

İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Yeni Sistem,
Yeni Dönem, Yeni Beklentiler

Dünya
Türkiye
İnşaat Sektörü

Temmuz
2018

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



“Küresel ekonomiye ilişkin endişeler, geçen yılın aynı dönemine göre keskin bir değişimle, ticaret savaşı, gelişmekte olan piyasalarda kırılganlık, Avrupa’da yavaşlama ve diğer risklerle birlikte artıyor. Düşük volatilité ve senkronize küresel büyüme döneminin geride kaldığını söylemek mümkün...”

Nouriel ROUBINI, Roubini Global Economics Başkanı, Ekonomi Profesörü
Project Syndicate, 18 Temmuz 2018

“Ekonomi sadece ekonomi değildir; hukuktur, kurumlardır, kurallardır, itibardır, güvendir, kredibiledir...”

Uğur GÜRSES, Ekonomi Yazarı
Sosyal Medya, 13 Haziran 2018

ÖZETİN ÖZETİ

Küresel ekonomide bir süredir etkin olan ve uluslararası finans otoriteleri tarafından sürdürülebilir olmadığı dile getirilen iyimser eğilimler, 2018 yılının ilk yarısı boyunca kötüleşmeye devam etmiştir. Küresel ekonomide rüzgar Şubat ayından başlayarak tersine dönmüş; küresel makroekonomik görünümdeki bozulmadan, diplomatik, siyasi ve jeopolitik gelişmelere kadar geniş bir spektruma yayılan risk unsurları, piyasalarda seyreden risk iştahının yerini risk diyetine bırakmasına neden olmuştur.

Küresel ölçekte kırılganlık algısının, gündemden düşmeyen jeopolitik risklerin ve çok boyutlu belirsizliğin artmasıyla beraber etkin olan söz konusu risk diyetinin etkileri, tüm dünya borsalarına yansımıştır. Nitekim, Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) verilerine göre, 2018 Ocak ayı sonunda 89.8 trilyon ABD Doları olan dünya borsalarının toplam değeri, Haziran ayının başı itibariyle 85.6 trilyon ABD Dolarına gerilemiştir. Söz konusu dönemde dünya borsalarının toplam değeri %4.7 oranında azalırken, bu oran 4.2 trilyon ABD Doları tutarında erimeye işaret etmiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde küresel gündeme bomba gibi düşen ve bir önceki analiz raporumuza da ismini veren Ticaret Savaşı endişeleri karşısında Çin ve ABD'nin uzlaşmacı geri adımlar atması beklenirken, geçtiğimiz dönem boyunca tam aksi yönde gelişmeler yaşanmıştır. Trump yönetimi, ABD'de Kasım ayında gerçekleştirilecek olan ara seçimlerden önce korumacı söylemlerinin şiddetini arttırarak ticaret savaşının fitilini ateşlemiştir. 6 Temmuz itibariyle ABD tarafından Çin malı ithalatlarına yüzde 25'lik gümrük vergisi yürürlüğe girmiş; Çin misilleme olarak kendi pazarına giren Amerikan mallarına aynı büyüklükte bir gümrük vergisiyle karşılık vermiştir. Ticaret savaşına yönelik gelişmelerle ABD Doları karşısında baskı altında kalan Çin Yuanı Haziran başından bugüne %5'i aşan oranda zayıflamıştır. ABD, Çin'i parasının değerini kasıtlı olarak düşürmekle suçlamakta ve ABD'de faizlerin arttırıldığı ortamda ekonominin rekabet üstünlüğünü kaybettiğini savunmaktadır.

Bu süreçte ticaret savaşı sadece ABD ve Çin ekseninde yapılan hamlelerle sınırlı kalmamış, etki alanı Avrupa, Meksika, Kanada ve Rusya tarafından yapılan hamlelerle genişlemiştir. ABD Başkanı Trump, korumacı politikalarının kapsamını Avrupa'dan ithal edilen otomobiller ile de genişleteceğini duyurmuştur. Avrupa Birliği (AB) yönetimi 22 Haziran'dan itibaren ABD'den yapılan 3.2 milyar ABD Doları tutarındaki ithalata %25 oranında vergi uygulayacağını duyururken, Rusya da son dönemde ABD'ye karşı misillemede bulunacaklarına dair açıklamalar yapmıştır. İlerleyen günlerde ise ABD ile AB arasında Mayıs ayından bu yana süren ticari gerilimi görüşmek üzere bir araya gelen Avrupa Komisyonu Başkanı Juncker ile ABD Başkanı Trump gümrük vergilerinin artırılması yerine düşürülmesi konusunda hemfikir olduklarını duyurmuştur.



Bu süreçte Avrupa Birliği ile Japonya, dünyanın en büyük serbest ticaret anlaşmasını 17 Temmuz 2018 tarihinde imzalamıştır. AB Konseyi Başkanı Donald Tusk ve AB Komisyonu Başkanı Jean-Claude Juncker ile Japonya Başbakanı Shinzo Abe tarafından Tokyo'da imzalanan anlaşma, dünya ticaretinin üçte birini oluşturan 650 milyon kişi için serbest ticaret alanı yaratacaktır. Anlaşmaya ilişkin Japonya Başbakanı Abe "Korumacılık konusunda yükselen endişeler var ancak ben Japonya'nın ve AB'nin serbest ticaret bayrağını taşıyarak dünyaya öncülük etmelerini istiyorum" açıklamasında bulunurken; 28 AB ülkesinin liderleri adına açıklama yapan AB Konseyi Başkanı Tusk "Korumacılığa karşı olduğumuz mesajını net şekilde gönderiyoruz. AB ve Japonya işbirliği için açık olmayı sürdürüyor" diyerek, ABD'nin politikalarına karşı ortak bir tavır sergilendiğini açıkça ifade etmiştir. Ayrıca Japonya ve Çin de karşılıklı olarak gümrük vergilerini indirmek üzere ticaret anlaşması imzalamıştır.

Böylesi yapıcı mesajlara ve tarihi anlaşmalara karşın, saldırgan söylemlerin misillemelerle etki alanının genişlemesi, küresel denge üzerinde risklerin artacağına işaret etmektedir. Nitekim ABD'nin İran'la nükleer anlaşmayı tek taraflı olarak rafa kaldırıp, başta AB, Çin ve Türkiye olmak üzere birçok ülkeyi İran'dan petrol almamaları hususunda ayrıca tehdit etmesi, küresel konjonktür açısından gerilimi tırmandıran yeni ve büyük bir risk unsuru oluşturmuştur. Son olarak ise ABD Senatosu Dış İlişkiler Komitesi, ABD Başkanı Trump ve Başkan Yardımcısı Pence'in, ABD'li papaz Brunson'ın serbest bırakılmaması halinde Türkiye'ye geniş çaplı yaptırım uygulayacakları şeklindeki tehditkar söylemlerinin ardından, "Türkiye Uluslararası Finans Kuruluşları Yasası" adıyla, Türkiye'nin uluslararası kuruluşlardan kredi almasını kısıtlayan tasarıyı kabul etmiştir. Tasarı, ABD Hazine Bakanlığı, Dünya Bankası, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası ile diğer uluslararası finans kuruluşlarındaki ABD'li yöneticilere, Türkiye'ye yardım yapılmasını engellemesi talimatı verilmesini ön görmektedir.

Dünya Bankası, "**Gelgitlerin Dönüşü**" başlığıyla yayımladığı Küresel Ekonomik Beklentiler raporunun Haziran 2018 sayısında, dünya ekonomisinin son 10 yıldır ilk kez dengeli bir büyüme eğilimi yakalamasına karşın artan risklerin istikrarı tehdit ettiğini dile getirmiştir. Özellikle son dönemde artan korumacılığın büyüme beklentilerine yönelik belirsizliği artırdığı vurgulanan raporda, "Dünya genelinde tarifelerin mevcut uluslararası kuralların izin verdiği ölçüde artırılması, ticarete 2008-2009 küresel finansal krizindekine eşdeğer kayıplara yol açabilir. Bunun özellikle gelişen ve yükselen piyasa ekonomileri için ciddi sonuçları olur" uyarısına yer verilmiştir.

Benzer şekilde Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Ekonomik Görünüm raporunu "**Daha Dengesiz Büyüme ve Yükselen Ticaret Gerilimleri**" başlığıyla Temmuz ayında güncellemiştir. Raporda, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin küresel büyüme beklentileri %3.9 seviyesinde korunmasına karşın aşağı yönlü risklerin arttığı vurgulanmıştır. Ticaret alanındaki gerilimi artıran ve uzun sürme olasılığı bulunan adımların ciddi sonuçları olabileceğine işaret edilen raporda, "Bu aksiyonlar, hem kaynak dağılıma yönelik direkt etkileri, hem belirsizliği artırması ve yatırımları azaltması dolayısıyla toparlanmayı rayından çıkarabilir ve orta vadeli büyüme beklentilerini baskılayabilir" ifadelerine yer verilmiştir.

Arjantin'in dönem başkanlığında 21-22 Temmuz tarihlerinde Buenos Aires'te düzenlenen G20 Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları toplantısının sonuç bildirisinde, küresel ekonomiye ilişkin başlıca riskler; finansal kırılganlıklar, yükselen ticaret ve jeopolitik gerilimler, küresel dengesizlikler, eşitsizlik ve yapısal yavaş büyüme olarak sıralanmıştır. Dünya ekonomisinin yüzde 85'ini oluşturan 20 ülkenin temsilcilerini buluşturan toplantının bildirisinde, korumacı ticaret politikalarından kaçınılmasına yönelik net bir ibareye yer verilmemesi tepkiye yol açmıştır.

Bununla beraber, gelişmiş ülkelerin parasal sıkılaştırma adımları dünya ekonomisinin en büyük diğer kırılganlık unsuru olmaya devam etmektedir. Amerikan Merkez Bankası (FED) faiz artışlarına devam ederken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) de varlık alım programını yıl sonunda sonlandıracağını açıklamıştır. Küresel ekonomiye yön veren üç merkez bankasının bilançolarının toplam büyüklüğü, 13

trilyon ABD Doları ile dünyanın ikinci büyük ekonomisi olan Çin ya da tüm Avro Alanı ekonomisinden daha büyüktür. Bu bağlamda, piyasalar açısından son derece önemli bir belirsizlik unsuru halen ağır borçlu durumda olan küresel ekonominin, yükselen faizler ve geri çekilen teşviklerden kaynaklanacak olası sorunların üstesinden nasıl gelebileceği; özellikle gelişmekte olan ekonomiler açısından borçlanma maliyetlerinin büyük oranda yükselmesinin nasıl etkiler yaratabileceğidir. Parasal sıkılaştırma adımları paralelinde yılın özellikle ikinci çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelik sermaye akımlarında düşüş gözlenirken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu GOÜ piyasaları arasındaki ayrışmanın ilerleyen dönemde daha da belirginleşebileceği ifade edilmektedir.

Türkiye ekonomisi, likidite bolluğunun gerilediği, uluslararası borçlanma maliyetlerinin arttığı, ticaret savaşı ekseninde belirsizliklerin tırmandığı mevcut küresel ekonomik konjonktürün etkilerine ek olarak; Avrupa ve Ortadoğu arasındaki köprü konumu nedeniyle jeopolitik risk haritasının da odağında bulunmaktadır.

Siyasi ve iktisadi maliyetleri son derece yüksek olan tüm risk unsurlarıyla beraber, Türkiye ekonomisine özgü kırılmalıklar ve seçim belirsizliği sürecinde, ülke risk priminde dalgalanmalar gözlenmiştir. Türkiye CDS primi (Kredi Temerrüt Risk Primi), yılın başında 155 seviyesindeyken Haziran ayında 325 seviyesine kadar çıkmıştır. Hem dış piyasalarda yaşanan gelişmelerin hem de Türkiye'deki ekonomik ve politik tablonun risk primlerine yansıdığı gözlenirken, ekonomik büyüme tarafındaki olumlu seyrin yılın ilk çeyreğinde korunduğu görülmüştür.

Türkiye ekonomisi büyüme hızını yılın ilk çeyreğinde korumuş, zincirlenmiş hacim endeksine göre GSYH yıllık bazda %7.4 ile piyasa beklentilerinin üzerinde büyüme göstermiştir. Bu dönemde büyümenin seyrinde iç tüketim ve yatırımların olumlu performansı belirleyici olmuş, net dış ticaret ise büyümeyi sınırlandırıcı etki yapmıştır. Yılın ikinci yarısında, 2017 boyunca ekonomiyi destekleyici yönde hayata geçirilen uygulamaların katkısıyla geçtiğimiz yıl ve bu yılın ilk çeyreğinde sağlanan büyüme ivmesinin yakalanmasının kolay olmadığı; ancak büyüme rakamlarının %4.00-%5.00 bandında, görece güçlü olarak tanımlanabilecek seviyelerde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Moodys'in 7 Mart tarihinde, Standard&Poors'un 2 Mayıs tarihinde Türkiye kredi notunu düşürmelerinin ardından; Fitch Ratings de 13 Haziran tarihinde Türkiye'ye verdiği kredi notunu BB+'dan BB'ye düşürdüğünü, not görünümünü ise durağan yerine negatif olarak belirlediğini açıklamıştır. Fitch Ratings'ten yapılan açıklamada, enflasyondaki sıçrama ve cari açığındaki artış nedeniyle makro ekonomik istikrar üzerindeki aşağı yönlü risklerin kuvvetlendiği ifade edilmiştir. Güçlü dış talep, turizmde devam eden toparlanma, altyapı harcamaları ve istihdamdaki artış sayesinde Türkiye ekonomisinin bu sene %4.5 oranında büyüme göstermesinin beklendiği belirtilen açıklamada, yüksek dış finansman ihtiyacının Türkiye ekonomisini şoklara karşı hassas bıraktığına dikkat çekilmiştir. Türkiye'nin kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan üç büyük kuruluşun ikisinde yatırım seviyesinin ikişer basamak, birinde üç basamak altında bulunmaktadır.

Yüksek büyüme oranına karşın yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler açığı, yüksek faizler ve yükselmekte olan bütçe açığı yüksek kırılmalığa neden olmaktadır. Bu durumda geçtiğimiz dönemde Türkiye varlıklarına yönelik yüksek risk algısı da artmış, öncül ve en belirgin etki Türk Lirası'na yansımıştır. Yılın başında 3.80 TL olan USD/TL kuru 25 Temmuz itibariyle 4.85-4.90 TL bandına kadar yükselmiştir.

2017 yılında olduğu gibi 2018 yılının ilk çeyreğinde de büyüme tüm ana alt sektörler tarafından desteklenmiştir. Bu dönemde büyümeye en yüksek katkı turizmdeki toparlanmanın da sonucu olarak hizmetler sektöründen gelirken, yılın ilk çeyreğinde hizmetler sektörü %10, sanayi sektörü %8.8, tarım sektörü %4.6 büyüme göstermiştir. İnşaat sektöründe büyüme aynı dönemde %6.9 olarak gerçekleşirken, gayrimenkul faaliyetlerindeki büyüme %2.9 seviyesinde oluşmuştur.



2017 genelinde büyümeyi güçlü bir şekilde yukarı çektiği gözlenen inşaat yatırımlarının, 2018 ilk çeyrekte de %12.3 oranında artışla büyümeye katkısı sürmüştür. Aynı dönemde konut, konut dışı ve altyapı inşaat kalemlerinin tümü genişlemiştir. Ancak özellikle konut sektöründe artan stokların, gelecek dönemde inşaat sektörünün büyümeye etkisini baskılama potansiyeli taşımaktadır.

Türkiye'de 24 Haziran tarihinde gerçekleştirilen Cumhurbaşkanlığı ve Milletvekili seçimlerinde; Cumhurbaşkanı Erdoğan yeniden seçilirken Ak Parti öncülüğündeki ittifak da TBMM'de çoğunluk sağlamıştır. 19 Temmuz tarihinde ise, 15 Temmuz 2016'da gerçekleştirilen başarısız darbe girişimi sonrası ilan edilen ve 7 defa uzatılan Olağanüstü Hal (OHAL) uygulaması sona ermiştir. Avrupa Konseyinden yapılan açıklamada, "OHAL süresinin tekrar uzatılmamasından ve bu sürecin sona ermesinden memnuniyet duyuyoruz" denilmiştir.

Piyasalar üzerindeki seçim belirsizliğinin ortadan kalkmış olması, OHAL'in sona ermesi ve ekonomik ajandaya ilişkin iyimser beklentilerin etkisiyle, ilerleyen haftalarda TL varlıklar toparlanma eğilimi göstererek diğer GOÜ piyasalarından pozitif ayrılmıştır.

Bu süreçte iş dünyasında ve yatırımcılar nezdinde, ekonomi kurmayları başta olmak üzere Cumhurbaşkanlığı hükümet sisteminin ilk kabinesine ilişkin gelişmeler ve verilen mesajlar yakinen takip edilmiştir. Yeni dönemde ekonominin tek elde toplanması memnuniyet yaratmış; kabinenin açıklanmasının ve Fitch not indiriminin ardından ise satışlar hızlanmış; Bakan Albayrak'ın verdiği piyasa dostu mesajlar, ekonomi yazarları ve bankacılar ile iş dünyası temsilcileriyle yaptığı istişare toplantıları ve yapısal reform içeren kapsamlı bir ekonomik paketin Ağustos ortasına kadar açıklanacağı beklentisiyle piyasalar bir miktar toparlanmıştır.

Orta vadede ekonomik gidişat ve piyasalar için kritik faktörün, ekonomi politikasının nasıl şekilleneceği; kamuoyunu ve piyasaları ikna edebilecek, bozulan Türkiye algısını düzeltebilecek etkin bir yol haritası ile yeni Orta Vadeli Program (OVP) ve reform süreci olduğu ifade edilmektedir. Yüksek seyreden ekonomik büyümeye karşılık cari açık ile bütçe açığının artması, enflasyondaki hızlı yükseliş eğilimi ve Türk Lirası'nda hızlı değer kaybı mevcut büyüme odaklı politikanın sürdürülebilirliği bakımından tartışmalara yol açmaktadır. Özellikle dış piyasalarda para ve yatırım iştahının azaldığı, risklerin çok yönlü olarak arttığı mevcut ortamda, ekonominin aşırı ısındığına dair yorumlar yapılmakta olup, çarenin de kısa dönemli tedbirler değil, etkin yapısal reformlar olduğu belirtilmektedir.

Türkiye ekonomisinin bir süredir içinde bulunduğu, büyümeyi desteklemek ile kur dalgalanması, enflasyon ve açıkları önlemek arasındaki yol ayrımının, kalıcı toparlanmaya geçit vermeyen bir fasit daire haline geldiğini belirtenler çoğunluktadır. Yaygın piyasa görüşü, yeni ekonomi yönetiminin cari açıkla ve enflasyonla mücadeleye öncelik vermesi yönündedir. Bu bağlamda, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB) sıkı para politikasının sürdürülmesine ek olarak, büyümeden bir süre feragat edilmesi, sıkı maliye politikası uygulanarak ekonomide bir miktar soğumaya izin verilmesi gerektiği ekonomistlerce ifade edilmektedir. Böylesi bir politikanın Türkiye ekonomisinin kırılganlıklarını azaltacağı ve güven tesis edeceği değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, TCMB Para Politikası Kurulu'nun (PPK), 24 Temmuz tarihinde, yeni ekonomi yönetiminde yaptığı ilk toplantıda, sıkı para politikasının uzun müddet korunması gerekebileceği belirtilmiş, ancak politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faizi beklentilerin aksine ek bir adım atılmayarak %17.75'te sabit tutulmuştur. Kararın ardından ekonomistler, TCMB'nin açıklama metninde enflasyon kaygısının açık bir şekilde hissedildiğini; bu kaygıya rağmen faiz adımı atılmamasının ise yılın ikinci yarısında büyümeye dair risklerin enflasyon endişesinin önüne geçtiğine işaret ettiğini belirtmiştir.

Küresel ekonominin yılın devamındaki seyrinde jeopolitik risklerin artan oranda belirleyici olmayı sürdürmesi beklendiğinden, başat risk merkezlerinin ortasında yer alan Türkiye açısından piyasa koşulları zorlayıcı olabilecektir. Geçtiğimiz dönemde gerilimin kimi zaman tırmadığı Türkiye-ABD, Türkiye-Rusya ve Türkiye-AB diplomatik ilişkileri ile yurt içinde izlenen diğer politik ve ekonomik gelişmeler de piyasa dinamikleri üzerinde belirleyici olmayı sürdürecektir. Yüksek dış finansman ihtiyacı nedeniyle yurtdışı fon girişlerinin büyük önem taşıdığı Türkiye ekonomisi için, önümüzdeki dönemde etkinlikle gerçekleştirilecek yapısal reformlar dışında iç ve dış siyasette normalleşme sürecinin önem taşıdığı uzun süredir ifade edilmektedir.

Bu açıdan, geçtiğimiz haftalarda Hollanda ile diplomatik ilişkilerin normalleştirilmesi konusunda mutabık kalınması, ardından Almanya ile ilişkilerin normalleşmesi yönünde adımlar atılması memnuniyet verici olmuştur. Almanya, Türkiye'ye yönelik ihracat kredi garantisini 1.5 milyar Euro ile sınırlayan, 2017'de aldığı kararı yenilemeyerek, sınırlamayı kaldırmıştır. Hermes garantisi olarak adlandırılan söz konusu sistem, yurtdışından alacaklarını tahsil edemeyen Alman ihracatçı şirketlerin karşılaşılabilecekleri zararları telafi etmektedir.

Bankacılar, yurtdışı fonlamaya ihtiyaç duyan Türkiye ekonomisi için Avrupa ile ilişkilerin normalleşmesinin pozitif yansıyacağını belirtmektedir. Dış siyasette yeni döneme ilişkin, Dışişleri Bakanı Mevlüt Çavuşoğlu, AB üyeliğine yönelik, insan hakları ve demokrasi yolunda reformların kararlılıkla sürdürüleceğini; yeni dönemde temel esasın, girişimci ve insani bir dış politika yürütülmesi olacağını ifade etmiştir.

Yılın devamında politik ve jeopolitik konjonktür ile gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları yakından izlenmeye devam edilecektir. Yurtiçinde yaklaşan 2019 yerel seçimleriyle politik konuların gündemde yeniden ağırlık kazanması, ticaret ve kur savaşları ile jeopolitik risklerin çok yönlü olarak artması ve küresel mali piyasalardaki dalgalanma ile sermaye akımlarında muhtemel ivme kayıpları başat risk unsurları arasında olacaktır.

Önümüzdeki ayların kritik önem teşkil ettiği belirtilmektedir. Piyasada nakit dönüşünün azaldığı, bekle-gör stratejisinin ağırlık kazandığı bu dönemde iş dünyasının öncelikli talebi; çok uzun süredir siyasetin öncelik taşıdığı gündemde artık önceliğin ekonomiye gelmesidir. Hükümetin ilgili kesimlerle görüşerek ortaya koyacağı orta vadeli plan (OVP) ve orta vadeli mali plan (OVMP) özellikle finansal piyasalara rahat bir nefes aldıracak, finans kesimi ile uyumlu kamu ve özel kesimin ortak politika ve eylemleri bu endişeleri hızla ortadan kaldıracaktır.

DÜNYA

Başlayan ticaret savaşları ve büyük ülkelerin tehlikeli oyunları

Mevcut küresel gündemi, şiddetini artıran ticaret savaşının yansımaları, gün geçtikçe genişleyen bir coğrafyada artan jeopolitik riskler ve gelişmiş ülke merkez bankası politikaları yönlendirmektedir. Küresel piyasalarda 2017 boyunca hakim olan "irrasyonel coşku" ortamı, 2018 yılının ilk aylarıyla beraber yerini daha önce adeta görmezden gelinen birçok risk unsurunun eş zamanlı olarak görünür hale geldiği bir döneme bırakmıştır. Yılın ilk çeyreğinde küresel gündeme damga vuran ABD'nin korumacı söylemleri, uzlaşma arama girişimlerinin sonuçsuz kalmasıyla ikinci çeyrek dönemin sonlarına doğru çok boyutlu eylemlere dönüşmüştür.

Bu bağlamda mevcut konjonktür, uzun süredir etkilerinden korkulan korumacı söylemlerin somut bir ticaret savaşına dönüştüğü bir dönem niteliğindedir. Son döneme ilişkin gelişmeler ışığında, 1945 sonrası



kurulan küresel düzenin yeni bir tarihsel döneme girdiğini; jeopolitik, siyasi ve ekonomik türbülanslar eşliğinde, çok kutuplu yeni bir düzene doğru yol alındığını söylemek mümkündür.

Yılın ikinci çeyreğinde küresel aktiviteye yönelik ana gündem maddesinin gelişmiş ülke merkez bankası politikaları olması beklenirken, korumacılık aniden gündemdeki önemini arttırmış; ABD öncülüğünde dış ticarete korumacı eğilimlerin güçlenmesi küresel aktiviteye ilişkin risklerin tepe noktasına çıkmasına yol açmıştır.

Dünyanın en büyük iki ekonomisi ve ihracatçısı olan ABD ile Çin arasındaki dış ticaret dengesizliklerinin değerlendirildiği müzakerelerden sonuç alınamamıştır. Mayıs ayının son haftasında ABD'nin, fikri mülkiyet hırsızlığı yaptığı konusunu gündemine almaması durumunda Çin'e yönelik 50 milyar ABD Doları tutarında ek gümrük vergisi planının uygulamaya konulacağını açıklaması piyasalarda müzakere sürecinde hafifleyen dalgalanmayı tekrar arttırmıştır. Çin'e yönelik açıklamaların ardından ABD; AB, Meksika ve Kanada'dan ithal edilen alüminyum ve çeliğe 1 Haziran'dan itibaren ek gümrük vergisi getireceğini belirtmiş; kararın ardından vergiye tabi olacak ülkelere ABD'ye misilleme gelmiştir. Haziran ayı başında, ABD çelik ve alüminyum konusundaki tüm muafiyetleri kaldırarak ek gümrük vergisi uygulamaya başlamıştır.

Haziran ayında Kanada'da düzenlenen G7 zirvesine de, ABD ve diğer ülkeler arasındaki, özellikle ticaret konusundaki yaklaşım farklılıklarının neden olduğu gerilim damga vurmuştur. Dünyanın 7 büyük ekonomisi Almanya, ABD, İngiltere, Fransa, İtalya, Japonya ve Kanada'yı bir araya getiren G7 toplantıları boyunca uluslararası ticarete koyduğu ek vergiler ve korumacılık yasalarıyla eleştirilen ABD Başkanı Donald Trump, önce imzasını koyduğu G7'nin ticari anlaşmaları içeren sonuç bildirisini onaylamayacağını Twitter'dan duyurmuştur. Bunun üzerine Fransa Cumhurbaşkanlığı ofisi, *"Uluslararası işbirliği öfke krizleri ve düşünülmemiş açıklamalarla dikte edilemez"* şeklinde açıklama yapmıştır. Daha sonraki dönemde sürdürülen hamlelerde ise uzlaşma arayışını teşvik etmek yerine tehditlerin dozunu artırmak yönünde hareketler gözlenmiştir.

Bu süreçte ABD'nin İran'la nükleer anlaşmayı tek taraflı olarak rafa kaldırıp, başta AB, Çin ve Türkiye olmak üzere birçok ülkeyi İran'dan petrol almamaları hususunda ayrıca tehdit etmesi de, küresel konjonktür açısından gerilimi tırmandıran yeni ve büyük bir risk unsuru oluşturmuştur. Temmuz ayında ABD Başkanı Trump ile İran Cumhurbaşkanı Ruhani arasındaki sözlü düello sertleşmiştir. Türkiye İran'a yönelik yaptırımlara katılmayacağını, uygun şartlarda İran'dan petrol alımına devam edeceğini beyan etmiştir. İlerleyen günlerde ise ABD'nin, ABD'li papaz Brunson'ın serbest bırakılmaması halinde Türkiye'ye geniş çaplı yaptırım uygulanacağı şeklindeki tehditkar söylemleri ve Türkiye'nin uluslararası kuruluşlardan kredi almasını kısıtlayan tasarının senatoda kabul edilmesi ABD ile ilişkilerde tansiyonu yeniden arttırmıştır.

Bu süreçte ticaret savaşları, kur savaşlarına yönelik tartışmaları da tetiklemiştir. Çin Yuanı'nın ABD Doları karşısındaki değer kaybı %4.3'ü aşmış olup, zayıflamanın sürmesi halinde likidite şoku yaşanabileceği uyarıları yapılmaktadır. Çin hükümetinin itirazlarına karşın, ABD'ye yapılan ihracata gelen ek vergi yükünün etkilerini kısmen de olsa bertaraf etmek amacıyla Yuan'a ABD Doları karşısında değer kaybettirilerek kur savaşını cephesinden misilleme yapıldığını dile getiren ekonomistler de çoğunluktadır.

Diğer taraftan, FED faiz artışlarının sürmesiyle beraber, ABD Doları'nın Euro, Sterlin, Kanada Doları, Japon Yeni ve Yuan gibi para birimleri karşısında değer kazanmaya devam etmesi, ABD'nin ticaret savaşına kadar vardığı korumacı dış ticaret politikasını anlamsızlaştırma potansiyeli taşımaktadır. Nitekim, ABD Başkanı Trump ve ekonomi kurmayları zayıf dolardan yana olduklarını belirterek FED'e müdahaleyi arttırmıştır. Trump "faiz artışları konusunda mutlu olmadığını ancak FED'e bildiğinin en

iyisini yapması için izin verdiğini" ifade etmiş; Beyaz Saray'ın merkez bankası para politikası konusunda yorum yapmama geleneğinin bozulması, küresel piyasalarda tedirginlik yaratmıştır.

Ticaret savaşlarının dünya ekonomisine maliyetinin 2 trilyon ABD Dolarını aşabileceği hesapları yapılırken, çeşitli anketler küresel iş dünyasının, faaliyetlerine en büyük risklerden biri olarak ticaret/kur savaşlarını ve ABD'nin dış politikasını gördüğünü ortaya koymaktadır.

Ticaret ve kur savaşlarının bileşik etkisinin küresel ekonomik aktiviteyi belirgin bir şekilde yavaşlatacağı, artan vergiler ve düşen aktivitenin dünya genelinde enflasyonu yükselteceği, işsizlik artışını tetikleyeceği dile getirilmektedir. Küresel ticaret hacminin belirgin biçimde daralması ihtimali, eko-politik bütün beklentileri olumsuzlaştırmaktadır.

	30.6.2016	30.6.2017	1.1.2018	30.6.2018	Yılbaşına Göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	49.7	47.9	66.6	79.4	19.2	65.8	59.8
MSCI Dünya Endeksi*	1653	1916	2103	2089	-0.7	9.0	26.4
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi*	834	1011	1157	1069	-7.6	5.7	28.2
MSCI Türkiye Endeksi*	1094	1411	1614	1302	-19.3	-7.7	19.0
VIX Endeksi**	15.63	11.18	9.77	16.09	64.7	43.9	2.9
DXY Endeksi***	96.1	95.6	92.2	94.6	2.6	-1.0	-1.6
EUR/TL	3.19	4.02	4.55	5.36	17.8	33.3	68.0
Dolar/TL	2.88	3.52	3.79	4.59	21.1	30.4	59.4

Kaynak: Investing.com

- * MSCI Endeksleri (Morgan Stanley Capital Indexes), yabancı yatırımcıların diğer ülkelerde yatırım fırsatlarını değerlendirmeye, risklerini ve potansiyel beklentilerini tahmin etmeye yarayan bir göstergedir.
- ** VIX Endeksi (Volatility Index), küresel çapta piyasa riskini ölçmekte kullanılmakta ve yatırımcıların korku göstergesi olarak tanımlanmaktadır.
- *** DXY Endeksi (Dollar Index), doların dünyada en çok işlem gören 6 adet yerel para biriminin karşısındaki değerini gösteren endekstir. Endeksin yükselmesi, doların diğer kurlara karşı değer kazandığını; düşmesi ise doların diğer kurlara değer kaybettiğini göstermektedir.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere, dünya piyasalarının stres göstergesi olarak tabir edilen Volatilite Endeksi (VIX), yılbaşından bu yana %65, son 1 yıllık dönemde %44 artışla küresel risk algısındaki yön değişimini teyit etmektedir. Nitekim VIX, genel olarak küresel piyasa riskinin ölçümü olarak kullanılmakta ve yatırımcıların korku göstergesi olarak tanımlanmakta; siyasi-jeopolitik risklerin yükselme döneminde ani artışlar göstermektedir.

ABD Dolarının tüm dünyadaki değerini işaret eden Dolar Endeksi (DXY) ise, ABD'ye yönelik artan belirsizlikler nedeniyle son 1 ve 2 yıllık dönemde gerilemiştir. DXY 2015 yılından beri yaklaşık olarak 92 ile 104 aralığında dalgalanmakta; bu aralığın üst ya da alt bandına doğru bir eğilim gösterdiğinde eğilimi terse çevirmeye yönelik FED yöneticileri tarafından sözlü müdahalelere uğramaktadır. En düşük değeri olan 70,7 seviyesine küresel kriz döneminde inmiş olan endeksin ABD Dolarındaki değer kazancına paralel olarak yılın ilk yarısında artışa geçmesi dikkat çekmektedir.

Tabloda ayrıca görüldüğü üzere, küresel mali piyasalarda derinleşen olumsuz beklentiler endekslere yansımış olup, son 6 aylık dönemde MSCI Dünya, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Endekslerinde



azalma gözlenmektedir. Bir başka dikkat çeken nokta ise MSCI Dünya endeksi ilk yarıyılıda %0.7, MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi %7.6 düşerken, MSCI Türkiye endeksinin aynı dönemde %19.3 oranında gerilemesi, bir başka deyişle Türkiye varlıklarının negatif ayrışmasıdır.

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.

Dünyanın önde gelen merkez bankaları finansal kriz ve durgunlukla mücadele etmek üzere geçtiğimiz 10 yıl boyunca küresel piyasalara enjekte ettikleri ucuz likidite dönemini adım adım sonlandırmaktadır. 2018 yılında FED faiz artışlarına devam ederken, ECB de yılın sonunda varlık alım programına son vereceğini duyurmuştur. Yatırımcı güvenini geri kazanma amaçlı olarak Türkiye ve Arjantin'in içinde bulunduğu bazı GOÜ merkez bankaları agresif faiz artışları gerçekleştirmiştir. Uluslararası finans analistleri 2019 yılı sonuna kadar genel eğilimin faizlerde yükseliş olduğunu belirtmektedir. 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.

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. Nisan ayında 1.24'lü seviyeleri test eden EUR/USD paritesi, FED ve ECB'nin para politikasında ayrışmasından dolayı son dönemde 1.16 seviyelerine gerilemiştir. 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 kur 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.

ABD: Parasal normalleşme sürüyor

ABD ekonomisinde nihai olarak %2 seviyesinde açıklanan 2018 birinci çeyrek büyüme verisi beklentilerin bir miktar altında bir büyümeye işaret etmiştir. Buna karşın özellikle kurumlar vergisinde yapılan indirimin de etkisiyle aynı dönemde yatırım kalemlerinin ivme kazandığı gözlenmiştir. Haziran ayında TÜFE %2.9 artarak yıllık bazda 2012'den beri en yüksek artışı gerçekleştirmiş; çekirdek enflasyon ise yıllık %2.3 ile Ocak 2017'den beri en büyük artışı kaydetmiştir. Önümüzdeki dönemde de ABD'de para politikasının geleceği açısından en kritik veri seti enflasyon olmayı sürdürecektir. Nitekim uzun süredir hem işgücü hem büyüme verileri olumlu bir görünüm sunsa da, FED'in esas hedeflediği endeks olan kişisel tüketim harcamaları enflasyonunun %2 seviyesinde tutunamaması faiz artışlarının yavaş ve kademeli olarak sürmesine olanak tanımaktadır.

Nitekim FED Haziran ayı toplantısında beklentiler dahilinde faizleri 25 baz puan artırarak %1.75-2.00 aralığına yükseltmiştir. Toplantı notlarında iş gücü piyasasının güçlenmeye devam ettiği, ekonomik faaliyetin artış ivmesini koruduğu belirtilerek, ek faiz artışlarının %2 enflasyon hedefi ve büyüme verileriyle bağlantılı olacağı açıklanmıştır. FED Başkanı Jerome Powell ABD Kongresi'nde gerçekleştirdiği sunumda kademeli faiz artışının şu an için en iyi yol olduğunu dile getirmiştir. FED Başkanı ayrıca, devam eden ticaret savaşlarının ve Trump'ın vergi indirimlerinin etkilerinin temel belirsizlikler olduğunu savunmuştur.

AVRUPA: Bölge ekonomisinde bir miktar ivme kaybı var

2017 yılında %2.5 ile son 10 yılın en hızlı büyümesini kaydeden Euro Bölgesinde, yeni yılda büyümede hız kesildiği gözlenmiştir. Eurostat tarafından açıklanan verilere göre Bölge ekonomisi, 2018 yılının ilk çeyreğinde %0.4 ile 6 çeyreğin en zayıf büyümesini kaydetmiştir.

ECB Haziran ayındaki toplantısında para politikasında herhangi bir değişikliğe gitmeyerek mevduat faiz oranını (-%0.4) seviyesinde tutarken, varlık alım programının Eylül 2018 sonuna kadar aylık 30 milyar Euro olarak sürdürüleceğini, Ekim-Aralık 2018 döneminde net varlık alımının aylık 15 milyar Euro'ya indirileceğini ve Aralık 2018 sonrasında net varlık alımlarının sona erdirileceğini açıklamıştır. ECB toplantı sonrasında 2018 enflasyon beklentisini %1.5'tan %1.7'ye, büyüme beklentisini ise %2.4'den %2.2'ye revize etmiş; 2019 büyüme beklentisini de %2'den %1.9'a çekmiştir.

Piyasalarda ECB'nin ilk faiz artırım beklentisinin 2019 yılının ilk çeyreğine yoğunlaştığı, bir başka deyişle sıkılaştırmanın kademeli ilerleyeceği görüşü hakimdir. ECB Başkanı Mario Draghi, toplantı sonrası yaptığı değerlendirmede, önümüzdeki dönemde faiz artış sürecinde sürpriz yapılmayacağına yaptığı vurguyu yinelemiştir. Draghi, son dönemde gündemde olan korumacı politikalara dair olarak dış ticarete tek taraflı kararların tehlikeli olduğu, ticari anlaşmazlıkların çok taraflı olarak müzakere edilmesi gerektiğini ifade etmiştir.

Avrupa Birliği ile bölge ekonomisinin geleceğine ve küresel konjoktüre 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 ulaşamamıştır. Bu önemli belirsizlik unsurunun dünyanın en büyük beşinci ekonomisi olan İngiltere ekonomisine etkileri kaygı yaratırken, geçmiş dönemde belirsizliği arttıran bir başka unsur da Brexit bakanının İngiliz parlamentosundan istifası olmuştur. İngiltere Başbakanı Theresa May'i Brexit konusunda pasif kalmakla suçlayan Brexit Bakanı David Davis "Başbakan Theresa May'in politikaları İngiltere'yi en iyi ihtimalle zayıf bir pozisyona sokacaktır" ifadelerini kullanmıştır.

Brexit konusunda Moody's tarafından yapılan açıklamada, İngiltere'nin AB ile Brexit'in ardından 2 yıllık bir geçiş süreci konusunda anlaşmaya varmasının ülkenin kredi notu ve bölge ekonomisi açısından pozitif bir gelişme olduğu belirtilmiştir. Diğer taraftan söz konusu anlaşmanın geleceğinin, Kuzey İrlanda ile AB üyesi İrlanda arasında yeniden sınır oluşturulması olasılığı gibi konuların da bulunduğu tartışmalı alanlarda pürüzlerin çözülmesine bağlı olduğu ifade edilmiştir.

İtalya ve İspanya'da yaşanan politik şoklar uygulanacak ekonomi politikalarına yönelik belirsizlikleri yükselterek Avrupa'nın ABD'ye göre risk primini arttırmaktadır. Bölge siyasetinde bütünlüğün sağlanması ve mevcut büyüme hikayesinin korunması Türkiye'nin ihracat ortağı konumu nedeniyle Türkiye ekonomisi açısından da önem taşımaktadır.

ÇİN: Ekonomi dayanıklılık gösteriyor

Dünya Bankası verilerine göre 11 trilyon ABD Doları tutarındaki bütçesi ile ABD'nin ardından dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin ekonomisinin, borsadaki düşüşe, Yuan'daki değer kaybına ve artan ticari risklere rağmen dayanıklılık gösterdiği vurgulanmaktadır. Ülkede Mayıs ayı resmi imalat PMI verisi 51.9 ile öngörülerin üzerinde gerçekleşerek son 8 ayın en yüksek seviyesine çıkmıştır.

Ticaret savaşının ekonomiye yansımaları ve borç konusunda alınan sıkı önlemler gelecek döneme ilişkin ekonomik aktiviteye yönelik soru işaretleri yaratırken, beklentilerin üzerinde gelen imalat PMI verisi ekonomik yavaşlama ile ilgili endişeleri bir miktar gidererek ülke ekonomisinin dayanıklılığına yönelik olumlu sinyal vermiştir.



Ülke ekonomisinin bu yılın 2. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %6.7 büyüdüğü ancak bu yılın ilk çeyreğinde gösterilen %6.8'lik büyümenin gerisinde kaldığı bildirilmiştir. Hükümet stratejisi çerçevesinde GSYH'nin %37'si düzeyinde olan hane halkı tüketiminin ve ülke içindeki talebin artırılması, yoğunlaştırılmış reform ve yenilikler uygulanarak reel ekonominin canlanması için faaliyetler yürütülmesinin bir sonucu olarak büyüme momentumunun korunduğu belirtilmektedir.

PETROL FİYATLARI: Jeopolitik risk artışıyla fiyatlar yükseliyor

Geçtiğimiz dönemde petrol fiyatları dalgalı bir seyir izlemiştir. Fiyatlar, Petrol İhracat Eden Ülkeler Örgütü'nün (OPEC) yükselen petrol fiyatlarına tepki olarak üretimi arttırma çağrısının ardından Mayıs ayında bir miktar zayıflamış, OPEC'in 22 Haziran tarihinde gerçekleştireceği olağan toplantısının öncesinde Brent türü ham petrolün varil fiyatı 65 ABD Dolarına kadar gerilemiştir.

Üretimin arttırılmasına şiddetle karşı çıkan İran ve Cezayir gibi ülkelere karşılık, petrolde arz konusunda OPEC içerisinde ABD destekli olarak güçlenen Suudi Arabistan'ın başı çektiği OPEC üyeleri ve Rusya üretim artışı konusunda anlaşmıştır. Böylece Kasım 2016'da üretim kesintilerinin uygulanmasından bu yana ilk kez üretimin artacağını açıklamış ve pazara günde bir milyon varil ek üretim sürüleceği ilan edilmiştir.

Haziran ayının son haftasında ise petrol, ABD'nin müttefiklerine İran'dan petrol almamaları konusunda baskı yapması ve Kasım ayına kadar süre vermesi sonucu, fiyatların son üç yılın en yüksek seviyelerine çıkarak, varil başına 80 ABD Dolarına kadar yükselmesini tetiklemiştir.

ABD'nin İran'a yeniden yaptırım kararıyla beraber, Venezüella hükümetine karşı yeni ekonomik yaptırımlar uygulayacağını duyurması da petrol fiyatlarını yukarı yönlü baskı altında bırakmıştır. Temmuz ayının ilk günlerinde Trump'ın sosyal medya aracılığıyla Suudi Arabistan'dan petrol arzını yükseltmesini talep etmesi fiyatlardaki yükselişi bir miktar sınırlanmış olup, fiyatlar 73-75 ABD Doları bandında bulunmaktadır.

Türkiye ekonomisine yansımaları bakımından değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarında devam eden yükseliş eğiliminin, enerji ithalatı üzerinden cari denge ve enflasyon performansı üzerinde mevcut bulunan baskıyı daha da arttırabileceği değerlendirilmektedir.

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Riskler yükseliyor

Ticaret savaşı endişeleri, 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.

MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi'nde Haziran ayında %7 düşüşle Ağustos 2015'den bu yana en büyük aylık kayıp görülmüştür. Düşüşte ticaret savaşının derinleşeceği endişesi, Çin borsasının büyük çaplı düşüşü, artan petrol fiyatlarının gelişen ülke paraları üzerinde yarattığı baskı etkili olmuştur.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, GOÜ'lere ilişkin yayınladığı raporda, Nisan ayı ortasından bu yana küresel bazda güçlenen ABD Dolarının, para birimlerindeki değer kaybına bağlı olarak GOÜ piyasalarının kredi riskini büyük oranda arttırdığını açıklamıştır. Raporda güçlü doların Arjantin ve Türkiye gibi ülkelerin döviz rezervlerinde düşüşe yol açacağı belirtilirken; Brezilya, Çin, Hindistan, Meksika ve Rusya ekonomilerinin dış finansman ihtiyacına daha az bağımlı olmaları nedeniyle en az kırılgan ülkeler oldukları belirtilmiştir.

Geçtiğimiz dönemde mevcut konjoktüre bağlı olarak risk iştahındaki azalmanın GOÜ varlıklarındaki başlıca etkisi ekonomik büyümeden ziyade finansal piyasalarda gerçekleşmiştir. Ancak ortaya çıkan mali koşulların sıkılaştırılması ve gelişmiş ülkelerde artan faizlerin etkisiyle, önümüzdeki dönemde büyüme risklerinin aşağı yönlü olduğu belirtilmektedir. Petrol ihracatçısı olan GOÜ'ler artan petrol fiyatlarının kaldıraç etkisiyle desteklenirken, enerji ithalatçısı GOÜ'ler için koşulların daha da zorlaşacağı beklentisi hakimdir.

Jeopolitik risk unsurları artarken, FED'in bilançosunu daraltmaya ve faiz artırmaya devam etmesiyle gelişen ülkelere para akışında zorlu dönemin artarak devam edeceği uyarısı yapılmaktadır. Mevcut belirsizlik ortamı en çok fon akımına ihtiyaç duyan GOÜ piyasalarını tehdit etmektedir. Yapısal reform sürecini tamamlayıp ekonomi dinamiklerini güçlendirerek kendilerini orta-uzun vadede ortaya çıkacak olan sermaye çıkış sürecine hazırlamış olan GOÜ ekonomilerinin ilerleyen dönemi az hasarla atlatabileceği; diğer ekonomilerin için dış kaynaklara daha yüksek bedeller ödeyerek ulaşmak durumunda kalacakları ifade edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler içinde yüksek potansiyeliyle ayrı bir grup olarak değerlendirilen, dünya nüfusunun %40'ını, küresel ekonominin ise %25'ini oluşturan BRICS ülkelerinin (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) küresel ekonomideki payının 20 yıl içinde %25'ten %40 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. BRICS ülkelerinin ortaklaşa kurduğu Yeni Kalkınma Bankası (NDB) Şanghay'da 2015 yılından bu yana faaliyetini sürdürmektedir.

BRICS ülkelerinin toplam dış ticaret hacmi 6 trilyon ABD Dolarına ulaşmışken; bu hacmin 60 milyar ABD Dolarlık dilimini de Türkiye ile BRICS ülkelerinin ticaret hacmi oluşturmaktadır. Bu açıdan Türkiye Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın, "İslam İşbirliği Teşkilatı Zirve Dönem Başkanı" sıfatıyla özel davetli olarak 25-26 Temmuz tarihlerinde Johannesburg'da gerçekleştirilen 10. BRICS Zirvesi'ne katılımı, Türkiye'nin söz konusu 5 ülkeyle ticaretini geliştirme olasılığı sebebiyle Türkiye ekonomisi açısından önemli bir fırsat olarak görülmektedir.

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	Temmuz 18	Yılbaşından Bugüne Değişim (%)
Türkiye (Lira)	3.79	4.88	-28.8
Brezilya (Real)	3.31	3.74	-12.9
Rusya (Ruble)	57.26	62.70	-9.5
Hindistan (Rupi)	63.68	68.84	-8.1
Güney Afrika (Rand)	12.37	13.33	-7.7
Çin (Yuan)	6.51	6.80	-4.5

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

Soğumaya yüz tutan aşırı ısınma

Ekonomik aktivite yılın ilk çeyreğinde özellikle de iç talebin desteğiyle 2017 yılındaki yüksek performansını korumuştur. Türkiye ekonomisi yılın ilk çeyreğinde, ikinci çeyrekteki kur ve faizdeki yükseliş nedeniyle tahmin edilen yumuşak iniş öncesi %7.4 ile önemli bir büyüme kaydetmiştir. Bu oranla OECD ve Avrupa ekonomileri arasında birinci, G20 içinde ikinci ekonomi olmuştur. Büyümenin tüketim ağırlıklı oluşu ve ihracatın büyümeye olan desteğinin azalması olumsuz karşılanırken, geçen yıl getirilen Kredi Garanti Fonu (KGF) ve diğer teşvikler ile makine ve teçhizat yatırımlarının aynı dönemde %7 büyümesi memnuniyet verici olmuştur.

Diğer taraftan, cari açık ve bütçe açığındaki genişleme ile hızla yükselen enflasyon nedeniyle, TL varlıklarda Nisan ayından itibaren satış baskısı hakim olmuştur. Küresel piyasalardaki gelişmeler, bölgesel sıcak çatışma ortamı, seçim sürecinin yaratmış olduğu belirsizlik ve TCMB para politikasının etkinliğine yönelik tartışmalar TL varlıklar üzerindeki aşağı yönlü baskının devam etmesine yol açmıştır.

Özellikle ticaret savaşlarına yönelik gelişmelerin gündemde ön plana çıktığı Haziran ayında, 2018 yılının ilk yarısında da zorlu bir süreç geçiren GOÜ varlıkları daha fazla baskılanmıştır. Devamında GOÜ'lerden sıcak para çıkışları hız kazanırken, GOÜ para birimleri ABD Doları ve diğer gelişmiş ülke para birimleri karşısında hızla değer kaybetmiştir.

Bu süreçte seçime ilişkin belirsizliklerin Türkiye özelinde risk primini arttırdığı ve TL varlıkların diğer GOÜ varlıklar arasında da negatif ayrıştığı izlenmiştir. Geçtiğimiz üç aylık dönem özetle bu şekilde gelişirken, 24 Haziran tarihinde seçimin sonuçlanması ile birlikte genel seçimlerin takvimden çıkması önemli bir belirsizliğin ortadan kalkmasını sağlamıştır.

Seçimlerin ardından Türkiye ekonomisi yeni kabineye ve ekonomi kurmaylarının vereceği mesajlara odaklanmıştır. Kabinenin açıklanmasının ardından hızlanan satışlar, Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak'ın verdiği piyasa dostu mesajlar, ekonomi paydaşları ve iş dünyası temsilcileriyle yaptığı istişare toplantıları ve yapısal reform içeren kapsamlı bir ekonomik paketin Ağustos ortasına kadar açıklanacağı beklentisiyle bir miktar toparlanmıştır. Bu süreçte beklenen ekonomi paketine ilişkin olarak piyasada ağırlıklı görüş, yeni ekonomi yönetiminin cari açık ve enflasyonla mücadeleye öncelik tanıması gerektiği olmuştur.

Ekonomistler, büyümede yumuşak iniş ve cari açığa azalmaya odaklanan bir programın döviz kurlarına olumlu yansıtacağını; geçtiğimiz iki yılda olduğu gibi, kamu eliyle ısınma öngören bir programın olumsuz etki edeceğini ve TL varlıklarda kırılganlığın artacağını ifade etmiştir. Buna göre 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 kırılganlıkların azaltılmasının ardından dengeli bir modelle yeniden büyümeye geçmesi gerektiği belirtilmektedir.

IMF, Türkiye ekonomisinde finansal koşulların sıkılaştığına ve dış açığın yüksek olduğuna işaret ederek, 2018 büyüme tahminini %4.4'den %4.2'ye revize etmiştir. Kuruluş, Türkiye'ye yönelik büyüme beklentilerinin aşağı çekilmesinde küresel finansal koşulların sıkılaşması, artan petrol fiyatları ve Türk Lirasındaki değer kaybının etkili olduğunu belirtmiştir. Ayrıca Türkiye ekonomisinin aşırı ısındığı görüşüne yer verilen açıklamada, ekonominin iç ve dış dengesizliklerle karşı karşıya olduğu ve enflasyonun hedeflenen seviyenin üzerinde seyrettiği; büyüme dengelenirken cari açık ve yüksek enflasyon gibi kırılganlıkların azaltılmasının önem taşıdığı ifade edilmiştir.

%	2015	2016	2017	2018	2018 - Açıklama
Büyüme	6.1	3.2	7.4	7.4	I. Çeyrek
Enflasyon	8.8	8.5	11.9	15.4	Haziran
USD/TL Kuru	2.74	3.03	3.65	4.90	Temmuz
Gösterge Faiz	11.15	10.63	13.40	20.44	Temmuz
Cari Denge/GSYH	-3.8	-3.8	-5.5	-6.2	Mayıs
Bütçe Dengesi/GSYH	-1.0	-1.1	-1.5	-2.5	Yılsonu Tahmini
CDS Primi	273	273	165	315	Temmuz

“Bu dönemde enflasyon yükselmiş, USD/TL kuru, gösterge faiz, cari açık artmış, bütçe açığı bozulma yolunda ilerlemeye başlamış ve bütün bunların sonucu olarak da CDS primi yani ekonominin riskleri yükselmiş görünüyor. İktisatçının sorması gereken ilk soru daima “ne pahasına” sorusudur. Yani ekonomi yüzde 7,4 büyüdüyse iktisatçı eğer bilmiyorsa “ekonominin potansiyel büyüme oranı kaç” diye sorar. “Yüzde 5” yanıtını alırsa “bu kadar hızlı büyüme ne pahasına oldu?” diye sorar. Aslında “nelerden fedakârlık ettiniz” ya da “hangi göstergeleri bozdunuz” sorusunun kısa ifadesidir o...”

Kaynak: Mahfioglu.com

Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings, 13 Haziran tarihinde Türkiye'nin kredi notunu "BB+"dan "BB" seviyesine indirmiş, not görünümünün de "negatif" olduğunu duyurmuştur. Yapılan açıklamada, enflasyondaki sıçrama ve cari açıktaki genişleme nedeniyle makro ekonomik istikrar üzerindeki aşağı yönlü risklerin kuvvetlendiği ifade edilmiştir. Geçtiğimiz on yıl boyunca net doğrudan yabancı yatırım (DYY) girişlerinin ortalamasının 10 milyar ABD Doları civarında olduğu, dolayısıyla ağırlıklı olarak borç yoluyla karşılanan büyük dış finansman ihtiyacının ülkeyi şoklara karşı hassas bıraktığı belirtilmiştir. Sağlıklı dış talep, turizmde devam eden toparlanma, altyapı harcamaları ve istihdamdaki artış sayesinde Türkiye ekonomisinin bu sene %4.5 oranında büyüme göstermesinin beklendiği belirtilen açıklamada, ekonominin gelecek yıl ise %3.6 oranında büyüyeceği öngörülmüştür.

Fitch, ülke notundaki görünüme koşut olarak 21 Temmuz günü de 24 Türk bankasının kredi notunu indirmiş; 12 bankanın notu ise beklenenin aksine iki kademe birden azaltılmıştır. Raporun oldukça olumsuz bir tonda yazılmış olması kur üzerindeki yukarı yönlü baskıyı arttırmıştır. Açıklama notunda bankaların sorunlu kredilerindeki artışa vurgu yapılmış, resmi rakamlara göre %3 seviyesinde olan sorunlu krediler/toplam krediler oranının önümüzdeki dönemde yükselmesinin beklendiği belirtilmiştir.

Türkiye Ekonomisi - Makroekonomik Göstergeler

GSYH	2013	2014	2015	2016	2017	2018 - 1.Ç.			
GSYH (milyar \$)	950	935	861	863	851	208			
GSYH (milyar TL)	1810	2045	2339	2609	3105	793			
Büyüme (%)	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4	7.4			
Enflasyon (%)							Nis.18	May.18	Haz.18
TÜFE (yıllık)	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92	10.85	12.15	15.39	
Yİ-ÜFE (yıllık)	6.97	6.36	5.71	9.94	15.47	16.37	20.16	23.71	
Mevsimseliktan Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri							Şub.18	Mar.18	Nis.18
İşsizlik Oranı (%)	9.1	10.3	10.2	12.0	9.9	9.8	9.9	10.3	
İşgücüne Katılım (%)	48.5	51.0	51.7	52.4	53.1	53.1	53.3	53.1	
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)							Mar.18	Nis.18	May.18
İhracat	151.8	157.6	143.8	142.5	157.0	160.3	161.3	162.1	
İthalat	251.7	242.2	207.2	198.6	233.8	245.3	248.0	249.2	
Dış Ticaret Açığı	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-76.8	-89.9	-86.7	-87.1	
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)							Mar.18	Nis.18	May.18
Cari Açık	-63.6	-43.6	-32.1	-33.1	-47.4	-55.4	-57.1	-57.6	

Kaynak: TÜİK



Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere enflasyon, cari açık, dış ticaret açığı gibi kalemler son dönemde belirgin artış göstermiştir. İstihdam seferberliğine ve yüksek büyüme momentumuna karşın işsizlik oranındaki düşüşün ve işgücüne katılımdaki artışın sınırlı olması, istihdam yaratmayan büyüme tartışmalarını beslemektedir.

Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde eş zamanlı iki şok ile sarsılmıştır. USD/TL kuru oldukça kısa sayılabilecek bir sürede 3.80'lerden 4.80'lere çıkmıştır. Akabinde de TCMB toplamı 5 puana ulaşan faiz artışına gitmek durumunda kalmıştır.

Tüketim odaklı bir büyüme çizgisinde ilerleyen, üretimin ise tüketim oranında artmadığı bir ekonomide kaçınılmaz olan enflasyon yükselişi; iç talepteki canlılık artan emtia fiyatları ile birleşince kaçınılmaz olan dış ticaret açığı ve cari açık ile birleşmiştir. Enflasyon kalemlerinde devam eden bozulmanın ve yükselen cari açık tablosunun TL'nin değer kaybını arttırdığı, bu durumun da yeniden enflasyonu yukarı yönlü etkilediği bir sarmal oluşmuştur. TL'deki değer kaybı ile AB talebinin desteklemekte olduğu ihracat ve toparlanmakta olan turizm gelirleri bu eğilimi bir miktar sınırlamış olmakla birlikte, talep şartları ile enerji faturasının dış denge üzerindeki belirleyici etkisinin devam edeceği belirtilmektedir.

24 Temmuz tarihli PPK toplantısı öncesinde piyasada ağırlıklı görüş, yılbaşından bu yana toplam 950 baz puanlık faiz artışı yapan TCMB'nin, 100-125 baz puanlık bir artış daha yapacağı yönünde olmuş; ancak politika faizi %17.75 olarak sabit bırakılmıştır. Karara ilişkin ekonomi yazarları ve analistlerce farklı görüş ve beklentiler dile getirilmiştir;

- **"Faiz Artışı Yerine Program Açıklanmalı"**: Bazı analistler, ekonomide sert iniş olasılığının arttığı mevcut konjonktür için para politikasının yeterince sıkı olduğu, faiz daha yükseltirse ekonominin daha da ısınacağı argümanı ile; enflasyon ve TL değer kaybıyla mücadelenin maliye politikası üzerinden yapılması ve politika faizinin arttırılmamasının yerinde olduğunu ifade etmiştir. Halihazırda ödenen yüksek faiz bedeline rağmen önceki toplantılarda yapılan faiz artışlarının TL varlıklarda kalıcı bir iyileşme sağlayamadığı vurgulanmıştır. Dezenflasyonist maliye politikaları ve güçlü reformlarla TCMB'nin desteklenmesi durumunda piyasa faizleri üzerindeki baskının düşünüldenden daha erken hafifleyeceği belirtilmiştir.
- **"Faiz 100-125 Baz Puan Artmalıydı"**: Bazı analistler enflasyondaki yükselişin Temmuz ve Ağustos aylarında da devam edeceği ve TL'deki birikimli kayıpların getirdiği enflasyonist baskının hafifletilmesi için faizin arttırılması gerektiğini ifade etmiştir. Faiz artışından çok reform içeren ekonomik programın önem taşıdığı; ancak mevcut ortamda TCMB'nin piyasayı rahatlatmak ve kurdaki yükselişi bir miktar dizginlemek adına önden yüklemeli proaktif bir adım atması gerektiği vurgulanmıştır.
- **"Beklentiler Yönetilebilir"**: Kararın ardından piyasada vurgulanan bir diğer görüş ise, faiz kararının, seçim sonrasındaki yeni ekonomi yönetiminin ekonomi politikasına ve TCMB bağımsızlığına yönelik önemli bir gösterge olma niteliği taşıdığından, beklentilerin daha doğru yönetilebileceği olmuştur. Analistlerce yapılan açıklamalar göre; "Yapısal sorunlar çözülmeden ve maliye politikasını enflasyonla mücadeleye destek verecek şekilde düzenlemeden önce yapılacak bir faiz artırımının yaratacağı olumlu görünüm geçici olacağından ve piyasa kısa vadede yeni bir faiz artışını gündeme getireceğinden, artış kararı alınmaması yerinde olmuştur. Ancak toplantının hemen bir gün öncesinde ekonomi paydaşlarıyla yaptığı istişare toplantısında enflasyon vurgusu yapan ve piyasa dostu açıklamalarda bulunan Sayın Albayrak ve TCMB, piyasayı bu yönde hazırlamamış ve dolayısıyla farklı beklentiler oluşmuştur. Bunun sonucunda piyasa, faiz arttırılmamasını sürpriz olarak karşılamış ve ani tepki vermiştir."

Yılın devamına ilişkin öncü veriler ekonomik aktivitede ivme kaybının başladığı sinyalini vermektedir. Nitekim PPK kararında, "iç talebe ilişkin yavaşlama sinyallerinin arttığını" vurgulayan TCMB, "enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları, para politikası kararlarının gecikmeli etkileri, maliye politikasının dengelenme sürecine vereceği katkı ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmelerin" yakından izleneceğini açıklamıştır.

Faiz kararıyla birlikte açıklama metni, TCMB'nin büyüme trendinde sert bir düşüşe yol açmaktan kaçındığı, yılın ikinci yarısında büyümeye yönelik risklerin enflasyon hedeflemesinin önüne geçtiği şeklinde yorumlanmıştır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi geçtiğimiz dönemde potansiyel büyümesinin üzerinde bir performans kaydetmiş, bu durum ekonominin yapısal dinamikleri sonucu yukarıda söz edilen sorunları beraberinde getirmiştir. Yavaşlayan bir ekonomide büyümeyi teşvik eden bir yaklaşımın doğru ve gerekli olduğu genel kabul görmektedir. 2017 yılında da bu bağlamda yüksek devlet desteği verilerek yürütülen genişleyici maliye politikası ve bu yaklaşıma uyumlu bir para politikası benimsenmiştir. Diğer yandan, ağırlığın salt büyüme politikalarına verilmesinin de sakıncaları olduğu uzun süredir çeşitli ekonomistlerce dile getirilmektedir.

Büyüme hedeflerinin makroekonomik ve finansal ekonomik istikrara yönelik hedeflerden daha büyük bir öncelik taşıması; özellikle 2019 yılındaki yerel seçimlerin öncesinde büyüme performansının korunmak istenmesi sonucunda Türkiye ekonomisinde mevcut bulunan kırılganlıkların ve aşırı ısınma belirtilerinin devam edeceğinden endişe edilmektedir.

Son bir yıllık cari açık Mayıs itibarıyla 57 milyar ABD Dolarına yükselmiş durumdadır. Bir yılda vadesi gelecek kısa ve uzun vadeli borç ödemelerinin toplamı ise 185 milyar ABD Dolarını bulmaktadır. Cari açıkla birlikte toplam finanse edilmesi gereken tutar bir yılda 240 milyar ABD Dolarını aşmıştır. Bu süreçte, ABD ve diğer büyük ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında ekonomik faaliyete ilişkin farklılaşmanın, ABD Dolarını önümüzdeki dönemde güçlendirmeyi sürdüreceği, bunun da yabancı para cinsinden yoğun borçluluğu yüksek olan ülkelerin bilançolarına daha fazla baskı getirebileceği değerlendirilmektedir.

Büyüme oranıyla dünyanın en potansiyel vaat eden ekonomilerinden biri olan Türkiye ekonomisinin para birimi ise dünyanın en hızlı değer kaybeden para birimlerinden biri konumundadır. Yükselen kurlar aşırı döviz borçlusu şirketlerin bilançolarını bozmakta ve borç geri ödemelerini arttırmaktadır. Özel sektörün döviz ihtiyacının artması ve bazı firmaların da çok ciddi ödeme zorlukları içinde bulunduğu söylentisi tüm bankacılık sistemindeki alacakların sorgulanmasına ve batık kredilerin artacağı gerekçesiyle kredi notlarının düşürülmesine yol açmaktadır.

Ekonomik ve sosyal reformlara hız kazandırılması, yapısal kırılganlıkların azaltılması, tasarrufların artırılması, üretim ve dış ticaret politikalarının desteklenmeye devam etmesi, ticaret ve yatırım politikalarının doğrudan yabancı yatırımları ve katma değeri yüksek ihracata yönelimi teşvik edecek biçimde yeniden düzenlenmesi, iç ve dış güvenin yeniden tesis edilmesi hayati önem taşımaktadır.

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.



Büyüme: Büyüme hızı korundu

Türkiye, 2018 yılının ilk çeyreğinde geçen yılki hızını koruyarak %7.4 büyümüştür. Harcamalar yöntemine göre incelendiğinde iç talebin büyümenin öncüsü olmaya devam ettiği gözlenmiş, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı 2011 yılından bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu katkının 5.9 puanlık kısmını dayanıksız mallar ile hizmetlere yönelik özel tüketim harcamaları oluştururken, hane halkının dayanıklı tüketim malı talebinde ivme kaybı sürmüştür.

İnşaat harcamalarının yılın ilk çeyreğinde toparlanması yatırım harcamalarına katkı vermiştir. Zincirlenmiş hacim etkisine göre inşaat harcamaları %12.3 oranında genişleyerek büyümeye 2 puanlık katkı sunmuştur. Makine-teçhizat yatırımlarındaki toparlanma da dikkat çekmiş; büyüme açısından üretim kapasitesini artırıcı bu yatırımların yükselmeye devam etmesi sevindirici olmuştur. Aynı dönemde net ihracat kaleminin büyümeyi negatif yönde baskıladığı gözlenmiştir.

GSYH - Harcamalar Yöntemi (% puan)

	2016	2017	2018 - 1.Ç.
Tüketim	3.5	4.4	7.2
Kamu	1.2	0.7	0.5
Özel	2.2	3.7	6.7
Yatırım	0.7	2.2	2.8
Stok Değişimi	0.3	0.7	1.0
Net İhracat	-1.3	0.1	-3.6
İhracat	-0.4	2.6	0.1
İthalat	-0.9	-2.4	3.7
GSYH	3.2	7.4	7.4

Kaynak: TÜİK

Büyüme verileri üretim yöntemine göre incelendiğinde ise tüm ana alt sektörler büyümeyi desteklemiştir. Yılın ilk çeyreğinde hizmetler sektörünün büyümeye katkısı 4.2 puan olurken, sanayi sektörünün katkısı ise 1.9 puana çıkmıştır.

GSYH - Üretim Yöntemi (% puan)

	2015	2016	2017	2018 - 1.Ç.
Tarım	9.4	-2.6	4.7	4.6
Sanayi	5.1	4.2	9.2	8.8
İnşaat	4.9	5.4	8.9	6.9
Gayrimenkul faaliyetleri	2.4	3.6	2.6	2.9
Hizmetler	6.6	0.2	10.7	10.0
GSYH	6.1	3.2	7.4	7.4

Kaynak: TÜİK

Diğer taraftan, önemli büyüme performansına karşılık TL'deki değer kaybı nedeniyle GSYH rakamlarının ABD Doları karşılığı zayıf kalmış; nüfus artışının da etkisiyle hızlı büyümeye rağmen kişi başına düşen gelir gerilemiştir. 2013 yılında 12.480 ABD Doları seviyesinden 2016 yılın-da 10.807 ABD Dolarına gerileyen kişi başına gelir, son dönemde 10.500 ABD Doları civarında seyretmektedir.

Mayıs ayından bu yana kur ile faizde yaşanan sıkıntının ve düşen güven algısının etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde belirgin bir yavaşlama beklenmektedir. Sanayi sektörüne ilişkin öncü veriler, üretimin bu dönemde daha zayıf kalacağını göstermiştir. Söz konusu dönemde seçimler öncesi artan harcamaların büyümeye olumlu yansiyebileceği de diğer yandan ifade edilmiştir.

Enflasyon: 15 yılın zirvesinde

TÜİK tarafından açıklanan veriler doğrultusunda tüketici fiyatları, piyasa beklentilerini oldukça aşarak Haziran ayında %2.61 artış ile Ekim 2011'den bu yana en yüksek değerine çıkmıştır. Yıllık bazda da 2004 yılı Ocak ayından bu yana en yüksek seviyesini gören TÜFE, %15.39 düzeyinde gerçekleşmiştir. Beklentilerin oldukça üzerinde gelen bu veriyle yılsonu enflasyon beklentileri yukarı yönlü revize edilmiştir.

Tüketici enflasyonundaki artışın önemli bir kısmı alışlageldiği üzere gıda fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmış, kurdaki gelişmeler ve petrol fiyatlarındaki seyrin etkilediği ulaştırma grubu da artışa en yüksek katkıyı sağlayan ikinci kalem olmuştur.

Mevsimsel olarak ekonomik aktivitenin Nisan - Ekim dönemi hareketli olması nedeniyle söz konusu dönemin ilk yarısındaki maliyet artışlarının daha seri biçimde tüketici fiyatlarına yansiyebileceği beklenmektedir. Bu bağlamda Haziran ayı enflasyon oranlarındaki beklentileri aşan artışın risk algısını hızla yükseltme endişesi mevcuttur.

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 Haziran ayında devam etmiştir. B ve C endekslerinde yıllık artış sırasıyla %14.58 ve %14.60 olarak gerçekleşmiştir. Seyrin sürmesi halinde fiyatlama davranışında bozulmanın da uzun sürmesinden endişe edilmektedir.

Diğer taraftan manşet ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki gelişme, TCMB'nin son PPK toplantısında faiz artırımını yapması yönünde beklentileri artırmıştır. Ancak TCMB, piyasada oluşan yüksek beklentiye karşın faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir.

Para Politikası: 1.5 ayda 5 puanlık faiz artışı

TCMB, 23 Mayıs'ta gerçekleştirdiği olağan dışı PPK toplantısında, geç likidite penceresi (GLP) borç verme faiz oranını 300 baz puan artırmış; ardından 28 Mayıs'ta yaptığı açıklama ile de sadeleşme adımı atmıştır. Bu çerçevede 1 Haziran'dan itibaren bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının, Merkez Bankası politika faizi olacağı ifade edilmiş ve politika faizi %16.50'ye çekilmiştir.

PPK Haziran ayı toplantısında da faiz oranlarında artırıma gidilmiş, politika faizini piyasa beklentilerinin üzerinde 125 baz puan yükselterek %17.75 olarak belirlemiştir. Böylelikle TCMB'nin piyasayı fonlama maliyeti son 1.5 ayda 5 puan artmıştır.

TCMB'nin kurda ortaya çıkan ve enflasyonu da yukarı iten artışlara karşı faiz artırımları ve sadeleşme adımı, para politikasının etkinliğinin artırıldığı şeklinde yorumlanırken; faiz düzenlemelerinde geç kalındığı, bu nedenle oluşan tereddüdün piyasada hedeflenen etkiyi azalttığı yönünde görüşler de ifade edilmiştir.

PPK, Haziran ayına ilişkin enflasyon verilerinin açıklanmasının ardından yapılan Temmuz ayı toplantısında ise piyasadaki ağırlıklı beklentinin aksine faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir. Toplantı sonrasında TCMB tarafından yayımlanan açıklamada, "Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir" denmiş, gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabileceği eklenmiştir.



Dış Ticaret: Görünüm daha dengeli

Mayıs ayında ihracat hacmi yıllık bazda %5.3 artışla 14.3 milyar ABD Doları, ithalat hacmiyse %5.5 artışla 22.1 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylelikle dış ticaret açığı %5.7 genişleyerek 7.8 milyar ABD Doları olmuştur. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise yıllık bazda çok değişmeyerek %64.8 olarak gerçekleşmiştir.

İthalat artışının önceki aylara kıyasla düştüğü gözlenmiş, tüketim malı ithalatının Nisan ayının ardından gerilemesi dikkat çekmiştir. Kurlardaki tırmanışın önümüzdeki dönem sürmesi halinde ihracat artışının hızlanacağı, ithalatın hızının ise bir miktar yavaşlayacağı öngörülmektedir.

Ödemeler Dengesi: Cari açıkta artış sürüyor

TCMB Mayıs 2018 ödemeler dengesi verilerine göre; cari açık, söz konusu ay 5.9 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiş, yıllık cari açık 57.6 milyar ABD Dolarına yükselmiştir.

Hizmetler dengesinden kaynaklanan net girişler, bir önceki yılın aynı ayına göre 768 milyon ABD Doları artarak 1.9 milyar ABD Doları olmuştur. Yatırım geliri kaleminden kaynaklanan net çıkışlar, bir önceki yılın aynı ayına göre 218 milyon ABD Doları yükselerek 1.1 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

Doğrudan yatırımlar, bir önceki yılın aynı ayına göre 703 milyon ABD Doları azalarak 429 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları 1 milyar ABD Doları net çıkış kaydetmiş, resmi rezervlerde 2.82 milyar ABD Doları azalış gözlenmiştir. Net hata noksan kalemi Mayıs'ta 3.38 milyar ABD Doları olmuştur.

Ekonominin en büyük kırılganlıklarından biri olarak işaret edilen cari açığın Mayıs itibarıyla GSYH'ya oranının %6'ya ulaşması, endişeleri artırmıştır. Ekonominin yumuşak inişiyile ithalatta önümüzdeki aylarda gerileme olacağı beklentisi ise petrol fiyatlarının fazla iyimser olmaya izin vermeyen artış trendi ile çakışmaktadır.

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 gözleendiği belirtilmektedir. Uzmanlar, cari açığın finansmanında yurtdışından daha fazla kredi kullanma zorunluluğuna işaret etmektedir.

Bütçe Dengesi: Bütçe açığı sert yükseldi

Bütçe açığı, Haziran'da sert yükselmiş ve yıllık bazda %86.5 oranında artarak 25.6 milyar TL olmuştur. Haziran ayının, seçimlerin yapıldığı ay olması ve bütçe açığında üniversite hastanelerinin 2.3 milyar TL'lik borcunun kamu tarafından üstlenilmesinin de açığa etkisi olduğu değerlendirilmiştir. Ayrıca söz konusu dönem TCDD'ye 235.5 milyon TL, KGF'ye 235 milyon TL ve hane halklarına 587.4 milyon TL ödeme gerçekleştirilmiştir. Faiz giderleri %86.7 oranında artmış, 2 milyar 390 milyon TL düzeyine çıkmıştır. En büyük harcama kalemi olan cari transferler de %44.1 artmıştır.

Haziran ayında yaşanan bu sert yükselişin yılın ilk yarısında bütçe görünümünü bozduğu değerlendirilmiş, yılsonu bütçe açığı hedefinin %69.9'u ilk 6 ayda gerçekleşmiştir. İlk 6 ayda vergi gelirleri ise 294 milyar 820 milyon TL ile hedefin %49.2'si düzeyinde kalmıştır.

İstihdam: Mevsimsel eğilim paralelinde

TÜİK işgücü istatistiklerine göre, Nisan ayında işsiz sayısı, geçen yılın aynı dönemine kıyasla 201 bin kişi azalarak 3 milyon 86 bin olmuştur. Böylece işsizlik oranı Nisan'da tek haneye inmiş, %9.6 olarak kaydedilmiştir. Geçen yılın aynı ayına göre (%10.5) belirgin bir gerileme gözlenmiştir. Diğer yandan 2011-2017 dönemi Nisan ayları karşılaştırmasında işsizlik oranı %9.2 ile bu yılın Nisan ayından düşüktür.

Nisan 2018 döneminde tarım dışı işsizlik oranı 1 puanlık azalış ile %11.4, genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı ise 2.9 puanlık azalış ile %16.9 olarak gerçekleşmiştir. Mevsim etkilerinden arındırılmış istihdam, bir önceki döneme göre 34 bin kişi azalarak 28 milyon 818 bin kişi olmuştur.

Geçmiş yıllarla benzeşen seyre işaret eden uzmanlar, mevsimsel eğilim çerçevesinde Mayıs veya Haziran aylarında ise en düşük oranların gözleneceğini ancak sonrasında yükseliş trendinin genel eğilim olduğunu belirtmektedir. Nitekim Nisan ayları bazında bir inceleme yapıldığında 2011-2017 dönemine işsizlik %9.2 iken bu yıl %9.6 Nisan ortalamasıyla yükseliş dikkat çekmiştir.

Diğer taraftan, 2017 yılında dünyanın en hızlı büyüyen ülkesi olan Türkiye'de, işgücü piyasası verilerinde kalıcı iyileşme sağlanamıyor ve işsizlik oranının 2000'li yıllar öncesindeki %7.5'li düzeylere indirilemiyor olması, istihdam yaratmayan büyüme olgusunun en önemli yapısal sorunlardan biri olduğuna işaret eder niteliktedir.

Güven Endeksleri: Güven endeksleri ağırlıkla düşüşte

Tüketici güven endeksi, Temmuz ayında bir önceki aya göre %4 oranında artarak, 2 yılın en yüksek seviyesi olan 73.1'e ulaşmıştır. Artış, gelecek 12 aylık dönemde hanenin maddi durumunun daha kötü olacağını bekleyenlerin azalmasından kaynaklanmıştır.

Hizmet, perakende ve inşaat sektörü güven endekslerinde de Temmuz ayında sırasıyla yüzde 0.7, yüzde 3.1 ve yüzde 2.3 artış gerçekleşmiştir. Artışlara rağmen sektörlerin tümü referans değerinin altında kalarak güvendedeki kayba işaret etmiştir.

Reel kesim güven endeksi, hizmet sektörü güven endeksi, perakende ticaret güven endeksi ve inşaat sektörü güven endeksinin farklı ağırlıklarda birleştirilmesiyle oluşturulan Ekonomik Güven Endeksi de aynı dönemde %1.9 oranında düşüşle 102.7 olmuştur.

Güven göstergeleri, beklentilerin bozulmaya devam ettiğini ve güvensizliğin arttığını gösterir nitelikte seyrederken; döviz kurlarının seyri ile ekonomik güven arasında güçlü bir etkileşim bulunduğu bilinmektedir. TL'nin döviz sepeti karşısındaki değer kaybının güven göstergelerine olumsuz yansımalarının devam edeceği değerlendirilmektedir.

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. Türkiye, 2016 yılı sonunda "yatırım yapılabilir" notunu kaybetmiştir.

Son olarak Fitch, 13 Temmuz tarihinde Türkiye'nin notunu BB+'dan BB'ye bir kademe indirmiş; görünümünü de "durağan"dan "negatif"e çevirmiştir. Fitch'in karar açıklamasında "enflasyondaki sıçrama ve cari açığındaki artış nedeniyle makro ekonomik istikrar üzerindeki aşağı yönlü risklerin kuvvetlendiği" ifadesi dikkat çekmiştir. Türkiye, bunun sonucunda Güney Afrika, Hindistan, Rusya ve Endonezya gibi ülkelerin bulunduğu ligden düşmüştür.



Gelinen noktada Türkiye, “yatırım yapılabilir” seviyenin Fitch ve Moody's' e göre iki, S&P'ye göre üç kademe altında yer almaktadır.

Türkiye ile Aynı Nota Sahip Ülkeler

S&P / BB-	Moody's / Ba2	Fitch / BB
Bangladeş	Azerbaycan	Kosta Rika
Bolivya	Brezilya	Guatemala
Brezilya	Kosta Rika	Makedonya
Kosta Rika	Hırvatistan	Paraguay
Dominik Cumhuriyeti	Gürcistan	Sırbistan
Gürcistan		Vietnam
Guatemala		
Honduras		
Makedonya		
Vietnam		

Kaynak: Bloomberg

Fitch, ülke notu indirimine paralel olarak; sorunlu kredilerdeki artışa işaret ederek, 24 Türk bankasının kredi notunu da düşürmüştür. Yapılan açıklamada, resmi rakamlara göre %3 mertebesinde (büyük bankalarda %8 düzeylerinde) olan toplam krediler içindeki sorunlu kredi oranının artmasının beklendiği belirtilmiştir.

Gelişmenin özellikle küresel risk iştahının bozulduğu bu dönemde ülkenin dış finansman açısından

kırılganlığını arttıracak bir husus olduğu ifade edilmektedir. Söz konusu hafta içinde borsada gözlenen satışların, not indirimi ihtimaline karşı önceden pozisyon alınması olarak değerlendirilebileceği kimi uzmanlarca ifade edilmiştir. Görünümün negatife çevrilmesi ise önümüzdeki süreçte olası not indirimleri olabileceği şeklinde değerlendirilmiştir. Fitch'in bir sonraki değerlendirmesini 14 Aralık'ta yapması beklenmektedir.

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

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. 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 ağırlıklı yukarı yönlü bir seyir izlemektedir. Türkiye'nin, 26 Temmuz itibarıyla 5 yıllık CDS primi 312 düzeyinde bulunmakta, 2013 sonrası dönemin en yüksek seviyelerinden işlem görmektedir. Primlerin 200 referans düzeyini aşması, Türkiye ekonomisinin GOÜ sepeti içindeki negatif ayrışmasına da işaret etmektedir.

İNŞAAT SEKTÖRÜ

Faaliyet ikinci çeyrekte yavaşladı

GSYH içindeki direkt payı yaklaşık %8 olan, bağlı sektörlerle dolaylı etkileri düşünüldüğünde ise payı %30'lara ulaşan inşaat sektöründe reel büyüme 2018 birinci çeyrekte %6.9 olmuştur. Toplam inşaat harcamaları 2018 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %30 genişleyerek 144.5 milyar TL'ye ulaşmıştır.

İnşaat Sektörü Temel Göstergeler

	2017 - 1.Ç.	2018 - 1.Ç.	Değişim (%)
GSYH Büyüme (%)	5.4	7.4	
İnşaat Sektörü Büyüme (%)	5.2	6.9	
Gayrimenkul Sektörü Büyüme (%)	2.8	2.9	
İnşaat Sektörü İstihdam (bin kişi - Nisan rakamları)	2187	2155	-1.5
Toplam İnşaat Harcamaları (milyar TL)	111.2	144.5	29.9
Yapı Ruhsatı Sayısı (adet)	233.067	135.521	-41.9
Yapı Kullanım İzin Belgesi Sayısı (adet)	195.700	200.474	2.4
Konut Satışları (ilk yarıyıl kümüle)	95.579	119.413	24.9
Konut Kredileri Hacmi (milyar TL)	171.4	195.9	14.3
Konut Kredisi Faiz Oranları (% aylık ortalama)	0.95	1.70	78.9

Kaynak: TÜİK

Diğer taraftan, Nisan ayında alınan erken seçim kararıyla yurtiçinde artan belirsizlik, yurtdışı kaynaklı risk artışı ve döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki hızlı tırmanışla beraber ekonomik aktivitede görülen yavaşlama sinyalleri ilerleyen dönemde inşaat faaliyetlerine de yansımıştır. Bu süreçte faaliyetteki yavaşlamanın yanı sıra finansman maliyetlerinde izlenen artışlar sektör bazında nakit akışını olumsuz etkilerken, sektörde istihdamın art arda üç dönem gerilediği gözlenmiştir.

Mevsim etkilerinden arındırılmış sektörel güven endeksi Haziran ayında aylık bazda 4.0 puan azalırken, seçim belirsizliğinin ortadan kalkmasının ardından Temmuz ayında önümüzdeki döneme yönelik beklentilerin sınırlı iyileşme gösterdiğine işaret ederek aylık bazda 2.4 puan artmıştır.

Önümüzdeki dönemde büyük ölçekli kamu yatırımları ile kentsel dönüşüm sürecinin inşaat faaliyetlerini desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir. İnşaatı devam eden 3. Havalimanı, Çanakkale Köprüsü gibi projelerin tümü; ayrıca birçok ilde açılışı yapılan entegre sağlık yerleşkeleri, kamu-özel işbirliği modeli ile Türkiye Müteahhitler Birliği üyeleri tarafından hayata geçirilmektedir. Öte yandan, yüksek finansman gereksinimi bulunan altyapı projelerinin seyri açısından piyasa koşulları önem taşımaktadır.

FED başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal normalleşme adımlarının, daralan likidite koşulları ve tersine sermaye akımları üzerinden gelişmekte olan ülkelerde borçlanma maliyetlerini arttıracacağı bilinmektedir. Ayrıca, büyümeye önemli katkıda bulunan söz konusu yatırımlarda, döviz kurundaki yüksek artışın sürmesi durumunda yüklenilecek ek maliyetler açısından kur riski unsurunun da hızla artmakta olduğu görülmektedir.

Jeopolitik risklerde artış eğilimi, döviz kurlarının yüksek seyri ve faiz artışları sektörde maliyetleri halihazırda yukarı çekmiştir. Nitekim inşaat maliyet endeksi Mayıs ayında aylık bazda %2.95, yıllık bazda %23.04 artmıştır.

Bununla beraber, 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. Yeni dönemde ekonomik programda uygulanmasının elzem olduğu değerlendirilen mali ve parasal sıkılaştırma tedbirlerinin, yavaşlama sinyalleri veren inşaat faaliyetlerini kısa-orta vadede daha da baskılayacağı değerlendirilmektedir. Ancak kısa vadeli sonuçları ne olursa olsun, etkin bir ekonomik reform programının uygulamaya konması, orta-uzun vadede genel ekonomiyle birlikte inşaat sektöründe de sürdürülebilir büyümeyi destekleyecek; hem altyapı yatırımlarının sürekliliği, hem de uluslararası finansman boyutu açısından fayda sağlayacaktır.

Konut Segmenti: Kampanyalarla canlandı

2018 ilk yarıyılında Türkiye genelinde toplam 646,032 konut el değiştirmiştir. Toplam konut satışları yılın ilk altı ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %1.3 oranında gerilemiştir. 2017 yılının Mart ayında yürürlüğe giren ve 30 Eylül tarihinde sona eren tapu harcı indirimine son verilmesinin ardından, 2017 yılı son çeyreğinde konut satışlarında gerileme başlamıştır. Bu yılın ilk dört aylık döneminde de devam eden gerileme eğilimine önlem olarak Mayıs ayında konut kredisi faiz oranlarını %1'in altına çeken bir kampanya başlatılmış ve kamu bankalarıyla birlikte birçok özel banka da kampanyaya katılmıştır. Ayrıca büyük projelerde fiyat indirimlerine gidilmiştir.

Kampanyaların etkisiyle, Haziran ayında toplam konut satışı yıllık bazda %22.4 oranında artmıştır. Faiz ve fiyat indirimlerinin asıl etkisiyle toplam satışların yaklaşık %35'ini oluşturan ipotekli konut satışlarında gözlenmiştir. 2018 ilk yarıyıl toplamında %17.8 oranında azalan ipotekli satışlar, Haziran ayında %35.3 ile kayda değer oranda artmıştır.

	Haziran		Değişim (%)	Ocak- Haziran Toplam		Değişim (%)
	2017	2018		2018	2017	
İpotekli Satışlar	47 648	35 210	35.3	201 805	245 375	-17.8
İlk satış	21 549	15 144	42.3	89 315	104 465	-14.5
İkinci el satış	26 099	20 066	30.1	112 490	140 910	-20.2
Diğer Satışlar	71 765	62 369	15.1	444 227	408 988	8.6
İlk satış	35 515	30 289	17.3	209 562	191 758	9.3
İkinci el satış	36 250	32 080	13.0	234 665	217 230	8.0
Toplam Satışlar	119 413	97 579	22.4	646 032	654 363	-1.3
İlk satış	57 064	45 433	25.6	298 877	296 223	0.9
İkinci el satış	62 349	52 146	19.6	347 155	358 140	-3.1
Yabancılar Satışlar	2 060	1 926	7.0	11 816	9 595	23.1

Kaynak: TÜİK

Aynı dönemde, ekonomiye doğrudan katkı sağlaması ve konut stoklarının eritilmesi açısından daha önemli sayılan ilk satışlar %25.6 oranında, ipotekli ilk satışlar ise %42.3 oranında artış göstermiştir. Daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlar da %19.6 oranında artmıştır.

Kampanya öncesi ve sonrasında tüm satış kalemleri arasında oluşan büyük farklar, konut fiyatlarının pahalı ve konut kredisi faizlerinin yüksek bulunduğu işaret etmektedir. Ancak uygulamanın sona ermesinin ardından, Temmuz sonu itibarıyla bankacılık sektöründe konut kredisi ortalama aylık faiz oranları %0.98'den %1.7-%1.8 seviyesine çıkmış durumdadır.

Yükselmekte olan döviz kurları enflasyonu, enflasyon da piyasa faizlerini yükselttiğinden; konut kredisi faiz oranlarında artışın devam edeceği, satışların da Temmuz ayı sonrasında yeniden gerileme eğilimine girebileceği değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, bölgesel arz-talep koşulları farklılık gösterse de, yurt genelinde konut fiyatlarında yıllık artış hızı ivme kaybetmektedir. REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2018 Haziran ayında bir önceki aya göre artış %0.33 gibi sınırlı bir oranda gerçekleşmiştir.

Haziran ayında ilk satışlarda görülen yüksek artışın, yeni konutlarda stok erime hızına olumlu yansıdığı gözlenmiştir. REIDIN-GYODER raporuna göre Mayıs ayında stok erime hızı adet bazlı %4.5, metrekare bazlı ise %4.4 oranında oluşmuşken; Haziran ayında adet bazlı %7.5, metrekare bazlı %6.6 oranında stoklarda erime gözlenmiştir.

	İnşaat Ruhsatı	Yapı Kullanım İzin Belgesi	İlk El Konut Satışı	Konut Stokuna Eklenen (kümülatif)
2013	839 630	726 339	529 129	197 210
2014	1 031 754	777 596	541 554	433 252
2015	897 230	732 877	598 667	567 462
2016	1 000 368	753 131	631 686	688 907
2017	1 323 118	820 526	659 698	849 735
2018 - 1.Ç.	135 521	200 474	138 777	911 432

Kaynak: TÜİK

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 çeyreğinde 200 bin konut için yapı kullanım izni verilmiş, aynı dönemde 139 bin konut satılmış, dolayısıyla 62 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.

Geçmiş dönemlere ilişkin veriler, konut sektöründe arzın talebin oldukça üzerinde seyrettiğini ve stokların arttığını; ancak satışlardaki canlılık devam ettiği sürece konut stoklarında henüz belirgin bir balon olmadığını gösterir niteliktedir. Diğer yandan, 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 satışlarında son kampanyanın ardından izlenen canlanmanın ivme kaybedeceği düşünülmektedir.

Mevcut göstergeler, 2018 yılının ikinci yarısına yönelik projeksiyonlar, dövizdeki dalgalanma nedeniyle tüm girdi maliyetlerinde oluşan artışın yanı sıra, aylık ortalama %1.7-%1.8 seviyesine çıkmış bulunan konut kredisi faizlerinin de yükseliş eğilimi dikkate alındığında, sektörün desteklenmeye devam etmesi önem arz etmektedir.



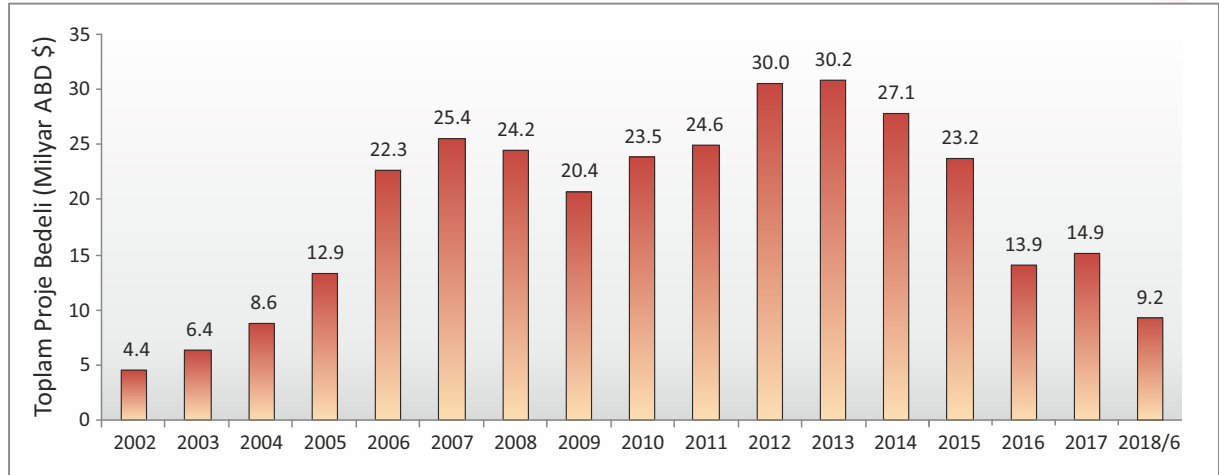
Ayrıca sermaye piyasasında sektör için yeni birer finansal kaynak olan Gayrimenkul Sertifikası, Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Altyapı GYO'ları daha etkin bir şekilde değerlendirilmeli, sektörün ihtiyaç duyduğu yabancı fonların Türkiye'ye gelmesinin yolu açılmalıdır.

Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Toparlanma sürüyor

Türk müteahhitlik firmalarınınca 1972'den 2018 Haziran sonuna kadar 120 ülkede üstlenilen 9375 projenin toplam bedeli 367 milyar ABD Doları olmuştur.

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 yaklaşık 15 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiş bu yılın ilk altı ayında ise 9.2 milyar ABD Doları ile yeniden yüzünü yukarıya dönmüştür.

Yıllara Göre Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

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 altı ayında 3.1 milyar ABD Doları tutarında 10 yeni proje üstlenilmiştir. Bununla birlikte, enerji fiyatlarında geçtiğimiz dönemde kaydedilen toparlanma, Türk müteahhitlerin halihazırda çok güçlü referanslara sahip olduğu enerji ihracatçısı pazarlardaki inşaat faaliyetine ve dolayısıyla Türk müteahhitlerin söz konusu pazarlardaki iş hacmine olumlu yansımıştır.

Bu süreçte 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.

Önümüzdeki dönemde, belirgin düzeyde artış ivmesi kazanan enerji fiyatları, Suudi Arabistan, Cezayir, Türkmenistan gibi Türk müteahhitlik firmalarının referanslarının güçlü olduğu pazarlardaki yatırım ortamı ve finansman koşullarına olumlu yansiyabilecektir. Rusya ile ilişkilerimizdeki normalleşmenin yanı sıra, 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

Christine LAGARDE, 11 Haziran 2018
IMF Başkanı

Dünya ekonomisindeki gidişat şimdilik iyi. Ancak ufukta kara bulutlar toplanıyor. En karanlık bulut da ülkeler arasında yaşanan güvensizlikler...

Taner BERKSOY, 21 Haziran 2018, Dünya Gazetesi
Köşe Yazarı

Küreselleşmenin epey zemin kaybettiği, demokratik güçlerin geri plana kaydığı, ekonomiye iç ve dış müdahalelerin arttığı ve bunun ürünü olarak da ekonomilerin içe kapanıp, yavaşlayarak küçüldüğü bir dönem olacak bu... Hazırlıklı olmakta fayda var diye düşünüyorum.

Prof. Dr. Veysel ULUSOY, 27 Temmuz 2018, Dünya Gazetesi
Ekonomi Profesörü

Vurgulanması gereken önemli konu AB ile ABD'nin savaşının bizim savaşımız haline gelmesi. Hal böyle olunca AB'nin elde ettiğinden daha az bir fayda elde edecek, kaybettiğinden daha fazla kaybedeceğiz. Alınan kararlar ne olursa olsun artık gümrük duvarlarının uzun bir süre etkisi altında kalacağız. Bu durum kısa ve uzun dönemde fiyatları yükseltecek ve satışların azalması ile de ekonomik büyümeyi yavaşlatacaktır. Cari açık ve bütçe açığının beraber yaşandığı "ikiz açık" ortamında ise enflasyonun daha da yukarılara tırmanacağını tahmin etmek zor değil. İşin gerçeği bu sürece kötü zamanda yakalandık. FED ve ECB'nin parasal genişlemeye son veren kararları ile oluşan likidite darlığı gümrük duvarları ile katmerli negatif bir sonuç ortaya çıkaracak. Düşünün, bir de ithal girdiler bağlı üretim ve ihracat yapımız artık kurdaki yükselmelere rağmen ithalatı azaltıcı etkiyi bertaraf ediyor. Nereden baksanız resim bozuk görünüyor...

Tüm bu olumsuzluklar yanında özellikle bizim gibi ülkeler için de fırsatlara açık bir dünya ticaret ortamı oluşuyor. Boşalan yerleri uygun ve esnek üretim ve ihracat politikaları ile doldurabiliriz. Vakit geçirmeden uygulamaya geçmek son derece önemli. Gümrük birliğinden bağımsızlık yaratacak serbest ticaret alanları ve ürün bazlı sözleşmeler yapmak gerekecek. Ayrıca, gümrük birliği için tekrar masaya oturma zamanı geldiğini AB'ye anlatma zamanı. Zira bundan kazan-kazan çıktısı yaratmanın tam da zamanı...

Serhat GÜRLEYEN, 25 Haziran 2018, Dünya Gazetesi
İş Yatırım Araştırma Direktörü, Köşe Yazarı

Türkiye fiyatlamalarında kalıcı bir toparlanma olması için politik belirsizliğin azalması yeterli değil. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin azaldığı ve küresel sermayenin daha seçici olduğu mevcut konjonktürde ekonomi politikası belirsizliğinin azaltılması daha önemli. Politik istikrarı sağlayan ve piyasa dostu doğru ekonomi politikaları uygulamaya söz veren bir Cumhurbaşkanı ve ekibi Arjantin seviyesine yaklaşan Türkiye fiyatlamalarının süratle normalleşmesinde etkili olacaktır.



Abdurrahman YILDIRIM, 26 Haziran 2018, Habertürk Gazetesi
Köşe Yazarı

Küresel ekonomi aleyhimize değişiyor ve Türkiye'nin de değişmesini ve bu küresel ortama uymasını zorunlu kılıyor... Türkiye kapasitesinin üstüne çıkan büyümesinin yarattığı sorunlarla karşı karşıyadır. Bu yüksek büyümenin zaman geçirilmeden normale döndürülmesi, bünyenin yüksek tansiyonunu düşürmenin tek yoludur. Yüksek tansiyon düşürülmediği takdirde her küresel gelişme veya iç gelişme bünyeyi sarmaya, piyasalarda yüksek türbülansa yol açmaya devam edebilir.

Ali AĞAOĞLU, 16 Temmuz 2018, Vatan Gazetesi
Socar Türkiye Hazine ve Finansal Risk Koordinatörü, Köşe Yazarı

Yatırım yapılabilir notumuzu uzun yıllardan sonra elde etmiş ancak çok da uzun süre koruyamamıştık. Yeniden bu seviyeye gelmemiz korkarım uzun yıllar alacak. Eğer, ev ödevimizi iyi yaparsak. Ancak Fitch'in de belirttiği gibi yeni Başkanlık döneminde bunu ne kadar hızlı yapabileceğiz, bunu önümüzdeki günler gösterecek. Kısa vadeli çözümler için uzun vadeli çıkarlarımızı feda etmemiz; notumuzun yükselmesine katkı sağlamayacak. Yeni ekonomi yönetiminin; gerekirse iyi bir danışman kadrosuyla; notumuzun nasıl yeniden yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilebileceğine dair detaylı ve hızlı bir çalışma yapmasında büyük fayda var. Aksi takdirde; ne Türkiye'ye ihtiyaç duyduğumuz kalıcı doğrudan yatırımlar gelecek, ne de cari açık finansmanı konusunda ucuz ve uzun vadeli kaynak gelecek. Asıl ihtiyacımız olanlar da bunlar değil mi?

Erdal SAĞLAM, 26 Temmuz 2018, Hürriyet Gazetesi
Köşe Yazarı

Piyasalardaki yüksek oranlı faiz artışı beklentisine karşılık, Merkez Bankası'nın hareketsiz kalması piyasalarda şok etkisi yarattı. Kararın ardından şoka bağlı hızlı bir bozulma görülürken, dün piyasaların yumuşaması dikkat çekiciydi. Çeşitli kesimlerle yaptığımız görüşmeler sonucu yumuşamanın genel nedeni olarak, "bankaların da, reel sektörün de artık çok bunaldığını, düzelme umudunu korumak istediğini" söylesek yanlış olmaz... Özetle; Merkez Bankası'nın faiz artırmayarak bir risk aldığı kesin. Böyle bir karar almasının asıl nedeni tam olarak bilinemese de, büyüme mi enflasyon mu ikileminde tercihini büyüme yönünde yaptığı kesin. Umarız bankalar ve reel sektörün umutlarını yeşertecek gelişmeler, artık somut olarak yaşanmaya başlanır.

Prof. Dr. Nevzat SAYGILIOĞLU, 25 Temmuz 2018, Dünya Gazetesi
Köşe Yazarı

Ekonomideki sorunlar veya sıkıntılar görmezlikten gelinecek veya ihmal edilecek konular değil. Artık bugün itibariyle gündemde ilk sıraya oturan konu ekonomi. Sokaktaki insanın, gencin, yaşlının, firmaların, finans dünyasının sorunları var. Zira ekonomide mucizeler yoktur, gerçekler vardır.

İşin özü... Söylemler güzel de bunların eyleme dönüşmesinin ne zaman, hangi dozda ve nasıl olacağı soruları ortada duruyor. Bu konuda da piyasalar çok tedirgin. Zira yakın dönemde önümüzdeki Ak Parti büyük kongresi ve arkasından gündeme alacağı yerel seçimler nedeniyle eylem planının hemen yürürlüğe konulması zor görünüyor.

