

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Ekonomide Dönüşüm Zamanı

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Nisan  
2015

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*"Tüm dünyada daha yüksek büyümeyi elde etmek için anahtar nokta artık 'güven' olacak."*

*Ali BABACAN, T.C. Ekonomiden Sorumlu Başbakan Yardımcısı,  
G20 Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları Toplantısı, 11 Şubat 2015*

## ÖZETİN ÖZETİ

2015'in ilk çeyreğindeki öncü göstergeler ile önümüzdeki döneme ilişkin analizler dünyadan Türkiye'ye ve inşaat sektörüne uzanan bir yelpazede ekonomi ve siyaset pencerelerinden değerlendirildiğinde, küresel ölçekte baskın trendin "**belirsizlik ve temkin**" olduğu görülmektedir.

Küresel kriz ve durgunluk dönemi sonrası ekonomik toparlanma hala öncelikli gündem maddesidir. Bununla birlikte, Ortadoğu'daki karışıklıklara Rusya-Ukrayna krizinin eklenmesiyle 2014 yılının ikinci yarısında jeopolitik gerginlikler şiddetini arttırmıştır. Son olarak 25 Mart 2015 tarihinde Suudi Arabistan, müttefik Arap ülkeleriyle birlikte Yemen'de İran'ın desteklediği ve Aden kentini kuşatan güçleri hedef alan bir askeri operasyon başlatmıştır.

Küresel risk artışı, ekonomik istikrar için gerekli olan güven unsurunun yeniden temin edilmesini güçleştirmekte; zaten kırılgan ve yavaş bir toparlanma sürecinde olan küresel ekonomik konjonktür denge noktasını yakalayamamaktadır.

Uluslararası Para Fonu (IMF) Direktörü Christine Lagarde, küresel toparlanmanın "**çok yavaş, çok kırılgan ve çok orantısız**" olduğunu belirtmiş; dünyanın en büyük ekonomilerindeki para politikalarının normalleşmeye başlamasının uluslararası finansal piyasalarda ve özellikle gelişmekte olan ekonomilerde "**aşırı dalgalanma**"ya sebebiyet verebileceğine işaret etmiştir. Lagarde, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin güçlenen ABD Doları, yükselen küresel faiz oranları ve dalgalı sermaye akışları sebebiyle "**üçlü darbe**" ile karşılaşabileceği uyarısında bulunmuştur.

ABD Merkez Bankası'nın (FED) 2008 yılından beri sürdürmekte olduğu "sıfıra yakın faiz" politikası küresel finans piyasalarında oluşmuş bulunan kırılgan dengenin yapı taşı olarak görülmekte, bu taşın yerinden oynamasının olası sonuçlarının neler olacağı ise belirsizliğini korumaktadır. Ancak ABD ekonomisinde toparlanma, AB ekonomisinde de mevcut durağanlık devam ettiği müddetçe ABD Dolarının Avroya ve devamında tüm para birimlerine karşı değer kazancının süreceği, bu durumun da gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerine negatif yansıtacağı değerlendirilmektedir.

2014 yılında gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları da beklentilerin altında kalmış, en başta Çin, Rusya ve Brezilya olmak üzere gelişmekte olan ülkeler olumsuz bir ekonomik görünüm sergilemiştir. Gelişmekte olan bazı ülkelerde ekonomik yavaşlama, bazı ülkelerde ise resesyona girilmekte, 2010 yılında %6.9 ile zirve yapan gelişmekte olan ekonomiler büyümesinin 2015 yılında %3.5 seviyelerine inmesi beklenmektedir.

Dünyanın ikinci en büyük ekonomisi Çin'de büyümenin ivme kaybetmeye devam etmesi, Türkiye'nin en önemli ihracat pazarlarından olan ve Türk yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından da büyük değer taşıyan Rusya'nın ise 2015 yılında %3-4 daralmayla sert bir resesyona girmesinin beklenmesi küresel ekonomiye ilişkin endişeleri arttıran unsurlar olmuştur.



Morgan Stanley'in 2013 yılında yayınladığı ekonomi raporunda ortaya atılan "**Kırılgan Beşli**" gruplamasında, ABD Merkez Bankası'nın (FED) tahvil alımlarını azaltacağına dair açıklamasından sonra para birimleri en çok değer kaybeden yükselen piyasa ekonomileri; Hindistan, Brezilya, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika yer almıştır. Bu ülkelerin böyle bir grubun içinde değerlendirilmesinin nedeni olarak yüksek cari açık oranları, yüksek enflasyon oranları ve büyüme performanslarındaki düşüşler öne çıkmıştır. Bu ülkelerin dış finansman ihtiyaçları bakımından tersine sermaye akımlarına karşı kırılgan oldukları öne sürülmüştür. Son dönemde ise, ekonomik reformları ile Hindistan ve Endonezya'nın bu gruptan sıyrıldığı, ancak FED'in faiz artışına hazırlandığı mevcut konjonktürde "**Kırılgan Üçlü**" olarak Türkiye, Güney Afrika ve Brezilya para birimlerinin özellikle savunmasız olduğu dile getirilmektedir. Hindistan'da genel seçimlerin ardından göreve gelen Başbakan Modi yönetiminde hayata geçirilen reformlar olumlu karşılanmış, uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's, ekonomide atılan doğru adımlar nedeniyle 9 Nisan 2015 tarihinde Hindistan'ın görünümünü durağandan pozitive yükseltmiştir.

Türkiye ekonomisinde 2010 ve 2011 yıllarında %9.2 ve %8.8 olarak gerçekleşen yüksek büyüme performansı 2012 yılında keskin bir düşüşle %2.1'e gerilemiş, 2013 yılında biraz ivme kazanarak %4.2'ye yükselmiştir. 2014 yılında ise Türkiye ekonomisi, yatırım harcamalarındaki zayıf seyir ve son çeyrek itibarıyla net ihracatın GSYH'ye katkısının negatife dönmesi sonucunda %2.9 ile Orta Vadeli Program'da öngörülen %3.3'lük oranın da altında büyümüştür.

Ekonominin genel gidişatı açısından lokomotif bir sektör konumunda olan inşaat sektöründe 2014 yılında büyüme %2.2 ile sınırlı kalmıştır. 2013 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ivme kaybeden inşaat sektörü 2014 yılının son çeyreğinde 8 dönemden bu yana ilk kez daralmıştır. Bu bağlamda, inşaat sektörü küresel krizden beri ilk defa GSYH'ye düşürücü yönde etkide bulunmuştur. 2015'te de inşaat sektöründe ekonomiye paralel ve yatay bir seyir beklenmektedir.

2015 yılı ilk çeyrek sonu itibarıyla; ABD'deki faiz artırımının zamanlaması, miktarı ve etkisi, AB'nin parasal genişleme programının boyutları ve etkileri, Çin'in toparlanma çabaları ile ihracatını arttırmak amaçlı olarak yerel para birimini devalüe etmesiyle şiddetlenebilecek kur savaşları, başta Ortadoğu ve Rusya merkezli riskler olmak üzere jeopolitik gerginlikler ve petrolün başı çektiği emtia fiyatlarındaki oynaklık küresel görünüme ilişkin öncelikli gündem maddeleridir. Bu bileşenler ışığında gelişmekte olan ülkelerde ivme kaybetmiş olan büyüme dinamikleri de yakından izlenmektedir.

Küresel ölçekte iyileşme sürecini geciktiren riskler ve piyasalarda güven ortamını tesis edebilecek olan tüm unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, 2015 yılında dünya ekonomik görünümünün 2014 yılına kıyasla belirgin oranda toparlanması beklenmemektedir. Jeopolitik riskler ve bölgemizdeki siyasi istikrarsızlığın, olumsuz küresel koşullar yanında yurtiçinde de seçim ve siyasetin gölgesi altında bulunan Türkiye'nin kırılgan ekonomik büyümesini olumsuz yönde etkilemeye devam edeceği öngörülmektedir.

Önümüzdeki dönem Türkiye ekonomisine ilişkin olarak, gerek Ekonomik Güven Endeksi gibi öncü göstergeler, gerekse büyüme, yatırım ve üretim gibi gerçekleşmeler, ekonominin yeni bir hikayeye, farklı bir eylem planına ihtiyaç duyduğuna işaret eder niteliktedir. Hükümetin açıklamış olduğu yeni teşvik paketi, bu ihtiyaca yönelik bir yanıt niteliği ve sıkı para politikasından gevşek para politikasına geçiş sinyali taşımakla birlikte, seçim süreci öncesinde hakim olan mevcut belirsizlik ortamında yaratacağı pozitif dalganın sınırlı olacağı dile getirilmektedir.

Belirsizlik ve güven eksikliği unsurlarının hem Türkiye ekonomisini, hem küresel konjonktürü etkilediği bu dönemde, kapsayıcı ve kalıcı reformlarla makro ekonomik göstergelerini güçlendiren ekonomilerin, küresel likidite daralmasından nispeten daha az zararlı çıkabileceği düşünülmektedir.

## DÜNYA

### Risk unsurlarına yenileri ekleniyor

2014 yılının ikinci yarısında jeopolitik risklerin artışı global büyüme üzerinde risk unsuru olarak ön plana çıkmış; Orta Doğu'daki karışıklıkların yanı sıra Rusya ile Ukrayna arasındaki gerginlikler küresel ekonomi üzerinde baskı yaratmıştır.

25 Mart 2015 tarihinde Suudi Arabistan'ın Yemen'e yönelik olarak müttefik Arap ülkeleriyle birlikte başlattığı askeri operasyonun ise gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı üzerinde henüz belirgin bir etkide bulunmadığı gözlenmiştir.

2014 yılında ekonomik performans bakımından ülkeler arasında ayrışma gözlenmiştir. ABD ekonomisinde diğer gelişmiş ekonomilere oranla daha güçlü bir toparlanma yaşanırken, Avro bölgesi genelinde yavaş büyüme ve düşük enflasyon süreci devam etmiştir. Bu durum AVRO/DOLAR kurlarına da yansımış, 2014 Mart ayında 1.37 seviyelerinde olan AVRO/DOLAR paritesi, 2015 Nisan ayı itibarıyla 1.05'e gerilemiştir.

Bu süreçte ABD ekonomisi kötülerken sıcak para girişinin ivme kazandırdığı gelişmekte olan ülke piyasaları, ABD'den gelen iyileşme sinyalleri nedeniyle tehdit altındadır. Nitekim, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, ABD Dolarının değer kazanması nedeniyle Malezya, Şili, Türkiye gibi yüksek tutarlı dış borç yükleri bulunan ülkelerde şirketlerin borç geri ödemelerinin daha maliyetli hale geldiğine dikkat çekerek özellikle cari açığı ve dış finansman ihtiyacı yüksek olan Türkiye ve Güney Afrika gibi ülkelerde risklerin daha da arttığına işaret etmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere ekonomik aktivite zayıf seyretmektedir. Dünyanın ikinci en büyük ekonomisi Çin'de büyümenin ivme kaybetmeye devam etmesi ve piyasalarda dillendirilmeye başlanan olası Yuan devalüasyonu ile tetiklenecek kur savaşları, ayrıca Rusya'nın 2015 yılında %3-4 daralmayla sert bir resesyona girmesinin beklenmesi küresel ekonomiye ilişkin endişeleri arttıran unsurlar olmuştur.

2014 yılında öne çıkan diğer bir gelişme de petrol fiyatlarında meydana gelen sert düşüş olmuştur. Petrol fiyatlarındaki gerileme, başta Rusya olmak üzere büyük petrol ihracatçısı ülkelere ciddi daralma yaratmıştır. Türkiye'nin en önemli turizm ve ihracat pazarlarından olan ve Türk yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından da büyük değer taşıyan Rusya'nın ihracatının üçte ikisi, bütçe gelirlerinin de yarısı petrol satışından gelmekte ve sert resesyon beklentisi kaygı vermektedir.

Petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki gerilemenin, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu enerji ithalatçısı ülkelerin cari dengesini olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir. Diğer yandan, küresel büyümenin düşük petrol fiyatlarından olumlu yönde etkileneceği ancak söz konusu etkinin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki çeşitli sorunlar nedeniyle sınırlı kalacağı da belirtilmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF), büyüme tahminlerinde yaptığı aşağı yönlü revizyona Çin, Rusya ve Japonya ekonomilerindeki zayıf ekonomik görünüm ile bazı büyük petrol ihracatçısı ülkelere yönelik bozulan beklentileri gerekçe olarak göstermiştir. ABD, büyüme tahminleri yukarı yönlü revize edilen tek büyük ekonomi olmuştur.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ise, 18 Mart 2015 tarihli raporunda dünyanın en büyük ekonomilerinde büyüme beklentilerinin iyileştiğine dikkat çekmiş, buna rağmen daha fazla reforma ihtiyaç bulunduğunu belirtmiştir.



Küresel büyüme beklentisini 0.1 puan artışla %4'e çıkartan, %3.1 olan ABD büyüme öngörüsünü ise koruyan OECD, Avro bölgesine yönelik beklentiyi 0.3 puan artışla %1.4'e yükseltmiştir. OECD, petrol fiyatlarındaki düşüş ve para politikalarındaki gevşemenin, gelişmiş ekonomilerde büyümeyi arttıracığı tahmininde bulunmuştur.

Uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings'in, küresel ekonomik büyümeye ilişkin 17 Mart 2015 tarihli açıklamasında ise, küresel ekonominin 2014'de %2.4 olarak gerçekleşen büyümesinin, 2015 yılı sonunda gelişmiş ekonomilerdeki iyileşmenin itici gücüyle %2.7'ye yükselmesinin beklendiği kaydedilmiştir. Gelişmekte olan piyasaların, öncelikle Çin'deki yapısal düzenlemeler, ayrıca Rusya ve Brezilya'daki resesyon nedeniyle artan baskıyla karşı karşıya olduğu belirtilen açıklamada, gelişmekte olan ekonomiler için büyüme beklentisinin, 2015'de %3.6, 2016'da ise %4.2 ile sınırlı kalacağı dile getirilmiştir.

### **ABD: Faiz artırımını yaklaştıkça piyasalar tedirgin oluyor**

ABD'de gayri safi yurtiçi hasılanın 2014 4. çeyreğinde kaydettiği büyüme, %2.2 ile beklentilerin hafif üzerinde açıklanmıştır. İstihdam verisi ise Mart ayında 126 bin ile 245 bin olan beklentinin oldukça altında gelmiştir. Ayrıca tüketici enflasyonunun petrol fiyatlarıyla birlikte düştüğü belirtilmektedir. Söz konusu veriler FED'in faizleri en erken 2015 Ekim veya Aralık ayında arttıracığı ihtimalini kuvvetlendirmektedir.

4 trilyon ABD Dolarına varan tahvil alım programını 2014 yılında sonlandıran ABD Merkez Bankası (FED), önümüzdeki dönemde de faizleri arttırmaya hazırlanmaktadır. En son 2006 yılı ortasında faiz artışına giden FED, 2008 yılından beri politika faizini %0-0.25 aralığında tutmuştur. FED, daha önceki açıklama notlarında faiz artış süreci konusunda yer verdiği "sabırlı" ifadesini son toplantısında kaldırmıştır. Bu durum 2006 yılından bu yana yapılacak ilk faiz artırımına bir adım daha yaklaştığını göstermiş olsa da; FED büyüme ve enflasyon tahminlerini aşağı yönlü revize ederek düşük faiz politikasından çıkışta acele etmeyeceğinin sinyalini vermiştir.

Öte yandan, FED yetkililerinin 2015 sonuna ilişkin politika faiz oranı tahminlerini Aralık 2014'teki %1.125 seviyesinden %0.625'e indirmesi de, FED'in faiz artırımlarının beklenenden daha yavaş ve kademeli gerçekleşeceği yönündeki görüşleri desteklemiştir. FED tarafından, ABD ekonomisinin 2015 yılında %2.3-2.7 civarında büyüyeceği, enflasyonun ise %0.6-0.8 aralığında olacağı tahmin edilmektedir.

Uluslararası değerlendirme kuruluşu Fitch Ratings ise, ABD ekonomisinin 2015 yılında %3.1 gibi güçlü bir büyüme göstermesinin beklendiğini bildirmiştir. Düşük petrol fiyatları ve yükselen hane halkı geliriyle desteklenen özel tüketimin, ABD'nin büyümesi için kilit önem teşkil edeceği vurgulanan açıklamada, ABD Dolarının değer kazanmasıyla ihracat performansının sınırlanabileceğinin altı çizilmiştir. FED Başkanı Yellen da, ABD Dolarındaki güçlenmeyle ihracatın zayıflamasından duyulan rahatsızlığı dile getirmiştir.

### **AVRUPA: Parasal genişleme programı başladı**

AB ekonomisi 2014 yılının 4. çeyreğinde önceki çeyreğe oranla %0.3, yıllık bazda ise %0.9 ile beklentilerin üzerinde büyümüştür. Büyümenin detaylarına bakıldığında zayıflayan Avronun etkisiyle dış ticaret katkısının pozitifte döndüğü ve hane halkı tüketiminin de olumlu katkı yaptığı görülmektedir.

AB büyümesi ağırlıklı olarak Almanya ve İspanya ekonomilerindeki düzelmeden kaynaklanmıştır. 2014 yılında beklentiler doğrultusunda %1.5 büyüyerek son 3 yılın en güçlü büyümesini gerçekleştiren Almanya, Avro Bölgesi'nin en güçlü ekonomisi olmaya devam etmektedir.

Geçtiğimiz yıl çift dipli bir resesyonun eşğine gelen Avro Bölgesi'nde agresif bir gevşeme politikası uygulamaya konulmuştur. Avrupa Merkez Bankası (AMB), devlet tahvili alımlarını da içeren bir parasal genişleme ve negatif politika faizlerinin bir kombinasyonunu uygulamaya sokmuştur.

AMB parasal genişleme programı, petrol fiyatlarındaki keskin düşüşle birlikte ekonomik büyüme sürecini hızlandırmıştır. AB Komisyonu, AB 2015 büyüme tahminini %1.1'den %1.3'e, 2016 büyüme tahminini ise %1.7'den %1.9'a yükseltmiştir.

Diğer yandan, Nouriel Roubini, Marc Faber gibi kimi kriz kahini ekonomistler, Avro'nun zayıflamasının ve AMB'nin agresif önlemlerinin 2015 sonlarına doğru deflasyonel baskıları hafifletebilecek olmakla birlikte; sürdürülebilir bir iyileşme sürecinin politik riskler, yüksek işsizlik ve Rusya-Ukrayna eksenli resesyon süreci ile ivme kaybedecek ticaret gibi engellerle karşılaşabileceğini dile getirmektedir. Nitekim Avro Bölgesi'nde Mart ayında tüketici fiyatları yıllık bazda %0.1 oranında düşüş kaydetmiş ve yine deflasyon sürecine işaret etmiştir.

Ayrıca, Avro Bölgesi'nde güçlü ve sürdürülebilir bir büyüme sürecinin önünde duran önemli engeller olarak görülen politik riskler devam etmektedir. Troyka'dan (AMB, Avrupa Komisyonu ve Uluslararası Para Fonu) 2010 yılında devlet iflasını engellemek amacıyla 240 milyar Avro tutarında yardım alan Yunanistan, 7 Nisan 2015 tarihinde Almanya'dan, Nazilerin 2. Dünya Savaşı'nda ülkeyi işgalinin neden olduğu zararlara karşılık olarak 279 milyar Avro tazminat talep etmiştir. Radikal Sol Koalisyon (Syriza) önderliğindeki Yunanistan'ın, IMF'ye borçlarının taksitlerini ödemede zorluk çektiği bir dönemde talep etmiş olduğu tazminat, Almanya tarafından büyük tepkiyle karşılanmıştır.

Ekonomistler, Avro Bölgesi'nde tetiklenebilecek bu ve benzeri gerilimler, Yunanistan'ın bölgeden çıkış olasılığı, İspanya ve İtalya'da iktidara gelebilecek Avro karşıtı partiler, Avrupa'nın mali, ekonomik ve politik birliğinin önünde engel olarak durdukça, sürdürülebilir büyüme sürecinin zarar göreceğini dile getirmektedir.

### ÇİN: Devalüasyon yapacak mı?

Ekonomik büyüme 2014'ün son çeyreğinde ekonomistlerin tahminlerini aşarak hükümet hedefine yaklaşmış ve teşvik çabalarının talebi artırmaya başladığına işaret etmiş olmakla birlikte; Çin ekonomisinin 2014 yılında yakaladığı %7.4'lük büyüme oranı, 24 yıldır kaydedilen en düşük büyüme oranıdır. Çin'in ihracatı, artış beklentilerinin aksine Mart ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %15 gerilemiş; ithalatın küresel finansal krizden bu yana en sert düşüşü kaydetmesi de ekonomik büyümenin yavaşladığı endişelerini arttırmıştır.

Çin ekonomisinde yaşanacak bir dalgalanmanın bütün dünyayı etkileme gücüne sahip olduğu belirtilmektedir. Gevşek para politikası silahını kullanan ve yerel yatırımlarla büyüme yaratan, ancak parası Japon Yeni ve Avro karşısında tarihin en yüksek seviyesine çıkan Çin'in ihracatını korumak amaçlı olarak para birimi Yuan'ı devalüe etmek durumunda kalabileceği, bu durumun da küresel ekonomide yeni bir deflasyon dalgası yaratabileceği uyarıları yapılmaktadır.

Çin Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı, ekonomik büyümeyi konut piyasası üzerinden desteklemek üzere bir dizi önlem almıştır. Buna göre, ekonomik büyüme üzerinde baskı oluşturan ve birçok emtiada



talebi aşağı çeken inşaat sektöründeki yavaşlamanın tersine çevrilmesi umulmaktadır.

Diğer yandan, Çin liderliğinde uluslararası bir kreditor banka olması beklenen Asya Altyapı Yatırım Bankası'na (AAYB), bu girişimden rahatsız olan ABD yönetimine rağmen Dünya Bankası, IMF ve Kalkınma Bankası'ndan destek gelmiştir.

IMF başkanı Christine Lagarde, Çin liderliğinde 50 milyar ABD Doları finansman sağlayabilecek olan AAYB ile işbirliğinden memnurluk duyacaklarını belirtmiştir. Dünya Bankası Başkanı Jim Yong Kim de benzer şekilde, AAYB ile işbirliği yapmak için ellerinden geleni yapacaklarını açıklamıştır.

İran ve Birleşik Arap Emirlikleri'nin kurucu üye olduğu, Asya Altyapı Yatırım Bankası'nı İngiltere, Almanya ve Fransa da desteklemektedir. Gelişen piyasa ekonomilerindeki devasa altyapı yatırımı ihtiyacına yönelik olarak finansman sağlaması beklenen Asya Altyapı Yatırım Bankası'nın Türkiye açısından çok önemli bir adım olduğu, zira AAYB vasıtasıyla öncelikle Asya'yı boydan boya geçecek İpek Yolu Projesi'nin hayata geçirileceği çeşitli ekonomistlerce dile getirilmektedir. Türkiye, 25 Mart 2015 tarihinde AAYB'ye üye olmak için resmen başvurmuştur. Öte yandan, Çin Cumhurbaşkanı Xi Jinping'in, Nisan ayında gerçekleştireceği Ortadoğu ziyaretinin kapsamına Türkiye'yi almamış olması irdelenmelidir.

### **RUSYA: Resesyon riski**

Ekonomisi büyük ölçüde petrol ve doğalgaz ihracatına bağlı olan Rusya'da, yakın dönemde yaşanan gelişmeler ekonomik faaliyeti olumsuz etkilemiş ve yerel para birimi Ruble'nin sert bir şekilde dalgalanmasına neden olmuştur. Her ne kadar ortaya çıkan ekonomik zararlar nedeniyle özellikle Rusya ile yoğun ticari ilişkileri bulunan AB ülkelerinde yaptırımların hafifletilmesi veya kaldırılması gündemde olsa da, 2015 yılında Avrupa ile Rusya arasındaki ticaretin zarar görmeye devam edeceği ve bu durumun her iki tarafın ekonomisine de olumsuz yansıyacağı düşünülmektedir.

Düşen petrol fiyatları ve yaptırımlar nedeniyle Rusya Merkez Bankası ekonominin 2015'te %3.5-4 arasında daralabileceğine işaret etmiştir. Bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin ardından Fitch ve Moody's de Rusya'nın kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmiştir. Fitch Ratings konuya ilişkin açıklamasında, 2014'te %0.6 büyüyen Rusya ekonomisinde 2015'te %4 küçülme beklendiğini, 2017'ye kadar da pozitif yönlü bir büyüme beklenmediğini belirtmiştir.

### **PETROL FİYATLARI: Yüksek gerilim hattı**

Ekonomik faaliyete ilişkin riskleri artıran bir diğer gelişme petrol fiyatlarında gözlenen sert düşüş olmuştur. Petrol fiyatları 2014 ortasından itibaren hızlı bir şekilde gerileyerek son 6 yılın en düşük seviyelerine inerken, geçmiş dönemlerden farklı olarak petrol üreticisi ülkelerden üretimi kısma yönünde karar çıkmamıştır. Küresel ekonomik büyümenin zayıf görünümü nedeniyle petrol fiyatlarının orta vadede tekrar 100 ABD Doları/varil ve üzeri seviyelere çıkması beklenmemektedir.

Diğer yandan, Suudi Arabistan'ın Yemen hareketinin ardından petrol fiyatları keskin bir yükseliş göstermiştir. Piyasalarda savaş endişesi nedeniyle %6 değer kazanarak 60 ABD Dolarının üzerine çıkan Brent petrolü, petrol ithalatçısı ülkelerin petrol arzına yönelik bir tehlike görmediklerini açıklamalarının ardından tekrar 60 ABD Dolarının altına inmiştir.

Önümüzdeki dönemde de jeopolitik gelişmelerin petrol fiyatlarına ani etkilerinin süreceği öngörülmektedir.

## TÜRKİYE

### Seçim ve siyasetin gölgesi altında...

Türkiye ekonomisinin 2010 ve 2011 yıllarında %9.2 ve %8.8 olarak gerçekleşen yüksek büyüme performansı 2012 yılında keskin bir düşüşle %2.1'e gerilemiş, 2013 yılında biraz ivme kazanarak %4.2'ye yükselmiştir.

2014 yılının son çeyreğinde %2.6 oranında büyüme kaydederek beklentilerden daha olumlu bir performans sergileyen Türkiye ekonomisi, yatırım kalemindeki zayıf seyir ve son çeyrekte net ihracatın büyümeye katkısının negatife dönmesi sonucunda 2014 yılında %2.9 büyüme oranı ile Orta Vadeli Program'da öngörülen %3.3'lük büyümenin de altında kalmıştır.

2014 yılında TL'nin değer kaybına bağlı olarak milli gelir 823 milyar ABD Dolarından 800 milyar ABD Doları seviyesine gerilerken, 2013 yılında 10,822 ABD Doları olan kişi başı GSYH, 2014 yılında 10,404 ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

2014 yılında büyümenin ana kaynağını net ihracat ve tüketim oluşturmuş, TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve hükümetin kredi kullanımını azaltıcı önlemleri özel tüketim harcamalarını sınırlandırmış, iç talep ivme kaybetmiştir. 2014 yılında yatırımların milli gelire katkısı ise negatif olmuştur.

#### GSYH - Harcamalar Yöntemiyle Katkı (1998 Fiyatlarıyla - % puan)

	2012	2013	2014
<b>Tüketim</b>	0.3	4.1	1.4
Kamu	0.6	0.7	0.5
Özel	-0.3	3.4	0.9
<b>Yatırım</b>	-0.7	1.1	-0.3
Kamu	0.4	1.0	-0.4
Özel	-1.1	0.1	0.1
<b>Stok Değişimi</b>	-1.5	1.6	0.0
<b>Net İhracat</b>	4.0	-2.6	1.8
İhracat	3.9	-0.1	1.8
İthalat	0.1	-2.5	0.1
<b>GSYH</b>	2.1	4.2	2.9

Kaynak: TÜİK

Üretim bazında değerlendirildiğinde, genel olarak GSYH'de en yüksek paya sahip olan hizmetler sektörü yıl boyunca büyümeye en fazla katkı sağlayan sektör olmuştur. Milli gelirden payı yaklaşık %9 olan tarım sektörü, kuraklık nedeniyle 7 yılın ardından ilk defa milli geliri düşürücü yönde etkilemiştir. Sanayi sektörünün katkısı son çeyrekte 0.6 puana inerek peş peşe 4 çeyrektir azalış eğilimi sergilemiştir. 2013 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana ivme kaybeden inşaat sektörü ise 2014 yılının son çeyreğinde 8 dönemden bu yana ilk kez daralmış ve GSYH'ye düşürücü yönde etkide bulunmuştur.

Küresel kriz ortamından bu yana GSYH büyümesinde ağırlıklı etkisi bulunan ihracat, inşaat ve özel tüketim harcamalarında son dönemde yaşanan düşüşler, büyümede kısa vadede 2015 yılı hedefine, uzun vadede ise 2023 hedeflerine ulaşılabilmesi için yeni stratejiler belirlenmesi gerekliliğini gündeme yeniden getirmektedir.





Bu bağlamda Nisan ayı başında Hükümet tarafından açıklanan "İstihdam, Sanayi Yatırım ve Üretimi Destek Paketi" iş dünyasında olumlu karşılanmıştır. Diğer yandan, faizlerin en düşük olduğu 2013 yılında yatırımların son 4 yılın en düşük seviyesinde olması, 2014 yılında da yatırımların hala global kriz öncesi seviyeleri yakalayamaması, kimi ekonomistlerce yatırımlara verilen teşviklerden sağlanan avantajların politik risklerin yarattığı negatif etkileri dengeleyemediği; bütünsel, kapsamlı ve ilerici reformlara ihtiyaç duyulduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

### 2014 GSYH - Üretim Yöntemiyle Katkı (1998 Fiyatlarıyla - % puan)

	GSYH İçindeki Pay	Büyüme Hızı					Büyümeye Katkı				
	Yıllık Ortalama	Yıllık	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	Yıllık	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4
Tarım	8.7	-1.9	3.5	-2.6	-4.9	1.4	-0.2	0.3	-0.2	-0.4	0.1
Sanayi	33.0	3.5	6.2	3.3	2.9	1.8	1.2	2.0	1.1	1.0	0.6
İnşaat	5.9	2.2	5.8	3.4	2.0	-2.0	0.1	0.3	0.2	0.1	-0.1
Hizmetler	59.1	4.0	5.8	3.7	3.5	3.0	2.4	3.4	2.2	2.1	1.8

Kaynak: TÜİK

### Enflasyon: Merkez Bankası'nın elini güçlendirmede

2014 yılında enflasyon, TL'deki değer kaybının zamana yayılan etkileri ve yüksek gıda fiyatları nedeniyle yılsonu hedefinin belirgin şekilde üzerinde seyretmiştir. Öte yandan, Aralık ayında TÜFE'nin beklentilerden daha olumlu bir görünüm sergilemesinin etkisiyle yıllık enflasyon %8.17 düzeyinde gerçekleşmiştir. Küresel ölçekte petrol fiyatlarında gözlenen düşüşün son aylarda enflasyon üzerinde de aşağı yönlü etkide bulunduğu görülmüştür.

2015 Mart ayında ise, enflasyon aylık bazda %1.19, yıllık bazda ise %7.61 seviyesine yükselmiştir. Aylık bazdaki %1.19 artış, %0.89 seviyesindeki beklentilerin çok üzerinde gerçekleşmiş, bu seviyede yine gıda fiyatları etken olmuştur.

Ekonomistler, enflasyonda görülen beklenmedik artışın TCMB'nin bir sonraki faiz kararında indirimle gitme olasılığını azalttığını belirtmektedir. Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı, konuya ilişkin açıklamasında, "**küresel belirsizlik unsurları geride kaldığında, yapısal reformlar hayata geçtiğinde ve enflasyon düştüğünde**" büyümeye yönelik faiz indirimine gidilebileceğini dile getirmiştir.

### Para Politikası: Baskılara rağmen...

Ekonominin yavaşlamakta olduğu bir ortamda seçimlere iki ay kala Merkez Bankası'nın izlediği sıkı para politikası hükümet yetkililerinin beklentileriyle çelişmektedir. Bununla birlikte, 2015 yılının ilk çeyreğinde yaşanan gelişmeler Merkez Bankası'na dışarıdan yapılan müdahalelerin finansal koşullar üzerinde hedeflenenin tam tersi yönde bir etkiye yol açabildiğini ortaya koymuştur.

TCMB, 17 Mart'ta gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizini %7.5 seviyesinde sabit bırakmıştır. Toplantı sonrası yapılan açıklamada, dış talebin zayıf seyrini koruduğu, iç talebin büyümeye ılımlı katkı verdiği ifadesi tekrar edilmiş, enflasyonda kayda değer bir iyileşme görülene dek sıkı para politikası duruşunun korunacağı belirtilmiştir.

TCMB son toplantısında ayrıca, değer kaybetmekte olan TL'ye destek olmak amacıyla döviz depo faiz oranlarında indirim gitmiştir. Bu süreçte DOLAR/TL kuru yukarı yönlü seyrini Mart ayının ilk yarısında da sürdürmüş, 13 Mart'ta 2.6481 seviyesine kadar çıkmıştır. Sonraki günlerde ABD Dolarının küresel piyasalarda değer kaybetmesi ve para politikasına dair tartışmaların bir miktar durulması TL'ye destek sağlamıştır.

Uzmanlar, ABD ile Avrupa ve Japonya'nın para politikasında devam eden ayrışmanın uzun vadede ABD Dolarını desteklediğini belirtmektedir. ABD Dolarının başlıca altı para birimine karşı değerini gösteren endeksin 12 yılın zirvesine yakın seyretmesi DOLAR/TL kuruna da yansımaktadır. ABD Dolarının küresel değer kazancı ile DOLAR/TL 20 Nisan itibarıyla 2.72'yi aşarak tarihi yüksek seviyesini görmüştür.

### **Dış Ticaret: Açık yıllık bazda %10.2 daraldı**

Dış ticaret açığı 2014 yılında bir önceki yıla göre %15.4 oranında daralarak 84.5 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, Türkiye'nin Irak ve Rusya gibi önemli ihracat pazarlarında devam eden sorunlara rağmen ABD'nin yanı sıra Almanya ve İngiltere başta olmak üzere AB ülkelerine yönelik ihracatın artması ve iç talepteki yavaşlamanın ithalatı baskılaması etkili olmuştur.

2015 yılının ilk 2 ayında, bölgede ekonomik aktivitenin zayıf seyretmesi nedeniyle AB ülkelerine yönelik ihracat azalmış, Şubat ayında yıllık ihracat hacmi %6 oranında gerilemiştir. Altın ihracatının güçlü seyri, toplam ihracattaki düşüşü belirli ölçüde sınırlandırmıştır.

Diğer yandan, düşük petrol fiyatlarının Türkiye'nin enerji ithalatı üzerindeki olumlu etkisi ve iç talebin ılımlı seyri sürdüğünden, aynı dönemde ithalat hacmi de %7.2 gerilemiş, böylece dış ticaret açığı %10.2 azalarak 4.7 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

Dış ticaret dengeleri açısından risk taşıyan farklı bir unsur ise AVRO/DOLAR paritesi ve TL'nin değeridir. DOLAR/TL kuru 2015 ilk çeyreğinde sürekli artış kaydetmiş, AVRO/TL kuru ise bu yılın ilk 3 ayında fazla değişiklik kaydetmese de 2014 ilk çeyreğine göre ciddi bir düşüş göstermiştir. TL'nin ABD Doları karşısında değer kaybederken Avro karşısında değer kazanması, ihracat ve turizm gelirleri Avro ağırlıklı, finansman maliyetleri ve ithalat girdileri ABD Doları ağırlıklı olan Türkiye açısından dış ticaret dengelerini bozabilecek riskli bir durum olarak görülmektedir.

### **Cari Açık: Gerileme olumlu, ancak...**

Dış ticaret dengesindeki gelişmelere bağlı olarak cari açık da daralma eğilimini sürdürmüştür. Ocak ayı itibarıyla yıllık cari açık geçen yılın aynı dönemine göre %31 oranında azalarak 62.2 milyar ABD Dolarından 42.9 milyar ABD Dolarına gerilemiştir. Petrol fiyatlarındaki düşük seviyelerin ve dış ticaret açığındaki daralmanın korunması halinde cari açığındaki gerileme eğiliminin önümüzdeki dönemde de süreceği öngörülmektedir.

Uluslararası finansal ortamın belirsizliğini koruduğu, FED'in faiz artışına hazırlandığı bir ortamda, cari açığın düşürülmesi ve dış finansman ihtiyacının azaltılması doğru bir yaklaşım olarak yorumlanmaktadır.

Öte yandan, cari açığı düşürme yolunda atılan doğru adımların yan etkileri büyüme oranlarına düşüş, işsizliğe artış olarak yansımıştır. Bu anlamda, cari açık yeniden sürdürülemez seviyelere gelmeden büyümeyi arttırmanın yolunun, sistemi şoklara karşı daha dayanıklı hale getirebilecek yapısal



reformların tamamlanmasından geçtiği, ekonomistlerce belirtilmektedir. Konuya ilişkin Mahfi Eğilmez'in yorumu, "**Yapısal reformlar can sıkıcıdır ve günlük popülariteyi düşürür. Ama ülkenin geleceğini kurtarır**" şeklindedir.

### Sanayi Üretimi: Sürpriz artış var

Takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi Ocak ayında yıllık bazda %2.2 gerileme kaydetmiş, ancak Şubat ayında %1.0 ile beklentilerin oldukça üzerinde artış göstermiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks de Şubat ayında %1.7 artış ile yurtiçinde düşük seyreden üretim aktivitesinin ivme kazanmaya başlayabileceğine işaret etmiştir.

Diğer taraftan, Mart 2015'e ilişkin imalat sanayi PMI verisi son 6 yılın en düşük performansına işaret etmiştir. Endeks 48 değeri ile, üretimde büyüme için alt sınır olarak kabul edilen 50 eşik değerinin altındaki seyrini sürdürmüştür.

Bu bağlamda, yıllık üretim verileri her ne kadar Şubat ayından itibaren pozitif bölgeye geçmiş olsa da, henüz kalıcı bir büyüme öngörülmemektedir.

### İstihdam: İşsizlik yükseliyor

Ekonomik aktivitedeki yavaşlama paralelinde istihdam da zayıf seyrini sürdürmektedir. TÜİK Hanehalkı İşgücü İstatistikleri'ne göre, işsizlik oranı Ocak ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.0 puan yükselişle %11.3 olmuş ve Ocak 2011'den bu yana en yüksek düzeyinde gerçekleşmiştir.

TÜİK'e göre son 1 yılda işsiz sayısı 454 bin kişi artarak 2 milyon 805 binden 3 milyon 259 bine çıkmıştır. TÜİK anketinde iş aramadığını belirten ancak iş bulsa çalışmaya hazır olduğu cevabını veren %7.2'lik kesimin eklenmesiyle hesaplanan geniş tanımlı işsizlik oranı ise %18.5'e ulaşmıştır.

Tarım dışı işsizlik oranı 1.3 puanlık artışla %13.4 olmuştur. 15-24 yaş grubunu içeren genç işsizlik oranı %2.3 puanlık artışla %20, 15-64 yaş grubunda ise bu oran 1.1 puanlık artışla %11.6 olarak açıklanmıştır.

### Ekonomik Güven Endeksi: İçeride beklentiler bozuluyor

Öncü göstergelere göre ekonomideki yavaşlama, tüketici eğilimlerinde de kendini göstermektedir. Tüketici eğilimini saptayan TÜİK-TCMB, IPSOS, Nielsen ve CNBC-e anketlerinin ortak bulgusu, tüketim harcamalarının azaldığı, tüketici güveninin ve beklenti iyimserliğinin düştüğü yönündedir. Anketler, bu olumsuz seyrin en önemli unsurları olarak kur yükselişi ile ortaya çıkan fiyat oynaklığı, iç politik gerginlikler ve seçim süreci olarak sıralanmaktadır.

TÜİK'in 2015 yılı başından itibaren hesaplamaya başladığı ve bir dizi endeksin bileşkesinden oluşan Ekonomik Güven Endeksi, Mart ayında bir önceki aya göre %15.4, bir önceki yılın aynı dönemine göre %18.3 oranında gerilemiştir. Tüketici, reel kesim, hizmet sektörü, perakende ticaret ve inşaat sektörü güven endekslerinin farklı ağırlıklarla oluşturduğu, geniş tabanlı ekonomik güven endeksi, ekonomik gidişata ilişkin bir özet niteliği taşımaktadır. Söz konusu endekste düşüş trendi, gerek tüketicilerin gerekse üreticilerin 2015 yılından beklentilerinin düşük olduğunu ortaya koymaktadır.

Üretici ve tüketici güven endekslerinin yanı sıra, Mart ayında kapasite kullanım oranı da aylık bazda 0.4

puan, yıllık bazda 0.9 puan gerileyerek %72.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu veriler kapasite kullanımının son 2 yılın en düşük seviyesine gerilediğine işaret etmektedir.

### **Risk Primleri: Dışarıda Türkiye'nin risk primi artıyor**

Bilindiği üzere CDS (Credit Default Swap), "ülkelerin kredi borçlanma maliyetlerini arttıran risk primi" olarak ölçüt alınmakta ve bir anlamda uluslararası piyasaların, yabancı yatırımcıların bir ülkeyi nasıl değerlendirdiklerine işaret etmektedir. Ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre her gün güncellenen ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik bir gösterge olan bu veri, 2015 ilk çeyrek itibariyle Türkiye için hızlı yükseliş eğilimine girmiştir.

Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye ulaştığında 114 seviyesine kadar gerilemiş olan Türkiye CDS değeri, 2015 Ocak ayında 183 seviyesine, 10 Mart itibariyle ise 228 seviyelerine yükselmiştir.

İçerideki gerginliğin yumuşamasıyla risk primlerinin düşeceğini; bu durumun da döviz kurları üzerindeki yükleri hafifleteceğini savunan ekonomistler çoğunluktadır. Öyle ki CDS primi yüksek ülkeler borçlanma ihtiyaçlarını karşılamak için daha yüksek maliyetlere katlanmak durumunda kalmakta, bu da para birimleri üzerinde daha fazla yük oluşturmaktadır.

Ayrıca risk primlerinde hızlı artış eğilimi, yabancı yatırımcıyı da uzaklaştırmaktadır. Türkiye'de risk primleri artarken büyüme oranlarının ve yatırım iştahının gerilemesinin, ülkeyi dünya piyasalarında tercih edilen bir ülke konumundan uzaklaştırabileceği, fon ve doğrudan yabancı yatırımların azalabileceği dile getirilmektedir. Türkiye'de uzun yıllar bankacılık yapan Citibank'ın zarara rağmen Türkiye'den çıkmasının ardından, HSBC de kısa süre önce yaptığı açıklamada Türkiye'yi sorunlu ülkeler arasında saymış ve gerekirse çıkılabileceğini açıklamıştır. 890 milyar ABD Dolarlık Norveç Ulusal Fonu da, 13 Mart 2015 tarihinde Türkiye tahvil piyasasındaki yatırımlarının ağırlığını azaltacağını duyurmuştur.

Diğer yandan, Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı verilerine göre, doğrudan yabancı yatırım, Ocak ayında geçen yılın aynı ayına göre %42 artışla 1 milyar 791 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışta en büyük pay, Rusya kaynaklı 735 milyon ABD Doları ile Akkuyu Nükleer Santrali'nin olmuştur.

## **GELECEĞE BAKIŞ**

### **Ufukta kara bulutlar var**

Mevcut durumda küresel ekonominin geleceğini etkileyecek faktörler ABD'deki faiz artış takvimi, Avrupa'nın toparlanma süreci ve parasal genişleme programı, başta Ortadoğu ve Rusya merkezli riskler olmak üzere jeopolitik risklerin azalıp azalmayacağı ve petrolün başı çektiği emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardır.

FED'in 2008 yılından beri sürdürmekte olduğu "**sıfıra yakın faiz**" politikası küresel finans piyasalarında oluşmuş bulunan kırılğan dengenin yapı taşı olarak görülmekte, bu taşın yerinden oynamasının olası sonuçlarının neler olacağı ise belirsizliğini korumaktadır. Ancak ABD ekonomisinde toparlanma, AB ekonomisinde de durağanlık devam ettiği müddetçe ABD Dolarının Avroya ve devamında tüm para birimlerine karşı değer kazancının süreceği, bu durumun da gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerine negatif yansıtacağı değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere kaynak çıkışlarını arttıracak ve yeni kaynak bulunmasını güçleştirecek olan söz konusu gelişmeler ışığında, Türkiye'nin



diğer gelişmekte olan ülke piyasalarından negatif yönde ayrışmasını önlemek adına gerekli adımların atılmasının önemli olduğunu savunanlar çoğunluktadır.

12 Şubat 2015 tarihinde FED, 13 Şubat 2015 tarihinde Fitch, 24 Mart 2015 tarihinde Moody's ve 2 Nisan 2015 tarihinde Oxford Economics, gelişmekte olan ülkeleri tehdit eden konjunktürde en kırılgan ülkelerden birisinin Türkiye olduğu uyarısında bulunmuştur.

Moody's, ABD Dolarındaki değer artışının dış finansman ihtiyacı yüksek olan ülkelerde şirketlerin borç geri ödemelerini daha maliyetli hale getirdiğini ve dış baskılara karşı kırılganlığının arttığını vurgulamıştır.

Fitch, seçimlerden sonra ekonomi yönetiminde değişiklik olması halinde uygulanacak politikaların önemine dikkat çekmiştir. Türkiye'nin sıcak para girişine daha az dayalı, sürdürülebilir bir büyüme sürecinde yol almasının kredi profilini ve TL değerini destekleyeceğini belirten Fitch; Türkiye'ye dış finansman akışının son yıllarda şoklar karşısında dayanıklı bir görünüm arz ettiğini ancak söz konusu dayanıklılığın 2015 yılı seçim sürecinde önemli bir sınavdan geçebileceğini ifade etmiştir.

Yatırım bankası Goldman Sachs, 30 Mart tarihinde yayınladığı raporda Türkiye'nin 2015 büyüme tahminini %4.0'ten %2.8'e düşürmüştür. Raporda, düşük emtia fiyatlarının yarattığı avantaja rağmen, siyasi belirsizlik, TL'deki değer kaybı ve piyasalardaki oynaklığın, ekonomik aktivite üzerinde baskı yarattığına işaret edilmiştir. Rapora göre, seçimlerden piyasalar açısından olumlu sonuçların çıkması, parasal ve mali politikalar ile yapısal reformları doğru yönlendirebilecek bağımsız ve güçlü bir ekonomi yönetiminin tesis edilmesi halinde; Türkiye yeniden pozitif dengeye kavuşabilecektir.

Ekonomistler Haziran ayına doğru piyasalardaki dalgalanma ve istikrarsızlığın daha da derinleşeceğini, küresel dalgalanma dönemini Türkiye'nin sert bir seçim atmosferinde karşılayacak olmasının risk unsurlarını arttıracaklarını belirtmektedir. Yılın ilk yarısının faiz indirimine zemin bırakmayacağı, dolayısıyla döviz kuru ve faizde yüksek seyrin, büyümede ise düşük temponun 2015'in bütününe etkileyebileceği dile getirilmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin ana ihraç pazarı olan AB ekonomilerindeki zayıf seyrin yanı sıra Rusya ile Irak pazarlarında sorunların sürmesinin ihracat performansı üzerinde de baskı yaratabileceği tahmin edilmektedir. Bu durum, son 1 yıllık dönemde gerileme eğiliminde olan cari açık üzerinde de negatif baskı yaratabilecektir.

Belirsizlik ve kırılganlık unsurlarının hem Türkiye ekonomisini, hem küresel konjunktürü etkilediği bu dönemde, kapsayıcı ve kalıcı reformlarla makro ekonomik göstergelerini güçlendiren ekonomilerin, küresel likidite daralmasından nispeten daha az zararla çıkabileceği düşünülmektedir.

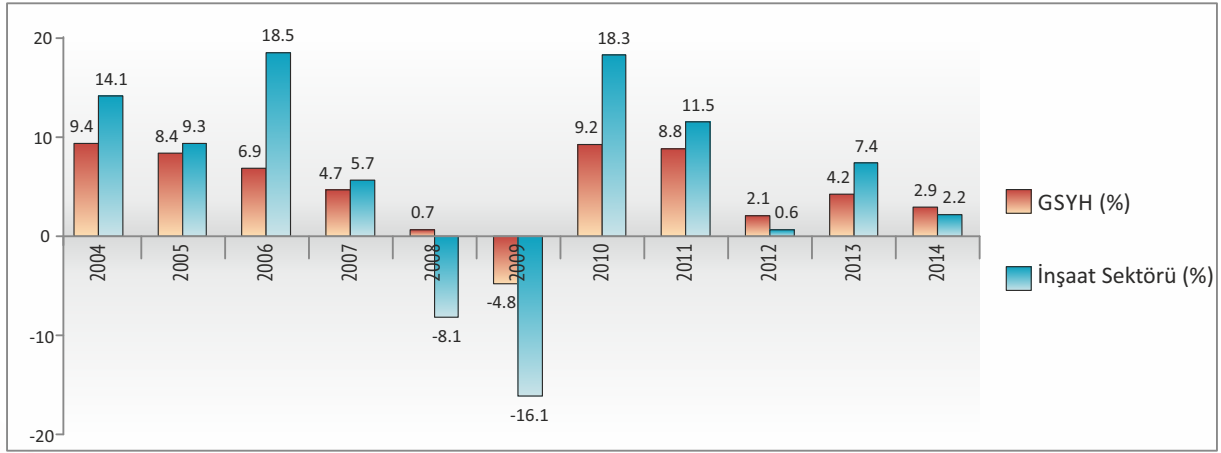
## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Lokomotif beklemede...

Ekonominin genel konjunktürü dünyada olduğu gibi Türkiye'de de inşaat sektörünün performansını doğrudan etkilemektedir. Sektör; ekonomi büyürken ondan daha hızlı bir tempo ile büyümekte ve büyümeye pozitif katkı yapmakta, ancak ekonomi küçülürken de aynı korelasyon nedeniyle ondan daha hızlı bir tempoya küçülmektedir.

İnşaat sektörünün büyümesi 1999 yılından bu yana GSYH'nın büyüme eğrisi ile önemli ölçüde paralel ve dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu bağlamda küresel krizden bu yana geçen sürede 2008 ve 2009 yıllarını dibe vurma, 2010 ve 2011'i hızlı yükseliş, 2012'yi durgunluk, 2013'ü ılımlı toparlanma dönemleri olarak tanımlamak olanaklıdır. 2014 yılı ise, 2013 yılında yakalanan ivmenin kaybedildiği bir yıl olmuştur.

### GSYH - İnşaat Sektörü Büyüme Hızları (%)

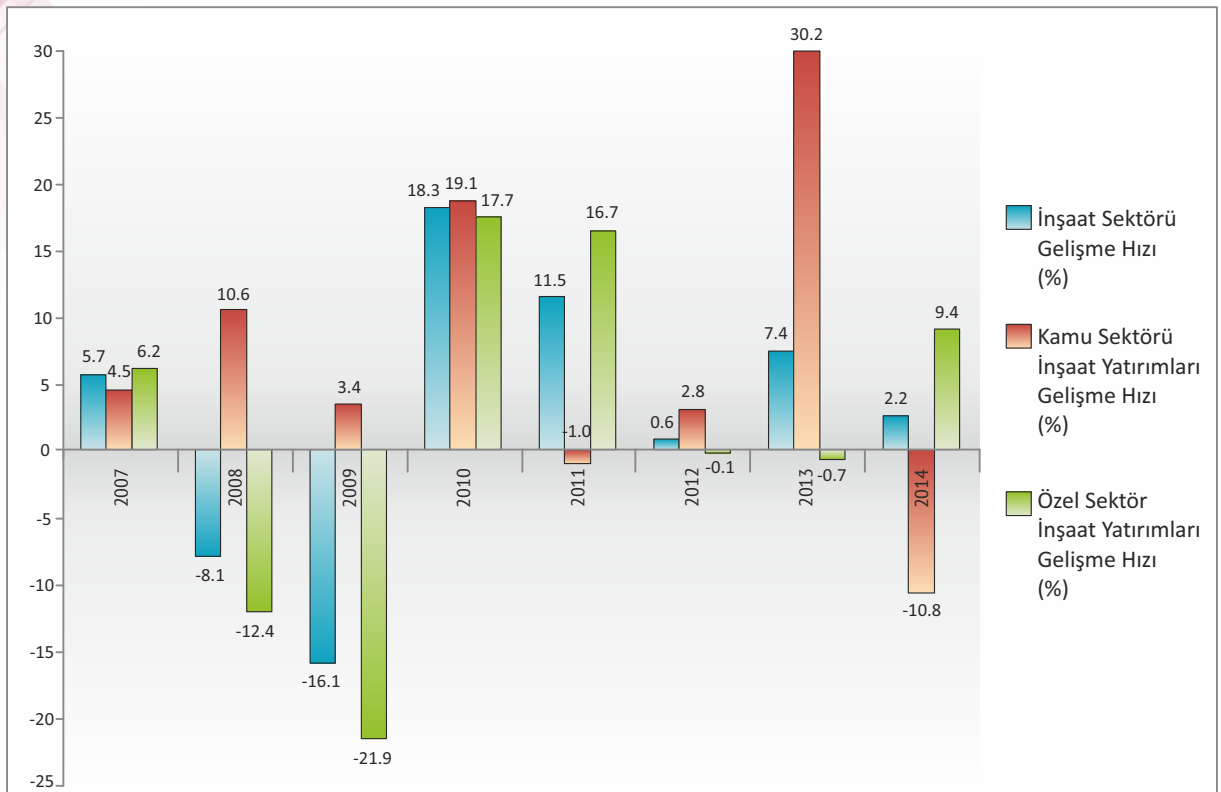


Kaynak: TÜİK

İnşaat sektöründe üretim 2014 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomideki yavaşlama paralelinde önemli ölçüde hız kesmiştir. 2014 yılı birinci çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %5.8 olan büyüme oranı ikinci çeyrekte %3.4'e, üçüncü çeyrekte %2'ye gerilemiş, sektör son çeyrekte %2.0 oranında küçülmüştür. 2014 yılında GSYH'da %2.9'a gerileyen büyüme, sektörde de %2.2 olarak kaydedilmiştir.

Ekonomideki yavaşlama ve beraberinde kamu yatırımlarındaki gerileme ile yakından ilişkili olan bu tablo, sektörün ekonomideki gelişmelere erken tepki veren yapısal özelliği nedeniyle sürpriz olmamıştır.

### Kamu ve Özel Sektör - İnşaat Yatırımları Gelişme Hızları (%)



Kaynak: TÜİK



İnşaat sektöründe üretimin 2014 yılı ikinci çeyrekte itibaren önemli ölçüde ivme kaybettiği anlamına gelen mevcut tablo; 2013 yılında %30.2 büyümeye gösteren kamu inşaat yatırımlarının 2014 yılında %10.8 küçülmüş olması ile yakından ilişkilidir. 2013 yılında %0.7 oranında daralan özel sektör inşaat yatırımları ise 2014 yılında %9.4 artış göstermiştir.

Kamu-Özel Sektör İşbirliği (KÖİ) modeli ile gerçekleştirilmekte olan alt yapı yatırımları kapsamında 3. köprü, 3. havalimanı, İstanbul Finans Merkezi, Avrasya Tüneli ve Gebze-İzmir Otoyolu gibi büyük ölçekli projelerin inşaatı sürmektedir. Önümüzdeki dönemde de altyapı yatırımlarının liman, hızlı tren, metro ve otoyol projeleri ile hız kazanabileceği; özellikle seçim öncesindeki sürecin ve kentsel dönüşümün iç piyasaya canlılık katmaya devam edeceği öngörülmektedir.

Ekonomistler, mevcut hükümetin de, gelecek hükümetlerin de konut yatırımlarını ve yapı sektöründeki büyümeyi teşvik edeceğini, başlamış projelerin süreceğini dile getirmektedir. Diğer yandan, KÖİ modeli ile hayata geçirilmekte olan büyük ölçekli yatırım projelerinin finansman boyutunun, ülkenin yatırım ortamına ilişkin yapılmaya başlanan olumsuz değerlendirmeler ve ülke risk primlerindeki artış nedeniyle negatif etkilenebileceği düşünülmektedir. Ayrıca, büyümeye önemli katkıda bulunan söz konusu yatırımlarda, DOLAR/TL kurunda son dönemde gözlenen yüksek artışın sürmesi durumunda yüklenilecek ek maliyetler açısından kur riski unsurunun da artmakta olduğu görülmektedir. Bu noktada söz konusu projelerin finansman paketlerinin, başta kamu bankaları olmak üzere sadece yerli banka konsorsiyumlarından sağlıyor olması, kaynak temini açısından da dikkatle takip edilmelidir.

Bu bağlamda, genel ekonomi açısından lokomotif bir sektör olan inşaat sektöründe gelişme ve büyüme oranlarının önümüzdeki dönemde de ekonomiye paralel ve yatay bir seyir izlemesi beklenmektedir.

### Konut Satışları

2015 Ocak ayında satılan konut sayısının bir önceki yıl aynı döneme göre %1.68 gerilemesi nedeniyle yıla iyi bir başlangıç yapmayan konut sektörü, Şubat ayındaki yükselişle yeniden ivme kazanmıştır. TÜİK verilerine göre Şubat ayında konut satışı bir önceki aya göre %10, bir önceki yıl aynı döneme göre %15 artarak 95 021'e yükselmiştir. Diğer yandan, söz konusu %15 artışın asıl bileşeni ikinci el satışlar olmuş, ilk el konut satışları %6.7 oranında büyümüştür.

	2015	2014	2013
Ocak	86 167	87 639	87 444
Şubat	95 021	82 597	88 519
Mart		87 617	97 956
Nisan		83 610	95 381
Mayıs		90 377	103 261
Haziran		92 936	96 424
Temmuz		85 101	106 636
Ağustos		105 624	84 480
Eylül		115 786	102 280
Ekim		95 645	76 344
Kasım		103 783	102 681
Aralık		134 666	115 784
<b>YILLIK</b>		<b>1 165 381</b>	<b>1 157 190</b>

Kaynak: TÜİK

Konut satışlarının Şubat ayındaki ivmelenme süreci sektörel açıdan olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmeye birlikte, bu artışın kalıcı olup olmayacağı ve mevcut stokları eritmeye yetip yetmeyeceği tartışmalıdır. Banka kredisi kullanımı veya inşaat şirketlerinin konutlara ipotek koyarak yaptıkları ilk el satışlarla oluşan ipotekli konut satışlarındaki %53.6'ya varan artış oranı ise sektörde memnuniyetle karşılanmıştır.

TÜİK verilerine göre 2014 yılında bina inşaatı maliyet endeksi (BİME) %10,7 artmış, en büyük maliyet kalemi olarak arsa bedeli öne çıkmıştır. Diğer taraftan, TCMB tarafından yayımlanan Türkiye Konut Fiyat Endeksi verilerine göre Aralık 2014'de konut fiyatları bir önceki yılın aynı dönemine göre %16.2

yükselmiştir. Benzer şekilde REIDIN verilerine göre de Türkiye genelinde konut fiyatlarında 2014 yılsonu itibarıyla yıllık bazda yaklaşık %17 artış gerçekleşmiştir. Konut fiyatları ve inşaat maliyetleri artış hızlarının 2014 yılında %8.17 olarak kaydedilen enflasyon oranının üstünde olması, yatırım aracı olarak gayrimenkulün değerini, dolayısıyla da konuta talebi arttırmaktadır.

Ayrıca, yabancıların Türkiye'den emlak alımının kolaylaştırılmasına ilişkin düzenlemelerin ardından, yabancılara konut satışlarında da ciddi artış yaşanmaktadır. Şubat ayında yabancılara satılan konut sayısı %27.8 artışla 1 369'a yükselirken, iki aylık dönemde satılan konut %16.6'lık yükselişle 2 658'e çıkmıştır. Geçmişte konut alımı için tatil bölgelerini tercih eden yabancıların, yeni projelerin de etkisiyle İstanbul'a yöneldikleri görülmektedir.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poors, Mart ayında yayınladığı Gelişmekte olan Ülkeler Konut Piyasaları Araştırması'nda, "**Kısa vadede Türkiye konut piyasalarının fonlama koşullarının destekleyici olarak kalması, yabancı alıcıların Türkiye konut piyasalarına ilgisinin pazarı desteklemeye devam etmesi öngörülmüyor. Ancak FED faiz artırım sürecinin Türkiye'ye doğru sermaye akışlarının belirsizliğini arttırması, Türkiye konu piyasası açısından risk taşıyor**" uyarısında bulunmuştur.

### Yapı İzin İstatistikleri

2014 yılında belediyeler 1 milyon 15 bin konut için yapı ruhsatı vermiş, 767 bin konut için de yapı kullanma izin belgesi düzenlemiştir. 2015 yılında yaklaşık 900 bin konutun tamamlanacağı ve bu konutlar için yapı kullanım izin belgesi düzenleneceği, başka bir deyişle konut arzının 900 bin artacağı öngörülmektedir. 2014 yılındaki ilk el konut satışı toplamı ise 541 bin olarak gerçekleşmiştir. Şubat ayında ilk el satışlarda yakalanan yaklaşık %7.0 artış oranı tüm yıla yayılsa bile 2015 yılında ilk el konut satışları en fazla 580 bin civarında gerçekleşecek, aradaki fark da stoklara eklenecektir. Bu durum, konut piyasasındaki arz-talep dengesinin arz lehine bozulmayı sürdürdüğüne işaret etmektedir.

### Yapı Ruhsatı, 2014

	Yıl			Bir Önceki Yıla Göre Değişim Oranı (%)	
	2014	2013	2012	2014	2013
Bina Sayısı	137 632	121 266	107 816	13.5	12.5
Yüzölçümü (m <sup>2</sup> )	217 664 482	175 167 417	158 749 723	24.3	10.3
Değer (TL)	173 429 278 082	126 412 904 992	108 976 551 735	37.2	16.0
Daire sayısı	1 014 678	837 282	771 878	21.2	8.5

Kaynak: TÜİK

### Yapı Kullanma İzin Belgesi, 2014

	Yıl			Bir Önceki Yıla Göre Değişim Oranı (%)	
	2014	2013	2012	2014	2013
Bina Sayısı	123 409	120 268	95 763	2.6	25.6
Yüzölçümü (m <sup>2</sup> )	150 823 673	137 890 680	106 950 602	9.4	28.9
Değer (TL)	118 031 454 776	97 840 178 705	71 241 730 346	20.6	37.3
Daire sayısı	766 527	721 501	556 331	6.2	29.7

Kaynak: TÜİK





### İnşaat sektöründe ciro ve üretim

Takvim etkilerinden arındırılmış yıllık ortalama verilere göre, 2014 yılında inşaat sektöründe ciro %4.6 oranında, üretim ise %3.0 oranında artmıştır.

### İnşaat Ciro ve Üretim Endeksleri ve Değişim Oranları (2010=100), IV. Çeyrek 2014

Gösterge	Arındırılmamış		Takvim Etkilerinden Arındırılmış				Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış	
	Endeks 2014/IV	Endeks 2014/Ort.	Endeks 2014/IV	Yıllık Değişim 2014/IV (%)	Endeks 2014/Ort.	Yıllık Ort. Değişim (%)	Endeks 2014/IV	Çeyreklik Değişim 2014/IV (%)
Ciro	180.7	132.9	180.7	0.6	132.9	4.6	136.0	0.9
Üretim	116.7	124.6	117.5	-0.8	124.6	3.0	124.0	-0.7

Kaynak: TÜİK

### İnşaat İşgücü Girdi Endeksleri

Takvim etkilerinden arındırılmış inşaat istihdam endeksi, 2014 yılında bir önceki yıla göre %11.4 oranında azalmıştır. 2014 yılında inşaat sektöründe çalışılan saat endeksi %11.9 oranında düşmüş, sektördeki brüt ücret-maaş endeksi ise %2.5 artış kaydetmiştir.

## YURTDIŞI MÜTEAHHİTLİK HİZMETLERİ

### Tüm zorluklara rağmen...

2014 yılında yurtdışında 23.8 milyar ABD Doları değerinde 285 yeni proje üstlenilmiştir. Irak ve Libya pazarlarındaki daralma 2014'te sektördeki faaliyeti olumsuz yönde etkilemiş, yılın son çeyreğinde Rusya ekonomisi kaynaklı risklerin etkileri görülmeye başlanmıştır.

2015 yılının ilk verilerine göre, 2015 Ocak-Mart döneminde Türk müteahhitler 11 ülkede, toplam tutarı yaklaşık 2.8 milyar ABD Doları olan 23 yeni proje üstlenmişlerdir. Bu dönemde en çok iş üstlenilen ilk 5 ülke sırasıyla Cezayir, Rusya, Türkmenistan, Suudi Arabistan ve Azerbaycan olmuştur.

2000'li yılların başında yaklaşık 20 milyon ABD Doları olarak gerçekleşen ortalama proje bedeli 2013 yılında 81.4 milyon ABD Dolarına, 2014 yılında ise 83.4 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. 2015 ilk çeyrek itibarıyla ortalama proje bedeli 120 milyon ABD Dolarını aşmıştır. 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. Ayrıca, konvansiyonel pazarlarda nispeten küçük ölçekli projeler üstlenen firmaların yanı sıra yeni pazarlarda, gelişmiş teknik ve finansal kapasiteye sahip firmalar büyük ölçekli projeler üstlenmektedir.

2015'te sektörün iş hacminin, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesindeki sorunların yanı sıra Rusya ekonomisi kaynaklı risklerin etkisi altında kalmayı sürdüreceği değerlendirilmektedir. Toplam iş hacminin yaklaşık %35'ini oluşturan Libya-İrak-Rusya pazarlarından doğacak kaybı dengeleyebilecek yeni fırsatlar için, Sahra-altı Afrika ve Güney Amerika ülkelerindeki potansiyel yatırımlar takip edilmektedir.

## UFUK TURU

**Ahmet DAVUTOĞLU**, 8 Nisan 2015, TOBB 8. Türkiye Ticaret ve Sanayi Şurası  
Başbakan

Kim Türkiye'de yeni bir anlayışı, yeni bir ürünü, yeni bir teknolojiyi devreye sokarsa onun bizim başımızın üzerinde yeri vardır. Ne teşvik istiyorsa vereceğiz, ne istiyorsa yapacağız ama artık biz teknoloji tüketen bir ülke olmak istemiyoruz, teknoloji üreten bir ülke olmak istiyoruz... Yeni dönemde bizim en çok ağırlık vereceğimiz konu, ilk önce eğitim daha sonra AR-GE çalışmalarıdır. Türkiye'nin orta gelirden yüksek gelir grubuna yükselmesinin anahtarı insan kaynağı ve teknolojik alt yapıdır.

**Rifat HİSARCIKLIOĞLU**, 8 Nisan 2015, TOBB 8. Türkiye Ticaret ve Sanayi Şurası  
TOBB Başkanı

Küresel risklerin, iktisadi risklerin ve bölgesel risklerin bir araya geldiği bir dönemden geçiyoruz. Böyle zamanlarda, ayakta kalabilmek için, hem altımızdaki zemin daha sağlam olmalı, hem de özel sektörün moralini ve çalışma şevkini yüksek tutmalıyız.

**Cansen BAŞARAN SYMES**, 13 Mart 2015, Dünya Gazetesi  
TÜSİAD Başkanı

Son zamanlarda ekonomi politikasına yönelik güven ve öngörülebilirlik çerçevesindeki tartışmalar, FED'in faiz artırmaya yakın olduğu bir dönemde yaşandığından, sorunlar maalesef derinleşti. Uzun vadede Türkiye'nin iktisadi potansiyeli yüksek bir ülke olduğu konusunda herkes hemfikir. Ancak bu potansiyelin sürdürülebilir refah artışına dönmesi için her zaman vurguladığımız yapısal reformların hızla gerçekleştirilmesi ve uygulanması gerekiyor.

**Kemal DERVİŞ**, 5 Nisan 2015, Hürriyet Gazetesi  
T.C. eski Ekonomi Bakanı, Brookings Enstitüsü Başkan Yrd.

Yatırım her şeyden önce bir güven meselesidir. Bütün ekonomiyi düzenleyen kurumların herkese eşit mesafe içinde durması güven için çok önemlidir. Merkez Bankası, BDDK gibi kuruluşların özerkliği çok önemlidir. Hedefleri belirlemek tabii ki hükümetin, meclisin görevi ama hangi araçlarla hedefe ulaşılacağı konusunda ileri piyasa ekonomilerinde politika günlük kararlara karışmaz. Bence Türkiye'deki bugünkü tasarruf ve yatırım eksikliğinin en temel nedeni güven eksikliğidir.

**Prof. Dr. Nevzat SAYGILIOĞLU**, 1 Nisan 2015, Dünya Gazetesi  
TMB Denetleme Kurulu Üyesi, Köşe Yazarı

Ekonomi artık bu haliyle sürdürülebilir değil. Makro ve mikro anlamda önemli sorunlar var. Dolayısıyla çözümler de acı reçetelere dayanıyor. Yapısal düzenlemelere gidilmedikçe bu günlerin de aranacağı anlaşılıyor.



**Osman AROLAT**, 1 Nisan 2015, Dünya Gazetesi  
Köşe Yazarı

Büyüememe bizi hem arayışa itiyor, hem de 2023 hedeflerinin giderek hayal olacağını gösteriyor.

**Erdal SAĞLAM**, 6 Nisan 2015, Hürriyet Gazetesi  
Köşe Yazarı

Güven verilmeden, ekonomide kurumsallaşma sağlanmadan, Batı ile ilişkiler onarılmadan, yeni fırsatlar sunan bölgede tarafsız ve barış yanlısı politikalara dönülmeden, çağdaş küresel vizyona sahip kadrolar işbaşına getirilmeden, Türkiye'nin ve çocuklarımızın geleceği için güven duyabilir misiniz?

**Fatih ÖZATAY**, 25 Mart 2015, Dünya Gazetesi  
Köşe Yazarı

Türkiye ekonomisi 2012'den bu yana düşük büyüme-düşük yatırım-yüksek kredi artışı-yüksek dış borçlanma sorunu yaşıyor. Bir anlamda mevcut ekonomi politikasının tıkanıldığını gösteriyor bu bileşim. Yeni bir politika arayışı olması çok doğal. Bu çerçevede, para politikasının da değiştirilmesi isteği var/olacak gibi görünüyor. Bu nedenle Merkez Bankası yasası gündeme getiriliyor; değiştirilebileceği söyleniyor. Dolayısıyla, ilk fırsatta aynı baskının uygulanabileceğine dair oldukça ikna edici nedenler var. Elbette, döviz kurunun keskin biçimde arttığı bir ortam, bu baskıların yapılacağı bir ortam değil. Zaten 'Merkez Bankası sorununun' şimdilik rafa kaldırılmasının nedeni de keskin yükseliş. Lira; ABD Doları ve Avro karşısında istikrara kavuşursa tekrar baskı gündeme gelebilir... Sözünü ettiğim ortamda, Merkez Bankası'nın yakın gelecekte nasıl bir para politikası uygulayacağını kestirmek çok zor. Bu, önemli bir ekonomi politikası belirsizliği. Açık ki bu tür bir belirsizlik Türkiye ekonomisi açısından iyi değil. Türkiye'nin riskini yükseltiyor. Özel sektörün yatırım yapma iştahını da köreltiliyor.

**Uğur GÜRSES**, 1 Nisan 2015, Hürriyet Gazetesi  
Köşe Yazarı

2014'ün en çarpıcı fotoğrafı; 2014'de de, 2011'deki yatırımların gerisindeki düşük seviyenin korunuyor olmasıdır. Bu durum, Türkiye'deki siyasal krizin hem sonucu, hem de iyi bir göstergesidir. Gerek yurtçinde, gerekse yurtdışında Türkiye'ye yatırım hevesinin olmadığı fotoğrafıdır.

**Mahfi EĞİLMEZ**, 1 Nisan 2015, cnbc-e.com  
Köşe Yazarı

Büyümenin cari açığı artırmadan yükseltilememesi, içine girilen orta gelir tuzağının yarattığı refahı artıramama sorunları, dış finansmanda karşılaşılan sıkıntılar, risklerle birlikte kırılganlığın artması ve yapısal sorunlara sürekli yanlış teşhis ve yaklaşımlar yapılması önümüzdeki dönem için de sıkıntılarının artarak süreceğinin göstergesini oluşturuyor.

