayalı olarak ortadan kaldırılamıyor olması, yerel paralar ile ticaret hacminin hızla artmasının ödemeler sistemi üzerinde yaratabileceği olumsuz baskılar gibi diğer konular da olumlu düşünmeye izin vermiyor.

**Taner BERKSOY**, 6 Eylül 2018, *Dünya Gazetesi*  
**Köşe Yazarı**

Dış güçlerin denge bozma gücü sandığınız kadar yüksek değil. Dengeleri içeride uygulanan genişlemeci- daraltıcı politikalar ve bunun sonucunda dengelerdeki değişimler belirliyor... Bu resim Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu koşulların adını henüz kriz olarak koymayı gerektirmeyebilir. Ama 'krize beş kaldı' konumunda olduğumuzu kabul etmemiz gerekir...

Öncelik güvenin yeniden tesis edilmesindedir... Bu süreçte tereddüt etmek ve gecikmek mevcut tabloya kriz adının konulması ile sonuçlanır. Adı konmuş kriz konulmamışa kıyasla hem daha zorlu hem de daha pahalı olur. Biz bunu yaşayarak öğrenmiş bir ülkeyiz.

**Osman ULAGAY**, 3 Ekim 2018, *Dünya Gazetesi*  
**Köşe Yazarı**

Tünelin ucunda bir ışık görüldüyse bu ışığa odaklanmak ama uzun bir tünelin henüz başında bulunduğumuzu da unutmamak zorundayız. Bizi bu krize sürükleyen hataları tekrarlama ve bazı olumlu gelişmelere bakarak 'tamam, işte bu krizi de atlatıyoruz' deme lüksüne sahip değiliz...

Türkiye bu konumdayken TC Merkez Bankası'nın Yeni Ekonomik Programı uygulayanların ve Batı'ya karşı davranış biçimini belirleyenlerin dış dünyadaki ve piyasalardaki risk algısını olumsuz etkileyecek yeni adımlar atmaması ve irkiltici beyanlarda bulunmaması büyük önem taşıyor. Bu yönde atılacak adımlar tünelin ucundaki ışığı hemen söndürebilir.



**Erdal SAĞLAM**, 15 Ekim 2018, Hürriyet Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Rahip Brunson'un serbest kalmasıyla piyasada beklenen kısmi rahatlama sağlandı. Ancak hem piyasalarda kalıcı olumlu hava hem de orta dönemde istikrar sağlanması için daha epeyce yol alınması gerektiği açık. Yabancı yatırımcıların alınan tedbirlere bakışının çoğunlukla olumlu olmadığını, içerideki yatırımcıların da hâlâ önlerini görmekten uzak olduğunu söyleyebiliriz... Gelinen noktada sadece mali veya finansal tedbirlerin kalıcı bir iyileşmeyi sağlamaya yetmeyeceği, çok daha radikal yapısal ve kurumsal değişikliklere ihtiyaç olduğu açıkça gözüküyor...

**Güven SAK**, 3 Eylül 2018, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı, TEPAV Kurucu Direktörü**

Türkiye'nin ne ile karşı karşıya olduğunu bildiğini gösterecek bir tedbirler sepetine ihtiyacı var. Karşı karşıya olduğunu izale edecek güce ve cesarete sahip olduğunu göstermesi gerekiyor bugün Türkiye'nin...

**Mahfi EĞİLMEZ**, 26 Ekim 2018, bbc.com  
**Hazine Eski Müsteşarı, Ekonomi Yazarı**

Ekonomik büyümenin hızla düştüğü, enflasyonun ise yüksek kalmaya devam ettiği ve bunlara bir de zaten yüksek olan işsizlik oranının artarak eşlik ettiği bir ortamda bulunduğumuz görüyoruz. Mevcut durum itibarıyla Türkiye'nin ekonomi politikası bir açmazla karşı karşıya: Enflasyonu tek hedef alıp da üzerine gitseniz zaten ivme kaybetmiş olan büyüme iyice düşecek, hatta eksiye geçecek, büyümeyi kollamaya yönelik uygulamalara gerseniz bu kez enflasyon iyice azacak ve hiper enflasyona dönüşecek.

Açmazlardan çıkış yolları bulunabilir. Ne var ki bu tür çıkışlar çoğunlukla kol kesilerek yapılmak durumundadır. Yani eğer enflasyonu düşürmek hedefleniyorsa o zaman ekonominin bir süre küçülmesini, işsizliğin artmasını göze almak gerekir. Eğer büyümeyi toparlamak hedefleniyorsa o zaman da enflasyonun denetim dışına çıkmasına katlanmaktan başka çare yoktur. Uygulamaya baktığımızda Türkiye'nin tam anlamıyla arada kaldığını, hem büyümeyi kollamaya hem de enflasyonla mücadeleye devam etmeye uğraştığını görüyoruz. Bir yandan arada bir gecikmeli de olsa faiz artırılıyor, öte yandan büyük harcamalar gerektiren projelere girmeye devam ediliyor. Bir taşla iki kuş vurmak ancak istikrar varsa mümkündür. Türkiye bunu 2001 krizinden sonra başarmıştı. Ne yazık ki bugün aynı konumda değiliz.

**Yaman TÖRÜNER**, 22 Ekim 2018, Milliyet Gazetesi  
**Köşe Yazarı, TCMB Eski Başkanı**

İnşaat sektörü, bir ekonominin içinde bulunduğu durumu gösteren en güçlü yansıtıcıdır. Geçtiğimiz dönemde sanayi ve tarıma yatırım yapmak yerine, inşaat sektörüne önem verildiği hakkındaki eleştiriler yerindedir. Ancak geçtiğimiz dönemde Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri'nin bile yapamadığı bir ekonomik yenileşmeyi sağlamış ve altyapı yatırımlarını neredeyse tamamlamıştır. Artık çok daha rahat bir biçimde sanayi ve tarıma yönelme olasılığımız vardır... Konut ve inşaat piyasası, ancak, tüketiciler konutlarının değerinin artacağına güvendiklerinde kendine gelir. Bu güven, ilerleme kaydeden bir ekonomiye ayak uydurarak artar...

Şimdiye kadar kalkınmamıza öncülük yapan inşaat sektörünü bir kenara bırakıp, şimdi artık, sadece sanayi ve tarım yatırımlarına öncelik vermeliyiz görüşü yanlıştır. Bu geçişi dengeli bir biçimde ve inşaat sektörünü öldürmeden yapmak zorundayız. Bunun için de inşaat sektörünün yeniden para bulmasına ve gayrimenkul satışlarının artırılmasına ihtiyaç vardır. Sonuçta, inşaat sektörü ülkemizdeki istihdam sorunlarının hafifletilmesinde de önemli rol oynamıştır.

