

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Sıra Artık Ekonomiye Gelmeli

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Nisan  
2017

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*“Halkın mutluluğunun anahtarı iştir, aştır, güvendir, huzurdur, refahtır. Bütün bunların anahtarı ise ekonominin güçlenmesidir... İç ve dış politikadaki engeller ekonomide ayak bağı oluyor. Ekonominin gücünün kaybolması, iç ve dış politikadaki sorunların çözümüne güçlü olarak yaklaşmayı engelliyor... Ekonominin ekonomi dışı sorunlardan etkilenmemesi imkansız. Tüketicisinden üreticisine, yatırımcısına insanlar önlerini görmeye, yarına güvenmeye başladıklarında daha cesur kararlar alırlar. Oylama sonuçları ülkeye iyilikler getirsin.”*

Güngör URAS, Ekonomi Yazarı  
Dünya Gazetesi, 17 Nisan 2017

## ÖZETİN ÖZETİ

2016 yılının son çeyreğinden bu yana büyük oranda dalgalı bir görünümün hakim olduğu küresel piyasalar 2017 yılının ilk çeyreğinde bir miktar iyileşme göstermiştir. Yılın ilk çeyreğine ilişkin veriler uzun süre dip seviyelerde seyreden enerji fiyatlarının artış eğilimine girmesiyle küresel enflasyonun arttığını, küresel talep koşullarında iyileşme yaşandığını, 2010 yılından beri ilk defa hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde canlanma yaşandığını ortaya koymaktadır.

Diğer yandan, canlanma sinyalleri veren küresel ekonominin önündeki en büyük risk unsurunun küresel siyaset olduğu belirtilmektedir. Uzun süreli durgunluk döneminin ardından, küresel ekonominin yeniden normal bir büyüme ve enflasyon trendine yerleşmesi, en olası senaryo olarak değerlendirilmekte olsa da, birçok farklı jeopolitik risk unsurunun yakından takip edildiği bir sürece girilmiştir.

Nitekim The Economist, konuya ilişkin analizinde “Yıllarca devam eden cılız büyümenin beslediği popülist isyan yayılmaya devam ediyor. Küreselleşme gözden düştü. Beyaz Saray'da bir ekonomi milliyetçisi oturuyor. Bu uyumsuzluk tehlikeli. Popülist siyasetçilere daha fazla kredi verilirse, politikalarının yıkıcı etkileri olabilir” değerlendirmesinde bulunmuştur.

ABD'de seyahat yasağının mahkemeden dönmesi ve sağlık sistemine ilişkin yasa tasarısı oylamasının geri çekilmesi Başkan Trump'ın vaatlerine ilişkin soru işareti yaratmış, bunun ardından Trump yönetimi dış politika kanadında şahinleşerek görev süresinin ilk aylarında sarsılan itibarını geri kazanmak yönünde adımlar atmıştır. ABD'nin dış politikasındaki sertleşme jeopolitik riskleri tırmandırmakta, küresel risk iştahını bozmaktadır. Suriye ekseninde artarak devam eden risklere ilaveten, ABD'nin savaş gemilerini Kuzey Kore körfezine göndermesi, Kuzey Kore'nin de nükleer savaş tehdidinde bulunması küresel piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Sürecin ABD ve Çin-Rusya-İran arasında gerginliğe dönüşme potansiyeli piyasalarda jeopolitik risk algısını şiddetlendirmiş; ancak daha sonra ABD'nin bu süreci diğer ülkelerin de katılımı ile barışçıl şekilde çözüme götürmek istediğini açıklaması sonucu piyasalar bir miktar durulmuştur.

Bu süreçte Avrupa ekseninde yıl boyunca seçimlerin ön planda olması da risk unsurlarını arttırmaktadır. Dünyada milliyetçi söylemlerin, korumacı politikaların kuvvet kazanmakta olduğu bir dönemde,



Avrupa'da aşırı sağcı partilerin siyaset sahnesinde güç kazanmaları Avrupa Birliği'nin geleceğini etkileyebileceği gibi, AB-Türkiye ilişkilerine de olumsuz yansıyabilecektir. İngiltere'nin Brexit sürecini resmen başlatmasının ardından, Fransa'daki seçimlerde AB karşıtı adayların güç kazanmakta oluşu, özellikle olası bir "Frexit" senaryosunu gündeme getirebilmesi açısından dikkatle izlenmektedir.

Jeopolitik riskler oldukça yüksek seyretmekle birlikte, yine de küresel ekonomi olumlu bir görünüm sunmaktadır. Mart ayında Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) faiz artırması ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) bölge ekonomisindeki toparlanmaya vurgu yapması ön plana çıkan gelişmeler olmuştur. ABD'de açıklanan makroekonomik veriler olumlu sinyaller vermekte, Euro Alanında ekonomik aktivite beklentinin üzerinde toparlanma kaydetmektedir. Çin'de büyüme verileri beklentilerin üzerinde açıklanmış, dış ticaret rakamları da ülke ekonomisine dair olumlu görüşleri desteklemiştir.

Nitekim IMF Nisan ayı başında yayımladığı Küresel Ekonomik Görünüm raporu güncellemesinde; dünya ekonomisi için büyüme tahminlerini yukarı yönlü olarak revize etmiştir. Küresel ekonomik aktivitenin dönemsel toparlanma ile artış göstermekte olduğu dile getirilen raporda, daha önce 2017 yılı için %3.4, 2018 yılı için %3.6 olarak açıklanmış olan küresel büyüme hızı, sırasıyla %3.5 ve %3.6 olarak güncellenmiştir.

Raporda, ABD, İngiltere, Japonya ve Euro Alanı'nda büyüme ve ekonomik faaliyetlerin güçlü seyrettiği, gelişmekte olan ülke (GOÜ) piyasalarının ise birbirinden ayrıştığı dile getirilmiştir. Büyüme verileri Çin'de politika destekli olarak ivme kazanırken, Hindistan ve Brezilya'da kur etkisiyle yavaşlamıştır. Emtia ihracatçısı GOÜ piyasalarında ekonomik aktivite zayıf seyrini korurken, Orta Doğu'nun bazı bölümlerinde ve Türkiye'de jeopolitik unsurlar büyümeyi olumsuz etkilemiştir.

IMF raporunda, Türkiye'de 2016 yılının üçüncü çeyreğinde görülen sert yavaşlamanın ardından ekonomik verilerde ılımlı bir toparlanma olacağı beklentisi yer alırken; Türkiye ekonomisi özelindeki risklere ilişkin siyasi belirsizlik, güvenlik endişeleri ve TL'nin değer kaybından kaynaklanan döviz borçluluğundaki artış vurgulanmıştır. Bunun sonucunda 2017 yılı için büyüme tahmini %2.9'dan %2.5'e indirilmiş, 2018 büyüme hızı tahmini ise %3.3'te sabit bırakılmıştır.

Türkiye ekonomisi 2016 yılının son çeyreğinde %3.5 ile %1.9 olan beklenti seviyesinin oldukça üzerinde büyüme kaydetmiştir. Daha önce %4.5 ve (-%1.8) olarak açıklanan ikinci ve üçüncü çeyrek büyüme verileri ise %5.3 ve (-%1.3)'e revize edilmiştir. Böylece, 2016 yılının tamamında büyüme hızı %2.9 olmuştur.

Darbe girişiminin olumsuz ekonomik yansımalarına, siyasi belirsizlik ortamına, jeopolitik risklerin ve güvenlik kaygılarının yarattığı olumsuzluklara rağmen; ekonominin 2016 yılında kaydettiği bu performans başarılı bulunmakla beraber, aynı dönemde rekor düzeyde seyreden işsizlik oranlarının ve yeniden 2008 sonrası düzeye ulaşan enflasyonun kaygı verici olduğu belirtilmektedir.

TÜİK tarafından gerçekleştirilen revizyonun ardından, 2013 ve 2014 yıllarında 12 bin ABD Doları düzeyini aşan kişi başına düşen milli gelir, TL'deki hızlı değer kaybının da etkisiyle 2016 sonu itibariyle yeniden 10,800 ABD Doları seviyesine gerilemiştir.

OHAL uygulamasının sürmesi, terör olayları, sınır ötesi operasyonlar ve cumhurbaşkanlığı hükümet sistemi referandumu gibi, ekonominin ikinci planda kalmasına ve siyasi belirsizliklerin devam etmesine yol açan gündem maddeleri, ekonomik aktiviteyi büyük oranda baskılamıştır.

16 Nisan 2017 tarihinde gerçekleştirilen referandumda resmi olmayan sonuçlara göre, %51.4 oy oranı ile Anayasa değişikliği kabul edilmiştir. Kısa vadede önemli bir belirsizlik unsurunun gündemden çıkması nedeniyle referandumun piyasalar üzerindeki ilk etkileri olumlu seyretmiştir. Diğer yandan, hem küresel konjonktürdeki dalgalanmalar sonucunda, hem de geçtiğimiz dönemlerde ertelenen yapısal nitelikli sosyal ve ekonomik reformların yansımaları olarak halihazırda zor bir dönemde olan Türkiye ekonomisi için, önümüzdeki dönem önemli risk unsurları barındırmaktadır.

Bu noktada, Türkiye ekonomisinin seyri açısından referandum sonuçlarından ziyade, siyasal ve toplumsal normalleşme sağlanması, önceliğin hızla siyasetten ekonomiye dönmesi büyük önem taşımaktadır. Ancak referandum sonrası iç politikadaki gelişmeler ve dış politikada ortaya çıkabilecek yeni durumlar karşısında ekonomiye dönüş konusunda endişeler devam etmektedir.

Uluslararası yatırım bankası Morgan Stanley, referandumun ardından yayımladığı değerlendirmede, önümüzdeki dönemde uluslararası yatırımcıların öncelikli 6 gelişmeye odaklanacağını belirtmiş ve bu gelişmeleri; yeni anayasa çerçevesinde yapılacak değişiklikler, OHAL süresinin devamı, yeni seçimlerin (yeni belirsizlik unsurlarının) zamanlaması konusunda siyaset kanadından gelecek sinyaller, Bakanlar Kurulu'nda yapılması olası değişiklikler, Türkiye'nin AB üyelik sürecine ilişkin gelişmeler, parasal ve mali cephede politika reaksiyonlarında değişiklikler olarak sıralamıştır. Referandum sonrasında TL'de bir değerlendirme izlendiğini ancak bu rallinin sürmeyeceğini öngören banka, Dolar/TL için yılsonu beklentisinin 4.0 seviyesinde devam ettiğini ifade etmiştir.

Öte yandan uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch, referandum sonrası yayımladığı Türkiye'ye ilişkin değerlendirme notunda; erken seçimin olmamasının hükümete ekonomi ajandasına geri dönme olanağı sağlayacağını belirterek, bu durumun reformların canlandırılmasını sağlayabileceğini bildirmiştir. Önümüzdeki dönemde uygulanacak farklı politika seçenekleri ve bunların istikrarlı ve sürdürülebilir büyümeyi desteklemekte başarılarının Türkiye'nin kredi notuna yönelik değerlendirmelerin önemli bir parçası olacağını belirten kuruluş, kredi notuna yönelik olarak yapılacak bir sonraki değerlendirmenin 21 Temmuz 2017'de yapılacağını ifade etmiştir.

Türkiye ekonomisindeki bu gelişmelere rağmen inşaat sektörü, özellikle Hükümet tarafından alınan yeni tedbirler sayesinde 2016 yılında yeniden hızlı büyüme eğilimi yakalamıştır. 2016 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık bazda ana sektörler arasında sadece inşaat sektöründe reel artış kaydedilmiştir. Yılın bütününde, GSYH %2.9 oranında büyüme gösterirken inşaat sektöründe büyüme %7.2 olarak ölçülmüştür.

Genel konjonktürden ve özellikle ana pazarlardaki gelişmelerden en ağır etkilenen sektörlerden birisi olan yurtdışı müteahhitlik sektörü tarafında ise, 2017 yılının ilk çeyreği itibarıyla 2016 yılına kıyasla bir miktar iyileşme sağlanmıştır. Ekonomi Bakanlığı verilerine göre, 2016 yılının ilk çeyreğinde yurtdışında 1.1 milyar ABD Doları değerinde 17 yeni proje, 2017 yılının ilk çeyreğinde ise 2.9 milyar ABD Doları tutarında 28 yeni proje üstlenilmiştir.

Sektöre ilişkin yeni yatırım fırsatları ve artan finansman riskleri birlikte değerlendirildiğinde, inşaat sektöründeki büyümenin önümüzdeki dönemde genel ekonomik performansın üzerinde seyretmeyi sürdürmesi, ancak 2016 yılında yakalanan yüksek büyüme ivmesinin bir miktar yavaşlaması beklenmektedir.

Özel sektör yatırımlarının büyümeye katkısının oldukça sınırlı olduğu mevcut ortamda, küresel piyasa akımlarından reel bir büyüme ivmesi yaratmanın tek yolunun, yeni bir reformist kalkınma planının hızla



hayata geçirilmesi, yatırım ikliminin iyileştirilmesi olduğu dile getirilmektedir.

Hem yabancı, hem de yerli sermayenin yatırımlarda frene bastığı, belirsizliklerin böylesi yüksek olduğu bir dönemde, ülkenin rekabet gücünü ve büyüme potansiyelini iyileştirmek, ekonomideki ivme kaybını telafi etmek üzere atılacak etkin adımlar hayati önem taşımaktadır.

## DÜNYA

### Kademeli toparlanma beklentisi

2016 yılında ülke grupları ve ülkeler itibarıyla farklılaşan büyüme performansları gözlenmiştir. Gelişmiş ekonomilerin performansı 2016 yılında 2015 yılına kıyasla oldukça gerilemiş; 2008 krizi sonrasında küresel ekonominin itici gücünü oluşturan gelişmekte olan ülkelerin büyümelerinde ayrışmalar olmuştur. Rusya'da resesyondan çıkış işaretleri görülürken Çin ve Hindistan ekonomilerinde hızlı büyüme eğilimi ivme kaybetmiş, Brezilya ekonomisi toparlanamamıştır. IMF tarafından Nisan ayının başında yapılan güncellemelere göre 2017 ve 2018 yılı için öngörülen küresel ekonomik büyüme tahminlerinin %3.5 civarında olması 2016 yılına kıyasla kısmi canlanmaya işaret etmektedir. Aşağıdaki tabloda ayrıca, 2017 yılında petrol fiyatlarında dip seviyelerden büyük oranda yükseliş, küresel ticarete de kademeli toparlanma gözlenmektedir.

### 2015-2018 Yılları Küresel Ekonomik Görünüm Gerçekleşme ve Tahminler (%)

Büyüme Oranları	2015	2016	2017	2018
<b>Dünya</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>
Gelişmiş Ekonomiler	2.1	1.7	2.0	2.0
ABD	2.6	1.6	2.3	2.5
Japonya	1.2	1.0	1.2	0.6
Euro Alanı	2.0	1.7	1.7	1.6
Gelişmekte olan Ekonomiler	4.2	4.1	4.5	4.8
Rusya	-2.8	-0.2	1.4	1.4
Çin	6.9	6.7	6.6	6.2
Hindistan	7.9	6.8	7.2	7.7
Brezilya	-3.8	-3.6	0.2	1.7
<b>Küresel Ticaret Hacmi</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>
<b>Petrol Fiyatları</b>	<b>-47.2</b>	<b>-15.7</b>	<b>28.9</b>	<b>-0.3</b>

Kaynak: TÜİK

Diğer yandan, 2017-2018 yıllarında %3.5 civarında kalacağı öngörülen küresel ekonomik büyüme hızının, kriz öncesi seviyeler olan %4-4.5 bandının halen altında olması, bu süreçte Trump politikaları ile ABD ekonomisi ekseninde küresel ekonomik aktiviteye ilişkin belirsizliklerin artması, Avrupa'da da politik belirsizliklerin devam etmesi gibi unsurların, küresel risk iştahını baskılamaya devam edeceği dile getirilmektedir.

Önümüzdeki döneme ilişkin, ABD'nin izleyeceği siyasi ve ekonomik politikalar ile uzun süredir küresel gündemin öncelikli maddesi olan FED faiz artış süreci önem taşımaktadır. Trump'ın gündeme taşıdığı üzere, harcamaların arttırılması, vergi oranlarında indirimine gidilmesi, ticarete korumacı önlemler alınması, ülkeye seyahatte kısıtlamalar getirilmesi gibi adımların küresel ekonomide oluşturabileceği yankılar belirsizlik unsurlarını arttırmaktadır. Trump'ın genişlemeci para politikası FED'in 2017 yılına ilişkin olarak 3 defa olacağı öngörülen faiz artışlarını daha da yukarı çekebilecek, bu da küresel piyasalarda satış baskısını arttırabilecektir.

FED, son toplantısında faiz artışı dışında ayrıca bilanço küçültme sinyali vermiş, ellerindeki varlık stoklarının orta vadede azaltılacağını belirtmiştir. Küresel ekonomide toparlanmanın sürmesi halinde ECB ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) da benzer bilanço küçültme/genişlemeye son verme konvoyuna katılabilecektir. Küresel ekonomiye yön veren üç merkez bankasının bilançolarının toplam büyüklüğü, 13 trilyon ABD Doları ile, dünyanın ikinci büyük ekonomisi Çin ya da Euro Alanı ekonomisinden daha büyüktür. Bu bağlamda, piyasalar açısından son derece önemli bir belirsizlik unsuru 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.

Yeni dönemde ayrıca, korumacı ticaret yaklaşımından tüm dünyanın nasıl etkileneceği, İngiltere'nin resmen başlattığı Brexit sürecinin ve en önemli Euro Alanı ekonomileri olan Almanya ile Fransa'daki seçimlerin hangi gelişmeleri beraberinde getireceği, Rusya'nın ve Asya ülkelerinin bu süreçte nasıl politikalar izleyeceği, olası bir ticaret savaşının küresel ekonomik aktiviteyi ne denli olumsuz etkileyeceği bilinmemektedir.

Küresel ekonominin içinde bulunduğu büyüme zafiyetini daha da pekiştirmesi beklenen korumacı politikalar, önümüzdeki döneme ilişkin halen en büyük risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Geleceğe yönelik iyimser beklentileri büyük oranda baskılayan bir diğer unsurun ise Orta Doğu'da büyük ülkelerin katılımıyla dalga boyu genişleyen sıcak çatışma ortamı ve uluslararası terör ile bunların yarattığı güven kaybı olduğu belirtilmektedir.

Suriye eksenli gerginliklere ABD-Kuzey Kore ve Çin'in de dahil olması ile oldukça geniş bir coğrafyada etki alanını gün geçtikçe arttıran jeopolitik gerginlikler, serbest ticarete getirilen kısıtlamalar ve yükselmekte olan korumacı söylemler, kısa vadede küresel ekonomik aktivitenin önündeki başat risk unsurları olarak değerlendirilmektedir.

Dünyada korumacı politikalara yönelik endişelerin artması üzerine, IMF, Dünya Bankası ve Dünya Ticaret Örgütü serbest ticaretin korunması konusunda ortak bir deklarasyon yayımlamış; küresel ekonomide daha sürdürülebilir, kalıcı ve kapsayıcı büyüme sağlanabilmesi için doğru iç politikalara ve uluslararası iş birliğine ihtiyaç olduğu belirtilmiştir.

### **ABD: Ekonomide olumlu performans**

ABD ekonomisinde yılın ilk çeyreğine ilişkin veriler ekonomideki toparlanmanın devam ettiğini göstermiş, ABD ekonomisi 2016 yılının son çeyreğinde %2.1, yılın tamamında %1.6 oranında büyümüştür. İşgücü piyasasındaki toparlanma devam etmekte olup, işsizlik oranı %4.7'ye gerilemiştir. Enflasyon göstergesi olarak yakından takip edilen PCE fiyat endeksi yıllık bazda %1.9 oranında artışla 2012 yılından bu yana en yüksek düzeyine ulaşmıştır.





FED, 15 Mart tarihli toplantısında politika faiz oranını son 3 ay içinde ikinci sefer arttırarak, 25 baz puan artışla %0.75-1.00 aralığına yükseltmiştir. Kararın ardından yaptığı açıklamada Janet Yellen, istikrarlı büyüme, istihdam artışı ve enflasyonun hedefe yaklaşması ile birlikte faiz oranının arttırılmasının uygun bulunduğunu ifade etmiştir.

FED'in 2017 yılının geri kalanı için 2, 2018 yılı için 3 sefer faiz artış beklentisini koruduğunun vurgulanması, artış hızının ılımlı olacağına ilişkin iyimser beklentileri desteklemiş ve küresel piyasaların genelini olumlu yönde etkilemiştir. Diğer taraftan, FED'in bilanço küçültme planının ve parasal gevşeme politikasının sıkılaştırılmasının, küresel piyasalarda 2013 yılında yaşandığı gibi bir "taper tantrum" (piyasaların likidite daralmasına ve faiz artışına tepki olarak oluşturdukları sert fiyatlamalar) yaratıp yaratmayacağı konusu, belirsizliğini korumaktadır.

### **AVRUPA: İlimli toparlanma**

Uzun süredir düşük büyüme, düşük enflasyon ve yükselen işsizlik sorunu ile mücadele etmekte olan Avrupa ekonomisinde son dönemde enflasyon ve ekonomik aktivite bakımından beklenenden hızlı toparlanma gözlenmektedir. ECB 9 Mart tarihli toplantısında beklentiler dahilinde politika faiz oranında ve varlık alım programında değişikliğe gitmemiş, bölge ekonomisine yönelik büyüme ve enflasyon tahminlerini ise yukarı yönlü revize etmiştir.

Diğer taraftan, önümüzdeki dönemde Fransa ve Almanya'da gerçekleşecek olan seçimlerdeki olası sürprizler ile popülist politikaların yayılması gibi etkenlerin, ekonomik aktiviteyi sınırlandıracak temel risk unsurları olması beklenmektedir.

Bölge ülkelerinin ekonomilerindeki sorunlar, işsizlik oranının halihazırda yüksek olduğu bölgede mültecilerin entegrasyonunda yaşanan güçlükler ile göçmen politikaları üzerinden devam eden tartışmalar ve Brexit ile başlayan ayrılık rüzgarlarının yıl boyunca bölgenin önde gelen ülkelerinde yapılmakta olan seçimlere yansımaları Euro Alanı ekonomisini şekillendirecektir.

### **GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: İyimserlik sinyalleri**

Trump'ın ABD Başkanı seçilmesinin ardından büyük oranda bozulmuş olan GOÜ piyasalarına yatırımcı güveni geri gelmeye başlamıştır. Trump'ın korumacı söylemlerinin yarattığı ticaret savaşı korkusu azalırken, küresel ticaretteki canlanmaya GOÜ ekonomileri öncülük etmiştir. Uluslararası yatırımcılar, 2017 yılının geri kalanında, FED'in halihazırda fiyatlanmış olandan daha fazla faiz arttırmayacağı beklentisiyle, yüksek faiz avantajını değerlendirmek üzere gelişmekte olan piyasalara yönelmiştir.

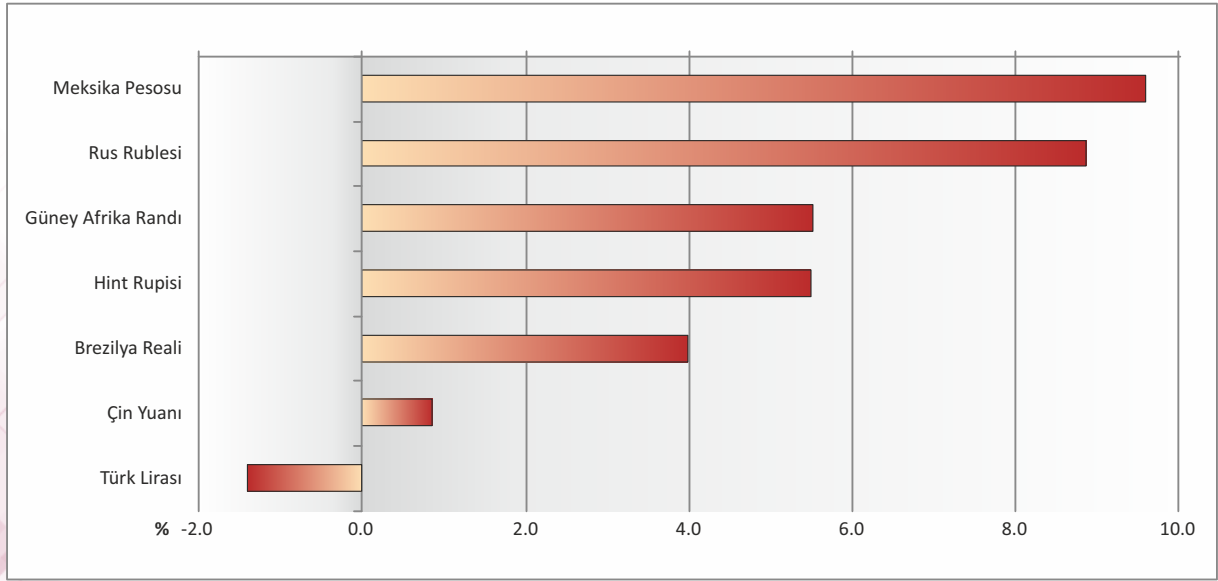
2016 yılının son iki ayında ABD Dolarına karşı hızla değer kaybeden GOÜ para birimleri, 2017 yılının ilk çeyreğinde olumlu beklentiler paralelinde ABD Doları karşısında sağlam bir duruş sergilemiş ve son beş yılın en iyi çeyrek dönemini geçirmiştir.

Bu dönemde Çin'de beklentinin üzerinde %6.9 olarak açıklanan 2017 ilk çeyrek büyümesi özellikle emtia ihracatçısı ülkelerin para birimlerini desteklemiş; petrol fiyatlarının dönem boyunca 50 ABD Doları seviyesinin üstünde seyretmesi de Rusya gibi enerji üreticisi ülkelerin para birimlerine alım getirmiştir. ABD'de Trump'ın seçim zaferinin ardından, ülkelerarası duvar örüp ticarete vergi getireceğini açıkladığı, bu süreçte hızla değer kaybeden Meksika Pesosu, Meksika Merkez Bankası'nın para birimlerini korumak

adına belirgin oranda faiz artışı yapması, faizlerin de %3 olan enflasyon hedefinin oldukça üzerinde seyretmesi pesonun büyük oranda değer kazanmasını sağlamıştır.

Aynı dönemde Türk Lirası, gelişmekte olan ülkeler içinde tek değer kaybeden para birimi olmuştur. 2016 yılında Amerikan Doları'na karşı %20 değer kaybeden TL, 2017 yılının ilk çeyrek sonu itibariyle %3.5'e varan değer kaybıyla diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden negatif ayrılmıştır.

### Gelişen Ülke Paralarının Yılbaşından Bu Yana ABD Dolarına Karşı Performansı (%)



Kaynak: Bloomberg - 25 Nisan itibariyle

Nisan ayı son haftası itibariyle Fransa'daki seçimlerin ilk turunda reform yanlısı aday Macron'un AB karşıtı Le Pen'den daha fazla oy alması global piyasalarda pozitif karşılanmış, EURUSD paritesi ilk işlemlerde 1.0930'lara varan bir yükseliş kaydetmiştir. Gelişmekte olan para birimleri de ABD Doları karşısında hızlı bir değer kazanımı gerçekleştirmiştir. Bu süreçte USD/TL kuru 14 Nisan itibariyle 3.69 olan seviyesinden 25 Nisan itibariyle 3.58'e gevşemiştir. TL'nin döviz sepeti (%50 USD+%50 EUR) karşısındaki değeri sabit kalsa da EUR'da oluşan değerlenme USD karşısındaki değeri aşağı çekmektedir. Yurtdışı piyasaların desteği ve kurdaki düşüşün etkisiyle Borsa Endeksi de tarihi rekora imza atmış, 2013 Mayıs ayında gördüğü 93398 puanlık zirvesini kırarak 93802 puana yükselmiştir.

Diğer yandan, TL'nin ABD Doları karşısında referandumdan sonraki süreçte hızla değerlenmesinin döviz açık pozisyonuna sahip şirketler açısından ihtiyaçlarını gidermeleri için çok büyük bir fırsat sunduğu belirtilmektedir. Bu açıdan kısa vadede Türk mali piyasalarının bir miktar daha iyimser kalabileceği, ancak orta ve uzun vadede gerek iç gerekse de dış kaynaklı riskler olduğu vurgulanmaktadır.

Önümüzdeki dönemde de, gelişmekte olan ekonomiler arasındaki ayrışmanın sürmesi, bu ayrışmanın özellikle emtia ithalatı ve dış finansman ihtiyacı eksenlerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Sıkılaştıran finansal koşullar, dış finansman ihtiyacı yüksek olan gelişmekte olan ekonomilerdeki büyüme ve enflasyon görünümü üzerindeki riskleri arttırmaktadır. Ayrıca, petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki toparlanma eğiliminin beklentiler dahilinde güçlenmesi, küresel talep tarafında enerji ihracatçısı ülkeler açısından avantaj sağlayabilecekken, Türkiye gibi net enerji ithalatçısı ülkelerin kırılganlığını arttıracaktır.





## PETROL FİYATLARI: Kendini koruyor

Ortadoğu'daki jeopolitik gelişmelerin petrol arzında sıkıntı yaratacağı endişesiyle petrol fiyatlarında artış ivmesi hızlanmış, 2016 yılını 54.7 ABD Doları düzeyinde tamamlayan, Mart ayında 50.92 ABD Dolarına kadar gerileyen Brent türü ham petrol varil fiyatı, 25 Nisan 2017 tarihi itibarıyla tekrar 51.82 ABD Doları düzeyine ulaşmıştır.

Geçtiğimiz dönemde üretim kısıntısı kararı alan Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyelerinin Mayıs ayında gerçekleştirilecek toplantıda üretimde kesinti kararının devam edeceği beklentisi fiyatlardaki yukarı yönlü hareketi desteklerken, ABD'de haftalık petrol üretiminin ve ham petrol sondaj sayısının artış göstermesi fiyatlardaki yükselişi sınırlandırmıştır.

Diğer yandan, ABD'nin Suriye politikasını sertleştirmesinin, Mayıs ayında cumhurbaşkanlığı seçimleri için sandığa gidecek olan İran'da Batı karşıtı bir liderin zafer kazanmasına yol açabileceği; bu durumun da petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketleri tetikleyebileceği dile getirilmektedir.

Petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki yükselişin beklentiler paralelinde güçlenmesi durumunda, Türkiye ekonomisi için enerji ithalatı üzerinden cari denge ve enflasyon performansı üzerindeki baskı daha da artabilecektir. Geçtiğimiz dönemde cari dengedeki ivme kazancının terse dönmesi ile beklenenden hızlı gerçekleşmekte olan enflasyon artışı da bu beklentiyi desteklemektedir.

## TÜRKİYE

### Kapsamlı reform ihtiyacı

Küresel ekonomik dengeleri derinden sarsan 2008 krizinden hızlı ve etkin bir çıkış yapmış olan Türkiye ekonomisinde yüksek büyüme ivmesi 2011 yılından sonra kademeli olarak yavaşlamış; siyasi belirsizliklerin artması, jeopolitik risklerin yoğunlaşması, küresel ekonominin ve ana ihracat pazarlarımızın durgunluğa girmesi ve bu durumdan kaynaklanan yatırım-harcama-talep kaybının etkileri gibi birçok etken, bu süreci tetiklemiştir.

Türkiye ekonomisinin, olumsuz konjoktüre rağmen devam eden büyümesi memnuniyet verici olmakla beraber, büyümenin içeriği sanayi üretim artışı veya ihracat kalemleri ile değil, kamu ağırlıklı tüketim artışı ile desteklenmektedir. Bu açıdan büyümenin kalitesi ve sürdürülebilirliğinin potansiyelin altında olduğu ekonomistlerce dile getirilmektedir. Türkiye'nin potansiyel büyümesi yaklaşık %5 olarak hesaplanmaktadır. Türkiye, 2003-2008 yılları arasında potansiyelinin üzerinde bir ortalama yakalamış olmasına karşın, 2009 yılından bu yana pozitif ancak potansiyelinin altında bir ivmeyle büyümektedir.

Darbe girişiminin olumsuz ekonomik yansımalarına, jeopolitik risklerin ve güvenlik kaygılarının yarattığı olumsuzluklara rağmen ekonominin 2016 yılında kaydettiği performans başarılı bulunmakla beraber, aynı dönemde rekor düzeyde seyreden işsizlik oranlarının ve yeniden 2008 sonrası düzeye ulaşan enflasyonun kaygı verici olduğu belirtilmektedir.

Türkiye ekonomisi son dönemde enflasyonun uzun bir aradan sonra yeniden çift haneli rakamlara yerleştiği, büyümenin potansiyel büyüme oranının neredeyse yarısına gerilediği, TL'nin tüm benzer ekonomilerin paralarından daha fazla değer kaybettiği, cari açığın yeniden yükselişe geçtiği, piyasa faizlerinin yükseldiği ve buna karşın kurun da enflasyonun da frenlenemediği kırılmalı bir görünüm sergilemiştir.

### Temel Makroekonomik Göstergeler

Büyüme Oranları	2014	2015	2016
GSYH Büyüme (%)	5.2	6.1	2.9
GSYH (milyar TL)	2 044	2 338	2 591
GSYH (milyar USD)	935	861	857
Kişi Başına GSYH (USD)	12 112	11 014	10 807
Cari Açık/GSYH (%)	4.7	3.7	3.8
Bütçe Açığı/GSYH (%)	-1.1	-1.0	-1.1
Yatırımlar/GSYH (%)	28.9	29.7	29.8

Kaynak: TÜİK, Datastream

Son dönemde ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya karşın turizm gelirlerinde gerçekleşen düşüşün etkisiyle Cari Açık/GSYH oranında belirgin iyileşme gözlenmemiştir. Kamu kesiminin ekonomik aktiviteyi desteklemeye yönelik tedbirlerinin etkisiyle Bütçe Açığı/GSYH oranı sınırlı ölçüde yükselmiştir.

TÜİK tarafından gerçekleştirilen revizyonun ardından, 2013 ve 2014 yıllarında 12 bin ABD Doları düzeyini aşan kişi başına düşen milli gelir, TL'deki hızlı değer kaybının da etkisiyle 2016'da yeniden 10,800 ABD Doları seviyesine gerilemiştir.

OHAL uygulamasının sürmesi, terör tehdidi, sınır ötesi operasyonlar ve referandum tartışmaları gibi, ekonominin ikinci planda kalmasına ve belirsizliklerin sürmesine yol açan gündem maddeleri, ekonomik aktiviteyi baskılamıştır.

Türkiye ekonomisi için önümüzdeki dönemin de gerek dışsal, gerek içsel risk unsurlarıyla büyük oranda dalgalı olacağı değerlendirilmektedir. Jeopolitik risklerin geçen dönemde yurt genelinde artan terör olayları ile güvenlik riskine dönüşmüş olması, büyük oranda zarar gören turizm gelirleri, petrol fiyatlarının yükselişe geçmesiyle enerji faturasına ve cari dengeye pozitif etkinin azalması, alarm veren istihdam ve enflasyon göstergeleri ile halihazırda karışık olan siyasi ajanda ve değer kaybetmiş olan Türk Lirası gibi faktörlerin, ekonomik görünümü daha da bozabileceği değerlendirilmektedir.

2017 yılında ekonomik büyümenin gerek özel tüketim harcamalarını artırmaya yönelik makro ihtiyati tedbirlerin gevşetilmesi, gerek kamu tarafından büyümeyi destekleyici yönde atılan adımların etkisiyle 2016 yılına nazaran daha olumlu bir performans sergilemesi beklenmektedir. Ancak, küresel ekonomik konjonktürde süregelen belirsizliklerin ve jeopolitik gelişmelerin büyüme üzerinde aşağı yönlü baskısının süreceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, büyümenin %3.0-3.5 ile 2017 yılında da potansiyel büyümesinin altında kalacağı öngörülmektedir.

2017 yılında Türkiye ekonomisinde büyümenin ağırlıklı olarak iç talep kaynaklı olması beklenmektedir. Euro/Dolar paritesinde oynaklıklar, FED'in beklenenden hızlı/fazla sayıda faiz artırımına gitmesi ve/veya bilanço küçültme senaryosunu uygulamaya koyması, AB ekonomisinde yavaş büyüme ve bölgesel jeopolitik belirsizliklerin dış talebi baskılayacağı değerlendirilmektedir.

Finans kuruluşlarının Türkiye ekonomisi için 2017 yılı büyüme tahminleri %2.6 ile %3.3 arasında değişmektedir. Bu süreçte, Orta Doğu'daki gerilim ve çatışma ortamı ile buna bağlı olarak artan güvenlik



sorunlarının, risk ve yatırım iştahının düşük seyrindeki başat unsurlardan biri olduğu, yakın vadede çözülmesinin ise pek olası görünmediği dile getirilmektedir. Bu unsurlar, küresel koşulların da artışı tetiklediği finansman maliyetleri, yön değiştiren küresel fon akımları, kur seviyeleri ve enflasyon ile birlikte değerlendirildiğinde, yatırım kalemlerinin kısa-orta vadede zayıf seyrine devam edeceği öngörülmektedir.

Diğer yandan, geçtiğimiz dönemde hem küresel finansal risklerden, hem içinde bulunduğu coğrafyadan kaynaklanan sorunlardan, hem de iç gündeme ilişkin çalkantılardan payını fazlasıyla almış olmasına rağmen Türkiye ekonomisinin halihazırda bulunduğu seviyeler ile bütçe gelirlerinin sergilediği olumlu performans, ekonominin güçlü temellere dayandığına işaret eder niteliktedir.

İçinde bulunduğumuz süreçte tüm iktisadi aktörlerde egemen olan beklentinin, siyasi belirsizlik ve çatışma ortamının geride bırakılıp, gerilimi azaltacak, normalleşmeyi sağlayacak bir iklimin oluşturulması olduğu gözlenmektedir. Bu şekilde öncelikle finansal fiyatlar üzerindeki risk primi azalacak, yatırım olanakları daha net değerlendirilebilir duruma gelecek, ekonominin temel dinamiklerinde düzleme sağlanacaktır.

Küresel arenada ilişkilerin yeniden tanımlandığı, ekonomik dinamiklerin değişmekte olduğu mevcut ortamda, yeni dinamiklere hızla uyum sağlamak adına aksiyon alınması, AB ile ilişkiler konusunda yapıcı bir düzlemde hareket edilmesi önem taşımaktadır.

Türkiye ekonomisinin temel dinamikleri şoklara karşı kırılma olmadığını defalarca göstermiştir. Mevcut belirsizlik ortamında dahi iş dünyası yatırımları sürdürmek, devlet ise destek mekanizmalarıyla bu süreci teşvik etmek için çalışmaktadır. Ancak kısa vadeli teşvik tedbirlerinin, uzun vadeli, sistematik, kapsayıcı yaklaşımlar ile bir arada uygulanması, Türkiye ekonomisine ilişkin öngörülebilirliği yeniden güçlendirecek, yatırım ortamını iyileştirecek bütüncül bir yeni hikayenin oluşturulması önem taşımaktadır.

Bu noktada, maliye politikasında sahip olunan geniş hareket alanı ve sağlam bankacılık sektörü ile beraber; ekonomik ve sosyal reformlara hız kazandırılması, kırılma potansiyelinin azaltılması, tasarrufların artırılması, üretim ve dış ticaret süreçlerinin desteklenmeye devam etmesi, ticaret ve yatırım politikalarının doğrudan yabancı yatırımları ve katma değeri yüksek ihracata yönelimi teşvik edecek biçimde yeniden düzenlenmesi, potansiyel büyümeyi de uzun vadede yukarı çekebilecektir.

### **Büyüme: Sürdürülebilir değil**

Zincirleşmiş hacim endeksi yöntemi ile TÜİK tarafından hesaplanan verilere göre Türkiye ekonomisi 2016 yılının son çeyreğinde %3.5 ile %1.9 olan beklenti seviyesinin oldukça üzerinde büyüme kaydetmiştir. Daha önce %4.5 ve -%1.8 olarak açıklanan ikinci ve üçüncü çeyrek büyüme verileri ise %5.3 ve -%1.3'e revize edilmiştir. Böylece, 2016 yılının tamamında büyüme hızı %2.9 olmuştur.

Öte yandan, Türkiye ekonomisinde özellikle 2012 yılı ve sonrasında görülen yatırım iştahsızlığı, 2015 yılında kısmen toparlanmış olmakla birlikte, sorun olmayı sürdürmektedir. 2016 yılında %2.9 olarak gerçekleşen GSYH büyümesi de büyük oranda tüketim kaynaklı olmuş, büyüme oranına yatırımların katkısı %0.9 oranında kalmıştır.

**GSYH - Harcamalar Yöntemiyle Katkı (2009 zincirlenmiş hacim endeksi - % puan)**

	2014	2015	2016
<b>Tüketim</b>	<b>2.3</b>	<b>3.9</b>	<b>2.4</b>
Kamu	0.4	0.5	1.0
Özel	1.9	3.4	1.4
<b>Yatırım</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>0.9</b>
<b>Stok Değişimi</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.0</b>
<b>Net İhracat</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.3</b>
İhracat	1.8	0.9	-0.5
İthalat	0.1	-0.4	-0.9
<b>GSYH</b>	<b>5.2</b>	<b>6.1</b>	<b>2.9</b>

Kaynak: TÜİK

ABD ve Avrupa'da makroekonomik seyrin olumlu gittiği, FED'in bu yıl en az 2 faiz artışına ilaveten 4.5 trilyon ABD Doları tutarındaki parasal genişlemeyi yavaş adımlarla geri çekmeyi telaffuz ettiği bir dönemde Türkiye ekonomisine Körfez'den gelen sıcak paralar haricinde büyük çaplı ve kalıcı bir kaynak girişi olması çok olası görünmemektedir. Bu ortamda Türkiye'nin doğrudan yatırımları çekmesi adına büyüme kompozisyonunun yatırımlar lehine değiştirilmesi, yatırımcı güveninin tesis edilmesi gerekmektedir.

**Enflasyon: Çift hanede...**

2016 yılı boyunca %6.6-9.6 bandında dalgalı bir seyir izleyen, yılın son iki ayında kur artışıyla beraber gıda fiyatlarındaki yükseliş, vergi artırımları ve akaryakıt fiyatlarındaki yükselişler ile artan yıllık TÜFE enflasyonu 2016 sonunda %8.53 olmuştur.

2017 yılının ilk çeyreğinde de piyasa beklentisinin üzerinde yükselişini sürdüren TÜFE'de Mart ayı itibarıyla yıllık artış %11.29'a ulaşmıştır. Böylece tüketici fiyat enflasyonu küresel kriz sürecinden bu yana en yüksek seviyesine çıkmıştır. Tüketici fiyatlarında Mart ayında ortaya çıkan %1.02'lik artışa en büyük etki gıda ve alkolsüz içecekler grubundan gelmiştir.

Geçtiğimiz dönemde döviz kurundaki olumsuz gelişmelerin etkilerine bağlı olarak çift haneli seviyelerdeki seyrini sürdüren enflasyon oranında, son haftalarda TL'de gözlenen kısmi değerlenme eğiliminin kalıcı olması durumunda 2017 yılının ikinci yarısından itibaren bir miktar iyileşme gözlemlenebileceği değerlendirilmektedir. Buna karşın, Merkez Bankası'nın enflasyon oranında 2017 yılsonu için %8.00 olan hedefinin tutturulması mümkün görünmemektedir. Enflasyona ilişkin yılsonu piyasa tahminleri, %10.50-11.00 aralığında seyretmektedir.

**Para Politikası: TCMB'den likidite adımları**

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), 16 Mart'taki toplantısında geç likidite penceresi borç verme faiz oranını 75 baz puan artırarak %11.75'e yükseltirken, diğer faiz oranlarında değişiklik yapmamıştır. Enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine



karar verildiğini ifade eden TCMB, ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabileceği vurgusunu yinelemiştir.

TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) olarak adlandırdığı, haftalık ve gecelik faizlerinin ağırlıklı ortalaması, 2016 yılı sonunda %8.28 iken, TCMB'nin geç likidite penceresinde gerçekleştirdiği son artıştan sonra %11.3 seviyesini aşmıştır.

### **Dış Ticaret: Açık yeniden genişliyor**

Şubat ayında ihracat yıllık bazda %1.9 oranında azalmış, ithalat %1.6 oranında artmış; böylece aynı dönemde dış ticaret açığı 2016 yılının aynı dönemine kıyasla %15 oranında genişlemiştir.

En önemli ticaret ortaklarımızdan Rusya'nın uyguladığı ithalat yasağının toplam ihracatı negatif etkilediği, emtia fiyatlarındaki yükseliş eğilimi sonucunda Türkiye enerji faturasındaki olumlu seyrin terse döndüğü ortamda, TL'deki değer kaybının ihracat performansı üzerindeki olumlu etkisi sınırlanmaktadır. Genişlemekte olan dış ticaret açığı, oldukça zayıf seyreden turizm gelirleri ile birlikte değerlendirildiğinde, cari açık açısından yukarı yönlü seyrin devam etmesi beklenmektedir.

### **Ödemeler Dengesi: Cari açıkta tırmanış sürüyor**

Şubat ayında cari işlemler dengesi 2.5 milyar ABD Doları açık vermiş, yıllık kümülatif cari açık bu dönemde 33.7 milyar ABD Doları ile son 16 ayın en yüksek düzeyine ulaşmıştır. 2017 yılında terör tehdidi ve olağanüstü halin uzatılması gibi nedenlerle turizm gelirlerinde önemli bir toparlanma beklenmemekte, artışa geçen enerji fiyatlarıyla birlikte önümüzdeki dönemde cari açığın üzerindeki yukarı yönlü baskının artacağı öngörülmektedir.

Cari açığın finansmanı tarafında, Ocak ayında 1.6 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşen net sermaye girişi Şubat ayında 907 milyon ABD Dolarına gerilemiş; kısa vadeli portföy yatırımları Şubat ayında ivme kaybetmekle birlikte devam etmiştir.

Portföy yatırımlarının aksine uzun süreli kalıcı yatırımları içeren, bir başka deyişle ülke ekonomisinin geleceğine ortak olmayı gerektiren doğrudan yabancı yatırımların cari açığın finansmanına sağladığı katkı ise gerilemektedir. Net doğrudan yatırımlar kalemi Şubat ayında 270 milyon ABD Doları ile Kasım 2015'ten bu yana en düşük düzeyine inmiştir.

### **İstihdam: İşsizlik oranı yükseliyor**

Büyüme hızındaki yavaşlamanın istihdam piyasasına olumsuz etkileri devam etmektedir. TÜİK işgücü istatistiklerine göre, Türkiye genelinde işsizlik oranı Ocak döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 695 bin kişi artarak 3 milyon 985 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı 1.9 puanlık artışla %13'e, genç nüfustaki işsizlik oranı ise %24.5'e yükselmiştir.

İşgücü istatistikleri eğitim durumuna göre değerlendirildiğinde, Ocak ayı itibarıyla ülke genelinde sayısı 4 milyona ulaşan işsizler içinde 1 milyona yakın üniversite mezunu, 900 bine yakın lise mezunu bulunması, reform programında sadece ekonomik alanda değil, sosyal alanlarda ve eğitim alanında da kapsamlı

revizyonlara yer verilmesi gerektiğine işaret eder niteliktedir. Genç işsizliği ile mücadele edilmesi için eğitim ile işgücü piyasası arasındaki bağın güçlendirilmesi de önem taşımaktadır.

Diğer yandan, istihdam seferberliği sayesinde istihdamda hızlı artış gerçekleştirilmiş olduğu dile getirilen bir dönemde, sanayi üretiminin geriliyor olması, soru işareti yaratmıştır. Konuya ilişkin analizlerde ayrıca, sanayi sektörünün büyürken istihdam yaratamadığı, buna karşılık hizmetler sektörünün büyümeden istihdam deposu haline geldiği, bu tezatla yapısal işsizlik sorununun çözülemeyeceği işaret edilmektedir. Nitekim istihdamın sektörel dağılımı ile milli gelir hesaplarındaki sektörel büyüme oranları karşılaştırıldığında; sanayi sektörü yıllık bazda %3.9 büyürken sanayi istihdamının %0.7 gerilediği, hizmetler sektöründe üretim %0.8 gerilerken aynı dönemde hizmet sektörü istihdamının %5.2 arttığı görülmektedir.

### Kredi Notu ve Risk Primi: Yatırım yapılabilir ülke statüsünü kaybetti

Türkiye'nin notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan 3 büyük kuruluş nezdinde de yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. Moody's 17 Mart 2017 tarihinde Türkiye'nin kredi notu görünümünü durağandan negatife indirmiş, Ba1 olan kredi notunda değişiklik yapmamıştır.

Bilindiği üzere kredi değerlendirme (reyting) kuruluşları, ülke tahvillerine yönelik kredi ölçümlemesi yaparken siyasi ve ekonomik durumları baz almakta; bir ülkenin kısa ve uzun vadeli olarak yerel para birimi ya da yabancı para cinsinden borçlanma yeteneğini ölçmektedir. Ekli tablolarda, önde gelen üç derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notlarla Türkiye'nin ve diğer bazı gelişmekte olan ülkelerin almış oldukları notlar görülmektedir.

	Moody's	S&P	Fitch	Yatırım Yapılabilir Seviye*
Türkiye	Ba1	BB	BB+	-
Hindistan	Baa3	BBB-	BBB-	+
Rusya	Ba1	BB+	BBB-	-
Güney Afrika	Baa2	BBB-	BBB-	+
Brezilya	Ba2	BB	BB	-
Polonya	A2	A-	A-	+
Macaristan	Baa3	BBB-	BBB-	+

\* 3 kuruluşun en az ikisi nezdinde notu yatırım yapılabilir seviyede

Fitch Ratings, referandumun ardından yaptığı değerlendirmede, "Referandum, ülke kredisi için pozitif olacak ekonomik reformlarda canlanmaya olanak sağlayabilir" ifadesine yer vermiştir. Türkiye'de politik ve güvenlik ortamındaki gelişmelerin 2016 yılındaki ekonomik performansı olumsuz etkilediğine vurgu yapılan açıklamada "Hükümet, ekonomik reform programı geliştirdi. Fakat akışkan politik zemin, yapısal zayıflıklar, yüksek dış borç, dış finansman ihtiyacı ve büyümedeki zayıf mahiyet nedeniyle bunun son yıllarda çok küçük bir kısmı uygulandı" değerlendirmesinde bulunulmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'nin kredi notuna ilişkin Temmuz ayında yapacağı değerlendirmede önümüzdeki süreçte istikrarlı ve sağlam büyümenin desteklenmesindeki başarının önemli yer tutacağı bildirilmiştir.

Diğer yandan, 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 yılın ilk çeyreği boyunca gerilemiş; referandum sonrası piyasalardaki siyasi belirsizliğe ilişkin risk algısının toparlanmasıyla 230 seviyelerine kadar inmiştir.





## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Hızlı büyüme eğilimi

Bağlı sektörlerle dolaylı etkileri düşünüldüğünde GSYH içindeki payı %30'lara ulaşan inşaat sektörü, 1999-2013 döneminde GSYH büyüme eğrisi ile önemli ölçüde paralel, dalgalı bir seyir izlemiştir. 2014-2015 yıllarında bu seyir değişiklik göstermiş, sektör bu dönemde yıllarında reel GSYH artışının altında seyretmiştir.

2016 yılında inşaat sektörü yeniden hızlı büyüme eğilimini yakalamıştır. 2016 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık bazda ana sektörler arasında sadece inşaat sektöründe reel artış kaydedilmiştir. Yılın bütününde GSYH %2.9 oranında büyüme gösterirken inşaat sektöründe büyüme %7.2 olarak ölçülmüştür. TÜİK'in büyüme verilerinde yaptığı revizyon doğrultusunda, 2016 yılında çeyrekler bazında GSYH büyüme verileri sırasıyla %4.5, %5.3, (-%1.3), %3.5 olurken, inşaat sektöründe değişimler %5.4, %16.0, %4.0 ve %3.7 olarak açıklanmıştır.

Sektörün son dönemde kaydettiği büyümede özel sektör yatırımlarının yanı sıra büyük ölçekli altyapı projelerinin de etkili olduğu izlenmiştir. 2016 yılında açılışı yapılan Osmangazi Köprüsü, Yavuz Sultan Selim Köprüsü ve bağlantı yolları, Avrasya Tüneli, önümüzdeki dönemde açılması planlanan 3. Havalimanı, Çanakkale Köprüsü gibi çok önemli projelerin tümü; ayrıca bazı illerde açılışı yapılmaya başlanan entegre sağlık yerleşkeleri ve hastane projeleri, kamu-özel ortaklığı modeli ile Türkiye Müteahhitler Birliği üyeleri tarafından hayata geçirilmektedir.

Önümüzdeki dönemde de kamu yatırımları ile kentsel dönüşüm sürecinin inşaat sektöründe büyüme ivmesini desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir. Diğer yandan, yüksek finansman gereksinimi bulunan altyapı projelerinin seyri açısından piyasa koşulları önem taşımakta; küresel likidite koşullarındaki daralmalar, jeopolitik risklerde artış eğilimi, döviz kurlarının yüksek seyri ve faiz tarafındaki gelişmeler inşaat yatırımları üzerindeki risk unsurlarını arttırmaktadır.

FED'in Aralık 2015, Aralık 2016, Mart 2017'de faizleri arttırması ve artışların 2017 yılında süreceğine ilişkin beklenti ile bilanço küçülteceğine dair açıklamaları, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yükseleceği yönündeki öngörülerini desteklemektedir. Türkiye'de de küresel gelişmelere paralel olarak piyasa faiz oranlarının önümüzdeki dönemde yükselme eğilimine devam edebileceği dikkate alındığında, finansman koşullarında sıkışmanın süreceği değerlendirilmektedir. Ayrıca, iç ve dış piyasalardaki gelişmeler paralelinde dalgalı bir seyir izleyen döviz kurunun da sektörde fonlama maliyetlerini arttırma riski bulunmaktadır.

Mevcut durum, Ulaştırma Bakanlığı tarafından önümüzdeki dönem için planlanan projeler ile birlikte değerlendirildiğinde; küresel finansman koşullarının zorlaştığı ve risklerin arttığı bu dönemde kamu-özel ortaklığı projelerinde finansman riskleri öne çıkmaktadır.

Sektöre ilişkin yatırım fırsatları ve finansman riskleri birlikte değerlendirildiğinde, inşaat sektöründeki büyümenin önümüzdeki dönemde genel ekonomik performansın üzerinde seyretmeyi sürdürmesi, ancak 2016 yılında yakalanan yüksek büyüme ivmesinin bir miktar yavaşlaması beklenmektedir.

### **Konut Segmenti: Göreceli canlanma**

Türkiye'de toplam inşaat sektörü üretiminin yarısından fazlasını oluşturan konut üretiminde ivme geçtiğimiz dönemde hızlanmış; bina inşaatı alt segmentinin toplam inşaat faaliyetlerindeki payı artmıştır.

Konut satışlarında Temmuz ayında yaşanan hızlı düşüşün ardından Emlak Konut GYO ve GYODER'in gayrimenkul sektörüne hız kazandırmak üzere başlattıkları kampanyalar ve banka kredi faizlerinde yapılan indirimler sonrasında, yılın son çeyreğinde toplam konut satışlarında belirgin artış gözlenmiş ve 2016 yılında konut satışları, yıllık bazda %4 artarak 1.3 milyonu aşmıştır.

Sektöre destek olmak üzere 2016 yılı içinde alınan tedbirlere ek olarak 2017 yılı Şubat ayında alınan karar ile 1 Ocak'tan sonra ruhsatı alınan konut inşaatı projeleri ile kamu tarafından ihalesi bu tarihten sonra yapılan konut inşaatı projelerinde KDV oranının metrekare vergi değeri 1.000 TL ile 2.000 TL arasında olan konutların tesliminde %8, 2.000 TL üzerinde olan konutların tesliminde de %18 olarak uygulanması kararlaştırılmıştır. Aynı karar ile konut sözleşmelerinde %1'e yakın oranda uygulanan damga vergisi de %0 olarak belirlenmiştir. Ayrıca, yabancıların ve yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının Türkiye'de yapacakları konut alımlarına KDV istisnası getirilmiştir.

Toplam konut satışlarında 2017 yılının Ocak ayında yıllık bazda %12.8 oranında artış, Şubat ayında yıllık bazda %0.23 oranında azalma gözlenmiş; Şubat ayında alınan tedbirlerin de etkisiyle toplam satışlar Mart ayında yıllık bazda %10 oranında artmıştır.

	2017	2016	2015	2014
Ocak	95 389	84 556	86 167	87 639
Şubat	101 468	101 703	95 021	82 597
Mart	128 923	117 205	116 030	87 617
Nisan		106 348	119 317	83 610
Mayıs		114 800	107 888	90 377
Haziran		106 187	110 657	92 936
Temmuz		81 343	96 589	85 101
Ağustos		114 751	112 463	105 624
Eylül		108 918	92 483	115 786
Ekim		130 274	104 098	95 645
Kasım		132 655	106 008	103 783
Aralık		142 713	142 599	134 666
<b>1.Çeyrek Top.</b>	<b>325 780</b>	<b>303 464</b>	<b>297 218</b>	<b>257 853</b>
<b>Yıllık Toplam</b>		<b>1 341 453</b>	<b>1 289 320</b>	<b>1 165 381</b>

Kaynak: TÜİK

Dan önemli sayılmakla beraber, ekonomiye doğrudan katkı sağlaması açısından ilk satışlardaki seyir daha önemli bir göstere olarak takip edilmektedir. 2016 yılında ilk elden satışların yıllık bazda %5.5 oranında artmış olması memnuniyetle karşılanmıştır; 2017 yılının ilk üç ay toplamında ise ilk satışlar toplam satışlara göre daha sınırlı bir artış ivmesiyle %4.3 oranında yükselmiştir. Daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle yan sanayiye destekleyerek ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlar ise 2016 yılında %2.8 oranında artarken, 2017'nin ilk üç ayında %10 artış göstermiştir.

Bu süreçte toplam satışların yaklaşık %35'ini oluşturan ipotekli konut satışları bankaların faiz indirmeleri sonucu son dönemde ivme kazanmış, ipotekli konut satışları 2017 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %30.5 oranında artış göstermiştir.

Güvenlik endişelerinin artması sonucu 2016 yılının toplamında bir önceki yıla göre %20.3 azalmış olan

Diğer taraftan, bölgesel arz-talep koşulları farklılık gösterse de, yurt genelinde konut fiyatlarında yıllık artış hızı yavaşlamakta ve yeni konutlarda stok erime hızı düşmektedir. Bu durum, talepteki canlanmanın kalıcı olamayabileceğine yönelik endişeleri artırmaktadır. Ayrıca, yurt içinde yükselen enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları ile harcanabilir gelirden beklenen düşüşün talebi sınırlayabileceği düşünülmektedir. Önümüzdeki döneme yönelik projeksiyonlar ele alındığında, konut sektöründeki canlılığın devamı için siyasi belirsizlik ve olağanüstü hal ortamından normalleşmeye geçilmesi, ekonomideki bozulmanın tersine çevrilmesi önem taşımaktadır.

Toplam konut satışlarındaki eğilim, inşaat sektörünün canlılığını göstermesi açısından



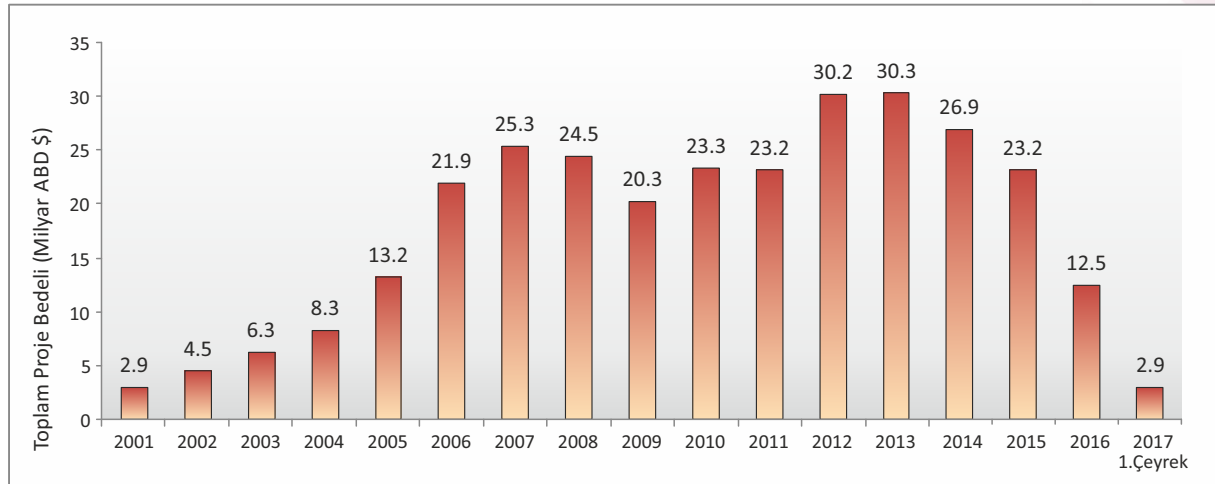
yabancılara konut satışları, 2017 yılının ilk üç ay toplamında da bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %8 oranında gerilemiştir.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Toparlanma beklentisi

Türk müteahhitlik firmalarının 1972'den 2017 ilk çeyrek sonuna kadar 115 ülkede üstlenilen 9000'e yakın projenin toplam bedeli 342 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin başladığı tarihten bu yana üstlenilen projelerin ülkelere göre dağılımında ilk 5 ülke Rusya (%19.6), Türkmenistan (%13.8), Libya (%8.4), Irak (%7.2) ve Kazakistan (%6.3) olmuştur.

2017 yılının ilk çeyreğinde yurtdışında 2.9 milyar ABD Doları büyüklüğünde 28 yeni proje üstlenilmiş; bu performans 2016 yılının aynı döneminde 1.1 milyar ABD Doları olarak gerçekleşen proje bedelinin iki katından fazla olması nedeniyle yurtdışı müteahhitlik hizmetleri segmentine ilişkin toparlanma beklentilerini güçlendirmiştir.

### Yıllara Göre Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

Geçtiğimiz dönemde petrol ihracatçısı ülkelerin üretim kısıntısı konusundaki mutabakatları doğrultusunda belirli düzeyde artış ivmesi kazanan enerji fiyatları, Suudi Arabistan, Cezayir, Türkmenistan gibi, Türk yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin referanslarının son derece güçlü olduğu pazarlarda yatırım ortamına ve finansman koşullarına olumlu yansıtılabilecektir.

Rusya ile ilişkilerde kademeli normalleşme ile yeni pazarlardaki fırsatlar da değerlendirildiğinde, 2017 yılının, yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin gelişimi açısından son 10 yıllık dönemde kazanılmış ivmenin maalesef kaybedildiği bir yıl olan 2016'dan daha olumlu bir dönem olacağı umulmaktadır.

Diğer yandan, ortalama proje büyüklüğü açısından olumlu gelişmeler yaşanmaktadır. Rakamlar, Türk müteahhitlik sektörünün gittikçe daha büyük ölçekli projeler aldığını, uzmanlığını kanıtladığını ispatlar niteliktedir. Bu kapsamda, 2000'li yılların başında yaklaşık 20 milyon ABD Doları olarak gerçekleşen ortalama proje bedeli 2016 yılında 75 milyon ABD Doları'na yükselmiş, 2017 ilk çeyrek sonu itibarıyla da 103 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır. Ortalama proje bedelindeki söz konusu artış, Türk müteahhitlerin havalimanı, metro, endüstriyel tesisler, doğalgaz- petrol rafinerileri, otoyol ve enerji santralleri gibi büyük ölçekli projeleri üstlenmelerinden kaynaklanmaktadır.

## UFUK TURU

**Naci AĞBAL**, 20 Nisan 2017, Dünya Gazetesi  
**Maliye Bakanı**

Bundan sonra gündemin bir numaralı maddesi ekonomi olacak... Bir süredir ekonomide geçici, belli alanlarla ilgili büyüme odaklı tedbir ve destek niteliğinde düzenlemeler yapıyoruz. Bunlar ekonomide canlanmaya destek oluyor. Bunların üstünde çok daha kalıcı, özellikle yatırımların önündeki engelleri kaldıracak düzenlemelerin hayata geçmesi gerekiyor... Özel sektörde beklenen ve ertelenen yatırımlar var. Ekonominin önünü açacak düzenlemeleri ardı ardına TBMM'ye getirdiğimiz takdirde yatırımlarda hızlı toparlanma ve yukarı çıkış bekliyorum.

**Mahfi EĞİLMEZ**, 19 Nisan 2017, mahfiegilmez.com  
**Hazine Eski Müsteşarı, Ekonomi Yazarı**

Dünya ekonomisi bu iki yıl içinde toparlanma yolunda ilerlemeye devam edecek, ABD sorunlarını büyük ölçüde çözmüş olacak. Euro Bölgesinin ABD'nin konumuna gelmesi için bu iki yıldan daha fazla zamana ihtiyacı olacak. Çin, kötüye gitmese de eski parlak günlerini aramaya devam edecek...

Türkiye'nin son yıllarda bozulan ekonomik dengeleri IMF tahminlerine de yansımış durumda. Bütçe dengesi dışında bütün göstergelerimiz, içinde yer aldığımız gelişmekte olan ekonomiler grubu ortalamalarından kötü durumda bulunuyor. Türkiye'nin elinde kalan tek dayanak olan bütçe dengesinin bağlı olduğu mali disiplin referandum nedeniyle oldukça sarsıldı. Bu dengeyi yeniden toparlamak Türkiye açısından hayati önem taşıyor gibi görünse de, kabul edelim ki, büyümenin bu kadar düştüğü bir ortamda bunu söylemek yapmaktan çok daha kolay. Buna karşılık şurası çok açık ki elde kalan bu son çapa da yitirilirse Türkiye dış finansman bulmak konusunda oldukça sıkıntıya düşebilir.

**Nouriel ROUBINI**, 7 Şubat 2017, Dünya Gazetesi  
**Roubini Global Economics Başkanı, Ekonomi Profesörü**

Piyasalar farkına varmaya başladı; eğer korumacılık ve pervasız politik para politikaları ticaret savaşlarına, kur savaşlarına ve sermaye kontrolü savaşlarına neden olursa tam bir panik havası eser.

Elbette teşvik beklentisi, düşük vergiler ve serbestleşme yine de ekonomiyi ve piyasaları kısa vadede coşturur. Fakat Trump'ın göreve başlamasından beri finans piyasalarındaki kararsızlığın da işaret ettiği üzere, tutarsız, dengesiz ve yıkıcı politikalar uzun vadede ABD ekonomisinin ve küresel ekonominin büyümesinde ciddi kayıplara neden olacak.

**Erdal SAĞLAM**, 13 Nisan 2017, Hürriyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

FED'in faiz artışının başladığı, likiditenin azalacağı bir dönemde, gelişmekte olan ülkelerin bundan sonra daha büyük sıkıntı yaşayacağı kesin. Zamanlama tabii ki önemli ama bu adımlar artık zorunlu adımlar. Bu nedenle ülkelerin iç ve dış politik gelişmeleri, ülke yönetimlerinin ekonomide atacağı adımlar, ülkelerin ekonomik geleceklerini belirleyecek. Bizdeki somut tabloya bakarsak; enflasyonun artış trendinde olduğu, büyüme oranlarının düştüğü, kurların dalgalandığı, popülist kararlarla mali disiplin konusunda kaygıların arttığı bir dönemde olduğumuz kesin. Bunun yanında ekonomiyi de derinden etkileyecek jeopolitik konum nedeniyle artan riskler, dış politikada hata ve geri dönüşler yaşıyoruz. İşte bu küresel ekonomik ve siyasi iklim şartlarına nasıl uyum sağlayacağımız ve bize özgü koşullar için alacağımız kararlar geleceğimizi belirleyecek.



**Serhat GÜRLEYEN**, 3 Nisan 2017, Dünya Gazetesi  
**İş Yatırım Araştırma Direktörü, Ekonomi Yazarı**

Küresel büyümenin hızlanması ve dünya ticaretinin canlanması sayesinde gelişmekte olan piyasalara para girişi önceki aya göre %70'in üzerinde artarak 30 milyar ABD Dolarına ulaştı... Türkiye Mart ayında gelişmekte olan ülkelere yönelik para girişinden gerektiği kadar yararlanamadı... Referandum sonrası izlenecek politikalara yönelik belirsizlik, Avrupa ile ilişkilerde bozulma ve THY, Halkbank gibi önde gelen Türk şirketlerine yönelik saldırılar yüzünden Türkiye varlıkları küresel sermaye pastasından yeteri kadar faydalanamadı.

Referandum sonrası politik belirsizlikleri geride bırakan ve önceliği ekonomiye veren bir Türkiye küresel sermaye için yeniden bir cazibe merkezi haline gelebilir. Aksi takdirde referandum sonucundan bağımsız olarak dünyanın gerisinde kalmaya devam ederiz.

**Abdurrahman YILDIRIM**, 13 Nisan 2017, Habertürk Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Turizm, inşaat, otomotiv, tekstil ve konfeksiyon ekonominin sürükleyicisi dört ana sektördür. Çünkü istihdam yoğun sektörlerdir ve milyonlarca kişiye iş kapısıdır. Sadece bir sektörü değil, 10'larca hatta 100'lerce alt sektörü de beslerler. Dört sektörün dördü de net bazda döviz kazanan, ihracatı yüksek sektörlerdir...

Mahşerin dört atlısı olarak turizm, inşaat, otomotiv ve tekstil de ekonominin genelini yansıtır bir eğilim gösteriyor. Turizmde tarihsel bir gerileme yaşıyoruz. Hem istihdamı, hem büyümeyi ve hem de cari dengeyi vuruyor. Ekonomiye tahribatı yüksek. Kısa sürede de durumun düzeleceğine yönelik umut veya gelişmeler ufukta gözüküyor. Bu demektir ki ekonomiyi taşıyan dört ayakta biri yaralıdır.

İnşaat sektörünün kapasite kullanımı yok ama ekonominin en canlı sektörlerinden biri olduğunu biliyoruz. Dış politika ve güvenlik riskleri nedeniyle maalesef ekonomiyi taşıyan dört ayakta biri olan turizm sektörü sakatlandı. Yakın bir gelecekte de düzelmeye ihtimali zayıf. Ama ekonomiyi üç ayak da taşıyabilir, yeter ki ayaklardan biri daha sakatlanmasın.

**Prof. Dr. Nevzat SAYGILIOĞLU**, 5 Nisan 2017, Dünya Gazetesi  
**TMB Denetleme Kurulu Üyesi, Köşe Yazarı**

Son söz olarak diyebiliriz ki; ülkemizin çok büyük, kalıcı ve artarak devam eden sorunları var. Bunların çözümü için de yapısal düzenlemelere ihtiyaç söz konusu.

