

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Ticaret Savaşları: Kılıçlar Çekiliyor

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Nisan  
2018

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*"Ekonomi ve piyasalar için tehlike beklenen yerden değil de beklenmeyen yerden çıktı: Ticaret savaşlarından. Beklenmediği, düşük ihtimal verildiği veya fiyatlanmadığı için etkisi büyük oldu... Son yıllarda bol ve ucuz para ile iyice azgınlaşan küresel piyasaların aradığı belayı fazlasıyla bulduğunu söylemek mümkün. Bu belanın adı başkanlık koltuğunda kaldığı sürece Trump'tır ve en azından Kasım 2018 ara seçimlerine kadar da ticaret savaşlarıdır. Söz konusu ticaret savaşı olunca şakası bile ciddiye alınır. Çünkü dünya ekonomisinin üzerine kurulduğu sistemin temelini dinamitlemekten bahsediyoruz!"*

**Abdurrahman YILDIRIM, Ekonomi Yazarı**  
Habertürk Gazetesi, 26 Mart 2018

## ÖZETİN ÖZETİ

Küresel piyasalar 2018 yılına yüksek risk iştahı ile başlamış; bir taraftan küresel büyüme ve ticaret verileri toparlanırken diğer taraftan likidite fazlasının bir süre daha devam edeceği beklentisi ile boğa piyasası görünümü küresel ekonomiye hakim olmuştur.

Mali piyasalardaki aşırı bol likiditenin kısa vadeli risk unsurlarının görmezden gelinmesine yol açtığı bu süreçte uluslararası finans kuruluşları tarafından iyimserlik balonunun şiştiğine dair uyarılar yapılmıştır. Ocak ayında Dünya Bankası'nın "Yaygın Tabanlı Yükseliş Fakat Ne Kadar Sürer" başlığıyla yayımladığı küresel görünüm raporu ile IMF'in "Parlak Görünüm, İyimser Piyasalar, Zorluklar İleride" başlığıyla yayımladığı raporunun ortak teması, yılın başı itibarıyla küresel ekonominin olumlu seyrettiği; ancak ileride zorluklar görüldüğü ve geleceğe hazırlanmak adına kırılğanlıkları azaltacak reform ajandalarının önem taşıdığı olmuştur.

Nitekim, genel beklentilerden de daha erken bir şekilde Şubat ayından başlayarak küresel ekonomide rüzgar tersine dönmüştür. Ocak ayı genelinde küresel çaptaki iyimser eğilime karşılık, Şubat ayının başında Amerikan Merkez Bankası (FED) Başkanı'nın değişmesi ve ABD ekonomisinden gelen olumlu verilerle daha sıkı para politikası uygulanacağına ilişkin artan beklentiler dünya piyasalarındaki iyimserliğin azalmasına ve fiyatlamlarda keskin düzeltmeler yapılmasına yol açmıştır. 2017 yılında yaptığı bir açıklamada, FED'in aşırı gevşek para politikasının finansal balonlar yarattığını belirterek, "piyasalarda yüksek risk alanların para kaybetmesini önlemek FED'in görevi olmamalı" demiş olan Jerome Powell'in yeni FED Başkanı olarak izleyeceği tutum merak edilmektedir. Bu süreçte finansal piyasalarda 2017 yılının son çeyreğinden bu yana değer kaybeden ABD Dolarındaki seyir Şubat ayı içinde FED faiz artışlarına yönelik beklentilerin artmasıyla birlikte terse dönmüştür.

Mart ayında piyasalardaki stres artarak devam etmiş; küresel makroekonomik görünümdeki bozulmadan, diplomatik, siyasi ve jeopolitik gelişmelere kadar geniş bir spektruma yayılan risk unsurları, piyasalarda seyreden risk iştahının yerini risk diyetine bırakmasına neden olmuştur. Yatırımcıların yüksek riskli olarak kabul ettiği finansal varlıklara talebinin düşmesi, ellerindeki mevcut varlıkları da satmasını içeren risk diyeti süreci ve beraberinde likidite koşullarının bozulmaya başlaması ile Türkiye'nin de içinde bulunduğu Gelişmekte Olan Ekonomilerin (GOE) para birimleri üzerindeki baskı yeniden artmıştır.

Küresel ekonomiye yön veren üç merkez bankasının bilançolarının toplam büyüklüğü, 13 trilyon ABD Doları ile dünyanın ikinci büyük ekonomisi olan Çin ya da tüm Avro Alanı ekonomisinden daha büyüktür. Bu bağlamda, piyasalar açısından son derece önemli bir belirsizlik unsuru halen, ağır borçlu durumda olan küresel ekonominin, yükselen faizler ve geri çekilen teşviklerden kaynaklanacak olası sorunların üstesinden nasıl gelebileceği; özellikle GOE açısından borçlanma maliyetlerinin büyük oranda yükselmesinin nasıl etkiler yaratabileceğidir.

Böylesi bir ortamda, genel çerçevede risk unsurları gelişmiş ekonomilerin parasal sıkılaştırması ekseninde artarken, denkleme ABD-Çin merkezli bir ticaret savaşı girmiştir. Geçtiğimiz haftalarda gündeme bomba gibi düşen en önemli gelişme, ABD Başkanı Trump tarafından açıklanan ve küresel ticaret savaşının ilk tohumları olarak adlandırılan çelik ve alüminyum ithalatına ek vergi kararı olmuştur. ABD yönetimi,



ülkenin 800 milyar ABD Dolarındaki dış ticaret açığını ve yerli üreticilerin güvenliğini gerekçe göstererek çelik ürünleri ithalatına %25, alüminyum ithalatına %10 vergi getirmiştir. Avrupa Birliği'nden de misilleme tehdidine yol açan bu adıma karşılık Çin, ulusal çıkarlarını korumak için sonuna kadar gidecekleri uyarısında bulunmuştur.

Küresel krize tepki olarak popülist politikacıların güç kazandığı ortamda tüm dünyada korumacılık duvarlarının yeniden yükselmesi tehlikesi bir süredir dile getirilmekteyken, Trump tarafından pimi çekilen son bomba, sadece Çin ile değil, birçok ülkeyle ekonomik gerginlikleri arttıracak niteliktedir. Uluslararası Para Fonu (IMF) Başkanı Christine Lagarde konuya ilişkin yaptığı açıklamada, makroekonomik etkinin sadece ABD için değil, ABD'nin atacağı adımlara karşılık verecek herkes için, özellikle de Kanada, Avrupa ve Almanya için ciddi olacağını dile getirerek *"Ticaret savaşının kazananı olmaz"* demiştir. Buna karşılık ABD Başkanı Trump'ın yaptığı *"Ticaret savaşları iyidir ve kolay kazanılır"* açıklaması gerginliği arttırmıştır.

Uluslararası finans kuruluşu Societe Generale tarafından yapılan bir açıklamada, *"Arka planda kaynayan ABD'ye karşı büyük ticaret fazlası veren Almanya ve Avro Bölgesi bulunuyor. Başkan Trump'ın korumacı ateşini yakında hem Almanya'ya hem de Avrupa Birliği'ne çevirmesini bekliyoruz. Ve bu durum çok berbat olacak"* denilmiştir. HSBC tarafından uluslararası şirketlerle yapılan bir ankete göre ise, dünya genelinde her beş şirketten üçü korumacılığın yükselişine karşı hazırlık içine girerek ya evlerine dönmeye çabalamakta ya da buldukları ülkelerde kendilerini korumaya almak amacıyla yerel ortaklık fırsatları kovalamaktadır. G20 üyesi ülkelerin maliye bakanları ve merkez bankası başkanlarının Mart ayında Buenos Aires'te gerçekleştirdikleri toplantıların da ana gündemi küresel ticaret savaşları olmuştur.

Daha sonra ABD, ek vergi kararından Kanada ve Meksika'nın yanında AB, Avustralya, Arjantin, Güney Kore ve Brezilya'nın muaf tutulacağını açıklamış, Türkiye muaf ülkeler listesine dahil edilmemiştir. Küresel Ticaret Atlası verilerine göre ABD'nin %25 tarife artışı yapacağını belirttiği çelik ithalatında en yüksek paya sahip 3 ülke sırasıyla Kanada (%16), Brezilya (%13), Güney Kore (%10) olurken, Türkiye bu listede %7 pay ile altıncı sırada yer almaktadır.

Diğer taraftan, olası ticaret savaşlarının sadece direkt vergi ve tarifeler ile değil, küresel tedarik zincirleri üzerinden de GOE için ciddi bir risk oluşturabileceği belirtilmektedir. Bu süreçte sermaye akımları açısından oynaklığın yüksek olması ve risk iştahındaki bozulmanın da kırılgan olarak nitelendirilen GOE piyasa fiyatlamalarında sert hareketlere yol açabileceği belirtilmektedir. Gelişen piyasalar açısından domino etkisine maruz kalabilecek kırılgan ülkeler arasında Tayvan, Kore, Malezya, Polonya ve Meksika ile birlikte Türkiye de yer almaktadır. Reel ekonomi dinamiklerinin güçlü ve dirençli olmasına karşın Türkiye varlıklarının küresel satış dalgasından payına düşeni almaya devam edeceği ifade edilmektedir.

Bunun yanında birçok bölgede derinleşen jeopolitik riskler önümüzdeki dönemde de küresel konjonktür üzerinde belirleyici olabilecektir. Rusya ile NATO arasında gerginlikler, Suriye ve Irak eksenli gerilimler, Avrupa genelinde ayrılıkçı hareketler ve Körfez'de sorunlar devam ederken, Rusya'nın silahlanma yarışına davetiye çıkaran söylemleri de geleceğe yönelik belirsizliği arttırmaktadır. Avrupa'da Brexit görüşmelerinde ilerleme sağlandığı bilgisinin ardından bölge genelinde siyasi riskler bir miktar azalırken, İngiltere'de zehirlenen Rus asıllı İngiliz ajanları, Batı ve Rusya'yı bir kez daha karşı karşıya getirmiştir. ABD 100 kadar Rus diplomatın sınır dışı edilmesine karar vererek Seattle'daki Rus konsolosluğunu kapatmış, bu karara 13 Avrupa Birliği ülkesi eşlik etmiştir.

Söz konusu belirsizlik ortamı, Avrupa ve Ortadoğu arasındaki köprü konumu nedeniyle jeopolitik risk haritasının da odağında bulunan Türkiye için ülke risk priminde artış olasılıklarını beraberinde getirmektedir. Nitekim Türkiye CDS primi (*Kredi Temerrüt Risk Primi*), yılın başında 155 seviyesindeyken 11 Nisan tarihinde 211 seviyesinin üzerine çıkmıştır.

Siyasi dengelerin yeniden şekillendiği dönemde, ABD ile Rusya ve İran ile Suudi Arabistan arasındaki güç kavgası kapsamında Suriye eksenli jeopolitik riskler gündemde yerini korumaktadır. Türkiye'yi çevreleyen coğrafyada devam eden çatışma ve istikrarsızlık ortamı ile beraber, Türkiye'nin sınır güvenliğini korumak

amacıyla devam eden Zeytin Dalı Harekatı'na yönelik Birleşmiş Milletlerin, ABD'nin ve komşu ülkelerin söylemleri ve bunun getirdiği diplomatik ilişkiler üzerindeki riskler makroekonomik dinamiklere yansımaktadır. Mart ayında Trump tarafından yapılan Suriye'den çekilme açıklaması gündemdeyken son olarak Fransa'nın SDG terör örgütüne yönelik iyimser ve arka çıkan tavrı, Avrupa ile Türkiye arasında siyasi gerilimi arttırma potansiyeli taşımaktadır.

2017 yılı boyunca olduğu gibi son dönemde de Türkiye ekonomisinde en ön planda olan taraf büyümenin seyri olmuştur. Belirsizliğin böylesi arttığı bir konjonktürde 2017 yılı toplamında Türkiye ekonomisi %7.4 ile beklentilerin oldukça üzerinde bir büyüme kaydetmiştir. 2017 yılı genelinde yakalanan büyüme ivmesinde hükümet tarafından alınan tedbirlerin de desteğiyle yatırım kalemlerinde ve iç tüketimde yaşanan artışlar belirleyici olmuştur. 250 milyar TL tutarındaki Kredi Garanti Fonu (KGF), dayanıklı mallarda KDV indirimi, ücret teşvikleri gibi birçok farklı teşvik büyüme ivmesinde etkili olmuş, 2016 yılından taşınan düşük baz etkisi de ivmeyi arttırmıştır.

Diğer taraftan, ekonomik büyüme hızlanırken cari açık ile bütçe açığının artması ve enflasyondaki yükseliş trendi sürdürülebilirlik bakımından soru işaretlerine yol açmaktadır. Türkiye ekonomisinde hali hazırda düşük olan tasarruf oranı dikkate alındığında, kredi genişlemesine dayalı bir büyüme performansının bütçe üzerinde baskı yaratmadan sürdürülmesinin zor olacağı belirtilmektedir.

Nitekim IMF tarafından yayımlanan olağan 4. Madde üye ülke gözden geçirmesi (*Article IV consultation*) Türkiye değerlendirme ön notunda ekonominin fazla ısındığı, dış gelişmelere bağlı olarak Türkiye'nin kırılganlığının arttığı ifade edilmiştir. Buna göre 2017 büyümesinin potansiyel büyümenin çok üstünde olacağı, 2018 büyümesinin ise %4 olarak tahmin edildiği belirtilmiştir. IMF değerlendirme notunda temel risk vurgusu olarak dış koşulların kötüleşmesi öne alınmış; *“Dış koşulların olumsuz hale gelmesi durumunda, riskler belirginleşebilir. Kırılganlıklar, yüksek dış finansman ihtiyacını, kısıtlı döviz rezervlerini, kısa vadeli sermaye girişlerine artan bağımlılığı ve şirketlerin kur riskine yüksek düzeyde maruz kalmasını içermektedir. Yapı ve inşaat sektöründe bir arz fazlası olasılığının işaretleri de belirmektedir”* denilmiştir.

Uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's, 7 Mart tarihinde Türkiye'ye verdiği kredi notunu Ba1'den Ba2'ye düşürdüğünü, not görünümünü ise negatif yerine durağan olarak belirlediğini açıklamıştır. Moody's'in gerçekleştirdiği not indirimi ile beraber enflasyon parametrelerinde gözlenen yüksek seyir, TCMB'nin para politikasındaki kredibilitesinin sorgulanması gibi unsurlar Türk tahvillerine yönelik talebi kısıtlarken tahvil faizlerinin artışına neden olmuştur.

Yüksek büyüme oranına karşın yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler açığı, yüksek faizler ve yükselmekte olan bütçe açığı yüksek kırılganlığa neden olmaktadır. Bu durumda geçtiğimiz haftalarda Türkiye varlıklarına yönelik yüksek risk algısı da artmış, öncül ve en belirgin etki Türk Lirası'na yansımıştır. 1 Şubat itibarıyla 3.73 TL olan USD/TL kuru 12 Nisan itibarıyla 4.15 TL seviyelerine ulaşmıştır.

2017 yılında büyüme tüm ana alt sektörler tarafından desteklenmiştir. 2017 büyümesine en yüksek katkı turizmdeki toparlanmanın da sonucu olarak hizmetler sektöründen gelirken, hizmetler sektörü %10.7, sanayi sektörü %9.2, tarım sektörü %4.7 büyüme göstermiştir. İnşaat sektörü yılı %8.9 büyüme oranı ile kapatırken, gayrimenkul faaliyetlerindeki büyüme %2.6 seviyesinde oluşmuştur.

TÜİK tarafından yeni hesaplama yöntemi ile açıklanan büyüme verileri içinde kamu ve özel sektör inşaat yatırımları ayrımı kaldırılmış olduğundan, dönemsel bazda detaylı bir karşılaştırma yapmak olası değildir. Ancak inşaat yatırımlarının yıl genelinde büyümeyi güçlü bir şekilde yukarı çektiği gözlenmiştir. 2017 yılında inşaat harcamaları yıllık bazda %25.7 artışla 533.8 milyar Türk Lirası'na ulaşmıştır. Bu dönemde konut, konut dışı ve altyapı inşaat kalemlerinin tümü genişlemiştir. Ancak özellikle konut sektöründe artan stokların, gelecek dönemde inşaat sektörünün büyümeye etkisini baskılama potansiyeli taşımaktadır. Dolayısıyla 2018 için %4 dolayında büyüme hedefi çok yadigarlanmamalıdır.

Küresel ekonominin yılın devamındaki seyrinde jeopolitik risklerin artan oranda belirleyici olmayı sürdürmesi beklendiğinden, başat risk merkezlerinin ortasında yer alan Türkiye açısından piyasa koşulları



zorlayıcı olabilecektir. Geçtiğimiz dönemde gerilimin kimi zaman tırmandığı Türkiye-ABD, Türkiye-Rusya ve Türkiye-AB diplomatik ilişkileri ile yurt içinde izlenen diğer politik ve ekonomik gelişmeler de piyasa dinamikleri üzerinde belirleyici olmayı sürdürecektir.

2018 yılının ilk çeyreğine ilişkin öncü ekonomik göstergeler karışık bir görünüm arz etmektedir. Ocak ayında sanayi üretimi yıllık bazda %12 ve Şubat ayında %9.9 gibi güçlü bir yükseliş kaydederken, kapasite kullanım oranı 2018 yılının ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre 1.1 puan artışa işaret etmektedir. Bu olumlu verilere karşılık, ilk çeyrekte net ihracatın büyüme performansı üzerindeki daraltıcı etkisinin artabileceği değerlendirilmektedir.

Bu süreçte Türkiye ekonomisinin önümüzdeki dönemde de büyümeyi desteklemek ile kur dalgalanmasını önlemek arasında yol ayrımı yaşayacağı dile getirilmektedir. Kamu tarafının mevcut büyüme hızını koruyabilmek adına 2018 yılı için planlanan destekleyici mali politika uygulamalarını hızlandırdığı gözlenmektedir. Bu kapsamda yatırımları güçlendirmeye yönelik vergi indirimleri ve istihdam artışına yönelik sosyal güvenlik ve vergi adımları gibi teşvikler öne çıkmaktadır. Ancak bunun da bütçe gelirleri ve bütçe dengesi açısından çok kalıcı ve sürdürülebilir olmadığı ifade edilmektedir.

9 Nisan tarihinde kamuoyuna açıklanan Proje Bazlı Teşvik Sistemi kapsamında petrokimya, savunma sanayi, ulaşım sistemleri, enerji teknolojileri, havacılık ve uzay gibi sektörlerde hayata geçirilecek yaklaşık 135 milyar TL değerinde yatırım bedeline sahip 23 projenin destekleneceği belirtilmiştir. Proje Bazlı Teşvik Sistemi dışında ayrıca, Başbakan Yıldırım yatırım ortamını iyileştirmek amacıyla 67 maddelik yeni bir paketin yakın zamanda TBMM'ye sunulacağını ifade etmiş; krediye erişimi kolaylaştırmak hedefiyle alınan tedbirlerin de önümüzdeki günlerde kamuoyuyla paylaşılacağını belirtmiştir.

Yatırımlara hız kazandırmak ve piyasalara can suyu vermek açısından açıklanmakta olan teşvik ve destekler iş dünyasında ve piyasalarda memnuniyet yaratmıştır. Ancak sürdürülebilir büyümenin sağlanması, yatırım ortamının iyileştirilerek doğrudan yabancı yatırımların artırılması, risk priminin düşürülmesi için uzun vadeli ve kapsamlı reform yapılması gerekliliği de sürmektedir.

Dolayısıyla 2018 yılında, 2017 boyunca ekonomiyi destekleyici yönde hayata geçirilen uygulamaların katkısıyla sağlanan büyüme ivmesinin yakalanmasının kolay olmadığı; ancak büyüme rakamlarının %4.00-%5.00 bandında, görece güçlü olarak tanımlanabilecek seviyelerde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Nitekim Dünya Bankası Türkiye Direktörü Johannes Zutt, "2018-2019 yıllarında Türkiye'de büyümenin yüzde 4-5 arasında ılımlı bir şekilde gerçekleşmesini bekliyoruz" açıklamasında bulunmuştur. Zutt, Türkiye ekonomisinin Avrupa ekonomisiyle yakından ilişkili ve FED faiz artırımlarına karşı hassas olduğunu dile getirmiş; Türkiye'nin bu faiz artırımlarından ve yüksek petrol fiyatlarından kaynaklanan stresi yönetebilmesi, ayrıca AB ile ilişkilerini sürdürmesi gerektiğini vurgulamıştır.

Aynı şekilde Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ise Türkiye'nin büyüme tahminini 2018 için %4.9'dan %5.3'e, 2019 için ise %4.7'den %5.1'e yükseltmiştir. İç talepteki güçlü artışın gelecek dönemde Türkiye ekonomisinde büyümeyi destekleyeceği belirtilen raporda, kurdaki değişimlerin ve emtia fiyatlarında yaşanabilecek dalgalanmaların Türkiye, Meksika ve Arjantin'de enflasyon baskılarını artırabileceği vurgulanmıştır.

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

Yüksek dış finansman ihtiyacı nedeniyle yurtdışı fon girişlerinin büyük önem taşıdığı Türkiye ekonomisi için, önümüzdeki dönemde etkinlikle gerçekleştirilecek yapısal reformlar dışında iç ve dış siyasette normalleşme sürecinin önem taşıdığı ifade edilmektedir. Bu kapsamda atılacak somut adımların Türkiye ekonomisini yeniden dengeye getirebileceği, yabancı yatırımcı güvenini yeniden tesis edebileceği

belirtilmektedir. Bu süreçte özellikle özel sektörün dış borçlarının yüksekliği ve çevrilebilmesinin zorluğu gözden kaçmadığı gibi özelleştirmeye yönelik olumlu iç iklimin olmaması da dikkat çekmektedir.

Dönemsel büyümenin ötesinde sürdürülebilir kalkınmayı sağlamak, büyüme kompozisyonunu iyileştirmek, büyüme dinamiklerini desteklerken ekonomik kırılma riskleri kontrol altına alabilmek, mali disiplin çapasını kaybetmeden ilerleyebilmek adına, kapsamlı bir perspektif oluşturulması ve kararlılıkla uygulanması gerekmektedir. Nicelikten ziyade niteliğe, kısa vadeden ziyade uzun vadeye yönelik politikaların geliştirilmesi büyük önem taşımaktadır.

## DÜNYA

### Riskler yeniden tırmanışta

2018 yılının ilk çeyrek sonu itibarıyla küresel görünüm, adeta uzun süredir farklı sebeplerle ertelenen bir oyunun aniden sahneye konduğu, başrolü korumacı politikaların oynadığı, görmezden gelinen birçok risk unsurunun eş zamanlı olarak görünür hale geldiği bir döneme işaret etmektedir.

2008 küresel krizinin ve büyük durgunluk sürecinin ardından, özellikle gelişmiş ülkelerde ekonomik entegrasyon daha çok sorgulanmaya başlamış, ekonomik sorunlar toplumsal tepkilere yol açmış, popülist ve korumacı politikalar yükselişe geçmiştir. Bu sürecin geçtiğimiz iki yıllık dönemdeki en önemli yansımaları ABD'de Trump'ın seçilmesi ile Avrupa Birliği'nin geleceğine yönelik kaygıları arttıran Brexit kararı ile ardından Avrupa geneline yayılan ayrılıkçı söylemler olmuştur.

Mevcut küresel konjonktür, uzun süredir etkilerinden korkulan korumacı söylemlerin somut dış ticaret ve politika aksiyonlarına evrildiği bir dönem niteliğindedir. Mevcut gelişmeler ışığında dünyanın yeni bir tarihsel döneme girdiğini; jeopolitik, siyasi ve ekonomik türbülanslar eşliğinde, çok kutuplu yeni bir düzene doğru yol aldığını söylemek mümkündür.

2017 yılında küresel ekonomi büyük oranda siyasi risklerin gölgesinde kalmıştır. ABD Başkanı Donald Trump'ın politikaları, Avrupa'da aşırı sağın yükselişi ile hükümet bunalımları, Kuzey Kore'nin yarattığı gerginlik, Kudüs sorunu, Rus diplomatının ve kızının zehirlenmesinin yarattığı diplomatik kriz ve Suriye üzerinden Ortadoğu'daki gelişmeler piyasalarda dönemsel dalgalanmalara yol açmıştır. ABD-Rusya gerginliği de, küresel dengeler bakımından kaygıyla izlenen konular arasında olmuştur. Trump'ın ABD'yi uluslararası işbirliğinden gitgide uzaklaştırdığı ve Suudi Arabistan üzerinden Körfez ülkelerinde geniş kapsamlı bir kriz sürecini tetiklediği; Rusya'nın ise Suriye ekseninde Orta Doğu'daki gerginliği kaldıraç olarak kullanıp batı ittifakını zayıflatmayı hedeflediği bir senaryonun olası yansımaları, kaygıyı arttırmıştır. Bu süreçte Çin'in bayraktarlığını yaptığı OBOR projesinin de etkisiyle, Hindistan ve Çin başta olmak üzere Asya'nın küresel ekonomideki payı artmaya devam etmiştir.

2017 yılı boyunca 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.

Özellikle 2017 yılının ikinci yarısında artan şekilde, küresel düzene yönelik ekonomik ve jeopolitik riskler ile mali piyasalara yönelik risk iştahının birbiriyle etkileşim içinde seyrettiği olağan akışın sekteye uğradığı; piyasalarda "irrasyonel coşku" olarak da tabir edilen, küresel yatırımcıların mevcut riskleri göz ardı ederek finansal varlık alımına yöneldikleri bir süreç yaşanmıştır. Söz konusu coşku ve risk iştahı 2018 yılının başında da devam etmiş; küresel iyimser beklentiler yayılırken finansal varlıklar değer kazanmıştır. Söz konusu olumlu gidişat uzun süredir dip seviyelerde gezen petrol fiyatlarının artmasıyla da desteklenmiştir.

Öyle ki 2018 yılının başında olumlu sinyaller veren küresel ekonomik görünüme ilişkin beklentiler en azından yılın ilk çeyreğinde herhangi bir bozulma olmayacağı yönünde oluşmuştur. IMF, Dünya Bankası, OECD gibi uluslararası kuruluşlar küresel ekonomik aktiviteye yönelik yılın başında yayımladıkları



değerlendirmelerde dünya ekonomisine yönelik olumlu sinyallerin getirdiği iyimserliğin risk iştahını arttırdığına; bu yaklaşımın uzun dönemli risklerin görmezden gelinmesi gibi bir sakıncayı beraberinde getirdiğine vurgu yapmış olsalar da, genel kanı küresel risklerin kısa vadede düşük olduğu şeklinde olmuştur.

Ocak ayında gelişmiş ekonomilere ilişkin makro veriler genel olarak olumlu bir tablo çizerken GOE piyasaları da küresel iyimserlik dalgasından genel olarak olumlu etkilenmiştir. IMF'nin Ocak ayı Küresel Görünüm Raporu'nda küresel ekonomik büyüme tahminlerini özellikle gelişmiş ekonomilerin performansına bağlı olarak yukarı yönlü revize etmesi iyimser beklentileri desteklemiştir; risk unsurlarının göz ardı edildiği irrasyonel coşku ortamı piyasalara yön vermeyi sürdürmüştür.

Jeostratejik rekabetin ve korumacı politikaların böylesi yükselişte olduğu bir dönemde, Ocak ayında gerçekleştirilen Davos Zirvesi'nin bu yılki teması ironik bir şekilde “*Parçalanmış Dünyada Ortak Gelecek Oluşturmak*” olurken, her yıl olduğu gibi Zirve kapsamında 2018 Küresel Riskler Raporu yayımlanmıştır.

Raporda, eko sistemdeki birçok türün tükenme tehdidiyle karşı karşıya kalmasına neden olan bio-çeşitlilik kaybından yeni savaşların çıkabileceğine yönelik artan endişelere kadar birçok konuda geri dönüşü olmayan bir noktaya gidildiği ifade edilmiştir.

2018 Küresel Riskler Raporu'nda olası gelecek şoklara yönelik olarak sunulan ve herhangi bir tahminden ziyade uyarı niteliği taşıdığı belirtilen 10 kısa senaryo şöyledir;

1. **Sert hasat:** Eşzamanlı tahıl üretimi sorunları küresel gıda tedarikinin yeterliliğini tehdit eder.
2. **İnternetin karmaşıklaşması:** Yapay zekanın “zararlı otları” yaygınlaşarak internetin performansını baskı altına alır.
3. **Ticaretin ölümü:** Ticaret savaşları patlak verir ve uluslararası kuruluşlar bunlara müdahale etmekte fazla zayıf kalır.
4. **Demokrasinin çöküşü:** Yeni popülizm dalgaları, bir ya da daha fazla gelişmiş demokraside toplumsal düzeni tehdit eder.
5. **Mutlak tükenme:** İnsansız gemiler yasadışı balıkçılığı yeni - ve sürdürülebilirlik açısından çok daha olumsuz - seviyelere taşır.
6. **Uçurumun kenarında:** Bir başka finansal kriz politik müdahaleleri çıkmaza sokar ve kaos ortamını tetikler.
7. **Eşitsizliğin derinleşmesi:** Bio-mühendislik ve bilişsel kapasiteyi geliştiren ilaçlar, sahip olanlar ve olmayanlar arasındaki uçurumu derinleştirir.
8. **Kuralsız savaş:** Siber savaş kuralları hakkında mutabakatın olmadığı bir ortamda devletlerarası çatışmalar umulmadık bir şekilde tırmanır.
9. **Kimlik jeopolitiği:** Jeopolitik hareketlilik nedeniyle, ulusal kimlik çatışması sınırlarda artan bir gerilim kaynağı haline gelir.
10. **Duvarların örülmesi:** Siber saldırılar, korumacılık ve mevzuat uyumsuzlukları, internetin bölümlere ayrılmasına yol açar.

2018 Küresel Riskler Raporu'na göre, mevcut görünüme yönelik risklerin organik ve birbiriyle bağlantılı doğası; toplumların, ekonomilerin ve uluslararası ilişkilerin temel oluşturduğu sistemi tehdit etmektedir. İlerleyen günlerde, adeta Risk Raporu'nda dile getirilen öngörüler teyit edilirse, son birkaç aylık sürece yayılan momentum aniden tersine dönmüş, varlık fiyatlarında bozulma beklenenden erken ve oldukça sert başlamıştır.

Şubat ayının başında FED Başkanı'nın değişmesi ile birlikte ABD'de açıklanan veriler enflasyonun yükseleceği öngörülerini desteklemiştir, küresel mali piyasalarda FED'in faiz artış takvimine ilişkin beklentilerin güçlendiği gözlenmiştir.

Gelişmiş ekonomilerde 30 yıldır gerileme eğiliminde olan enflasyonun ve uzun vadeli faizlerin yükselmesiyle piyasalarda fırtına başlamıştır. Bu doğrultuda ABD'de yükselen tahvil faizleri, hisse senedi piyasalarında ve kurlarda dalgalanmalara yol açmış; yatırımcıların risk algısında bozulma gözlenirken, küresel endekslerde sert düşüşler gerçekleşmiştir. Şubatın ilk haftası itibariyle ABD'de Dow Jones, S&P 500 ve Nasdaq endeksleri 2011'den bu yana en düşük seviyelerine gerilemiş, bir günlük çöküşle 2018'in tüm kazançlarını silmiştir. Alman, Fransız ve İtalyan borsalarında da sert düzeltme hareketleri gözlenmiştir.

Mart ayında küresel aktiviteye yönelik ana gündem maddesinin FED faiz kararı olması beklenirken, korumacılık aniden gündemdeki önemini arttırmıştır. ABD öncülüğünde dış ticarete korumacı eğilimlerin güçlenmesi küresel aktiviteye ilişkin risklerin tepe noktasına çıkmasına yol açmıştır. ABD yönetimi tarafından çelik ve alüminyum ithalatına sırasıyla %25 ve %10 oranlarında gümrük vergisi getirilmiştir. Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'na (NAFTA) dahil olan ülkeler, Kanada ve Meksika ile Avro Bölgesi, Güney Kore, Brezilya bu düzenlemeden şimdilik muaf tutulurken, Amerika'nın çelik ithalatında önde gelen ticaret partnerlerinden olan Türkiye de bu düzenlemeden etkilenmesi beklenen ülkeler arasında yer almaktadır.

Çin ile olan 375 milyar ABD Doları tutarındaki dış ticaret açığını 100 milyar ABD Doları azaltmayı amaçlayan ABD'nin önlemleri ve Çin'in buna karşılık alabileceği tedbirler küresel ticaret ve ekonomik aktivite üzerinde büyük risk oluşturmaktadır. Çin'in önümüzdeki dönemde sert misilleme önlemleri alması durumunda ise gerilimin tüm küresel oyuncular için kriz yaratmasından endişe edilmektedir. Nitekim asıl konu ABD'nin bu adımlarını diğer sektörlerde ve ürün gruplarında devam ettirme ihtimali ve buna ticaret ortaklarının nasıl tepki vereceğidir.

Bu süreçte belirsizlik algısının güçlenmesi, risk iştahı düşerken piyasa beklentilerinin olumsuz yönde şekillenmeye başlaması, jeopolitik riskler ile siyasi gerginliklerin yepyeni bir boyuta geçmesi gibi eğilimler güçlenmektedir. Buna paralel olarak yatırımcıların güvenli liman arayışları yeniden ön plana çıkmakta; gelişmiş ekonomilerin devlet tahvilleri özellikle Mart ayının ikinci yarısında prim yaparken GOE risk primleri büyük oranda yükselmektedir.

Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere, dünya piyasalarının stres göstergesi olarak tabir edilen Volatilite Endeksi (VIX), son bir yıldır içinde bulunduğu düşüş eğilimine karşılık, yılbaşından bu yana %133 artışla küresel risk algısındaki yön değişimini teyit etmektedir. Nitekim VIX, genel olarak küresel piyasa riskinin ölçümü olarak kullanılmakta ve yatırımcıların korku göstergesi olarak tanımlanmakta; siyasi-jeopolitik risklerin yükselme döneminde ani artışlar göstermektedir.

Diğer taraftan, ABD Dolarının tüm dünyadaki değerini işaret eden Dolar Endeksi (DXY), ABD'ye yönelik artan belirsizlikler nedeniyle son dönemde gerilemektedir. DXY 2015 yılından beri yaklaşık olarak 92 ile 104 aralığında dalgalanmakta; bu aralığın üst ya da alt bandına doğru bir eğilim gösterdiğinde eğilimi terse çevirmeye yönelik FED yöneticileri tarafından sözlü müdahalelere uğramaktadır. En düşük değeri olan 70,7 seviyesine küresel kriz döneminde inmiş olan endeksin son dönemde 90 seviyesinin altına gerilemesi dikkat çekmektedir.

Tabloda ayrıca görüldüğü üzere, küresel mali piyasalarda Şubat başından başlayan ve Mart ayında derinleşen olumsuz beklentiler tüm finansal enstrüman gruplarına ve endekslere yansımıştır. Küresel ticarete yönelik olumsuz beklentiler, küresel ticaretin seyrine yönelik önemli göstergelerden biri sayılan BDI Endeksi'nde yılın ilk çeyreği itibariyle %12 değer kaybına yol açmıştır. Nitekim ABD'nin çelik ve alüminyum ithalatına vergi açıkladığı Mart başından bu yana, büyük bir endüstriyel kullanıma sahip olan demir cevherinin fiyatı %20 gerileyerek ticari gerilime en sert tepki veren emtia ürünlerinden biri olmuştur. Aynı dönemde MSCI Dünya, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Endekslerinde de hızlı azalma gözlenmektedir. Bir başka dikkat çeken nokta ise MSCI Dünya ve MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksleri %1,5 civarında düşerken, MSCI Türkiye endeksinin %4 oranında gerilemesi, bir başka deyişle Türkiye varlıklarının negatif ayrışmasıdır.





	30.3.2016	30.3.2017	1.1.2018	30.3.2018	Yılbaşına Göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	39.3	52.9	66.7	<b>69.5</b>	4.2	31.4	76.8
BDI Endeksi*	414	1324	1230	<b>1080</b>	-12.2	-18.4	160.9
MSCI Dünya Endeksi**	1648	1860	2103	<b>2065</b>	-1.8	11.0	25.3
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi**	834	958	1178	<b>1162</b>	-1.4	21.3	39.3
MSCI Türkiye Endeksi**	1179	1254	1614	<b>1549</b>	-4.0	23.5	31.4
VIX Endeksi***	13.6	11.5	9.77	<b>22.8</b>	133.4	98.3	67.6
DXY Endeksi****	94.8	100.4	92.2	<b>89.9</b>	-2.5	-10.5	-5.2
EUR/TL	3.21	3.89	4.55	<b>4.87</b>	7.0	25.2	51.7
Dolar/TL	2.83	3.65	3.79	<b>3.96</b>	4.5	8.5	39.9

Kaynak: Investing.com

- \* BDI Baltık Kuru Yük Endeksi, tüm dünyadaki kuru yük taşımacılığı verileri üzerinden hesaplanmaktadır. Endeksin artış trendinde olması dünya ticaretinde canlanma, dolayısıyla dünya ekonomisinde büyüme beklentisi oluşturmaktadır.
- \*\* MSCI Endeksleri (Morgan Stanley Capital Indexes), yabancı yatırımcıların diğer ülkelerde yatırım fırsatlarını değerlendirmeye, risklerini ve potansiyel beklentilerini tahmin etmeye yarayan bir göstergedir.
- \*\*\* VIX Endeksi (Volatility Index), küresel çapta piyasa riskini ölçmekte kullanılmakta ve yatırımcıların korku göstergesi olarak tanımlanmaktadır.
- \*\*\*\* DXY Endeksi (Dolar Index), doların dünyada en çok işlem gören 6 adet yerel para biriminin karşısındaki değerini gösteren endekstir. Endeksin yükselmesi, doların diğer kurlara karşı değer kazandığını; düşmesi ise doların diğer kurlara değer kaybettiğini göstermektedir.

Önümüzdeki dönemde likiditenin seyri açısından piyasaların önemli gündem maddelerinden biri gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları olmayı sürdürecektir. Diğer yandan dünya ticaret savaşı ve jeopolitik risk kaygısı Mart ayının ilk yarısına kadar gündemin ilk maddesini teşkil eden makro ekonomik gelişmeleri ikinci plana itmiştir.

Bu bağlamda önümüzdeki dönemde piyasa gündeminin ana maddesi Trump'ın korumacı politikalarına karşılık küresel oyuncuların misilleme uygulamalarıyla bir ticaret savaşı başlatıp başlatmayacağı olacaktır. Bununla beraber, ABD'nin 2019 yılı için açıkladığı 700 milyar ABD Dolarlık rekor savunma bütçesi ile Trump'ın adeta "savaş kabinesi" tarzında bir yapı oluşturduğu izlenimi jeopolitik risk unsurlarına bir yenisini eklemiştir. Dışişleri Bakanı Rex Tillerson'ın görevden alınıp yerine savaş yanlısı politikaları savunan Mike Pompeo'nun atanmasının ardından, Ulusal Güvenlik Danışmanlığı pozisyonunun da şahin tutumuyla tanınan John Bolton'a devredilmesi bu algıyı pekiştirmiştir.

Oldukça geniş bir coğrafyada etki alanını gün geçtikçe arttıran jeopolitik gerginlikler, serbest ticarete getirilen kısıtlamalar ve yükselmekte olan korumacı söylem ve eylemler, küresel ekonomik aktivitenin önündeki başat risk unsurları olarak değerlendirilmektedir.

Mevcut koşullar dahilinde küresel ekonomik görünümün olumlu seyrine dönmesi mümkün görünmemekte; hatta ticaret savaşlarının sertleşmesi ve güven kaybının derinleşmesi halinde piyasalardaki baskının daha da artarak ufukta yeni bir küresel kriz olasılığının belirdiğine dair olumsuz senaryolar sıklıkla dile getirilmektedir.

IMF, Buenos Aires'te 19-20 Mart tarihlerinde düzenlenen G20 Bakanlar ve Merkez Bankaları Toplantısı öncesinde yayımladığı "Küresel Beklentiler ve Politika Zorlukları" başlıklı ara dönem raporunda küresel büyümenin geçen yılın ikinci yarısından itibaren ciddi derecede artan yatırımlar ve ticaretle birlikte ivme kazandığına işaret etmiş; ancak piyasalardaki faiz oranları arttıkça ve para politikaları normalleştiğçe finansal şartların sıkılaşacağını vurgulamıştır. Fon, bu nedenle G20 üyesi ülkelere orta vadeli büyümeyi artıracak tedbirleri hayata geçirmeleri çağrısında bulunurken; finansal risklerin azaltılmasını, tamponların güçlendirilmesini, yapısal reformlarla verimliliğin yükseltilmesini ve iş birliğinin artırılmasını tavsiye etmiştir.

### ABD: Ekonomi güçlü görünümünü koruyor

ABD ekonomisinde nihai olarak %2.9 seviyesinde açıklanan 2017 dördüncü çeyrek büyüme verisi son dönem için beklentilerin üzerinde bir büyümeye işaret etmiştir. Enflasyon oranı Şubat ayında beklentiler paralelinde aylık olarak %0.2, yıllık olarak %2.2 artış kaydetmiş, güven endeksleri de olumlu tabloyu desteklemiştir. Öncü veriler ülke ekonomisinin güçlü görünümünü koruduğunu göstermekte; mevcut büyüme ivmesinin korunacağı değerlendirilmektedir.

FED Mart ayı toplantısında beklentiler dahilinde faizleri 25 baz puan artırarak %1.50-1.75 aralığına yükseltmiştir. FED 2018 için faiz tahminini %2.1'de sabit tutarken, 2019 için %2.90'a yükseltmiş; böylece 2018 yılı için toplam 3 faiz artışı beklentisini korurken, 2019 için iki olan faiz artırımı beklentisini üçe çıkarmıştır. Toplantı sonrası yaptığı açıklamada FED Başkanı Powell ekonomik görünümün güçlendiğini vurgularken, kademeli faiz artışı vurgusunu devam ettirmiştir.

Önümüzdeki dönemde ABD'de para politikasının geleceği açısından en kritik veri seti enflasyon olmayı sürdürecektir. Nitekim uzun süredir hem işgücü hem büyüme verileri olumlu bir görünüm sunsa da, FED'in esas hedeflediği endeks olan kişisel tüketim harcamaları enflasyonunun %2 seviyesinde tutunamaması faiz artışlarının yavaş ve kademeli olarak sürmesine olanak tanımaktadır.

2018 yılında gündeme gelmesi olası altyapı harcamalarında artış ve 2017 yılından devralınan vergi reform paketinin büyüme ivmesini destekleyeceği belirtilmektedir. Diğer taraftan, yürütülmekte olan Rusya ile ilişkili Mueller soruşturmasının Başkan Trump'ın azline dek gidebilecek bir süreci başlatması, ABD ekonomisinde ve yayılma etkisiyle küresel bazda büyük dalgalanmalara yol açma riski taşımaktadır.

### AVRUPA: Makro veriler olumlu ancak siyaset 2018'de de gündemde

2017 yılında %2.5 ile son 10 yılın en hızlı büyümesini kaydeden Euro Bölgesi ekonomisine ilişkin öncü veriler ekonominin 2018 yılında da toparlanmayı sürdüreceğini göstermektedir. Bölgede işsizlik oranı Şubat ayında %7.1 seviyesine gerilerken, bu rakam da yaklaşık 10 yılın en düşük seviyesine işaret etmiştir. Yıl içerisinde GSYH büyümesi ve istihdam gibi verilerde önemli iyileşmeler yaşanmasına rağmen enflasyon kompozisyonunda belirgin bir güçlenme görülmediğinden, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) negatif faiz politikasını sürdürmeye devam edeceği belirtilmektedir.

Diğer yandan, Avrupa Birliği'nin geleceğine ilişkin kaygılar ve bölge ülkelerine ilişkin riskler varlığını sürdürmektedir. Bölge ülkelerinde artan popülizm, Katalonya Bağımsızlığı, İtalya seçimleri, Brexit süreci gibi gelişmelerin ve ortak para biriminin geleceğinin sorgulanmasının bölge genelinde belirsizlikleri artırarak bölgedeki toparlanma üzerinde aşağı yönlü riskleri gündeme getirmesi olasılığı 2018 yılında küresel konjonktür için dile getirilen önemli risk unsurları arasındadır. 2017 yılında Hollanda, Fransa ve Almanya'da gerçekleştirilen seçimler Avrupa'da aşırı sağ partilerin oylarını arttırdığına işaret etmiştir. Bu durumun kısa vadede belirgin bir risk oluşturmasa da orta vadede Avrupa siyasetinin geleceğine ilişkin soru işareti yaratan bir yapı ortaya koyduğu değerlendirilmektedir. 2018 yılında İtalya'da gerçekleştirilecek seçimler ve Brexit görüşmeleri dışında İspanya'da Katalonya bağımsızlığına yönelik gelişmelerin de ana gündemde kalmaya devam etmesi beklenmektedir.

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

ECB Mart ayındaki toplantısında para politikasında herhangi bir değişikliğe gitmeyerek mevduat faiz oranını (-%0.4) seviyesinde tutarken, varlık alım programında da değişiklik yapmamıştır. Piyasalarda ECB'nin ilk faiz artırımı beklentisinin 2019 yılının ilk çeyreğine yoğunlaştığı, bir başka deyişle sıkılaştırmanın oldukça yavaş ilerleyeceği görülmektedir. ECB'nin enflasyon beklentileri de bunu destekler niteliktedir.



ECB Başkanı Mario Draghi, bölge ekonomisine ilişkin yaptığı değerlendirmede, verilerin bölge genelinde güçlü ekonomiyi teyit ettiğini belirtmiş, ancak enflasyonun halen arzu edilen seviyelerde olmadığına ve önümüzdeki dönemde faiz artış sürecinde sürpriz yapılmayacağına yaptığı vurguyu yinelemiştir. Draghi, son dönemde gündemde olan korumacı politikalara dair olarak dış ticarete tek taraflı kararların tehlikeli olduğu, ticari anlaşmazlıkların çok taraflı olarak müzakere edilmesi gerektiğini ifade etmiştir.

Bölge ülkelerinde ABD'nin çelik sektörüne getirdiği ek gümrük vergilerinin olası etkileriyle ilgili olarak yapılan değerlendirmelerin ardından AB Komisyonu, karşılık olarak çelik endüstrisini kapsayacak şekilde korumacı önlemlere başvurmak konusunda kapsamlı bir karar alınacağını açıklamıştır. Nitekim ABD AB ülkelerinin uygulamadan muaf tutulan ülkeler arasında yer alacağı açıklamış, ancak muafiyet süresini şimdilik 1 Mayıs tarihiyle sınırlandırmıştır.

Bölge siyasetinde bütünlüğün sağlanması ve mevcut büyüme hikayesinin korunması Türkiye'nin ihracat ortağı konumu nedeniyle Türkiye ekonomisi açısından da önem taşımaktadır.

### **ÇİN: Ekonomik etki alanını arttırıyor**

Dünya Bankası verilerine göre 11 trilyon ABD Doları tutarındaki bütçesi ile ABD'nin ardından dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin ekonomisinde büyüme ivmesi korunmaktadır. Ülke ekonomisi 2017 yılında %6.9 oranında büyüme göstermiştir. Hükümet stratejisi çerçevesinde GSYH'nin %37'si düzeyinde olan hane halkı tüketiminin ve ülke içindeki talebin artırılması, yoğunlaştırılmış reform ve yenilikler uygulanarak reel ekonominin canlanması için faaliyetler yürütülmesinin bir sonucu olarak büyüme momentumunun korunduğu belirtilmektedir.

Ülkede yıllık enflasyon Şubat ayında %2.9 ile Kasım 2013'ten bu yana en yüksek düzeyine çıkarken, yılın ilk iki ayında dış ticaret verilerindeki artışlar yıllık bazda %20'nin üzerine çıkmıştır. İhracat verilerinin seyrine önümüzdeki dönemde ABD tarafından başlatılan korumacı ticaret politikalarına yönelik gelişmelerin olumsuz etkisinin yansiyebileceği değerlendirilmektedir. Diğer taraftan ABD Uluslararası Ticaret Komisyonu tarafından Çin ekonomisine ilişkin gündeme getirilen fikri mülkiyet politikaları ve teknoloji transferleri, 2017 yılında toplam Çin GSYH'sinin yalnızca %0.1'ine tekabül etmiştir.

Geçtiğimiz haftalarda Çin Parlamentosu Başkan Xi Jinping'in ülkeyi süresiz olarak yönetmesinin önünü açan düzenlemeyi kabul etmiştir. Bu düzenleme ile ülkenin hayata geçirmekte olduğu yapısal değişimler konusunda daha etkin hareket edebileceğini düşünenler olduğu gibi, karar alma mekanizmalarının ve küresel sisteme entegrasyonun zarar göreceğini savunanlar da mevcuttur.

Bu süreçte Çin ekonomik etki alanını arttırmaktadır. ABD'nin mutlak güç konumuna en büyük meydan okuma hamlesi olarak görülen "Bir Kuşak - Bir Yol" ("One Belt One Road" - OBOR) girişimi Çin Devlet Başkanı Xi Jinping tarafından 2013 yılında ilan edilmiştir. OBOR projesi ile Asya, Afrika, Avrupa ve Orta Doğu'yu içeren, merkez üssü Çin'de olan yeni bir küresel ekonomik entegrasyon girişimi hedeflenmektedir. 1.2 trilyon ABD Dolarlık büyüklüğü ve 65 ülkeyi ilgilendiren konumu itibarıyla OBOR, Çin'in kararlı bir tavır olarak varlığını sürdürdüğü gibi, ABD ve Japonya gibi ülkelere rağmen, etkinliği de arttırmaktadır.

Tarihi İpek Yolu üzerinde de yer alan Türkiye topraklarının sisteme entegrasyonu için Türkiye-Çin arasında imzalanan anlaşma ile ilk aşamada 40 milyar ABD Doları tutarında bütçe öngörülmüş ve her yıl yatırımlar için 750 milyon ABD Doları harcanması planlanmıştır. Bu kapsamda Türkiye ile Çin arasında imzalanan, "İpek Yolu Ekonomi Kuşağının 21. Yüzyıl Denizdeki İpek Yolunun ve Orta Koridor Girişiminin Uyumlaştırılmasına İlişkin Mutabakat Zaptı Tasarısı" ile "Türkiye-Çin Demiryolu İşbirliği Anlaşması" TBMM onayından geçmiştir.

Ancak; Türkiye'de yaşanan iç ve dış siyasi gelişmeler nedeniyle Çin'in OBOR projesinin yeteri kadar ilgi gördüğünü söylemek zor ve hatta imkansızdır.

Öte yandan, dünyanın en büyük petrol ithalatçısı konumunda olan Çin, küresel petrol piyasasındaki etkisini arttırmak üzere Mart ayında ilk vadeli petrol sözleşmesini piyasaya sürmüştür. Şanghay'da başlanan vadeli

petrol işlemlerinin Çin Yuan'ı üzerinden yapılacağı ve yabancı yatırımcılara açık olacağı açıklanmıştır. Çin'in bu hamlesiyle sadece rekabet üstünlüğünü değil, yuanın uluslararası ticaret sözleşmelerinde kullanımını da arttırmayı ve ABD ve Avrupa merkezli petrol piyasalarına rakip olmayı hedeflediği ifade edilmektedir.

### **RUSYA: Ekonomik hedefler iddialı**

Rusya ekonomisi düşen petrol gelirleri ve Batı'nın yaptırımları sonucu 2014-2016 yılları arasında zorlu bir resesyon döneminden geçmiştir. 2017 yılında petrol fiyatlarındaki artış eğilimi ile büyüme yeniden ivme kazanmış; yaptırımların genişletilerek devam etmesine karşın Rusya'da GSYH yaklaşık %1.5 oranında büyüme göstermiştir.

Bu süreçte Rusya Merkez Bankası 2015'te %16 düzeyine ulaşmış olan enflasyon oranını %4 düzeyine düşürmüş, bütçe açığı kontrol altına alınmıştır. IMF, Rusya'nın iki yıllık durgunluk sürecini olumlu makroekonomik politikalar ve daha yüksek petrol fiyatları sayesinde geride bıraktığını belirterek ekonomik büyüme beklentisini yukarı yönlü revize etmiştir. Dünya Bankası ve IMF tahminleri önümüzdeki yıllarda Rusya ekonomisinde büyümenin %1.5-2.0 aralığında oynayacağı yönündedir.

Rusya Devlet Başkanı Vladimir Putin Mart ayında yapılan seçimlerde büyük bir farkla tekrar başkan seçilmiştir. 2024 yılında sona erecek altıncı iktidar döneminin sonunda Putin, toprak büyüklüğünde dünyanın en büyük ülkesi olan Rusya Federasyonu'nu çeyrek asır boyunca yönetmiş olacaktır. Putin, şu an yaklaşık 1.5 trilyon ABD Doları tutarındaki GSYH ile dünyanın en büyük 12. ekonomisi konumunda olan Rusya'yı dünyanın ilk 5 ekonomisi arasına sokmayı hedeflediğini açıklamıştır. Bu hedef Rusya ekonomisinin yıllık ortalama %6'nın üzerinde büyümesini gerektirmekte ve uluslararası finans kuruluşları tarafından gerçekçi bulunmamaktadır. Zira Batı tarafından uygulanan yaptırımlar, enerji fiyatlarının seyri, yaşanan nüfus gibi faktörler ile ekonominin yapısal sorunları ve yolsuzluk, söz konusu iddialı büyüme hedefini zora sokmakta; 2018 sonrasında iç politikada etkin reform yapılmasının gerekliliğini göstermektedir.

Putin seçimlerin ardından ilk yurt dışı gezisi için Nisan ayının başında Türkiye'ye gelmiş; Cumhurbaşkanı Erdoğan ile birlikte Akkuyu Nükleer Santrali'nin temel atma törenine telekonferansla katılmıştır. Rus devlet şirketi Rosatom tarafından inşa edilecek olan Akkuyu Nükleer Santrali, Türkiye ve Rusya stratejik ortaklığının nişanelerinden biri olarak kabul edilmektedir.

### **PETROL FİYATLARI: Jeopolitik riskler petrol fiyatlarına yaradı**

Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyeleri ve OPEC dışı en büyük üretici olan Rusya'nın petrol üretim kısıntısını devam ettirmeleri ve jeopolitik risk algısı nedeniyle son dönemde ham petrol fiyatlarında artış yaşanmıştır. Şubat ayını aylık bazda %4 kayıpla 66 USD düzeyinde tamamlayan Brent türü ham petrol varil fiyatı Mart sonu itibarıyla 70 USD düzeyine çıkmıştır. 20-21 Haziran tarihlerinde gerçekleştirilecek OPEC toplantısında arz kısıntısının 2018 yılının ikinci yarısında da devam edip etmeyeceği görüşülecek olup, piyasa beklentisi kısıntının süreceği yönündedir.

KPMG tarafından yayımlanan 2018 ilk çeyrek petrol ve gaz piyasası analizinde, üretim kısıntılarıyla beraber artan jeopolitik risklerin küresel piyasalardaki arz-talep dengesini olumlu yönde etkilediği, bu doğrultuda petrol fiyatının son 3 yılın zirvesine çıktığı ifade edilmiştir.

Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) İcra Direktörü Fatih Birol, petrol fiyatlarının sert düşüş gösterdiği 2015-2016 döneminde küresel petrol endüstrisinde yatırımların da azaldığının altını çizerek, önemli sayıda petrol projeleri hayata geçirilmezse petrol fiyatlarının 2020'den başlayarak sert bir şekilde yükselmesi riskinin bulunduğunu belirtmiştir. Geçen yıl petrol endüstrisinde yaklaşık 450 milyar ABD Doları yatırım yapıldığını ve bunun bir önceki yıla göre %25 az olduğuna işaret eden Birol, dünya genelinde artan petrol talebinin karşılanabilmesi için her yıl yatırımların en az %20 artış kaydetmesi gerektiğini vurgulamıştır.

Türkiye ekonomisine yansımaları bakımından değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin, enerji ithalatı üzerinden cari denge ve enflasyon performansı üzerindeki baskıyı arttırabileceği değerlendirilmektedir.



## GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Güneşli günler sona mı eriyor?

FED başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarında para politikalarının normalleşmeye başlamasıyla faizlerin yükselmesi, ayrıca jeopolitik risklerin yeniden artışa geçtiği dönemde küresel sermayenin güvenli limanlara kaçış eğiliminin artması sonucu GOE piyasaları için tehlike çanlarının çalmaya başladığı değerlendirilmektedir.

Küresel kriz sonrası yaklaşık 10 yıl süren aşırı bol likidite döneminin sona yaklaşması GOE'lerdeki dış finansman ihtiyacı ve yüksek borçluluk oranlarına ilişkin endişe yaratmaktadır. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) verilerine göre Türkiye dahil 26 önde gelen gelişmekte olan ülkenin borçluluğu, 2008 yılı sonundaki %148 düzeyinden 2017 son çeyreği itibarıyla %211'e tırmanmıştır.

GOE piyasaları 2017'nin ikinci yarısı ile 2018 yılının başında küresel ticaret ve büyümenin yeniden hızlandığı, iyimser beklentilerle sermaye akımlarının görece güçlü seyrini sürdürdüğü, emtia fiyatlarının bir miktar dengelendiği bir küresel ortamın kaldıraç etkisini yaşamıştır. GOE piyasalarındaki elverişli koşullar, ABD'de devam eden parasal sıkılaştırmanın negatif etkilerini bir miktar dengelemiştir. "Carry trade" faaliyetleri, (uluslararası yatırımcıların düşük faizli ülkelere getiri elde etme maksatlı olarak daha yüksek faizli ülkelere gitmesi, ya da gelişmiş ekonomilerden GOE piyasalarına kayması) bu piyasalara sermaye akışının yeniden ivme kazanmasını sağlamıştır.

Şubat ayı itibarıyla iyimser beklentiler bozulurken GOE piyasalarında da dinamikler tersine dönmeye başlamıştır. Güçlü Dolar algısının yayılmaya başlaması, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki artış ve dünya genelinde artan enflasyon GOE piyasaları üzerinde baskı yaratmıştır.

Küresel ticaret korkularının yeniden ortaya çıkması sonucu artan belirsizlik, gelişmekte olan ülkelere fon çıkışını tetiklemiştir. Küresel ticaret savaşı endişeleriyle azalan risk iştahı altın ve ABD 10 yıllık bono gibi güvenli limanlara alım getirirken, gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkış hızlanmıştır. IIF verilerine göre uluslararası yatırımcılar, toplamda 14 aydır fon girdisi sağladıkları gelişmekte olan ülkelere göre 5 milyar ABD Dolarından fazla net sermaye çıkışı gerçekleştirmiştir.

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

Nitekim yılın ilk çeyreğinde Türkiye varlıkları, küresel beklentilerdeki bozulmadan payına düşeni fazlasıyla almış; tahvil, hisse senedi ve döviz kurunda diğer gelişmekte olan ülke piyasalarının da önemli ölçüde gerisinde kalmıştır. ABD Dolarının küresel bazda %5'e varan bir değer kaybına uğradığı dönemde Türk Lirası ABD Dolarına karşı %4.5 değer kaybetmiştir.

### Gelişen Ülke Paralarının ABD Dolarına Karşı Performansı

	22.5.2013	1.1.2018	30.3.2018	Mayıs 2013-Mart 2018 Değişim (%)	2018 I. Çeyrek Değişim (%)
Türkiye (Lira)	1.85	3.79	3.96	-114	-4.49
Rusya (Ruble)	31.42	57.26	57.14	-82	0.21
Brezilya (Real)	2.05	3.31	3.30	-61	0.30
Meksika (Peso)	12.42	19.66	18.16	-46	7.63
Endonezya (Rupiah)	9.77	13.57	13.77	-41	-1.46
Güney Afrika (Rand)	9.57	12.37	11.84	-24	4.28
Hindistan (Rupi)	55.66	63.68	65.12	-17	-2.26
Çin (Yuan)	6.13	6.51	6.28	-2	3.53

Kaynak: Bloomberg

Yukarıdaki tabloda önde gelen GOE para birimlerinin ABD Doları karşısında son 5 yılda ve son 3 ayda yaşadığı değişim görülmektedir. Başlangıç noktası olarak dönemin FED Başkanı Ben Bernanke'nin FED'in parasal normalleşmeye geçerek tedrici faiz artışı uygulayacağını ilk açıkladığı tarih olan 22 Mayıs 2013 baz alınmıştır. Zira bu tarihin ardından özellikle dış finansman bağımlılığı yüksek olan GOE'lerin para birimlerinin ABD Doları karşısında durmaksızın değer kaybettiği döneme girilmiştir. Tabloda Türk Lirasının Mayıs 2013'ten bu yana ABD Dolarına karşı benzer ekonomilerin para birimlerinden çok daha yüksek oranda değer kaybettiğine işaret etmektedir. Benzer şekilde yılın ilk çeyreğinde de Türk Lirası ABD Dolarına karşı diğer GOE para birimlerinden negatif ayrışmayı sürdürmüştür. Yılbaşından Mart ayı ortasına dek GOE kur sepeti endeksi değer kazanmış, bu süreçte TL değer kaybetmiştir.

2013 yılında FED'in varlık alımlarını sonlandıracağına yönelik söylemlerinin ardından yurtdışı finansman ihtiyacı yüksek olan ve uluslararası finansal koşulların sıkılaşması durumunda GOE'ler arasında ekonomileri en olumsuz etkilenecek olan 5 ülke Brezilya, Güney Afrika, Endonezya, Hindistan ve Türkiye olarak gösterilmiş; bu ülke gurubu uluslararası piyasalarda "Kırılgan Beşli" olarak adlandırılmıştır. Tablodaki veriler incelendiğinde, Türkiye varlıklarının bu grup içinde de ayrışmasını sürdürdüğü görülmektedir.

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

## TÜRKİYE

### Ekonomide çelişkili görünüm

Türkiye ekonomisi, 2018 yılının birinci çeyrek sonu itibarıyla çelişkili bir görünüm arz etmektedir. Ekonomi bir yandan dünyanın sayılı yüksek oranlı büyümelerinden birini gerçekleştirmekte; bu durum olumlu algıları beslemektedir. 2016 yılında %3.2 büyüyen Türkiye ekonomisi, 2017 yılında etkileyici bir büyüme performansı ile %7.4 büyümüştür.

Diğer yandan, 2017 yılı ekonominin yapısal özellikleri nedeniyle büyüme hızlanırken temel kırılganlıkların da önemli oranda arttığı bir yıl olmuştur. Kredi Garanti Fonu (KGF), teşvikler ve vergi indirimleri ile ekonomideki ivme kaybının önüne geçilmiş olmakla beraber, alınmakta olan palyatif önlemler önemli yan etkileri de beraberinde getirmiş; büyümeyi desteklemeye yönelik politikalar sonucu cari açık ve enflasyon gibi parametrelerde bozulmalar ortaya çıkmıştır.

2018 yılının ilk çeyreğine ilişkin gerçekleştirmeler bu çelişkili durumun devam ettiğini göstermiştir. Ocak ayı sanayi üretimi verileri sanayi sektörünün bu yıla oldukça olumlu bir başlangıç yaptığı sinyali vermiş, işsizlik oranında sınırlı da olsa gerileme eğilimi olması memnuniyetle karşılanmıştır.

Şubat ayında merkezi yönetim bütçe kalemlerinde gözlenen görece iyileşme ise mali disiplin çabasının kaybedilmemesi açısından olumlu bir tablo çizmiştir. Öte yandan adeta 1994-2001 krizlerinden önceki dönemleri anımsatan, ekonomik parametrelerin önemli bir türbülansın eşiğine savrulduğunu düşündürülen gelişmeler yaşanmaktadır.

Yüksek büyüme oranıyla artan iyimser algı, 2017 boyunca artışını sürdüren enflasyonun yılın başında gerileyeceği ve TCMB'nin bu durumdan yararlanarak faizleri bir miktar indireceği beklentilerini doğurmuştur. Ancak enflasyon verilerinde bu beklentiyi destekleyecek yönde bir gelişme olmamış, TCMB de aylık olağan toplantısında faizlerde değişikliğe gitmemiştir. Daha sonra açıklanan ödemeler dengesi verileri de iyimser algıyı destekleyebilecek bir resim ortaya koymamıştır. Aksine cari açığa 2017 yılının ikinci yarısında artan petrol fiyatlarının da etkisiyle görülmeye başlayan artışın hızlanarak sürdüğü gözlenmiştir.



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

### Türkiye Ekonomisi - Makroekonomik Göstergeler

GSYH	2013	2014	2015	2016	2017			
GSYH (milyar \$)	950	935	861	863	851			
GSYH (milyar TL)	1810	2045	2339	2609	3105			
Büyüme (%)	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4			
<b>Enflasyon (%)</b>						<b>Oca.18</b>	<b>Şub.18</b>	
TÜFE (yıllık)	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92	10.35	10.26	
Yİ-ÜFE (yıllık)	6.97	6.36	5.71	9.94	15.47	12.14	13.71	
<b>Mevsimsellikten Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri</b>						<b>Oca.18</b>		
İşsizlik Oranı (%)	9.1	10.3	10.2	12.0	9.9	10.8		
İşgücüne Katılım (%)	48.5	51.0	51.7	52.4	53.2	52.1		
<b>Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Oca.18</b>	<b>Şub.18</b>	<b>Mar.18</b>
İhracat	151.8	157.6	143.8	142.5	157.0	158.2	159.3	10.23
İthalat	251.7	242.2	207.2	198.6	233.8	239.7	242.8	14.28
Dış Ticaret Açığı	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-76.8	-81.5	-83.6	
<b>Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Oca.18</b>	<b>Şub.18</b>	
Cari Açık	-63.6	-43.6	-32.1	-33.1	-47.2	-51.6	-53.3	

Kaynak: TÜİK

Büyüme oranıyla dünyanın en potansiyel vaat eden ekonomilerinden biri olan Türkiye ekonomisinin para birimi, dünyanın en hızlı değer kaybeden para birimlerinden biri konumundadır. Söz konusu korelasyonun yurtiçi tasarruf oranının düşüklüğü dışında, üretim girdilerinin de ithalata bağlı olmasından kaynaklandığı bilinmektedir. Tüketim odaklı bir büyüme çizgisinde ilerleyen, üretimin ise tüketim oranında artmadığı bir ekonomide kaçınılmaz olan enflasyon yükselişi; iç talepteki canlılık artan emtia fiyatları ile birleşince kaçınılmaz olan dış ticaret açığı ve cari açık ile birleşmiştir. Enflasyon kalemlerinde devam eden bozulmanın ve yükselen cari açık tablosunun TL'nin değer kaybını arttırdığı, bu durumun da yeniden enflasyonu yukarı yönlü etkilediği bir sarmal oluşmuştur. TL'deki değer kaybı ile AB talebinin desteklemekte olduğu ihracat ve toparlanmakta olan turizm gelirleri bu eğilimi bir miktar sınırlamış olmakla birlikte, talep şartları ile enerji faturasının dış denge üzerindeki belirleyici etkisinin devam edeceği belirtilmektedir.

Ödemeler dengesi ve enflasyon verilerinde kendini açıkça gösteren yapısal kırılmalıklarla beraber, iç kaynaklı riskler sonucu azalan yatırımcı güveni nedeniyle TL GOE para birimlerinden negatif ayrışmaya devam etmiştir. AB ve ABD ile dönemsel olarak tırmanan diplomatik sorunlar ve Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafyada gün geçtikçe artan jeopolitik riskler TL başta olmak üzere Türkiye varlıklarını kırılmalı kılmıştır. Nitekim azalan yatırımcı güvenini körükleyen bir gelişme daha olmuş; kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Türkiye'nin kredi notunu düşürdüğünü açıklamıştır.

Bu süreçte dış piyasalarda ortaya çıkan dalgalanma şiddetini arttırmıştır. Mevcut durum küresel ticaret savaşları korkusu ve likidite daralması gerçekleriyle bir araya gelince, sarmal derinleşmiştir.

Türkiye ekonomisinde yıllık dış borç ödemeler toplamı 185 milyar ABD Doları olmuştur. Cari açık kalemi de son dönemdeki artış eğilimi ile yıllık kümülatif 50 milyar ABD Dolarını aşmış durumdadır. Ocak 2018 itibarıyla Türkiye'nin toplam dış finansman ihtiyacının 235 milyar ABD Dolarına ulaşması, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında normalleşme sonucu küresel likidite koşullarında beklenen daralma düşünüldüğünde temel kırılmalılık unsurlarından biri olarak görülmektedir.

Bu gelişmelerin bileşkesi sonucu beklentiler yön değiştirmiştir. 2017 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan olumlu algı yerini hızlı satışlara bırakmıştır. Türk varlıklar genelinde izlenen zayıflama ile beraber Türkiye'nin 5 yıllık CDS'leri kayda değer oranda yükselmiştir. Yabancı yatırımcılar TL ve TL cinsi

tahvillerdeki uzun pozisyonlarından yüklü çıkışlar yapmaya başlamıştır. Satış furyasının başlaması sonucu 10 yıllık tahvil faizi %12.75 seviyelerine, 2 yıllık gösterge tahvil faizi %13.75 düzeyine çıkmıştır. 1 Şubat itibariyle 3.73 TL olan ABD Doları kuru 12 Nisan itibariyle 4.15 TL olmuştur.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi geçtiğimiz dönemde potansiyel büyümesinin üzerinde bir performans kaydetmiş, bu durum ekonominin yapısal dinamikleri sonucu yukarıda söz edilen sorunları beraberinde getirmiştir. Bu sorunlar da yabancı yatırımcıların geçtiğimiz yılın son çeyreğinden bu yana aldıkları pozisyonları kapatmasına neden olmuştur. Zira bu süreçte en kayda değer etkinin, uzun süredir ödemeler dengesindeki açığın finansmanında ağırlık taşıyan sıcak paranın çıkma eğilimine girmesi, bir başka deyişle "carry trade" faaliyetlerinin yön değiştirmesi olduğunu belirten analistler de çoğunluktadır. Buna göre, Türkiye'deki yüksek faiz nedeniyle ABD Doları satıp TL alarak Türkiye piyasalarına giriş yapmış olan yabancı yatırımcılar USD/TL kurundaki yükselişten zarar yazmaya başlamıştır. Hesaplara göre, yılbaşında Türkiye piyasasına girmek üzere 3.79 seviyesinden ABD Dolarını bozdurup TL alan yabancı yatırımcının Mart ayı itibariyle kurdaki yükselişten zararı yaklaşık %5 düzeyindeyken, aynı yatırımcının enflasyonda iyileşme beklentisi ile ABD Doları satarak aldığı Türkiye tahvil faizlerinden zararı yaklaşık %1 olmuştur. Yılbaşında piyasaya giren herhangi bir yatırımcının zararı %5-6 seviyesine gelmiş, hem döviz kurundan hem bonodan kayıp yazmışken; genel eğilim olarak sıcak paranın satış yapıp Türkiye piyasalarından çıkış yapmasının kaçınılmaz olduğu, bunun da piyasadaki düşüş ivmesini hızlandırdığı dile getirilmektedir.

Yavaşlayan bir ekonomide büyümeyi teşvik eden bir yaklaşımın doğru ve gerekli olduğu genel kabul görmektedir. 2017 yılında da bu bağlamda yüksek devlet desteği verilerek yürütülen genişleyici maliye politikası ve bu yaklaşıma uyumlu bir para politikası benimsenmiştir. Diğer yandan, ağırlığın salt büyüme politikalarına verilmesinin de sakıncaları olduğu uzun süredir çeşitli ekonomistlerce dile getirilmektedir.

Ekli tabloda 2017 yılında dünyada en yüksek oranda büyüyen 5 ülkenin bazı makroekonomik göstergelerine yer verilmiştir. Tablodaki göstergeler, benzer oranlarda büyüyen ekonomilerde büyüme artarken enflasyonun ve cari açığın artmadığına, büyüyen ekonomide işsizliğin azaldığına; aksi korelasyonun Türkiye ekonomisine özgü bir takım kırılmalıklardan ileri geldiğine işaret eder niteliktedir. Ayrıca büyümenin niceliğinden ziyade niteliğinin, sürdürülebilir bir kompozisyonun benimsenmesi gerektiği de görülmektedir.

	Büyüme	Enflasyon	İşsizlik	Cari Denge/GSYH
Türkiye	7.4	11.9	10.9	-5.5
Çin	6.8	1.8	3.9	1.3
Hindistan	6.4	4.0	6.1	-2.0
Endonezya	5.1	3.6	5.5	-1.9
Kore	3.1	1.5	3.7	5.1

Kaynak: IMF - Küresel Ekonomik Görünüm Raporu

Bu bağlamda, 2018 yılında öncelikli politikanın yüksek büyüme ivmesinin korunması mı, artan kırılmalıkların kontrol edilmesi mi, dengeleyici bir yaklaşım benimsenmesi mi olacağı en kritik başlık haline getirmiş durumdadır.

Orta Vadeli Plan'da da (OVP) ortaya konduğu üzere, büyüme hedeflerinin ekonomik istikrara yönelik diğer hedeflerden daha büyük bir öncelik taşıması; özellikle 2019 yılındaki seçim döngüsünün öncesinde mevcut büyüme performansının korunmak istenmesi sonucunda Türkiye ekonomisinde mevcut bulunan kırılmalıkların ve aşırı ısınma belirtilerinin devam edeceğinden endişe edilmektedir. Bu açıdan önümüzdeki dönemde büyüme dostu politikaların daha seçici ve etkin uygulanarak yan etkilerinin azaltılması gerektiği değerlendirilmektedir.

Bölge siyasetinde önemli rol üstlenen Türkiye'nin içinden geçmekte olduğu ekonomik-diplomatik ve jeopolitik sorunlarla beraber; Türkiye ekonomisi uzun süredir, yurtiçinde oluşan belirsizliklerle yurtdışından kaynaklanan riskler arasında, yönetilmesi oldukça zor bir süreçten geçmektedir. Uluslararası yatırımcı





nezdinde bölgesinde sorunları olan ve son dönemde Batı ile de ilişkileri bozulan bir Türkiye algısının düzeltilmesi önem taşımaktadır.

Böylesi hassas bir dönemde, hükümetin yatırım ortamını iyileştirmek ve doğrudan yabancı yatırımlarını teşvik etmek, büyümeyi sürdürülebilir kılmak, Türkiye'nin AB ile yakınlaşma sürecini yeniden başlatmak, finansman kaynaklarını arttırmak üzere güçlü ve kalıcı önlemler alması gerektiği ifade edilmektedir.

Yüksek dış finansman gerekliliği nedeniyle yurtdışı fon girişlerinin büyük önem taşıdığı Türkiye ekonomisi için, özellikle de küresel risk iştahında bozulma görülen dönemlerde daha kapsamlı reform ihtiyacı olduğu belirtilmektedir. Bu doğrultuda atılacak somut normalleşme adımlarının Türkiye ekonomisini yeniden dengeye getirebileceği; aksi halde likidite sorunları ve buna bağlı darboğazların gündeme gelebileceği düşünülmektedir.

9 Nisan tarihinde açıklanan Proje Bazlı Teşvik Sistemi, ekonomiye ve yatırım ortamına potansiyel etkileri bakımından iş dünyasında büyük memnuniyet yaratmıştır. Paket kapsamında petrokimya, savunma sanayi, ulaşım sistemleri, enerji teknolojileri, havacılık ve uzay gibi sektörlerde hayata geçirilecek yaklaşık 135 milyar TL yatırım bedeline sahip 23 projenin destekleneceği ifade edilmiştir. Doğrudan 35 bin, dolaylı olarak 134 bin kişiden fazla istihdam yaratılmasının dışında; projelerin tamamlanmasıyla birlikte yıllık cari açığın 19 milyar ABD Doları azalmasının hedeflendiği açıklanmıştır.

Proje Bazlı Teşvik Sistemine ek olarak 2018 eylem planı da iş dünyasında ve mali piyasalarda merakla beklenmektedir. Başbakan Yıldırım, yatırım ortamını iyileştirmek amacıyla 67 maddelik yeni bir paketin yakın zamanda TBMM'ye sunulacağını ifade ederken; krediye erişimi kolaylaştırmak hedefiyle alınan tedbirlerin de önümüzdeki günlerde kamuoyuyla paylaşılacağını belirtmiştir.

Yeni reform paketiyle birlikte 27 Mart'ta yürürlüğe giren reform paketinde yer alan kamu tek hesabı sisteminin etkin hale getirilecek olması para ve sermaye piyasalarında heyecan yaratmıştır. Nitekim kamunun tahsilat ve ödeme işlemlerinde daha etkin ve verimli bir uygulama ile borçlanma ihtiyacının azaltılması faizler üzerindeki baskı hafifletilecektir. Bununla birlikte, faiz düşüşü konusunda daha kalıcı çözümler açısından enflasyonun kontrol altına alınması büyük önem taşıdığından, enflasyonu düşürme doğrultusunda da bazı önlemlerin gündeme geldiği belirtilmektedir.

Yatırımlara hız kazandırmak ve piyasalara can suyu vermek açısından açıklanmakta olan teşvik ve destekler memnuniyet yaratmakla beraber; ekonomik ve sosyal reformlara hız kazandırılması, yapısal kırılmalıkların azaltılması, tasarrufların artırılması, üretim ve dış ticaret politikalarının desteklenmeye devam etmesi, ticaret ve yatırım politikalarının doğrudan yabancı yatırımları ve katma değeri yüksek ihracata yönelimi teşvik edecek biçimde yeniden düzenlenmesi, uzlaşmacı söylemler ile iç ve dış güvenin yeniden tesis edilmesi, orta-uzun vadede sürdürülebilir büyüme sürecini destekleyecektir.

### Büyüme: Potansiyelin de üzerinde

2017 yılı Türkiye ekonomisinin büyüme performansı bakımından global çapta dikkat çekici gelişmelere sahne olmuştur. 2016 yılında yaşanan olumsuzlukları bertaraf etmek ve ekonomiyi desteklemek adına atılan teşvik adımlarının etkisiyle yıl genelinde büyüme oranı %7.4 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Harcamalar yöntemine göre incelendiğinde özel tüketim harcamalarının büyümeyi yukarı çeken temel unsur olduğu gözlenmektedir. Ayrıca yatırım kalemlerinin de yıl genelinde büyümeye önemli destek sağlaması, büyümenin kompozisyonu açısından memnuniyet yaratmıştır.

### GSYH - Harcamalar Yöntemi (% puan)

	2016	2017
<b>Tüketim</b>	<b>3.5</b>	<b>4.4</b>
Kamu	1.2	0.7
Özel	2.2	3.7
<b>Yatırım</b>	<b>0.7</b>	<b>2.2</b>
<b>Stok Değişimi</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>
<b>Net İhracat</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.1</b>
İhracat	-0.4	2.6
İthalat	-0.9	-2.4
<b>GSYH</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>

Kaynak: TÜİK

Büyüme verileri üretim yöntemine göre incelendiğinde ise yıl genelinde ana sektörlerin bütününde kayda değer büyüme gözlenmiştir. Büyümeye en yüksek katkı turizm gelirlerindeki toparlanmaya bağlı olarak hizmetler sektöründen gelirken, 2016 yılında büyümeyi aşağı çeken tarım sektörünün de toparlandığı gözlenmektedir. Büyüme momentumu, kamunun aldığı tedbirlerin desteğiyle iç talepte ve yatırımlarda yaşanan canlanmanın yanı sıra baz etkisini de yansıtmaktadır. Yıl genelinde inşaat sektörü yatırımları pozitif seyredirken, krediler kanalı ve vergilerle sağlanan teşvik alanı söz konusu yatırım artışında etkili olmuştur.

### GSYH - Üretim Yöntemi (% puan)

	2015	2016	2017
Tarım	9.4	-2.6	4.7
Sanayi	5.1	4.2	9.2
<b>İnşaat</b>	<b>4.9</b>	<b>5.4</b>	<b>8.9</b>
<i>Gayrimenkul faaliyetleri</i>	2.4	3.6	2.6
Hizmetler	6.6	0.2	10.7
<b>GSYH</b>	<b>6.1</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>

Kaynak: TÜİK

Diğer taraftan, önemli büyüme performansına karşılık TL'deki değer kaybı nedeniyle GSYH rakamlarının ABD Doları karşılığı zayıf kalmış; kişi başına düşen gelir 2016 yılındaki 10,807 ABD Dolarından 10,597 ABD Dolarına gerilemiştir.

Büyümenin potansiyel oranının oldukça üzerindeki performansına karşılık; örneğin %7.4 yerine %5.0 düzeyinde olup, buna bağlı olarak enflasyon ve cari açık daha kontrollü genişlese ve döviz kuru 4.00 seviyeleri yerine 3.40 düzeyinde tutunabilse, böylece kişi başına düşen gelir de 11,300 ABD Dolarına ulaşsa ekonominin bütününe ilişkin daha olumlu bir tablo ortaya çıkacağını belirten analistler çoğunluktadır.

2018 yılında 2017 yılındaki büyüme performansına ne ölçekte ulaşılacağı ve bu kapsamda atılacak adımlar takip edilmektedir. Büyümenin dinamosu olarak iç tüketim tarafındaki gelişmelerin sürmesi beklenirken, net ihracatın katkısında bir miktar gerileme beklenmektedir.

### Enflasyon: Beklentilerin altında gerileme

TÜİK tarafından açıklanan veriler doğrultusunda tüketici fiyatları Mart ayında %0.99 artmış, yılsonunda %11.92 olan yıllık oran %10.23'e gerilemiştir. Böylece 2018 yılı başından bu yana yıllık enflasyonda gözlenen gerileme eğiliminin Mart ayında da devam ettiği gözlenmiştir. Ancak yılın başında beklentiler TÜFE artışının Mart ayından itibaren tek haneye inmesi yönünde olduğundan, enflasyonda beklenen düzeyde toparlanmanın gerçekleşmemesi, döviz kurundaki artışla beraber beklentilerin ve fiyatlama davranışlarının bozulmasına yol açmaktadır. Mart ayında tüm ana harcama gruplarında fiyatlar artış kaydederken, gıda grubu enflasyonun seyrinde etkili olmayı sürdürmüş, ulaştırma grubu da bu dönemde TÜFE artışına en yüksek katkıyı sağlayan ikinci kalem olmuştur.

Çekirdek enflasyon olarak adlandırılan ve mevsimsel ürünler, altın, enerji ve fiyatı kamu tarafından vergi yoluyla yönlendirilebilen ürünlerin dışarıda tutulduğu endekslerdeki değişim, enflasyonun kontrol altına alınıp alınamayacağı konusunda esas gösterge olarak kabul edilmektedir. TCMB tarafından da yakından izlenen çekirdek enflasyon göstergelerinde yılın başından beri devam eden aşağı yönlü seyir Mart'ta da sürmüş; B ve C endekslerinde yıllık artış sırasıyla %11.95 ve %11.44 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan manşet ve çekirdek enflasyon göstergelerinin halen çift hanelerde seyretmesinin, TCMB'yi sıkı duruşunu korumaya iteceği belirtilmektedir. Kur geçişkenliği azaldığı ve küresel gelişmeler elverdiği takdirde TCMB'nin faizlerde olası bir gevşemeye 2018 yılının ikinci yarısında başlayabileceği ifade edilmektedir.



### **Para Politikası: Sıkı duruş korunuyor, enflasyon vurgusu daha belirgin**

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), Mart ayı toplantısında faiz oranlarında beklentilere paralel olarak herhangi bir değişiklik yapmamış; piyasayı Geç Likidite Penceresi (GLP) faiz oranından %12.75 faiz oranıyla fonlamaya devam edeceğini açıklamıştır. TCMB tarafından toplantı sonrasında yapılan açıklamada faizleri sabit tutma kararının, enflasyondaki yüksek seyre ek olarak, son dönemde maliyet gelişmelerinin izleyen döneme yönelik beklentiler ile fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırması nedeniyle alındığı belirtilmiştir.

PPK sonrası yayımlanan açıklamada "Enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir" ibaresi yer almıştır. Bu vurgu TCMB'nin enflasyonda baz etkisi nedeniyle yaşanması beklenen geçici iyileşmelere karşılık siyasi kanattan gelmesi muhtemel faiz indirimi mesajlarına karşı bir ön görüş olarak yorumlanmıştır.

Diğer taraftan bazı analistler, TCMB'nin yıl içerisindeki adımlarının sıkı duruşu korumaktan ziyade, büyüme patikasında herhangi bir faiz engeline yol açmadan, döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı kontrol altında tutmaya yönelik bir duruş olduğunu; enflasyonda yaşanan kayda değer bozulma göz önüne alındığında, Merkez'in faiz hamlelerinin sınırlı, gecikmiş ve kontrollü olduğunu ifade etmektedir. Nitekim gelinen aşamada enflasyonda kalıcı bir iyileşme sağlamanın yegane yolunun daha belirgin sıkılaştırma adımları olduğu belirtilmektedir.

Uluslararası karşılaştırmalar, en başta Rusya ve Brezilya olmak üzere birçok GOE merkez bankasının, enflasyon görünümündeki bozulmaya karşılık erken ve güçlü faiz artışları yaptığını; enflasyon kontrol altına alındıktan sonra yeniden bir gevşeme döngüsüne girdiğini göstermektedir. Bu bağlamda diğer GOE'lerle Türkiye arasındaki faiz ve enflasyon farkının Türkiye varlıkları aleyhine belirgin biçimde açılmış olduğu göz önüne alındığında, TCMB'den daha etkin bir para politikası beklendiği dile getirilmektedir.

### **Dış Ticaret: Açıkta genişleme ivmelenerek sürüyor**

Şubat ayında ihracat hacmi yıllık bazda %9 artışla 13.2 milyar ABD Doları, ithalat hacmiyse %19.7 artışla 18.9 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiş; böylece Ocak ayında %100'den fazla artan dış ticaret açığı Şubat'ta yıllık bazda %54.2 ile genişlemeye devam ederek 5.8 milyar ABD Doları olmuştur. 12 aylık kümülatif verilere göre ihracat hacmi %10.7, ithalat hacmi %20.8 artmış; 12 aylık toplam dış ticaret açığı 83.7 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır.

Geçtiğimiz dönemde güçlü iç talebe bağlı olarak ithalatın ivmelenmesi ihracat artışını kayda değer oranda geçmiş; 2017 yılının ilk iki ayında ihracatın ithalatı karşılama oranı %74.3 iken bu oran 2018'in aynı döneminde %63.3 seviyesine gerilemiştir.

En önemli ihracat pazarı olan Avrupa bölgesi başta olmak üzere dış talepteki olumlu gidişat ve TL'deki değer kaybı ihracat hacmindeki yükselişi desteklemektedir. Ancak petrol başta olmak üzere yüksek seyreden emtia fiyatları ve altın ithalatının sürmesi ithalat hacmi üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde dış ticaret açığındaki yükselişin süreceği öngörülmektedir.

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

Ödemeler dengesi tarafında 2017 boyunca olduğu gibi 2018'in ilk ayında da cari açığın genişlediği ve açığın ağırlıklı olarak kısa vadeli portföy akımlarıyla desteklendiği gözlenmiştir. Cari açık Ocak ayında yıllık bazda %163 oranında artarak 7.1 milyar ABD Doları ile piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşmiştir. 12 aylık kümülatif verilere göre ise cari açık 51.6 milyar ABD Doları ile Nisan 2014'ten bu yana en yüksek seviyesine çıkmıştır. Cari açığın genişlemesinde dış ticaret açığındaki artış etkili olurken, turizm gelirlerinin cari açığı sınırlayıcı etkisi mevsimsel nedenlerle düşük seyretmiştir.

Cari açığın finansmanında portföy yatırımları ağırlığını korumaktadır. Portföy yatırımlarının aksine uzun süreli kalıcı yatırımları içeren, bir başka deyişle ülke ekonomisinin geleceğine ortak olmayı gerektiren doğrudan yabancı yatırımların sağladığı katkı ise gerilemeyi sürdürmektedir. 2017 yıl genelinde cari açığın %17.2'si doğrudan yatırımlarla, %65.4'ü sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli portföy yatırımlarıyla finanse edilmiş; dışarıdan sağlanan kaynak açığı karşılamaya yetmediği için kalan %17.4 de TCMB rezervleriyle karşılanmıştır. Hem cari açığın finansman kalitesinin arttırılması, hem de TCMB rezervlerinin korunması bakımından doğrudan yatırımların arttırılması büyük önem taşımaktadır.

### **Bütçe Dengesi: Disiplinin korunması kritik**

Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik parametreler arasında benzer ekonomilere kıyasla en güçlü kalemi olan bütçe disiplini, geçtiğimiz dönemde benimsenen genişleyici maliye politikalarına karşın 2017 yılının genelinde büyük ölçüde korunmuştur. 2018 yılının ilk iki ayında ise bütçe performansının bir miktar bozulduğu izlenmiş; 2017'nin Ocak-Şubat döneminde 4.6 milyar TL fazla veren merkezi yönetim bütçesi, bu yılın aynı döneminde 0.2 milyar TL açık vermiştir. Bu gelişmede 2017 Ocak ayında kaydedilen 4.2 milyar TL tutarında özelleştirme geliri belirleyici olmuştur.

Güçlü büyüme rakamlarıyla ortaya konan ekonomik aktivitenin vergi gelirlerine olumlu etkisinin yılın ilk çeyreğinde sürdürüldüğü görülmektedir. Şubat ayında yıllık bazda %31.4 oranında artan vergi gelirlerine en büyük katkıyı veren kalemler kurumlar vergisi ile özel tüketim vergisi olmuştur. Diğer taraftan, özellikle altyapı yatırımlarına yönelik sermaye giderlerindeki artış bütçe performansını aşağı yönde etkilemektedir. Nitekim yılın ilk iki ayında bütçe harcamaları %18.1 oranında artarken, sermaye giderleri bu artışa en fazla katkı veren kalem olmuştur.

Ekonomik aktiviteyi destekleme yönünde alınmakta olan tedbirler ve son günlerde açıklanan kapsamlı teşvik paketi değerlendirildiğinde, söz konusu büyüme yanlısı politikaların bütçe dengeleri ve beraberinde ekonomik dinamiklerin geneline zarar verebileceğinden endişe edilmektedir. Hatırlanacağı üzere, 2009 yılında iktisadi faaliyette yaşanan daralma sonrasında ağırlıklı kamu harcamaları kaynaklı olarak yakalanan hızlı büyüme 2011 yılında cari açığın 75 milyar ABD Doları ile sürdürülemez seviyelere yükselmesine ve kırılganlığın artmasına yol açmış; devamında makro ihtiyati tedbirlerle aşırı ısınan ekonomide büyümenin yavaşlatılması ihtiyacını doğurmuştu.

Mevcut görünüm açısından maliye politikası üzerinde halen manevra alanı bulunmakla beraber, bütçe hedeflerinde son dönemde yapılan yukarı yönlü revizyonlar göz önüne alındığında bütçe disiplini konusunun önümüzdeki dönemde çok daha kritik bir önem arz edeceği ifade edilmektedir.

### **İstihdam: Olumlu gelişmeler var, ancak...**

TÜİK işgücü istatistiklerine göre, 2017 yılı genelinde işsizlik oranı %10.9 olmuş; işgücüne katılım oranı %52.8 olarak ölçülmüştür. Aynı dönemde genç nüfustaki işsizlik oranı %20.8, tarım dışı işsizlik oranı %13 olarak açıklanmıştır.

2017 yılında Türkiye'de 15 yaş üstü nüfusun 1 milyon 119 bin kişi arttığı açıklanmıştır. Artan nüfus nedeniyle iş arayan kişilerin sayısı da artarak 1 milyon 39 bin kişi olmuş; işsizlikle mücadele amacıyla başlatılan kapsamlı uygulamalar dahilinde 1 milyon 619 bin kişiye iş imkanı yaratılmıştır. Böylece işsiz sayısı 581 bin kişi azalırken, işsizlik oranı da bir önceki yıl Aralık ayındaki %12.7 seviyesinden 2017 yılı Aralık ayında %10.4'e gerilemiştir. Yıl boyunca istihdam konusuna verilen önemin olumlu sonuçlar vermiş olduğunu göstermesi bakımından veriler olumlu karşılanmıştır.

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



### Güven Endeksleri: Mart ayında gerileme var

Tüketici güven endeksi, Mart'ta bir önceki aya göre %1.3 azalarak 71.3'e gerilemiştir. Sektörel güven endeksleri de aynı dönemde gerilemiş; hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörleri güven endekslerindeki aylık düşüşler sırasıyla %1.6, %1.9 ve %5.9 oranında gerçekleşmiştir. Reel kesim güven endeksi, hizmet sektörü güven endeksi, perakende ticaret güven endeksi ve inşaat sektörü güven endeksinin farklı ağırlıklarda birleştirilmesiyle oluşturulan Ekonomik Güven Endeksi de aynı dönemde %2.6 oranında azalmış, 103 seviyesinden 100.2'ye düşmüştür.

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

### Kredi Notu ve Risk Primi: Kredi notu düşerken risk primi artıyor

Türkiye'nin kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan 3 büyük kuruluş nezdinde de yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. 7 Mart 2018 tarihinde Moody's, Türkiye'nin kredi notunu bir basamak indirerek Ba1'den Ba2'ye getirmiş ve S&P ile aynı seviyeye taşımıştır. Mevcut durumda Türkiye'nin Fitch tarafından verilen notu yatırım yapılabilir seviyenin bir basamak, Moody's ve S&P tarafından verilen notu ise iki basamak altında bulunmaktadır.

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

Türkiye'nin 2016 yılı sonunda yatırım yapılabilir notunu kaybetmiş olmasının mali piyasalarda yol açtığı sert tepki düşünüldüğünde, Moody's tarafından gerçekleştirilen son düşüşün etkisi oldukça sınırlı olmuştur. Ancak yeniden yatırım yapılabilir nota sahip olma olasılığının son gelişmeyle daha azalmasının, özellikle küresel risk iştahının bozulduğu bu dönemde ülkenin dış finansman açısından kırılganlığını arttıracak bir husus olduğu ifade edilmektedir. Bununla beraber, Moody's halen bazı Türk firmalarını yatırım yapılabilir seviyede notlamaktadır. Ülkenin kredi notunun aşağıya çekilmesinin ardından Moody's Türk firmalarına verdiği notları da indirme ihtimali, firmaların yurtdışı kaynaklı borçlanma maliyetlerini olumsuz etkileyebilecek potansiyel taşımaktadır.

CDS Primi (*Kredi Temerrüt Risk Primi*), ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre günlük olarak güncellenmekte ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik ve objektif bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Türkiye 5 yıllık CDS primi, 2017 yılı başındaki 273 seviyesinden sonra yıl boyunca sınırlı iniş-çıkışlar sergilese de genel eğilim bakımından gerilemiş; yılsonunda 155 seviyelerine kadar inmiştir. CDS primleri yılın ilk iki ayında yatay seyretmiş, Mart ayında yurtdışı piyasalara yönelik risklerin artmasına paralel olarak yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. 11 Nisan itibarıyla Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 211 düzeyinde bulunmaktadır. Primlerin 200 referans düzeyini aşması, Türkiye ekonomisinin GOE sepeti içindeki negatif ayrışmasına işaret etmektedir.

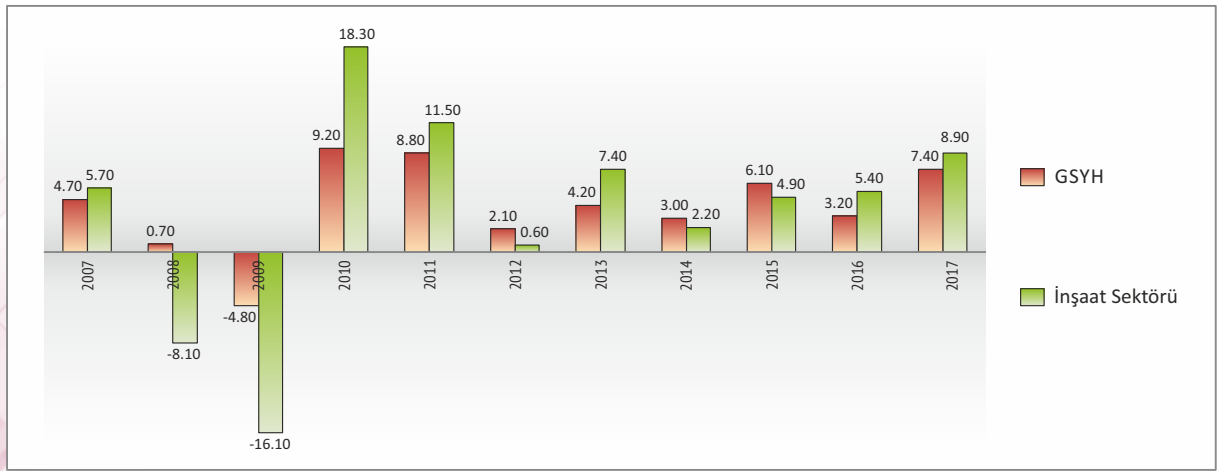
## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Büyüme sürüyor

GSYH içindeki direkt payı %8.6 olan, bağlı sektörlerle dolaylı etkileri düşünüldüğünde ise payı %30'lara ulaşan inşaat sektöründe reel büyüme 2017 yılında %8.9 olmuştur. Sektörel büyüme yılın ilk çeyreğinde %5.2, ikinci çeyreğinde %5.5, üçüncü çeyreğinde %18.6 ve son çeyrekte %5.8 olarak ölçülmüştür.

TÜİK tarafından yeni hesaplama yöntemi ile açıklanan büyüme verileri içinde kamu ve özel sektör inşaat yatırımları ayrımı kaldırılmış olduğundan, dönemsel bazda detaylı bir karşılaştırma yapmak olası değildir. Toplam inşaat harcamaları 2017 yılında bir önceki yıla göre %25.7 genişleyerek 533.8 milyar TL'ye ulaşmıştır.

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



Kaynak: TÜİK

\* Türkiye İstatistik Kurumu, GSYH'nin hesaplanma yönteminde Ulusal Hesaplar Sistemi ve Avrupa Hesaplar Sistemi'ne uyumlu olarak revizyon gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede, daha önce sabit fiyatlarla (1998=100 bazlı) açıklanan büyüme rakamları zincirlenmiş hacim endeksi (2009=100 bazlı) yöntemine göre hesaplanmaya başlanmıştır. Yukarıdaki tabloda 2007-2015 dönemi için eski yöntemle hesaplanıp açıklanan, 2015 sonrası dönem için güncel yöntemle açıklanan veriler gösterilmektedir.

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 önemli projelerin tümü; ayrıca birçok ilde açılışı yapılmaya başlanan entegre sağlık yerleşkeleri ve hastane projeleri, kamu-özel işbirliği (KÖİ) modeli ile Türkiye Müteahhitler Birliği üyeleri tarafından hayata geçirilmektedir.

2017 yılında sözleşme değeri 6.3 milyar ABD Doları, yatırım tutarı 4.5 milyar ABD Doları olan 10 büyük ölçekli projenin uygulama sözleşmesi imzalanmış; Türkiye'de uygulanan KÖİ projelerinin sayısı 225'e, proje sözleşme büyüklüğü 135 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Sözleşme büyüklüğüne göre değerlendirildiğinde yap-işlet-devret modeli ile hayata geçirilen havalimanı yatırımları 69.4 milyar ABD Doları ile toplam proje büyüklüğünün yarısından fazlasını oluşturmuştur. Bu rakamı 27.7 milyar ABD Doları ile enerji, 19.4 milyar ABD Doları ile yol-köprü-tünel ve 11.7 milyar ABD Doları ile sağlık tesisi yatırımları takip etmiştir.

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 taşımaktadır. FED başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal normalleşme adımlarının, daralan likidite koşulları ve tersine sermaye akımları üzerinden gelişmekte olan ülkelerde borçlanma maliyetlerini arttıracığı



belirtilmektedir. Ayrıca jeopolitik risklerde artış eğilimi, döviz kurlarının yüksek seyri ve faiz tarafındaki gelişmeler sektörde maliyetleri yukarı çekebilecektir.

Sektöre ilişkin yatırım fırsatları ve finansman riskleri birlikte değerlendirildiğinde, inşaat sektöründeki büyümenin önümüzdeki dönemde genel ekonomik performansın üzerinde seyretmeyi sürdürmesi beklenmektedir.

### Konut Segmenti: Durgunluk İşaretleri

Geçtiğimiz yıl alınan tedbirlerin de etkisiyle 2017 yılında Türkiye genelinde 1.409.314 konut el değiştirmiştir. Böylece peş peşe 5 yıl boyunca 1 milyonun üzerinde konut satışı gerçekleşmiştir. Özellikle 2017 Eylül ayında yıllık bazda %29 artışla sıçrama yapan satışlarda esas etmenin, Mart ayında yürürlüğe giren ve 30 Eylül tarihinde sona eren tapu harcı indirimi olduğu ifade edilmektedir. Nitekim uygulamaya son verilmesinin ardından, 2017 yılı son çeyreğinde konut satışlarında gerileme başlamıştır.

Konut segmentinde durgunluk işaretleri, 2018 yılının ilk iki ayında hem gerileyen konut satış istatistikleri, hem de reel olarak azalan konut fiyatları üzerinden gözlenmiştir. Toplam satışlar Şubat ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.4 gerilerken, yılın ilk iki ay toplamındaki satışlar da yıllık bazda %2 oranında azalmıştır.

	Şubat 2018	Şubat 2017	Değişim (%)
İpotekli Satışlar	27 916	38 676	-27.8
İlk satış	12 268	16 399	-25.2
İkinci el satış	15 648	22 277	-29.8
Diğer Satışlar	68 037	62 792	8.4
İlk satış	31 445	28 816	9.1
İkinci el satış	36 592	33 976	7.7
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>95 953</b>	<b>101 468</b>	<b>-5.4</b>
İlk satış	43 713	45 215	-3.3
İkinci el satış	52 240	56 253	-7.1
Yabancılarla Satışlar	1 729	1 306	32.4

Kaynak: TÜİK

Toplam satışların yaklaşık %35'ini oluşturan ipotekli konut satışları Şubat döneminde %27.8 oranında gerilemiştir. Bu sonuçla ipotekli konut satışlarında 2017 yılının son dört ayı ile bu yılın ilk iki ayını kapsayan 6 aylık dönemde gerileme eğilimi sürmektedir.

Aynı dönemde, ekonomiye doğrudan katkı sağlaması açısından daha önemli sayılan ilk satışlar %3.3 oranında düşüş göstermiştir. Daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlar da %7.1 azalmıştır.

Diğer taraftan, bölgesel arz-talep koşulları farklılık gösterse de, yurt genelinde konut fiyatlarında yıllık artış hızı yavaşlamakta ve yeni konutlarda stok erime hızı düşmektedir. REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2018 Şubat ayında bir önceki aya göre artış %0.28 gibi sınırlı bir oranda gerçekleşmiştir. Şubat ayı stok erime hızı rakamları değerlendirildiğinde adet bazlı %4.5 oranında, metrekare bazlı ise %4.0 oranında stoklarda erime gözlenmiştir.

Konut edinmek isteyenlerin kredi kullanımından kaçınma eğilimine de işaret eden bu tablonun; konut fiyatlarının pahalı bulunmasıyla, geçtiğimiz yıl toplamında ortalama 2.35 puan artan konut kredisi faizlerinin yüksek seyriyle ve faizlerin düşeceği beklentisiyle ilgisi olabileceği gibi, genel ekonomik koşullarda borç yükü altına girilmek istenmemesiyle de ilgili olabileceği değerlendirilmektedir. Yükselen döviz kurları enflasyonu, enflasyon da faizleri yükselttiğinden, geçtiğimiz dönemde konut kredisi kullanma riski artmış, konut talebi gerilemiştir.

Güvenlik endişelerinin artması sonucu 2016 yılının toplamında bir önceki yıla göre %20.3 azalmış olan yabancılara konut satışları, 2017 yılında %22.2 oranında artmış; son dönemde daha da hızlanarak artış hızı %32.4 olmuştur. Ülke uyruklarına göre en fazla konut satışı Irak vatandaşlarına yapılmış; Irak'lı Suudi Arabistan, Kuveyt, Rusya Federasyonu, İran ve Afganistan takip etmiştir. Yurtiçinde yabancıların konut alımını kolaylaştıran yasal düzenlemeler, farkı illerdeki büyük konut projeleri ve özellikle Ortadoğu ile Körfez ülkelerinde göç olgusunun yarattığı talebin, yabancılara konut satışları kalemini olumlu etkilediği gözlenmektedir.

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

Kaynak: TÜİK

Özellikle ilk el konut satışlarına ilişkin istatistikler konut talebini gösterirken; yapı kullanım izin belgesi verilen konutlar hangi miktarda konutun tamamlanmakta ve kullanıma hazır hale gelmekte olduğunu, başka bir deyişle konut arz durumunu göstermektedir.

Belediyeler 2017 yılında toplam 821 bin konut için yapı kullanım izni vermiş, 2017 yılındaki ilk elden konut satışı ise 660 bin olarak kaydedilmiştir. 2017 yılında 161 bin adet konut, toplam konut stokuna eklenmiştir. Yukarıdaki tabloda, 2013 yılından bu yana verilen inşaat ruhsatı ve yapı kullanım izinleriyle ilk el satışları gösterilmektedir. Arz-talep arasındaki fark her yıl stoklara eklenmekte olup; konut stokları artmaktadır.

2005 yılı öncesinde paralel düzeyde seyreden yapı kullanım izinleri ve inşaat ruhsatları bu tarihten itibaren ayrılmaya başlamış, sonraki yıllarda ruhsatlar kullanım izinlerinin belirgin oranda üzerine çıkmıştır. 2017 yılında bu fark daha da açılmış, 821 bin konuta yapı kullanım izin belgesi verilirken 1.3 milyonu aşkın inşaat ruhsatı verilmiştir.

Veriler, konut sektöründe talep azalması gözlenirken yapı stoklarının da artış eğiliminde olduğunu; ancak konut stoklarında henüz belirgin bir balon olmadığını gösterir niteliktedir. Konut fiyat endekslerinde son dönemde izlenen ivme kaybı da bu olguyu teyit etmektedir.

Diğer yandan, gayrimenkul yatırımlarında alım tercihlerinin, maliyet-getiri analizlerinin, genel ekonomik ve sosyal durumun dışında kredi riski, kur riski, finansman riski gibi çok katmanlı birçok unsur rol almaktadır. Yurt içinde yükselen enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları ile harcanabilir gelirden beklenen düşüşün talebi önümüzdeki dönemde de sınırlayabileceği; konut satışlarındaki gerileme eğiliminin devam edebileceği düşünülmektedir.

Mevcut göstergeler, 2018 yılına yönelik projeksiyonlar, dövizdeki dalgalanma nedeniyle tüm girdi maliyetlerinde oluşan artışın yanı sıra, aylık %1 seviyesinin üzerine çıkmış bulunan konut kredisi faizlerinin de yükseliş eğilimi dikkate alındığında, sektörün desteklenmeye devam etmesi önem arz etmektedir.

#### **Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Toparlanma beklentisi**

Türk müteahhitlik firmalarınca 1972'den 2018 ilk çeyrek sonuna kadar 119 ülkede üstlenilen 9309 projenin bedeli 359.2 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin başladığı

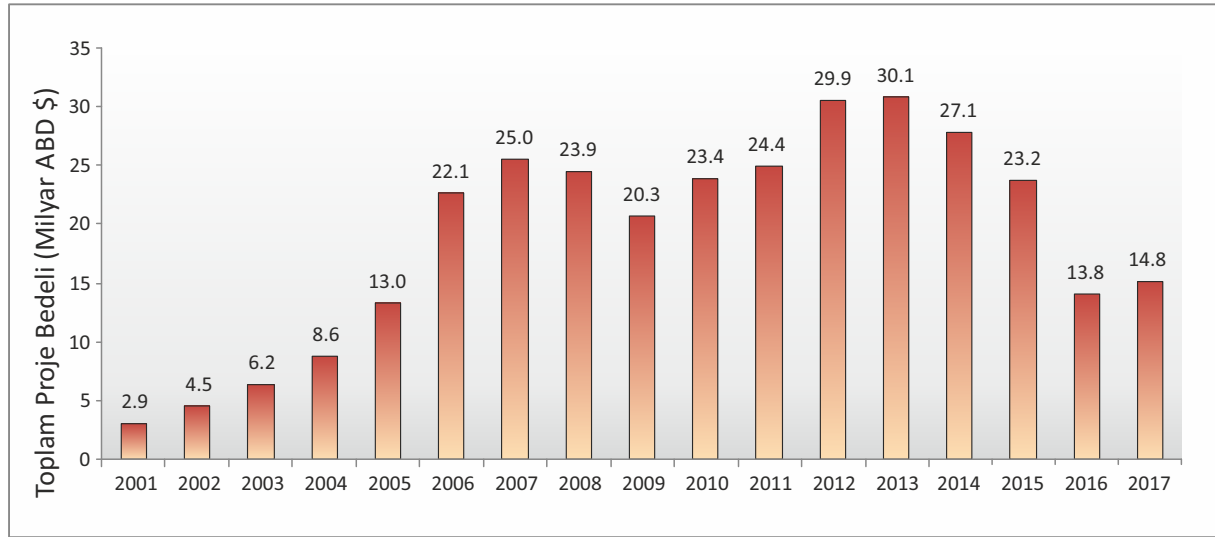




tarihten bu yana üstlenilen projelerin bölgelere göre dağılımında projelerin %46.2'si Avrasya, %26.6'sı Ortadoğu, %18.2'si ise Afrika ülkelerinde gerçekleştirilmiştir.

2018 yılının ilk çeyreğinde yurtdışında 3.4 milyar ABD Doları tutarında 32 yeni proje üstlenilmiştir. Bu performans, 2017 yılının aynı döneminde 2.9 milyar ABD Doları, 2016 yılının aynı döneminde 1.1 milyar ABD Doları olarak gerçekleşen proje bedelleriyle karşılaştırıldığında, yurtdışı müteahhitlik hizmetleri segmentine ilişkin toparlanma beklentileri güçlenmiştir. Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından en önemli pazar olan Rusya ile düzelen ilişkiler sektördeki iş hacmini belli oranda arttırmış; 2017 yılında Rusya'da yaklaşık 2 milyar ABD Doları tutarında proje üstlenilmiştir. Bununla birlikte, enerji fiyatlarında geçtiğimiz dönemde kaydedilen tedrici toparlanma, Türk müteahhitlerin halihazırda çok güçlü referanslara sahip olduğu enerji ihracatçısı pazarlardaki inşaat faaliyetine ve dolayısıyla Türk müteahhitlerin söz konusu pazarlardaki iş hacmine olumlu yansımıştır.

### Yıllara Göre Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

Diğer taraftan, Türk müteahhitlik firmalarının yurtdışında imzalanan yıllık sözleşme proje tutarı son 2 yıllık dönemde geçmiş yıllara oranla belirgin bir şekilde gerileme göstermiştir. Türk firmalarının yurtdışında üstlendikleri yıllık yeni proje tutarı 2012-2015 döneminde 25-30 milyar ABD Doları bandına oturmuş durumdayken, 2016-2017 döneminde yurtdışında üstlenilen yeni proje tutarı 14-15 milyar ABD Doları bandına inmiştir.

Bu durum büyük ölçüde sektörün ana pazarlarındaki jeopolitik sorunlardan kaynaklanmaktadır. Irak ve Libya başta olmak üzere geleneksel pazarlarda bütünüyle toparlanma halen söz konusu olmamış; artarak süren jeopolitik riskler sektörün yurtdışındaki faaliyetlerini ve büyüme olanaklarını sınırlamaya devam etmiştir. Konvansiyonel pazarlardan doğan kaybı dengeleyebilecek yeni fırsatlar için, potansiyel pazarlar olan Sahra Altı Afrika, Hindistan, Ağustos 2017 tarihinde Türkiye'nin Sektörel Diyalog Ortağı olduğu ASEAN (Güney Doğu Asya Ülkeleri Birliği) Bölgesi ve Latin Amerika pazarları yakından takip edilmektedir. Önümüzdeki dönemde, belirli düzeyde artış ivmesi kazanan enerji fiyatları, Suudi Arabistan, Cezayir, Türkmenistan gibi Türk müteahhitlik firmalarının referanslarının güçlü olduğu pazarlardaki yatırım ortamı ve finansman koşullarına olumlu yansiyabilecektir.

Rusya ile ilişkilerimizdeki normalleşmenin yanı sıra, Sahra Altı Afrika başta olmak üzere potansiyel pazarlardaki fırsatlar da göz önüne alındığında, en kötü dönemin geride kaldığı; önümüzdeki yılın, yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin gelişimi açısından son 10 yıllık dönemde kazanılmış ivmenin kaybedildiği bir dönem olan 2016-2017 döneminden daha olumlu olacağı değerlendirilmektedir.

## UFUK TURU

**Nouriel ROUBINI**, 5 Şubat 2018, Project Syndicate.org  
**Roubini Global Economics Başkanı, Ekonomi Profesörü**

Eğer Trump korumacılığını çok ileri götürürse, kuşkusuz ticaret savaşlarını tetikleyecektir. ABD'nin ticaret ortaklarının bu ithalat kısıtlamalarına misilleme yapmak dışında fazla seçeneği olmayacaktır. Ardından gelecek kısasa kısas, küresel ekonomik büyümeyi engelleyecek, bütün ekonomilere ve politikalara zarar verecektir. Piyasalar zaten ihtiyatlı hale gelmişken; korumacılık ve umursamaz, siyasi para politikasının ticaret, para birimi ve sermaye-kontrol savaşlarını hızlandırması halinde tam bir panik durumu olasıdır.

**Taner BERKSOY**, 29 Mart 2018, Dünya Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Bugün itibariyle dünyadaki değişim dinamiğinin en belirgin ipuçları ekonomi alanında gözlenmektedir. Siyaset ve toplumsal yapıdaki değişim hareketleri güçlü bir iktisadi değişim ivmesi yaratmıştır. Bunun ilk adımı yakın geçmişte sağlanmış olan açık ekonomi ve serbest ticaret ortamından sapılmasıdır. İlk adımda bunun bir "ticaret savaşı" üretmesi olasılığı her geçen gün güçleniyor. Bu hareketlerin yeni bir dünya yaratmaktan çok eski dünyaya dönüş yönünde olduğuna da işaret etmek gerekir. Ekonomide yeni bir dünyanın ortaya çıkacağını gösteren temel değişken ise teknolojiye güçlü değişimdir. Siyaset ve toplumsal düzende değişimlerin sürdürülmesi ve yeni bir dünyanın sürükleyici güçleri olması en azından tartışmalı gelişmelerdir. Yeni dünyanın esas belirleyicisinin teknolojiye dönüşüm olacağını söylemek yanlış olmaz diye düşünüyorum.

**Güngör URAS**, 29 Mart 2018, Dünya Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Ticaret Savaşları'nın 2 önemli silahı; (1) Ülkenin para birimini değersiz tutarak ihracatta fiyat rekabeti elde etmesi, ihracatı artırması, (2) İthalatı kısıtlamak için gümrük vergilerini yükseltmesi veya tarife dışı engellerle ithalatı kısıtlamasıdır. ABD bugüne kadar serbest ticaretin öncüsü durumunda idi. Gümrük vergilerinin, tarife dışı engellerin kaldırılmasını savunuyordu. Başkan Trump'un çelik ve alüminyuma getirdiği ek vergi, ABD'ye çelik ihraç eden ülkelerden biri olduğu için Türkiye'yi de etkileyecek, ABD, ek vergi kararından, Kanada ve Meksika'nın yanında, AB, Avustralya, Arjantin, Güney Kore ve Brezilya'nın muaf tutulacağını açıkladı. Türkiye muaf ülkeler listesine giremedi. ABD'nin dış ticaret açığı küçülürken, ihracat geliri azalacak olan Türkiye'nin dış ticaret açığı büyüyecek. Türkiye'nin bir başka şanssızlığı, Başkan Trump'ın kararından sonra dünya borsalarındaki ve piyasalarındaki dalgalanmalardan en fazla etkilenen ülkelerin başında gelmesi.

**Servet YILDIRIM**, 12 Nisan 2018, Milliyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Siyasette ve askeri alandaki tırmandırmanın varacağı noktayı kestirmek zor ama ticaretteki tırmandırmanın varacağı nokta belli. Trump'ın başlattığı ticaret savaşı dünya ticaretinde alışılmamış hareketlere neden olacak... Ambargo nedeniyle artan emtia fiyatları bizim gibi ekonomileri de vurabilir. İmalat sanayiinde maliyetler yükselebilir. Tarife artışları nedeniyle ABD pazarına girmekte zorlanan Çinli üreticiler imalatı durdurmak yerine aynı hızda üretip başka pazarlara satmak isteyebilirler. Aynı şekilde Çin misillemesi nedeniyle zorlanan ABD'liler de diğer pazarlara ağırlık vereceklerdir. Bu da aynı pazara mal satan Türk firmaları için daha sıkı rekabet demek. Alışılmışın dışında hareketler bunlar. Yabancılar buna 'realignment of trade' yani 'ticaretin yeniden ayarlanması' diyorlar. Firmalarımız değişime hazır olmalı.



**Erdal SAĞLAM**, 29 Mart 2018, Hürriyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Başbakan Yıldırım 15 yılda Türkiye'ye toplam 191 milyar Dolarlık doğrudan küresel sermayenin geldiğini, bunun ülkeye olan güveni gösterdiğini söylüyor. İşte işin püf noktası da, bence burada. Son 15 yılda hiç görülmedik doğrudan sermayenin geldiği kesin ama geliş dönemlerine baktığınızda Türkiye'nin bir yandan mali ve parasal disiplin sağlarken, öte yandan büyümeyi artırdığı bir döneme denk geldiğini görürsünüz. Hem küresel ortam uygundu hem de AB ile ilişkilerin canlı, hukuk ve demokrasinin güçlü olduğu bir dönem yaşanıyordu ve bu konuda oluşturulan güven ortamının etkisi çok büyüktü. Türkiye'nin başarı hikayesi yaratıp doğrudan yabancı sermayeyi çektiği, yani makro istikrarla birlikte büyümeyi yakaladığı dönem, böyle bir iklim sayesinde yaşandı. Şimdi hem küresel bazda hem yerel bazda iklim epeyce farklı. Bu iklim yeniden yaratılır mı dersiniz, elbette yaratılabilir. Ancak işlerin düzeltilmesi için tercih edilen yeni yöntemler, eski başarı kazanılan döneme kıyasla çok farklı.

**Prof. Dr. Nevzat SAYGILIOĞLU**, 31 Ocak 2018, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Dünyada ve özellikle Türkiye'de ekonominin seyri konusunda kafalar karışık. İktisatçılar, siyasetçiler, akademisyenler, basın, iş dünyası ekonomik konulara kendi açılarından veya bir boyuttan bakıyorlar. Dolayısıyla sonuçlarını da farklı görüyorlar. Adeta 'körün fili tarifi' gibi. Malum, kör, filin neresini tutuyorsa, fili öyle tarif edermiş... Çeşitli çevreler de ekonomiye baktıkları zaviyeden farklı şeyler görüyorlar ve hatta görmek istiyorlar. Ona göre söylem geliştiriyorlar.

**Mahfi EĞİLMEZ**, 24 Mart 2018, mahfiegilmez.com  
**Hazine Eski Müsteşarı, Ekonomi Yazarı**

Birçok kişinin beklentisi bu kadar yüksek bir büyüme oranının TL'nin pozitif ayrışmasına yol açacağı şeklindeydi. Oysa tam tersine büyüme oranının yüksekliği bu kırılganlığı azaltan değil artıran bir gelişmeye işaret ediyor. Çünkü Türkiye ekonomisi, potansiyel büyüme oranının (yüzde 5 olarak kabul ediyoruz) üzerinde büyümeye zorlandığında, parasına değer kaybettiren bütün göstergeleri de zorlamış oluyor. Bir başka ifadeyle yüksek büyümenin maliyeti yükselen enflasyon, artan cari açık, azalan merkez bankası rezervleri ve yükselen dış borç yükü olarak karşımıza çıkıyor. Herkes yüksek büyüme oranının başarısını konuşurken, iktisatçılar, bozgunculukla damgalanmayı göze alarak, hep o eski soruyu sormak durumunda kalıyorlar: Ne pahasına?"

**Fatih ÖZATAY**, 28 Mart 2017, Dünya Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Yüksek büyüme oranına sevinelim. Ama beraberinde getirdiği sorunları gözden kaçırmayalım. Daha önemlisi, bu tip sorunlara yol açmadan 2017 büyümesini uzun yıllar nasıl sürdürebileceğimize, yani potansiyel büyüme oranımızı nasıl yükseltebileceğimize odaklanalım.



## TBMM'NİN ERKEN SEÇİM KARARI SONRASI...

MHP Genel Başkanı Devlet Bahçeli'nin, 17 Nisan 2018 tarihinde partisinin grup toplantısındaki konuşmasında genel seçimlerin 26 Ağustos'ta yapılması yönündeki önerisiyle başlayan süreç, Türkiye'nin, olağan takviminden 1.5 yıl önce yani 24 Haziran 2018 günü erken seçime gitmesi kararıyla sonuçlanmıştır. Bahçeli'nin konuşmasının ertesi gününde bir araya gelen Cumhurbaşkanı Erdoğan ile MHP Lideri, erken seçim konusunda anlaşmış; görüşmenin ardından kısa bir açıklama yapan Erdoğan, ittifak konusunda mutabık oldukları MHP Genel Başkanı Bahçeli ile istişareleri çerçevesinde seçimleri 24 Haziran 2018 günü yapmaya karar verdiklerini ifade etmiştir. Ardından hızla başlatılan yasal süreç ile erken seçim teklifi TBMM'de kabul edilmiştir.

Cumhurbaşkanı Erdoğan, erken seçim kararının gerekçesini Suriye ve Irak'taki gelişmeler, makroekonomi ve büyük yatırımlara yönelik kararlar ile hükümet işleyişindeki olası aksaklıkların önlenmesi şeklinde açıklamıştır. Erdoğan, "Türkiye'nin önündeki iç ve dış gündemin yoğunluğu, erken seçim kararının açıklanmasıyla ortaya çıkacak belirsizliğin bir an önce ortadan kaldırılmasını zorunlu kılıyor. Suriye'deki gelişmelerin hızlandığı, makroekonomik dengelerden büyük yatırımlara kadar her konuda çok önemli kararlar vermemiz gereken bir dönemde seçim konusunu ülkemizin gündeminden bir an önce çıkarmamız şarttır" şeklinde konuşmuştur.

Erken seçim tartışmaları, piyasalarda Devlet Bahçeli'nin 26 Ağustos önerisiyle hızlı bir dalgalanma yaşanmasına neden olmuş, dolar kuru 4.15'e kadar yükselmiştir. Kurda yaşanan zirvenin ardından piyasalar Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın açıklamasıyla tam ters yönde bir tepki vermiştir: Dolar kuru TL'nin değer kazanmasıyla 18 Nisan 2018'de 4.00'a kadar inmiştir. TL, TCMB'nin para politikasında sıkılaşmaya gittiği 12 Ocak 2017'den bu yana en büyük günlük kazancını elde etmiştir. BİST-100 endeksi günü %3.08 primle tamamlamış ve gösterge faiz oranı 33 baz puan düşüşle %14.02 olmuştur.

## TCMB PARA POLİTİKASI KURULU KARARI SONRASI...

Erken seçim kararının ardından T.C. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, 25 Nisan'daki aylık toplantısında piyasa beklentilerine paralel olarak Geç Likidite Penceresi (GLP) faiz oranını 75 baz puan artırarak %13.50'ye yükseltmiştir. PPK, haftalık repo faizini %8, gecelik borç verme faizini %9.25, gecelik borçlanma faiz oranını da %7.25 düzeyinde sabit tutmuştur. PPK, piyasaya fonlamanın büyük bölümünü yaptığı GLP faizini son olarak Aralık ayında 50 baz puan artırmıştı.

TCMB tarafından toplantı sonrası yapılan açıklamada, kararın, yüksek enflasyon ve enflasyon beklentilerinin fiyatlandırma davranışlarında risk oluşturmayı sürdürmesi ile ithalat fiyatlarındaki yükselişin riskleri artırması nedeniyle alındığı belirtilmiştir. Açıklamada, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamak için elindeki bütün araçları kullanmaya devam edeceği, enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceği vurgulanmıştır.

Bazı analistler tarafından erken seçim tartışmalarının fitili ateşlenmeden daha önce faiz artırım beklentisi içine giren piyasanın ortaya çıkan seçim belirsizliğini göz ardı ederek bu beklentiyi satın aldığı dile getirilmiştir. Faiz kararının ardından borsa beklenen pozitif tepkiyi vermemiş ve BİST-100 günlük %2.4 değer kaybıyla günü 107.4 seviyesinden kapatmıştır. TL'de ise değer kazancı sınırlı kalmış, Dolar kuru dalgalı bir seyrin ardından 4.09-4.10'larda dengelenme eğilimine girmiş olup gösterge faiz %14.27 düzeyinde kalmıştır. Kararın etkisinin, ekonominin yapısal sorunlarından kaynaklı riskler ve siyasi gündem nedeniyle sınırlı olacağı, kur ile faizde yukarı yönlü trendin sürmesinin muhtemel olduğu ekonomi çevrelerince değerlendirilmektedir. Nitekim TCMB de birkaç gün önce açıkladığı beklenti anketinde yılsonu enflasyon tahminini %9.49'dan %10.07'ye yükseltmiştir.



## İŞ DÜNYASININ ERKEN SEÇİM KARARINA TEPKİSİ NE OLDU?

### **Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) Başkanı M. Rifat HİSARCIKLIOĞLU**

İş dünyamızı rahatsız eden belirsizliklerin biran önce ortadan kalkması ve ekonomik reform gündemimize daha iyi odaklanabilmemiz açısından 24 Haziran 2018 tarihi son derece yerinde bir tercihtir. Türkiye, 24 Haziran sonrasında hedeflerine hızla ilerleyecektir.

### **Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) Başkanı Nail OLPAK**

Seçimlerin öne alınmış olması iş dünyası açısından belirsizliklerin de bir an önce ortadan kalkacağı ve önümüzü daha net göreceğimiz anlamına geliyor. Seçimlerin en kısa sürede tamamlanıp, gündemden kalkmasıyla işimize ve hedeflerimize daha çok odaklanabileceğiz.

### **Uluslararası Yatırımcılar Derneği (YASED) Başkanı Ahmet ERDEM**

Seçim tarihinin netleşmiş olması, iş dünyasının bu konuda algıladığı belirsizliği de ortadan kaldırmıştır. Alınan bu kararın ekonomi alanında devam etmekte olan reformlara odaklanılmasına katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

### **Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)**

İlk defa yeni anayasal çerçevede ve OHAL ortamında yapılacak olan Cumhurbaşkanlığı ve TBMM seçimlerinin güven, hukuk, adil koşullar ile düşünce özgürlüğü ortamı içinde gerçekleşmesi için devletimize ve tüm siyasi partilerimize büyük sorumluluk düşmektedir... Küresel ekonomideki mevcut gelişmeler seçim sürecinde dahi ekonomik istikrara azami özen gösterilmesini gerektirmektedir. Seçimlere kadar olan dönemde makroekonomik istikrarı gözetecek politikalara öncelik verilmeli, finansal istikrarı zedeleyecek uygulamalardan kaçınılmalıdır. Seçimlerin ardından ülkemizi demokratik, ekonomik, sosyal ve küresel alanlarda güçlendirecek reformlara odaklanılmasını arzu ediyoruz. Bu alanlardaki reformları tamamlayan, demokrasi ve özgürlükler ülkesi olarak güçlenen bir Türkiye küresel seviyede yüksek siyasi etki ve ekonomik rekabet gücüne sahip olacaktır.

## FAİZ KARARINI EKONOMİ YAZARLARI NASIL DEĞERLENDİRDİ?

### **Erdal SAĞLAM, Hürriyet Gazetesi Ekonomi Yazarı**

Merkez Bankası'nın da piyasaların 50 baz puanlık artış beklentisinin de etkisiyle, biraz da olumlu sürpriz için 75 baz puanlık artışa gittiği açık. Merkez Bankası yönetiminin bu kararı alırken, Nisan ayı enflasyon rakamlarının yüksek çıkacağına ilişkin ilk verilere sahip olduğunu söyleyenler de bulunuyor. Zaten PPK açıklamasında enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksekliğine ilk kez bu kadar güçlü vurgu yapması da bunun kanıtı olarak görüldü. Dolayısıyla Merkez Bankası, 2 ay sonra yapılacak seçimlerin de etkisiyle, kur artışlarında biraz da zaman kazanabilmek, bir başka deyişle önden beslemeli davranmak için, piyasa beklentisinin üzerinde faiz artışı yaptı diyebiliriz. Ancak Merkez Bankası'nın zaman kazanmak için aldığı bu kararın da piyasalara yetmediği açık. Bunun asıl nedeni elbette enflasyon ve cari açığındaki yüksek seyir ama küresel şartların etkisi de kaçınılmaz olarak yüksek...

### **Uğur GÜRSES, Hürriyet Gazetesi Ekonomi Yazarı**

Yıllık hedef yüzde 5, son 6 aylık enflasyonu yüzde 7.2 olan ülkenin Merkez Bankası, son altı ayda faizleri sadece 50 baz puan artırmış olarak dünkü faiz kararı toplantısına girerken, diğer tarafta henüz enflasyonu kafasını kaldırmamış ama potansiyeli görüldüğü için 50 baz puan artıran Fed var. Piyasanın fersah fersah gerisinde kalmak bu işte. Döviz kurundan bu enflasyona en az 1-1.5 puan ilave etki gelmesi beklenirken, "bu ne rahatlık?" diye sormak gerekiyor. ABD'de 10 yıllık tahvil faizlerinin yüzde 3'ü geçtiği, dolar endeksinin yukarı döndüğü, gelişen ülkeler aleyhine rüzgarların estiği bir konjonktürü göre göre "mış gibi yapan" bir para politikası ne yazık ki TL'ye ilave hasara kapı açıyor.

