

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Küresel Ekonomide “Kas Kaybı” Artıyor;  
Yeni Normal Ne Olacak?

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Ekim  
2020

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*“Yeni Ekonomi Programı (YEP) sunumunda yılın ilk yarısında uygulanan politikaların geri çekilmesi bir normalizasyon olarak nitelendirildi. Salgının ve vaka sayılarının halen oldukça kritik noktalarda olduğunu düşünürsek bir normalleşmeden bahsedebilmek için erken olduğunu düşünüyorum. Bunun yerine söz konusu değişiklikleri uygulanan politikaların yarattığı kırılmalıklar ışığında bir geri adım olarak değerlendirmek kanımca daha anlamlı olabilir. Ancak burada önemli olan gelgitlere mahal vermeyecek şekilde kararlı bir duruş sergilenmesi ve yolun bundan sonrasında içsel bütünlüğü olan, öngörülebilir, kırılmalıkları azaltacak, uzun vadeli politikalara odaklanmak olacaktır. Geçen hafta yaşanan tecrübe piyasaların doğru adımları hemen ödüllendirdiğini bir kez daha göz önüne serdi...”*

*Selva DEMİRALP, BBC Türkçe, 29 Eylül 2020  
Koç Üniversitesi Ekonomi Profesörü*

## ÖZET

Dünya genelinde koronavirüs salgınının “kayıp yıl” kıldığı 2020 yılının üçüncü çeyrek döneminde, büyük teşvik paketlerinin açılmasıyla başlayan toparlanma umutlarına, artan vakalarla ortaya çıkan ikinci dalga endişesi eşlik etmiştir. Vaka sayılarında artış gözlenirken tedbirlerin sıkışması da gündemdedir. En iyi senaryoda dahi işletmeler ve tüketiciler için yüksek belirsizliğin sürmesinin beklendiği ekonomilerde, salgının büyümeye etkisinin 2008 - 2009 Finans Krizi'nden daha sert olması beklenmektedir. Mevcut krizin sağlık ve eğitim alanındaki kayıplarla birlikte işsizlik, enflasyon ve artan borçlanma ile küresel çapta yoksullukla mücadelede son yılların kazanımlarını epey geriye götüreceği hesaplanmaktadır.

Tüm dünyada arz ve talebe aynı anda sert bir darbe vuran salgının küresel ekonomiye maliyeti, başlıca gelişmiş ekonomilerde dahi GSYH'lerde yaşanan tarihi düzeyde keskin daralmalarla ikinci çeyrek dönemde kendini göstermiştir. Bu dönemde gelişmiş ekonomiler bir önceki yıla göre %11,5 ve Çin ile Hindistan hariç bırakıldığında yükselen piyasa ekonomileri de %10 daralmıştır. OECD bölgesi daralmadan %9,8'lik pay almış, salgın ortamında alınan önlemlerle sınırlanmış olsa da bu oran kayıtlara en yüksek düşüş olarak geçmiştir. Yılın ikinci yarısı itibarıyla ise normalleşme çabalarıyla ekonomilerde ılımlı bir toparlanma izlenmeye başlanmış olup, Uluslararası Para Fonu (IMF) Başkanı Kristalina Georgieva'nın deyişle Eylül 2020'ye gelindiğinde küresel tablo Mayıs ayına kıyasla “daha az kasvetli” görünür bir hal almıştır.

Hükümetler ve gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomik ve sosyal hayattaki tahribatı sınırlandırmak için birbiri ardına açıkladığı destek paketleri etkili olmuşsa da süren belirsizliklerle ekonomik toparlanmanın kış aylarında yeniden yavaşlamaya dönebileceği korkuları saklı tutulmaktadır. IMF Başkanı Georgieva'nın Eylül ayında IMF Başekonomisti Gita Gopinath ile hazırladığı ve Foreign Policy Dergisi'nde yayımlanan değerlendirmesinde, “Toparlanma sektörler ve bölgeler arasında çok kırılmalı ve iniş - çıkışlı olmaya devam ediyor. Bu toparlanmanın sürmesi için, sağlanan desteğin çok erken şekilde geri çekilmemesi zaruri” ifadesine yer verilmiştir.

Nitekim parasal genişlemeyi en üst düzeyde sürdüren Amerikan Merkez Bankası (FED), para politikası ile küresel ekonomideki kaldıraç rolünü sürdüreceğini ortaya koymaktadır. FED Başkanı Jerome Powell, Ağustos ayında düzenlenen Jackson Hole Toplantısı'nda, FED'in %2'lik enflasyon hedefini “ortalamada tutturmayı” hedefleyerek önümüzdeki dönemde ekonomik büyüme ve istihdam artışını gözeceğini duyurmuştur. Bu çerçevede 2023 yılı sonuna kadar düşük (sıfır seviyesinde) faiz beklentileri ortaya konmakta, dünya ekonomisi için para politikasında “bol, uzun vadeli, ucuz Dolar” şeklinde çizilen olumlu senaryonun sürdürüleceği anlaşılmaktadır. Öte yandan, vaka sayısı ile ikinci dalga korkularının ve kışın yaklaşmasıyla belirsizliklerin arttığı salgın ortamında, FED'in diğer açıklamalarıyla son söylemini yeterince desteklemediği algısı piyasalarda temkinli yaklaşımın da korunmasına neden olmaktadır.



Aynı şekilde, dünya çapında yaklaşık 10 trilyon ABD Doları büyüklüğündeki mali desteğin yılsonunda iki katına kadar çıkabileceğine işaret edilmektedir. FED tarafından mali adımların da önemine vurgu yapılan ABD'de 3 Kasım 2020'de yapılacak Başkanlık Seçimi'ne sayılı günler kala 2,2 trilyon ABD Doları büyüklüğündeki ikinci mali destek paketi gündemi piyasaları umutlandırmış olsa da son olarak pakete dair çalışmalar Demokrat Parti ile ihtilaflar çerçevesinde Başkan Donald Trump tarafından durdurulmuştur. Ülkedeki işsizlik artışı dikkat çekerken Başkan Trump yaklaşan seçimle birlikte iki yılı aşkın zamandır devam eden ticaret savaşı kapsamında Çin ile ilişkilere yönelik gergin söylemlerle zaman zaman küresel ekonomideki hassasiyetleri artırmayı sürdürmektedir. Son olarak Trump'ın koronavirüs testinin pozitif çıktığını duyurması küresel piyasalarda tedirginlik yaratmıştır.

Bir süre önce Euro karşısında değer kaybeden ABD Doları'nın, FED'in düşük faiz politikası başta olmak üzere ekonomik göstergelerdeki mevcut görünümüne rağmen "güvenli liman" olarak görülme yi sürdürdüğü izlenmektedir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) da hâlihazırda negatif faiz oranıyla piyasayı fonlamakta ve varlık alımlarını sürdürmektedir. Bu çerçevede Euro bölgesinde bankaları sübvansede ederek kredi akışının devamını sağlayan ECB'nin çabaları koronavirüs kriziyle enflasyonun - %0,3 düzeyine kadar düşmesine engel olamamıştır. Avrupa'da vaka sayılarında artış nedeniyle önlemlerin yeniden artmaya başladığı pandeminin ekonomideki tahribatı da büyümüştür. İlerleyen dönemde krizin ekonomik sorunları derinleştirmesiyle, Avrupa'nın mali açıdan daha güçlü olan kuzey ülkeleri ile daha borçlu güney ülkeleri arasındaki mevcut anlaşmazlıkların artması ve gerilimin yükselmesinden endişe edilmektedir.

Salgının çıkış noktası Çin'den gelen ekonomik veriler ise ülkede toparlanma sürecinin yaşandığını ortaya koymaktadır. Çin'de ekonomi ikinci çeyrek dönemde yıllık bazda %3,2 oranında büyümüştür. Ancak ülke, geçtiğimiz dönemde Sincan Uygur ve Hong Kong özerk bölgelerine dönük politikalarında insan hakları ihlali suçlamasıyla uluslararası kamuoyunun gündeminde yer almayı sürdürmüştür.

Virüsün kontrol altına alınacağı beklentileri çerçevesinde dünya ekonomisinde ihtiyaç duyulan dinamizm ve yeniden büyümeye yönelik umutlar çerçevesinde gözler gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) çevrilidir. Düşük faiz politikasının bir süre daha etkili olması bu ekonomileri desteklerken, yabancı sermayenin artık çok daha seçici olması, önümüzdeki dönemde "kırılganlıkları az, büyüme potansiyeli yüksek" GOÜ'lerin krizden istifade edebileceklerini ortaya koymaktadır. Ekonomistler, salgına yönelik desteklerin gelişmiş ekonomilerde daha kolay hayata geçirilebileceği, sürdürülebilir ve düşük faiz oranlarıyla daha karşılanabilir olduğu beklentisinde iken; GOÜ'ler ile daha zayıf temellere sahip yükselen piyasalar için finansman temininde süren zorluklara işaret etmektedir.

Orta gelirli GOÜ'lerin salgına karşı alınan önlemler çerçevesinde borç stoklarını genişletmeleri, ödemeler dengesi üzerinde sorunlara neden olmaktadır. Nitekim IMF, Ağustos'ta yayımladığı "Küresel Dengesizlikler ve COVID-19 Krizi" başlıklı "Dış Sektör Raporu"nda salgında ikinci dalganın büyük cari işlem açıkları, yüksek döviz borcu ve sınırlı uluslararası rezervler gibi daha önceden de kırılganlıkları olan ülkeler için borç krizi ile sonuçlanabileceği konusunda uyarıda bulunmuştur. Ekonomik hasar arttıkça borçlanma ihtiyacının daha da artma riski, olası kısır döngüye işaret etmektedir.

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) de 2008 - 2009 Küresel Finans Krizi sürecine kıyasla Çin ile Hindistan ekonomisinde şu anki görünümün farklı olmasının mevcut krizi daha derinleştirdiğine işaret etmiştir. Kuruluş, Çin'in 2009'daki büyük altyapı teşviki ile emtia fiyatları tarafında da artış sağlayarak gelişmekte olan piyasaların ekonomik görünümünde kilit faktör olduğunu ifade etmiş ve ülkenin bu teşviki tekrarlamadığına dikkat çekmiştir. IIF'nin şu anki durumundan farklı olarak 2009'da önemli çapta ekonomik büyüme sergilediğini hatırlattığı Hindistan ise pandeminin ağır etkisi altındadır ve ülkenin yılın ikinci çeyrek döneminde Asya'nın en kötü ekonomik performansını sergilediği açıklanmıştır.

Öte yandan, dünya ekonomisine yönelik olarak yılın geneli için ortaya konan öngörüler, önceki aylara kıyasla bir miktar iyileşmiştir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Eylül ayı “Ara Dönem Ekonomik Görünüm Raporu”nda Haziran'da %6 olarak açıkladığı küresel ekonomideki küçülme tahminini %4,5'e düşürürken, 2021 için büyüme tahminini ise %5,2'den %5'e çekmiştir. Kuruluş, bu yılki öngörülerinde Türkiye, Çin, ABD ve Avrupa ekonomileri için yukarı yönlü, son dönemde salgından en fazla etkilenen ülkeler arasında sayılan Arjantin, Hindistan ve Meksika için ise aşağı yönlü revizyonlar yapmıştır.

Dünya Bankası Başekonomisti Prof. Carmen Reinhart'ın salgında hızlı bir toparlanma yaşansa da küresel ekonominin mevcut krizin etkilerinden tam olarak kurtulmasının beş yıl kadar sürebileceğini açıklaması endişeleri artırmıştır. Reinhart, krizle birlikte son 20 yılda küresel yoksulluk oranlarının ilk kez yükseleceğini beklediklerini belirtmiştir. Dünya Bankası verilerine göre; günde 5,5 ABD Doları'na denk gelen yoksulluk sınırının altında yaşayan nüfus bu yıl 38 milyon artabilecektir.

Keza hanehalkının harcamalarını ertelediği ve şirketlerin yatırımlarını askıya aldığı mevcut tabloda iş ve işgücü piyasasında kayıplara yönelik endişeler de artmaktadır. Salgından önce yapay zekâ, sanayi 4.0 gibi gelişmeler istihdam piyasasında işsizlik konusunda endişeli bir bekleyişi zaten yaratmıştır. Bugün ise işgücü kayıplarının bir anda arttığı pandemi kriziyle değişen davranış kalıpları çerçevesinde, kimi sektörlerde uzaktan ve esnek çalışma ile teknolojinin insan gücünün yerine geçtiği çalışma biçimleri yaygınlaşmaya başlamıştır. Uluslararası Çalışma Örgütü tarafından dünyada 2020'nin ilk dokuz ayındaki gelir kaybının geçen yılın aynı dönemine oranla %10,7 (3,5 trilyon ABD Doları) arttığı tahmini yapılmıştır. Eğitim sistemlerinde yaşanan ve yaşanacak tahribatın ekonomilere uzun vadeli etkilerine yönelik olarak ise OECD'nin, bu kapsamda ülke GSYH'lerinde izleyen dönemde 1,5 puanlık kayıp yaratabileceğini açıklaması önem taşımaktadır.

IMF, Ekim ayında yayımladığı Mali İzleme Raporu'nda ekonomik toparlanma ve istihdam için kamu yatırımlarının önemine işaret etmiş; sağlık, sosyal konut, dijitalleşme ve çevreyi korumaya yönelik yeni yatırımların, daha dayanıklı ve kapsayıcı bir ekonominin temelini oluşturacağını belirtmiştir.

Salgının hemen öncesi dönemde doğudan batıya çok farklı ülkelerde yükselen küreselleşme karşıtı gösteriler, krizle artan sosyo-ekonomik sorunlarla birlikte yeniden gündemdedir. Fransa'da geçtiğimiz yıl orta sınıfın şiddetli eylemlerini içeren “Sarı Yelekliler” hareketi salgın nedeniyle verdiği aranın ardından yeniden sokaklara dönmüştür. ABD'de de siyahi George Floyd'un polis şiddetiyle öldürülmesiyle patlak veren protestolar, ayrımcılığın yanı sıra sosyo-ekonomik sorunlar çerçevesinde devam etmiştir. Yakın zamanda Lübnan'da çok sayıda kişinin yaşamını yitirmesine ve milyarlarca dolar zarar ile kültürel varlıkların yitimine neden olan büyük patlamanın ardından da benzer protestolar gerçekleşmiştir. Popülist ekonomik politikaların olumsuz sonuçlarının mevcut süreçte daha hissedilir hale geldiği tartışılmakta, salgın ile birlikte ayrıca küresel liderlik boşluğunun daha görünür hale geldiği ifade edilmektedir.

Koronavirüs salgınının tüm dünya ülkeleri üzerindeki etkileri ile mücadele sürerken, korumacı politikaların artmasından duyulan endişe, ABD - Çin ticaret savaşının yanı sıra ABD'nin İran'a dönük yaptırım söylemleri, Doğu Akdeniz'de enerji politikaları çerçevesinde artan gerilim, Çin ile Hindistan ve Kuzey ile Güney Kore arasındaki çatışmalar öne çıkmıştır. Son olarak, Azerbaycan ile Ermenistan arasında işgal altındaki Dağlık Karabağ kapsamında başlayan sıcak çatışmayla gözler bölgeye çevrilmiştir.

**Türkiye ekonomisinde ise** salgın etkisinin karantina önlemleri ve üretime ara verilmesiyle en çok hissedildiği yılın ikinci çeyreğinde yaşanan %9,9'luk daralma, Küresel Finans Krizi'nde 2009 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen %14,5'lik daralmadan sonra en yüksek ikinci küçülme olmuştur. Bu dönemde hem kamunun hem de hanehalkının harcamaları gerilemiş, yatırımlar durmuş, ihracat da ithalat da daralmıştır. Ekonomik faaliyette gerileme tüm sektörlerle yansımış; pandemiye rağmen süren zirai faaliyetler ve genişleyen kredi imkânları çerçevesinde, tarım ve finans sektörleri GSYH'ye olumlu katkı vermiştir.



Ekonominin öncüleri sanayi ve hizmetler sektörleri beklendiği gibi sert biçimde küçülmüş, yaklaşık 200 alt sektörü etkileyen inşaat sektöründe ise daralma %2,7 oranıyla sınırlı kalmıştır. İnşaat harcamaları başta olmak üzere yatırımlarda gerileme kesintisiz sekiz çeyrek döneme ulaşmış, yüksek stok birikiminin ve makine ile teçhizat yatırımlarının daralmayı aşağıya çekmesi ise dikkat çekmiştir.

Pandemi ile adeta duran ekonomide, normalleşme yönünde atılan adımlarla kredi büyümesi üzerinden iç talepte hareketlilik yaratılmış, salgının ekonomi üzerindeki tahribatı yaz döneminde bir nebze sınırlandırılmıştır. Atılan bu adımların yılın üçüncü çeyreği büyüme verisi üzerinde olumlu yansımaları beklenmektedir. Bununla birlikte, kredi genişlemesi sürecinin salgına düşük tasarruf ve yüksek enflasyon oranlarıyla yakalanan ekonomide ortaya çıkardığı maliyetler arasında, döviz kurundaki hızlı artış dikkat çekici olmuştur. Bu artışta, T.C. Merkez Bankası'nın (TCMB) TL'nin değer kaybının önüne geçmek için kullandığı döviz rezervlerinin gerilemesi, kamu bankalarının açık pozisyonlarının artması, cari açık, enflasyon ile dış finansmana bağımlılığın etkili olduğu değerlendirilmiştir. TL, yılbaşından bu yana ABD Doları karşısında yaklaşık %30 değer kaybederken; Eylül 2020'de GOÜ'ler içinde bu konuda ilk sıraya yükselmiş ve geçen dönemde Dolar/TL paritesi 7,90 seviyesi üzerine kadar çıkmıştır.

Salgın yarattığı belirsizlik ve mevcut faiz ortamıyla birlikte turizm gelirlerinin durması ve ihracatın azalması ülkeye döviz girişini önemli ölçüde azaltmıştır. Pandemi öncesinde ekonomik aktivitede yaşanmaya başlayan canlanma ile geri dönüş sinyallerini veren cari işlemler açığı, Temmuz itibarıyla 14,9 milyar ABD Doları'na (12 aylık) yükselmiştir. İthal girdi yoğunluğuna sahip yapısı gereği Türkiye ekonomisinde dış ticaret açığı, ödemeler dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Geçen yılı cari fazla ile kapatan ve bu yılın başında yeniden cari açık vermeye başlayan ekonomide ikinci çeyrekteki keskin daralma ve yatırımlarda yaşanan gerilemeye rağmen, bu durum ivme kazanmıştır. Artan cari açıkta, turizm gelirinde kan kaybı ve kredi hacminde ivmelenmenin (ithal mala yönelim) etkileri olduğu değerlendirilmiştir. Artan talep ve döviz kurları ile yeniden yükseliş eğilimine giren enflasyonda (%11,7) beklentiler yukarı yönlü revize edilmektedir. Kurun enflasyona negatif etkisinde ithal girdinin yanı sıra bozulan beklentilerin rol oynadığı da belirtilmektedir.

IMF ve Dünya Bankası da Ağustos ayında yayımladıkları raporlarda Türkiye ekonomisinde artan dış kırılganlığa işaret etmişlerdir. “Dış Sektör Raporu”nda büyük dış finansman ihtiyaçları ve düşük rezervlerin Türkiye'yi şoklara karşı savunmasız bıraktığını belirten IMF, rezervleri tekrar güçlendirmek yönünde harekete geçilmesi gerektiğinin altını çizmiş; Dünya Bankası da “Yelkenleri Ayarlamak” adlı Türkiye Ekonomik İzleme Raporu'nda ekonomik aktivitede iyileşme işaretlerine karşın devam eden fiyat baskıları, yenilenen dış dengesizlikler ve finansal istikrar üzerinde risklere karşı uyarmıştır. Dünya Bankası, ekonomide kısa vadeli dış borç yükümlülükleri yönetilebilir görünse de cari açıkta artış ve rezervlerdeki keskin düşüşün dış kırılganlıkları artırdığını belirtmiş, büyüme modelinde yapısal reformların hızlandırılmasını önermiştir.

Türkiye'nin 5 yıllık CDS - Risk Primi 516 seviyesindedir. (2 Ekim) Ülkenin hâlihazırda “yatırım yapılamaz ülke” konumunda olan kredi notu Moody's tarafından geçtiğimiz dönemde “dış kırılganlıkların bir ödemeler dengesi kriziyle sonuçlanması olasılığının arttığı, ülke kurumsal yapılanmasının sorunları çözmede yetersiz kaldığı ve jeopolitik risklerin yükseldiği” gerekçeleriyle Eylül'de bir basamak daha düşürülmüştür. Böylece bu kuruluş nezdinde Türkiye'nin kredi notu “B1”den “B2”ye inmiş olup mevcut riskler nedeniyle kredi görünümü de yine “negatif” düzeyde tutulmuştur.

Doğrudan yatırımların zayıf kaldığı ekonomide “sıcak para” olarak adlandırılan portföy yatırımları yılbaşından Temmuz ayına kadar %17,5 azalarak 109,8 milyar ABD Doları'na gerilerken, ekonomide kaynak çıkışı dış borç geri ödemeleri çerçevesinde de sürmektedir. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Haziran ayı verilerine göre; kamunun 244,4 milyar ABD Doları ve özel sektörün (banka ve şirketler) ise 239 milyar ABD Doları dış borç stoku bulunmaktadır. Öte yandan kur riski bulunmasa da hanehalkı borçluluğunun



(BDDK'nın Ağustos ayı tüketici kredisi ve kredi kartları verisi uyarınca) 800 milyar TL'ye ulaşmış olması dikkat çekmektedir.

Diğer yandan, kamu maliyesinde yardıma, artan vergi gelirleri koşturmuştur. Ocak - Temmuz döneminde bütçe açığı yıllık bazda %103 oranında genişleyerek 139,1 milyar TL'ye çıkarken artan vergi gelirleri Ağustos'ta performansı olumlu yönde etkilemiş ve bütçe söz konusu ayda 28,2 milyar TL fazla vermiştir. Daha önce ötelenen kurumlar vergisi tahsilatlarının gerçekleştirilmesi ve ÖTV artışları gelirlere olumlu yansımıştır.

TCMB, Eylül ayı Para Politikası Kurulu (PPK) Toplantısı'nda mevcut fonlama düzeyinin gerisinde kalsa da politika faizini 200 baz puan artırarak %10,25 seviyesine çekmiştir. TCMB'nin geçen dönemde piyasayı fonlama kompozisyonunda değişiklik yaparak dolaylı yoldan ve ilave önlemlerle faiz artırmayı, piyasa tarafında gösterge faizinin gerçeğe yaklaştırılması açısından olumlu bulursa da beklenen ölçüde karşılık bulmamış ve ekonomistlerce güven ve öngörülebilirlik adına para politikasında daha açık ve net politikaların önemi vurgulanmıştır. Bankanın son adımıyla ise fiyat istikrarı konusunda riskin farkında olduğu ve zor duruma karşılaştığında faiz artırdığını gösterdiği yorumlanmıştır. Öte yandan, enflasyonun halen altındaki faizde reel getiri ortamı çerçevesinde bu karar önemli “bir başlangıç” olarak değerlendirilmiştir. TCMB'nin ortaya koyduğu enflasyon hedefi çerçevesinde daha açık ve net duruş izlemesi şeklinde ilerleyen döneme dair öneriler de öne çıkmaktadır.

Dövizde açık pozisyonda olduğuna işaret edilen özel sektöre ait döviz varlığının sınırlı olması da borçlanmanın Türkiye'de büyümenin bir nevi dinamosu olması nedeniyle kritik bulunmaktadır. Öte yandan mevcut konjunktürde, sektörün yatırım ve istihdam için kaynak ayıramadığı yorumları yapılmakta, bu kapsamda işsizlik sorunu da ekonomide kritik önem taşımaktadır. İşsiz sayısında izlenen gerilemenin ardında işgücüne katılımdaki düşüşün etkisi izlenirken; iş bulma ümidi olmayanların yanı sıra salgınla birlikte iş aramayan ya da salgın nedeniyle arayamayan, yetersiz ve eksik çalışan kesimlerin sayısındaki artışla birlikte işsizlik oranının (%13,4) mevcut resmi kısmi olarak yansıttığı değerlendirilmektedir. Genç işsizlikteki artış devam ederken, uzun süren işsizliğin işgücünün becerileriyle birlikte teknolojik yatırımlar başta olmak üzere uluslararası sermaye girişini olumsuz yönde etkilediği ayrıca ifade edilmektedir.

Ortaya konan büyüme hedefleri de ekonomide istihdam artışı yaratacak düzeyde bulunmamıştır. 2021 - 2023 Yeni Ekonomi Programı'nda (YEP - Orta Vadeli Program) pandemiye bağlı olarak bu yılın GSYH hedefi konusunda iki senaryo ortaya konması olumlu bulunmuştur. Programda ekonominin iyimser/baz senaryoda %0,3 büyüyeceği, kötümser senaryoda ise %1,5 daralacağı öngörülmüştür. Baz senaryoda ilerleyen döneme dönük (2021'de %5,8 ve izleyen iki yılda ardarda %5'lik büyüme şeklindeki) beklentiler ise Türkiye'nin potansiyel büyüme hızının “normal şartlarda” %5 civarında olduğu düşünüldüğünde, salgın ve kur şoku ile döviz çıkışının etkili olduğu mevcut şartlarda iddialı olarak değerlendirilmiştir. Ekonomistler, bu yıl sıfıra yakın büyüme öngörüsünün gerçekleşmesi halinde cari açık ile enflasyon tarafında ortaya konan hedef rakamların yakalanmasının güç olacağını ve bütçede iyileştirmenin beklenenden geniş zamana yayılmasının kaygı yarattığını savunmaktadır. Piyasa beklentileri enflasyonda yılsonu için %12'lere işaret ederken YEP'teki hedefin düşük tutulmasının faiz artışı beklentilerini sınırlandırdığı ayrıca yorumlanmıştır.

Hükümet YEP döneminde kamu yatırımlarını sağlık, demiryolu yatırımı, sulama projeleri ve eğitim alanına yoğunlaştıracığını da açıklamıştır.

Ayrıca yılın ikinci çeyrek büyüme verilerine göre; Türkiye'nin GSYH büyüklüğü 743 milyar ABD Doları'na gerilemiş, kişi başına milli gelir 9 bin ABD Doları altına inmiştir. YEP hedeflerinin tutturulması halinde Türkiye, kişi başına gelirden 10 bin ABD Doları seviyesini ancak 2023 yılında yakalayabilecektir.



Uluslararası kuruluşlarca Türkiye için ortaya konan büyüme tahminleri ise salgında ikinci dalga ve beraberinde ekonomide yeni tedbirlerin uygulanması senaryosu devre dışı bırakıldığında GSYH'de %0 ila -%3 aralığında bir gerçekleşmeye işaret etmektedir. OECD, Eylül ayında açıkladığı “Ara Dönem Ekonomik Görünüm Raporu”nda, Türkiye ekonomisine yönelik bu yıl için Haziran'da %4,8 olan daralma tahminini %2,9'a düşürmüştür. Kuruluş, Türkiye ekonomisinin 2021'de ise %3,9 büyüyeceği öngörüsünde bulunmuştur.

Yaz aylarında ekonomideki canlanmayla birlikte olumlu beklentilerin artması, yılın daha sınırlı bir daralma ile kapatılabileceğini işaret etmektedir. Ancak kredi artışıyla büyümenin sürdürülebilir sonuçlar vermediği görüşünü destekleyen öncü verilerden yurtdışında ekonomik aktivitedeki toparlanmanın ivme kaybettiği görülmektedir.

Artan kaynak ihtiyacı ve finansal istikrar konusunda ekonomi yönetiminden yeni adımlar beklenmektedir. Son olarak, politika faizinin artırılması, bankaların kredi vermesi için uygulanan “aktif rasyosu”nun gevşetilmesi ve swap limitlerinin esnetilmesi ile vergisel düzenlemeler piyasalardan olumlu şekilde yanıt bulmuştur. Şu an “bekle - gör” pozisyonunu almış olan yerli ve yabancı yatırımcı açısından gerçeklerle uyumlu algı yönetiminin ve güven verecek yeni adımların önemi vurgulanmaktadır. Piyasalarda uzun soluklu pozitif algının yanı sıra büyüme rakamlarında sürdürülebilirlik de önem taşıyacaktır. Bu çerçevede yapısal reform gündemine de işaret edilmektedir. Kırılganlıklarını azaltacak ekonomiler için finansman imkanları ile fırsat sunabilecek dış konjonktür, diğer taraftan yükselmekte olan politik risklerle tehdit oluşturmaktadır.

Özellikle ABD ve AB ile ilişkiler, son günlerde öne çıkan ve siyasi gerginlikleri artıran Doğu Akdeniz ve Kafkasya'daki gelişmeler konusunda hassas diplomasi de ekonomik öngörülerin gerçekleştirilebilmesi açısından önem taşımaktadır.

## DÜNYA

### Küresel Ekonomide “Kas Kaybı” Artıyor

Çin'de ortaya çıkarak 2020 yılının ilk çeyreği itibarıyla dünyayı etkisi altına alan koronavirüs salgınında vaka sayısı 35 milyonu aşmıştır. Salgının başında alınan karantina önlemlerinin geçen altı ayın ardından pek çok ülke için yeniden gündemde olması, ekonomik görünüm üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Hükümetler tarafından salgının ilk günlerinde alınan katı sağlık tedbirlerinin, kademeli normalleşme politikalarıyla büyük ölçüde geride bırakıldığı Temmuz - Eylül 2020 döneminde ekonomilerde arz ve talep kanallarında başlayan hareketlilik, para ve maliye politikalarında genişlemenin de büyük etkisiyle ekonomide çarkların yeniden dönmeye başlamasını sağlamıştır. Gelişmiş ekonomilerde merkez bankalarının genişleme adımları sürerken ve yeni yardım paketleri gündemde iken, virüsün kontrol altına alınamaması dünya genelinde “eski normal”e dönüşü engellemiştir. Orta vadede küresel ekonomide bol ve ucuz likidite dönemi yaşansa da salgının kontrol altına alınması ile ilgili belirsizlikler risk algısını yükseltmektedir. Nitekim ABD'nin yanı sıra bazı AB ülkelerinde (İspanya, Fransa, İngiltere vb.) ve Hindistan, Brezilya, Meksika başta olmak üzere GOÜ'lerde vaka sayısında yükseliş yaşanmaktadır. Süren aşı çalışmasına dönük beklenti ve umutlar ise bir taraftan zaman faktörü, üretim ve dağıtım sürecinin zorluğu; diğer taraftan da üretim miktarlarının ihtiyacın gerisinde kalacağına yönelik açıklamalar gibi nedenlerle sınırlı kalmaktadır.

Küresel ekonomide üretim seviyesinde 2021 yılında pandemi öncesine dönüşün mümkün olup olmayacağı tartışılırken enerji tüketiminde 2008 - 2009 Küresel Finans Krizi'ne oranla yedi kat daha fazla gerileme yaşandığı hesaplanmaktadır. Bu çerçevede, ticarete de toparlanmanın gecikebileceğinden

bahsedilmekte olup Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) toparlanmaya ilişkin belirsizliğin sürdüğünü ve küresel ticaretin kısa vadeli seyrinde “V” şeklinden ziyade “L” şeklinde bir gerçekleşmenin söz konusu olabileceğini teyit etmektedir. Kuruluş, küresel mal ticaretinde yılın ikinci çeyreğinde yaşanan tarihi düşüşe işaret etmiş, endeksin 84,5 değeriyle 2007 yılından bu yana en zayıf seviyesinde gerçekleştiğini açıklamıştır. Haziran ve Temmuz aylarında gözlenen iyileşme nedeniyle küresel ticaret hacminde bu yıla dair öngörüsünü -%13 seviyesinden -%9,2'ye çeken DTÖ, 2021'de ise dünya ticaretinde %7,2 oranında artış beklemektedir.

Bununla birlikte küresel ticarette korumacılığın artmakta olduğu izlenirken gelişmeler bu konuda iyimser yaklaşımlara izin vermemektedir. DTÖ, son olarak dünyanın en büyük iki ekonomisi ve ihracatçısı olan ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşına ilişkin panel kararını açıklamıştır. Panel, salgına süresince de zaman zaman kendini hissettiren korumacılık savaşında DTÖ, Trump hükümetinin aldığı ticaret önlemlerinin “Çin'in aralarında fikri mülkiyet hırsızlığı, teknoloji transferi ve inovasyon gibi konularda ABD'nin çıkarlarına zarar verecek uygulamalara karşı olduğu” argümanını haksız bulmuştur. Kuruluş, ülkenin 2018 yılında değeri 200 milyar ABD Doları'nı bulan Çin menşeli ürünlere getirdiği gümrük vergilerinin kural dışı olduğunu açıklamıştır. Karara rağmen, DTÖ'nün ABD'ye karşı adil davranmadığını savunan Başkan Trump'ın Örgütün Temyiz Organına atama yapılmasını engelleyerek faaliyetleri fiilen durdurması, Pekin hükümetine ABD'ye karşı misilleme vergi getirme hakkı verildiğinin teyidini imkânsız kılmaktadır.

Mali piyasalar tarafında ise ekonomiler daralırken izlenen yükselişler bir “finansal - reel büyüme ayrışması” yaşandığı şeklinde yorumlanmakta, bu çerçevede özellikle dev teknoloji şirketleri tarafında “borsaların ekonomiye sağladıklarından daha büyük bir kaynağı emdiği” tartışılmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ile ABD'de en zengin 10 kişinin servetinde yılın ilk yarısında yaklaşık 60 milyar ABD Doları artış yaşandığının izlenmesi mevcut küresel sistemde dönüşüm ihtiyacını akıllara getirmiştir. Eylül ayında teknoloji hisselerinde yaşanan hızlı değer kaybı ise bir anda dikkat çekmiş ve ABD borsalarında baskı oluşturmaya başlamıştır.

### Küresel Ekonomik Göstergeler

	30.09.2018	30.09.2019	01.01.2020	30.09.2020	Yılbaşına Göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	82,7	55,0	66,2	41,0	-38,6	-25,5	-50,4
MSCI Dünya Endeksi*	2188	1881	2358	2367	0,4	25,8	8,2
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi*	1051	956	1114	1082	-2,9	13,2	2,9
MSCI Türkiye Endeksi*	1331	1216	1502	1348	-10,3	10,9	1,3
VIX Endeksi**	12,1	23,2	13,8	26,2	89,8	12,9	116,5
DXY Endeksi***	95,1	96,8	96,6	93,8	-2,9	-3,1	-1,4
EUR/Dolar	1,15	1,09	1,12	1,17	4,5	7,3	1,7
Dolar/TL	6,04	5,40	5,95	7,77	30,6	43,9	28,6
Euro/TL	7,02	6,13	6,67	9,11	36,6	48,6	29,8

Kaynak: Investing.com

\* MSCI Endeksleri (Morgan Stanley Capital Indexes), yabancı yatırımcıların diğer ülkelerde yatırım fırsatlarını değerlendirmeye, risklerini ve potansiyel beklentilerini tahmin etmeye yarayan bir göstergedir.

\*\* VIX Endeksi (Volatility Index), küresel çapta piyasa riskini ölçmekte kullanılmakta ve yatırımcıların korku göstergesi olarak tanımlanmaktadır.

\*\*\* DXY Endeksi (Dollar Index), Dolar'ın dünyada en çok işlem gören 6 adet yerel para biriminin karşısındaki değerini gösteren endekstir. Endeksin yükselmesi, Dolar'ın diğer kurlara karşı değer kazandığını; düşmesi ise doların diğer kurlara değer kaybettiğini göstermektedir.





Piyasalardaki dalgalanmayı ölçen ve “koru endeksi” olarak da adlandırılan Volatilite Endeksi (VIX) geçen zamanda salgının ortaya çıktığı günlere oranla (Mart ayında 82 değerini aşmıştır) düşüş göstererek Ekim itibarıyla 26,2 olmuştur. Buna rağmen yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere; yılbaşındaki değerine göre son derece yüksektir.

Dolar Endeksi (DXY) ise 93,8 seviyesindedir. Dolar; FED'in düşük faiz politikası, yeni teşvik paketindeki belirsizlikler, yaklaşan ABD Başkanlık Seçimi, Çin ile ilişkilerde süren gerginliklerin etkisiyle geçtiğimiz dönemde %10 dolayında değer kaybetmiştir.

Geçen dönemde Dolar karşısında aniden değerlenen para birimi Euro bölgesinde endişe yaratmış, FED Başkanı Powell'ın Jackson Hole açıklamalarının ardından Euro/Dolar paritesi 1,20'yi aşmıştır. Güçlenen Euro, Avrupa'da enflasyon ve ihracat üzerinde negatif yöndeki ağırlığını hissettirirken; bu durum, Avrupa ülkelerinde artan vakaların da etkisiyle kısa sürede değişmiş ve Euro/Dolar paritesinde tahminler 1,15 altına inmiştir.

Küresel ticarete kayda değer oranda yükseliş, petrol fiyatlarında toparlanma, risk iştahı halinde artan Morgan Stanley (MSCI) endeksleri ise yılbaşına göre dünya, GOÜ ve Türkiye için sırasıyla %0,4, -%2,9 ve -%10,3'lük değişimleri ortaya koymuştur. Küresel ekonomide yarattığı beklenmeyen şok ile “siyah kuğu” senaryosu ortaya koyan pandemi ortamında Türkiye'nin GOÜ'lerden olumsuz yönde ayrıştığı izlenmektedir.

IIF, 1 Ekim 2020 tarihli raporunda, gelişmekte olan piyasalardan Eylül sonu yaşanan büyük çıkışa dikkat çekmiştir. Kuruluş, bu dönemde ABD seçimleri ile yükselen ABD Doları ve salgın sonrası toparlanmaya ilişkin belirsizliklerin belirleyici olduğunu ve gerçekleşen çıkışların bu kapsamda "riskten kaçış" eğilimine işaret ettiğini belirtmiştir.

Sermaye çıkışlarının salgının ilk dönemine kıyasla yavaşladığı GOÜ'lerde, gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleriyle artan likidite sayesinde küresel sermaye piyasalarında borçlanmaya devam edebildikleri izlenmiştir. IMF verilerine göre; bu ülkeler yılın ilk yarısında (büyük bölümü ikinci çeyrek dönemde olmak üzere) 124 milyar ABD Doları döviz borçlanması gerçekleştirmiştir. Ancak süren pandemiyle birlikte GOÜ'lerde dış finansman ihtiyacı da finansmana kalıcı erişim riski de devam etmektedir. Bu çerçevede GOÜ'lerde salgında bir ikinci dalga yaşanması halinde borç krizinden endişe edilmektedir.

Pandeminin yarattığı finansal şokun şimdiye kadar en fakir ülkelerle sınırlı kaldığı belirtilirken, G-10 ülkeleri de fakir ülkelere yönelik olarak borç moratoryumu ilan etmiştir. Ancak gerçekleştirilen moratoryumda öngörülen 11,5 milyar ABD Doları değil 5,3 milyar ABD Doları tutarındaki (45 ülkenin kreditor ülke ve kurumlara olan) borç ödemesinin ertelendiği açıklanmıştır.

Petrol ve emtia fiyatları düşük seyrederken; Dünya Bankası “Düşük Petrol Fiyatlarının Gelişmekte Olan Ülkelere Etkisi” adlı çalışmasında, petrol piyasasında yaşanan bu krizin azalan talep kaynaklı olması nedeniyle diğer kriz dönemlerinden bazı farklılıklar içerdiğini belirtmiştir. Rapora göre talep kaynaklı krizlerin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin petrol ihracatında ciddi ve uzun süreli büyüme kaybına yol açtığı ve bu fiyat düşüşünün küresel ekonomik faaliyetlerdeki gerileme çerçevesinde enerji ithal eden ülkelerin milli gelirine önemli bir katkıda bulunmadığı anlaşılmaktadır.

**OECD ve Dünya Bankası'nın Büyümeye Dair Öngörülerini (% Eylül 2020)**

<b>OECD</b>	<b>2020</b>	Dünya	-4,5
		ABD	-3,8
		Euro Alanı	-7,9
		Türkiye	-2,9
		Çin	1,8
	<b>2021</b>	Dünya	5,0
ABD	4,0		
Euro Alanı	5,1		
Türkiye	3,9		
Çin	8,0		
<b>Dünya Bankası</b>	<b>2020</b>	Dünya	-5,2
		Türkiye	-3,8
	<b>2021</b>	Dünya	4,2
		Türkiye	5,0

Yaşanan krizin “benzersiz olduğu” ve yol açtığı hasarın tarihi büyüklüğü konusunda hemfikir olan uluslararası kuruluşlar, pandeminin ilk aylarında ortaya koydukları öngörülerini yılın ikinci yarısı itibarıyla sınırlı da olsa daha olumlu yönde revize etmektedir. OECD bu yıl dünya ekonomisinde %4,5 ve Dünya Bankası da %5,2 oranında daralma beklentisi ortaya koymuştur. IMF, 2020 ve 2021 yılları için dünya ekonomisinde 12 trilyon ABD Doları büyüklüğünde kayıp öngörmektedir.

OECD Eylül ayında yaptığı açıklamada, ikinci dalganın yaşanmayacağı senaryosuna göre yaz başında 2020

yılı için %7,3 olarak açıkladığı ABD ekonomisinin küçülme tahminini %3,8'e indirmiş, ülke ekonomisinin 2021'de %4 büyüyeceğini öngörmüştür. OECD, Euro Bölgesi'nde bu yıl için ortaya koyduğu %9,1 küçülme tahminini ise %7,9'a düşürmüştür ve bölge ekonomisinde gelecek yıl %5,1 büyüme öngörmüştür. Bu yıl Çin için %2,6 olan küçülme tahmini %1,8'lik büyüme şeklinde revize edilirken, ülke ekonomisinde 2021'de %8 büyüme tahmininde bulunulmuştur. Kuruluşun Türkiye için %2,9'a çekilen 2020 yılı daralma tahmini Hindistan için %3,7'den %10'a, Meksika için %8,5'ten %10,2'ye ve Arjantin için %8,3'ten %11,2'ye çıkarılmıştır.

Öte yandan yaşanan toparlanma kırılma olarak görülmekte, ülke ve sektörler için farklılıklar içermekte ve yaklaşan kış aylarına dönük endişeler artmaktadır. Ayrıca geçtiğimiz dönemde ekonomistlerce pandemi koşullarında ekonomide izlenen gelişmelere ilişkin olarak “yara izi/ kas kaybı” benzetmeleri yapılmış ve salgın hasarının geride kalmasının uzun zaman alacağı değerlendirilmiştir.

Uluslararası Çalışma Örgütü, salgın nedeniyle kapanan işyerlerinin dünya genelinde istihdam piyasalarını olumsuz etkilemeye devam ettiğini, kayıt dışı işçiler başta olmak üzere gelişen ve gelişmekte olan ülkelerdeki işçilerin, geçmişteki krizlerle kıyaslandığında salgından çok daha fazla etkilendiğini açıklamıştır. Sağlık ve eğitime erişimde sıkıntılar da gelecek büyük sorunlara işaret etmekte olup BM Eğitim, Bilim ve Kültür Örgütü (UNESCO) verilerine göre Ağustos - Eylül döneminde dünyada öğrencilerin sadece 1/3'ünün yüz yüze eğitime dönebilmesi bu çerçevede dikkat çekmektedir. Verilen teşviklerin geride kalması, vergi ötelemelerinin zamanının dolmasıyla önümüzdeki dönemde işletme iflas ve konkordato sayılarında artış beklenmektedir.

**ABD: İşsizlik artarken bütçe desteği gecikiyor**

ABD ekonomisi 2020 yılının ikinci çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine oranla %9,1 daralmıştır. Sonraki çeyreğe ilişkin açıklanan veriler ise ekonomide toparlanmanın kademeli olduğuna işaret etmektedir.

Salgının ekonomiye sert etkisi neticesinde, başta hizmetler sektöründeki istihdam olmak üzere ekonomik canlanmaya karşın bazı belirsizlikler mevcuttur. Nitekim FED Başkanı Powell'ın Jackson Hole Toplantısı'nda yaptığı konuşmada, yeni enflasyon yaklaşımı çerçevesinde büyüme ve istihdam artışını gözeticekleri mesajını vermesi dikkat çekmiştir. Bankanın salgın kaynaklı olarak çekirdek enflasyon ve istihdam hedefleri çerçevesinde bir miktar esneyebileceğine yönelik bu yeni yaklaşımda, enflasyon hedefinin (%2) ortalamada tutturulması hedeflenmektedir.



FED, Eylül ayı Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısında ise politika faizi oranlarını beklentiler paralelinde değiştirmeyerek %0,00-%0,25 hedef aralığında tutmuştur. Banka ayrıca, varlık alım programına aynı hızla devam edilmesi ve enflasyon “ılımlı” bir şekilde %2'yi “bir süre” aşana kadar faizlerin sifıra yakın tutulması kararı almıştır. FED yetkilileri, 2023 yılı sonuna kadar faiz artırımını öngörmezken uzun vadeli ortalama tahminleri fonlama faizlerinde %2,5, işsizlik oranında %4,1 ve enflasyona ilişkin olarak %2'de kalmayı sürdürmektedir. Kurumun 2020 yılı daralma tahmini medyanı ise %6,5'ten %3,7'ye çekilmiştir. Kimi ekonomistlerce bu tahminler “iyimser” bulunurken, çalışmaları piyasaları destekleyen ikinci Mali Destek Paketi'ne dair beklentiler tartışmalı hale gelmiştir. Powell ise “Hem Kongre'den hem de FED'den destek gelirse iyileşme daha hızlı olacaktır” görüşünü taşımaktadır. Ayrıca FED'in pandemi nedeniyle geçen dönemde 14 merkez bankasına döviz sağlamak için açtığı swap kanallarından 440 milyar ABD Doları'na kadar kaynak sağlanmış, son dönemde ise kanalların kullanımı azalmaya başlamıştır.

İşsizlik artarken bütçe desteğinin gecikmesi endişe yarata dursun, ucuz borçlanma maliyetlerinin konut talebini körüklediği ve konut inşaatçıları güven göstergesinin 35 yılın en yüksek seviyesine ulaştığı dikkat çekmektedir.

Ülkede Başkanlık Seçimi'ne de çok az bir zaman kalmış olup; koronavirüse yakalandığını açıklayan Başkan Trump ile Demokrat Parti Adayı Joe Biden'ın, salgın önlemleri ve istihdam başta olmak üzere politika önerilerindeki farklılıklar ülkeye ilişkin gelecek dönem öngörülerini seçim sonrasına ertelemektedir.

#### **AVRUPA: Resesyon ve deflasyon baskısı birarada**

Ekonomik temelleri zayıflayan Avrupa'da geleceği tartışılmakta olan Euro Bölgesi, salgınla birlikte bu yılın ilk iki çeyrek döneminde sırasıyla %3,8 ve %11,8 oranında daralmıştır. ECB'nin baz senaryosuna göre yıl genelinde bölgede %8'lik daralma beklenmektedir.

Avrupa'da ekonomik faaliyette son dönemde görülen artışın, salgın dolayısıyla gerileyen talebi canlandırmaya yetmediği izlenmiştir. GSYH'de azalan hanehalkı harcamalarının ve gayri safi sabit sermaye oluşumunun etkisi dikkat çekmiş, aynı dönemde istihdam yıllık %3,1 daralma ile 1995 yılından itibaren en hızlı düşüşünü kaydetmiştir. Artan genç işsizlik endişe kaynağıdır ve ekonomik aktivite imalat sanayinde görülen güçlenmeye karşın, hizmetler sektörünün artan vakalarla beraber zayıflamasıyla ivme kaybetmektedir. Avrupa Birliği Komisyonu üye ekonomilerine boyutlarına göre ve istihdamı koruma programlarında kullanmak üzere yaklaşık 81 milyar Euro mali destek verilmesini teklif etmiştir.

ECB, 10 Eylül 2020 tarihli Para Politikası Toplantısı'nda politika faizini %0, marjinal fonlama faizini %0,25, mevduat faizini de -%0,5'te tutmuş; ayrıca tahvil alım programında değişikliğe gitmemiştir. Pandemi Acil Alım Programı (PEPP) büyüklüğü 1,35 trilyon Euro'da, Aylık Varlık Alım Programı (APP) da 20 milyar Euro'da sabit bırakılmıştır. Yıllardır hedefin altında seyreden tüketici fiyatlarını artırma çabasının izlendiği bölgede, enflasyonun Ağustos ayında -%0,2 ve Eylül'de -%0,3'e gerilediği kaydedilmiştir. Üstelik bu sert düşüş, enflasyon hedefi “%2 üstü” olan ECB'nin negatif faiz politikası ve Varlık Alım Programı'na rağmen yaşanmıştır.

ECB, Eylül ayı Ekonomik Bülteni'nde salgının yanı sıra küresel ekonomiye etki eden belirsizlikleri Brexit, giderek artan ticari korumacılık ve küresel tedarik zincirinde görülen bozulmalar olarak sıralamıştır. AB ile ilişkileri belirleyecek ve yılsonunda tamamlanması öngörülmüş olan ticaret müzakerelerinde ilerleme sağlayamayan İngiltere ekonomisinde ikinci çeyrek dönemde önceki çeyrek döneme oranla yaşanan daralma ise %20'yi aşmıştır. Avrupa'nın en büyük ekonomisi Almanya'da bu oran -%9,7 olurken bölgede salgının en yoğun hissedildiği ülkelerden İspanya ise %17,8 daralmıştır. IMF Başkanı Georgieva, Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa ülkelerinde salgının 3 yıllık ekonomik ilerlemeyi yok edebileceğine dikkat çekmekte olup bölgede “kuzey-güney” olarak tabir edilen ülke ekonomilerindeki farklılığın keskinleşmesinden endişe edilmektedir.

### ÇİN: Hızlı toparlanmaya başladı

Yılın ilk çeyrek döneminde %6,8 oranında keskin bir küçülme yaşayan Çin ekonomisi, Nisan – Haziran 2020 döneminde %3,2 oranıyla yeniden büyümeye başlamıştır. Çin'in, ikinci çeyrekte büyüme gösteren (çeyrek bazda %11,5) tek G-20 ülkesi olduğu, aynı zamanda toparlanma pek çok gelişmekte olan ekonominin önüne geçtiği açıklanmıştır.

Ülkede sert koronavirüs kısıtlamalarının kaldırılmasının ardından başlayan toparlanmanın yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğü değerlendirilmiştir. Hizmet Sektörü Satınalma Yöneticileri Endeksi (PMI) ve imalat sanayi üretimi dört aydır kesintisiz büyümekte olup, sanayi kesimi kârları Ağustos'ta geçen yılın aynı dönemine göre %19,1 artmıştır. Yeni ihracat siparişlerinin bu yıl ilk kez yükselme kaydetmesi dikkat çekmiş, şirketler işçi alımını artırmaya başlamıştır. Aynı dönemde perakende satışlar sene başından bu yana ilk defa pozitif dönüştür.

Öte yandan, hükümetin geniş destekleriyle toparlanan ülkenin ABD ile ilişkilerdeki gerilim başta olmak üzere artan dış riskler nedeniyle temkinli adımlar attığı değerlendirilmektedir. ABD ile geride bırakılmayan ticaret savaşı kapsamında yaşanan belirsizlikler tüm dünya ekonomisi için önümüzdeki dönemde de risk barındırmaktadır. ABD ile diplomatik ilişkilerde Hong Kong'un özerkliği konusu ile Washington'ın Çin'in teknoloji üreticisi Huawei ve video uygulaması Tik Tok gibi şirketleri hedef alması öne çıkan olaylar olmuştur.

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Eylül'de büyük sermaye çıkışı yaşandı

IIF verilerine göre; Çin ile Hindistan hariç bırakıldığında yükselen piyasa ekonomileri yılın ikinci çeyreğinde %10 daralmıştır.

Düşük faiz oranları ve ABD Doları'nın bir süre zayıf seyretmesi geçen çeyrek dönemde gelişmekte olan ekonomileri desteklemiş, ancak Eylül ayında GOÜ piyasalarından büyük sermaye çıkışları izlenmiştir. Ekonomilerdeki mevcut zorluklara bakıldığında; borçlanma ihtiyaçları, döviz borçlarında artış ve uluslararası sermayenin seçici tavrı öne çıkmıştır. Bununla birlikte, temerrüt riski artsa da ülkelerin borçlanmaya devam edebildikleri görülmüştür. Bir borç krizinin en azından şu ana kadar yaşanmamış olması sevindiricidir. Sürmekte olan salgın borç sıkıntısı çeken ülke listesini uzatmaktadır. Küresel likidite imkânının bu ülkelerde özel sektörün yabancı para cinsinden borçlarını artırmasına neden olduğu da dikkat çekmektedir.

IMF'nin Ağustos'ta yayımladığı "Küresel Dengesizlikler ve COVID-19 Krizi" başlıklı "Dış Sektör Raporu"ndaki "Risk duyarlılığının daha da kötüleşmesi; büyük cari işlem açıkları, yüksek döviz borcu ve sınırlı uluslararası rezervler gibi daha önceden de kırılganlıkları olan ülkeler için dış kriz riskini daha da artırabilir" uyarısı önem taşımaktadır.

### Dolar Karşısında En Çok Değer Kaybeden 10 Para Birimi (Ocak - Eylül 2020)

	Değişim (%)
Brezilya Reali	-26,34
Türk Lirası*	-22,53
Arjantin Pesosu	-20,85
Rus Rublesi	-18,85
Güney Afrika Randı	-17,64
Kolombiya Pesosu	-14,41
Meksika Pesosu	-13,63
Peru Nuevo Solü	-6,66
Endonezya Rupisi	-6,41
Macar Forinti	-5,24
Tayland Bahtı	-4,90

\* Rapor yayına hazırlanırken TL'de oran yaklaşık %30 olmuştur.

Kaynak: Bloomberg HT



Gelişmekte olan ülke para birimlerinde Ocak – Eylül 2020 döneminde ABD Doları karşısında izlenen toplam değer kaybı içinde Brezilya Reali, TL ve Arjantin Pesosu öne çıkmıştır. Eylül itibarıyla, IIF'nin hesaplamalarına göre; toplam finansal borcunun GSYH'ye oranında da Türkiye medyan olarak %137 (Mart ayında %118) oranıyla %122 düzeyinde kalan GOÜ ortalamasından olumsuz yönde ayrılmaktadır. 1995 - 2020 dönemini içeren karşılaştırmada bu oran gelişmiş ekonomiler için %185 olarak kaydedilmiştir.

Son olarak, Asya ekonomilerine yönelik “Önlemlerden İyileşmeye” isimli raporunu yayımlayan Dünya Bankası, bu ülkelere akıllı tecrit kapasitesi inşa etmesi, vergilendirmede doğru politikalar başta olmak üzere mali reformlar gerçekleştirmesi, merkez bankalarının itibarını koruması, akıllı eğitim stratejileri ortaya koyması ve şirketlerin desteğe erişiminin adil biçimde artırılması ile ticaret reformlarının hayata geçirilmesi önerilerinde bulunmuştur.

### **PETROL FİYATLARI: Talep belirsizliği sürüyor**

Brent petrolün varil fiyatı, Ekim ayı başı itibarıyla 41 ABD Doları seviyesindedir. Uluslararası kuruluşların ağırlıklı öngörülleri petrol fiyatlarının 2021 yılına kadar varil başına 40 - 45 ABD Doları arasında seyredeceği ve sektörde iyileşmenin 2021 yılı Haziran ayından itibaren gerçekleşebileceği yönündedir.

Koronavirüs salgınının geride bırakılamaması sonucu, zayıf seyreden ABD Doları'na rağmen talepte yaşanan belirsizlik, petrol fiyatlarını baskı altında tutmaktadır. Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) Başkanı Fatih Birol, pandeminin enerji tüketiminde 2008 yılı Küresel Finans Krizi'ne oranla yedi kat daha fazla gerilemeye neden olduğuna işaret etmiştir.

Salgının başında izlenen talep düşüşünü, üretici ülkeler arasında patlak veren fiyat savaşı takip edince Nisan ayında fiyatlar dibe vurmuş; Mayıs ayında OPEC+ ülkelerince yapılan üretim kısıtlaması ve talepte kıpırdanmalarla Brent petrolün varil fiyatı, %50 dolayında değer kazanarak 40 ABD Doları seviyelerine çıkmıştır. Haziran başında OPEC+ ülkelerinin günlük 9,7 milyon varillik arz kesintisini Temmuz sonuna kadar uzatma konusunda uzlaşmaya varmasıyla 43 ABD Doları seviyelerine tırmanan fiyatlar, geçen dönemde 37 - 43 ABD Doları arasında dalgalanmıştır. Fiyatları artan vaka sayılarıyla olası karantina önlemlerinin yol açtığı endişe ile yükselen jeopolitik riskler baskı altında tutmaktadır. Bununla birlikte, OPEC+ koalisyonu yavaş yavaş üretim kesintilerini yavaşlatırken, Libya'nın da petrol üretimine yeniden başlayacak olması önümüzdeki dönemde fiyatları destekleyebilecektir.

## **TÜRKİYE**

### **Ekonomide “Zor Kış” Kapıda mı?**

Tüm dünya gibi Türkiye'nin de salgının ekonomik hayata tahribatına karşı izlediği kontrollü ve kademeli normalleşme süreciyle yaz döneminde ılımlı bir toparlanmanın işaretleri alınmıştır. Ancak süren belirsizlik ile ekonomide çarkların yeniden dönmeye başlamasını sağlayan politik araçların yan etkileri zaten kırılgan olan ekonomideki koşulları ağırlaştırmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere salgının en yoğun hissedildiği ikinci çeyrekte %9,9 oranında daralan ekonomide, slumpfilyasyon (enflasyon içinde küçülme) hali izlenecek politikaları güçleştirmektedir. Üstelik TL'de yaşanan değer kayıpları ekonominin sağlıklı büyümesinin önünde en büyük engel olmakta ve ekonomide risklerin azaltılması ihtiyacı öne çıkmaktadır.



## Makroekonomik Göstergeler

	2017	2018	2019	2020		
				1.Ç.	2.Ç.	
<b>GSYH</b>						
GSYH (milyar \$)	859	797	761	758	743	
GSYH (milyar TL)(Cari Fiyatlarla)	3134	3758	4320	4400	4320	
Büyüme (%)	7,5	3	0,9	4,4	-9,9	
<b>Enflasyon</b>				<b>Tem.20</b>	<b>Ağu.20</b>	<b>Eyl.20</b>
TÜFE (yıllık)	11,92	20,3	11,84	11,76	11,77	11,75
Yi-ÜFE (yıllık)	15,47	33,64	7,36	8,33	11,53	14,33
<b>İşgücü Piyasası Verileri</b>				<b>Nis.20</b>	<b>May.20</b>	<b>Haz.20</b>
İşsizlik Oranı (%)	9,9	12,8	13,1	13,8	14,0	13,4
İşgücüne Katılım (%)	53,1	53	52,3	47,6	47,7	49,0
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>				<b>Tem.20</b>	<b>Ağu.20</b>	<b>Eyl.20</b>
İhracat (milyar \$)	164,5	177,2	180,8	15,0	12,4	16,1
İthalat (milyar \$)	238,7	231,2	210,3	17,7	18,7	20,9
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	-74,2	-54,0	-29,5	-2,7	-6,2	-4,9
<b>Ödemeler Dengesi</b>				<b>May.20</b>	<b>Haz.20</b>	<b>Tem.20</b>
Cari Açık (12 aylık) (milyar \$)	-40,6	-20,7	8,9	-8,3	-11,1	-14,9
Cari Açık/GSYH (%)	-4,7	-2,6	1,2			
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi</b>						
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-1,5	-1,9	-2,9			
<b>Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku</b>				<b>May.20</b>	<b>Haz.20</b>	<b>Tem.20</b>
Toplam Borç (Milyar TL)	876	1067	1329	1633	1641	1720

Kaynak: TÜİK, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye'de koronavirüs salgınında vaka sayısı 320 bini aşmış iken ekonomide de salgın belirsizliği ve etkileri varlığını sürdürmektedir. Hükümetin geçen dönemde pandemiyle mücadelede ortaya koyduğu destek paketinin büyüklüğü (yaklaşık yarısı kredi destekleri olmak üzere) 494 milyar TL'ye ulaşmış durumdadır. Büyüme kaygısının da hissedildiği ekonomide pandemi politikasında düşük faiz uygulaması (TCMB'nin faiz indirimleri, Hazine ve kamu bankalarının ortak adımları gibi) ve kredi genişlemesi adımları (BDDK'nın bankalara aktif rasyosu uygulaması ve zorunlu karşılıklar üzerinden kredi artışı yönünde düzenlemeler, tahvil alımları ve kamu bankaları öncülüğünde açılan uygun koşullu kredi kampanyaları) öne çıkmıştır.

Ardından ise izlenen kredi ve para bazlı genişleyici büyüme politikasından dönülmeye ve “ekonomiyi soğutma” adımları atılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede TCMB, önce uygulamada faizi zımni olarak artırmayı seçmiş; ardından ise politika faizini 200 baz puan artırmış; süreçte piyasa faizleri de yükselmiştir. Piyasa faiz oranları artarken, Eylül'de kredi talebinin görünür biçimde yavaşladığı izlenmiştir. TÜİK'in Perakende Sektörü Güven Endeksi Ağustos'ta yatay duruma geçerken, Merkez Bankası verilerini değerlendiren TEPAV çalışmasına göre de banka ve kredi kartı ile yapılan harcamalar Temmuz 2020'ye kıyasla %22 ve Ağustos 2019'a kıyasla %7 azalmıştır.

TCMB'nin adımlarını Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) bankaların kredi vermesi için bir nevi ceza uygulaması olarak görülen “aktif rasyosu” oranlarını indirmesi izlemiştir. Hükümetin yeniden “normalleşme adımları” olarak adlandırıldığı bu politika değişimi çerçevesinde bir diğer önemli adım, BDDK'nın uluslararası swap (Dolar - TL takası) piyasasında işlem limitlerinde daha önce getirdiği sınırlamayı gevşetmesi olmuştur. Ayrıca kambiyo işlemlerinden alınan banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) ile mevduat faizlerinden elde edilen gelirlere uygulanan gelir vergisi stopaj oranlarının düşürülmesi gibi ekonomide dengelenme için ilave önlemler gerçekleştirilmiştir.

Ekonomide artan dengesizlikler çerçevesinde, para ve kredi politikasında frene basılmasında geç kalınıp kalınmadığı tartışılmaktadır. Geçen dönemde dolarizasyonda artış görülmüş; ekonomi yönetiminin geçen dönemde döviz alımının maliyetini artırıcı tedbirler alınmasına rağmen yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatı, 218 milyar ABD Doları'na yükselmiştir. Politika faizinin enflasyonun altında kalmasının ekonomik ortamda yatırımcıları dövize ve ek olarak altına ile “yastık altına” yönlendirdiği izlenmiştir.



Döviz kuru enflasyon üzerinde baskı yaparken, hızla yükselen cari açık ve CDS primi ile düşen kredi notu gibi gelişmeler de riskleri artmıştır. Son dönemde altın ithalatında yaşanan hızlı artış da cari açığı genişleten bir diğer gelişme olmuştur.

Eylül ayında TÜSİAD'ın düzenlediği video konferansta konuşan IIF Başekonomisti Robin Brooks, Türkiye'nin cari açık finansmanında artan sorununa işaret etmiş ve "Türkiye yabancı yatırımcıyı çekip cari açığı finanse etmekte zorlanabilir, TL'de daha fazla değer kaybı meydana gelebilir" şeklinde konuşmuştur.

Nitekim GSYH'ye oranı artmış olan cari açığı finanse etmek için ihtiyaç duyulan sermaye girişi pandemi öncesinde gerilerken, salgınla birlikte hızla çıkışa dönüşmüştür. Öte yandan, döviz kurunu belli bir seviyede tutmak amacıyla para arzını artıran bankanın net rezervi 25 Eylül itibarıyla 17 milyar ABD Doları iken, kısa vadeli döviz ihtiyacına yönelik olarak çeşitli ülkelerle yaptığı swap anlaşması yükümlülükleri dikkate alındığında rezervin negatif düzeye gerilediği izlenmektedir. Bu nedenle, ödemeler dengesinde olası bir krize karşı en güçlü tampon olan TCMB'nin rezerv yeterliliğine dönük kaygılar dile getirilmektedir.

Diğer taraftan, ekonomik aktivitede toparlanmanın ivme kaybettiği değerlendirilmeye başlanmış olup; yabancı kaynak girişi sınırlı iken ve önemli bir politika aracı olarak kullanılmış olan kredi büyümesinin ardından yılın son çeyrek dönemi ile 2021 yılı için izlenecek adımlar beklenmektedir.

### YEP, Salgınla Revize Edildi

Eylül ayının sonunda Bakan Albayrak tarafından açıklanan revize YEP'te (2021 - 2023 Dönemi Yeni Ekonomi Programı / Orta Vadeli Program), ekonomik faaliyette yılın üçüncü çeyreğinden itibaren "V" tipi bir toparlanma başladığı belirtilmiştir. Çalışmada program dönemi üç bölüme ayrılırken; mevcut "Yeni Dengelenme" döneminde, uygulanan genişlemeci politikaların kademeli azaltılmasına, makroekonomik dengelerin yeniden tesis edilmesine odaklanıldığı ifade edilmiştir. "Yeni Normal" döneminde ekonominin salgın sürecinde yeniden şekillenen davranış ve tercihlerine, dijitalleşmeye, yeni çalışma modellerine adaptasyonun üzerinde durulacağı; son olarak "Yeni Ekonomi" döneminde de makro kırılganlıkları azaltmaya yönelineceği kaydedilmiştir.

YEP'te ekonominin bu yıl baz senaryoda %0,3 büyümesi (salgın öncesi hedef %5,8 idi) hedeflenmiş; aşağıdaki tabloda görüleceği gibi ekonomide 2021 - 2023 döneminde de yıllar itibarıyla sırasıyla %5,8, %5 ve %5 düzeylerinde büyüme öngörülmüştür. Salgında olası bir artışa dayalı olarak ortaya konan kötümser senaryoda ise ekonominin bu yıl %1,5 daraldıktan sonra 2021'de %3,7 büyüyeceği tahmin edilmiştir.

### Öne Çıkan YEP Hedefleri (2020 - 2023) (% puan)

	2020	2021	2022	2023
Büyüme	0,3	5,8	5,0	5,0
Enflasyon	10,5	8,0	6,0	4,9
Cari Denge/GSYH	-3,5	-1,9	-0,7	0,1
Bütçe Açığı/GSYH	4,9	4,3	3,9	3,5
İşsizlik	13,8	12,9	11,8	10,9
İşgücüne Katılım	49,6	51,2	51,7	52,4
GSYH	0,3	5,8	5,0	5,0
Milli Gelir (milyar \$)	702	735	801	875
Kişi Başına Gelir (\$)	8381	8661	9317	10033

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Programda ayrıca yılsonu için hedefler; enflasyonda %8,5'ten %10,5'e, cari işlemler dengesinin milli gelire oranında -%1,2'den -%3,5'e, bütçe açığının GSYH'ye oranında %2,9'dan %4,9'a ve işsizlik beklentisi de %11,8'den %13,8'e revize edilmiştir. Böylece enflasyonda tek haneli hedef için umutlar 2021'e ertelenmiştir. Enflasyon öngörüsü, dünya ile kıyaslandığında fiyat istikrarı çerçevesinde yüksek, beklenen mevsimsel etki ve döviz kurundan kaynaklı ekonomik gelişmeler çerçevesinde ise iyimser bir öngörü olarak değerlendirilmiştir. Kademeli olarak enflasyonun 2023'te %4,9'a düşeceği beklentisi de dikkat çekicidir. Artan bütçe açığı kapsamında faiz dışı denge için açıklanan iyileşme patikası uzun bulunmuş, cari açık - büyüme ilişkisi çerçevesinde ortaya konan hedeflere temkinli yaklaşılmıştır. Ekonomistler, programdaki beklentilerin ortaya konmasında 2020 yılı için 6,91 ve 2021 yılı için 7,68 olarak baz alınan Dolar/TL paritesini de kurun şu anki düzeyi nedeniyle program tutarlılığı açısından tartışmalı bulmuştur.

Son dönemde özel sektörün artan beklentisiyle gündeme gelen, 1 Ekim'e ertelenmiş olan vergi ve prim yükümlülükleri çerçevesinde bir vergi affına gidilmeyeceği de programda açıklanmıştır.

Pandemi gündemindeki mevcut sorunlar yatırım, yeni istihdam alanları açılması ve büyüme önünde büyük engel oluşturmaktadır. Özel sektörün, yurtiçinde 2019 yılı Kasım ayında başlatılan yeniden yapılandırmada Türkiye Bankalar Birliği (TBB) verilerine göre yapılandırılan toplam borç tutarı 15 milyar TL'yi aşmış durumdadır. Son iki yıldır döviz kuru ve dış borç kaynaklı sorunlarla da mücadele etmekte olan özel sektörün, salgın ortamında yeni yatırım kararı almaktan daha da uzaklaştığı izlenmektedir.

Dünya Bankası, Ağustos ayında açıkladığı “Yelkenleri Ayarlamak” başlıklı Türkiye raporunda, ekonomide öne çıkan sektörlerin, istihdamı ve işgücüne katılımı daha da azaltabilecek ve yoksul nüfusu 1,2 milyon artıracak salgın bağlantılı ekonomik baskılara karşı oldukça savunmasız olduğuna işaret etmiştir. Kuruluş, hanehalkı destek programlarının genişletilmesi önerisinde bulunurken; ekonomistler de düşük gelirli kesimlere doğrudan transfer ödemelerinin artırılmasının iç talebin canlı tutulması açısından da faydalı olacağını savunmaktadır.

Öngörülerin zorlaştığı pandemi ortamında, salgınla mücadelenin şeffaf ve etkin biçimde yürütülmesi konusu öncelikli iken, Koç Üniversitesi - TÜSİAD Ekonomi Araştırma Forumu salgında ikinci dalganın yaşanması halinde talepte ileriye dönük yıkıcı etkiler yaşanabileceğini ve potansiyel büyüme oranının zarar görmesiyle ekonomide hasarın daha büyük olabileceğini ortaya koymuştur.

### **Büyüme: Küçülme nispeten sınırlı**

Türkiye ekonomisi, salgın tahribatının ağır biçimde yaşandığı yılın ikinci çeyreğinde zincirlenmiş hacim endeksine göre; %9,9 küçülmüştür. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise ikinci çeyrekte GSYH, %4,4 büyümenin yaşandığı bir önceki çeyreğe kıyasla %11 oranıyla keskin biçimde daralmıştır. Özellikle Nisan ve Mayıs aylarında salgının tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de artan tecrit ile ekonomiyi aniden yavaşlatması sonucu izlenen daralmanın beklentilere oranla görece sınırlı kalması dikkat çekmiştir.

GSYH'de yaşanan daralmada net ihracat -7,8 puan, hanehalkı tüketimi -5,1 puan ve yatırımlar -1,5 puan ile etkili olmuştur. Hanehalkı tüketimi (yarı dayanıklı mallar ağırlıkta olmak üzere) %8,6 düşerken, verilen desteklere rağmen kamu harcamalarındaki %0,8'lik gerileme çekmiştir. Toplam yatırımlardaki gerileme %6,1 iken inşaat yatırımlarının %16,4 daraldığı izlenmiş, öte yandan makine ve teçhizat yatırımlarında %4,7 büyüme yaşanmıştır. Bu dönemde ihracat %35,3 ve ithalat %6,3 oranlarında gerilemiştir. Bir süredir büyümeye olumlu etkisi takip edilen stok değişimlerinin ise ikinci çeyrek dönemde de GSYH'ye 4,4 puan katkı verdiği hesaplanmıştır. Analistler stok değişimindeki seyri değerlendirmede güçlük çekerken ayrıca TÜİK tarafından da açıklanan sübvansiyonlara yapılan yeni eklemelere (kısa çalışma ödeneği ile nakdi ücret destek ödemeleri) işaret etmiştir.



## GSYH - Harcamalar Yöntemiyle (% puan)

	2018	2019					2020		
	Yıllık	1.Ç.	2.Ç.	3.Ç.	4.Ç.	Yıllık	1.Ç.	2.Ç.	6 Aylık
<b>Tüketim</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-1,2</b>
Özel	0,3	-2,4	-0,3	1,2	4,7	0,9	2,7	-5,1	-1,4
Kamu	0,9	1,0	0,5	0,8	0,3	0,6	0,5	-0,1	0,2
<b>Yatırım</b>	<b>-0,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>
<b>Stok Değişimi</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>6,8</b>	<b>0,6</b>	<b>5,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>
<b>Net İhracat</b>	<b>3,6</b>	<b>9,8</b>	<b>5,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>2,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,0</b>
İhracat	2,1	2,1	1,5	1,2	0,2	1,2	-0,1	-9,0	-4,7
İthalat	1,6	7,7	4,4	-0,7	-5,7	1,2	-4,1	1,2	-1,3
<b>GSYH</b>	<b>3,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>6,4</b>	<b>0,9</b>	<b>4,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>-3,1</b>

Kaynak: TÜİK

Üretim yöntemine göre bakıldığında; yılın ikinci çeyreğinde hizmetler sektörü %25, sanayi sektörü %16,5 ve inşaat sektörü %2,7 daralırken; tarım sektörü %4 ve finans sektörü %27,8 büyümüştür. GSYH'den önemli pay alan başlıca sektörler sanayi ve hizmet sektörlerinde pandeminin en yoğun yaşandığı bu dönemde %22'yi aşan kayıp dikkat çekicidir. Bu dönemde bu iki sektörün ekonomideki daralmada etkisi sırasıyla 3,25 ve 5,94 puan olmuştur. İkinci çeyrekte sanayi sektöründe kişi başına üretimin önceki yılın aynı dönemine kıyasla %18 oranında gerilemesi de dikkat çekmiştir.

**Enflasyon: Tahminler yine çift haneli**

TÜFE, Eylül'de aylık bazda %0,97, yıllık olarak %11,75 ve 12 aylık ortalamaya göre de %11,47 artış kaydetmiştir. Haziran ayından itibaren ivme kazanan yıllık Yi-ÜFE'deki artış ise Eylül'de %11,53'ten %14,33'e çıkmıştır.

Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre TÜFE'ye en yüksek katkısı yapan ana gruplara bakıldığında sırasıyla, %25,17 ile çeşitli mal ve hizmetler, %15,09 ile sağlık ve %14,95 ile gıda ve alkolsüz içecekler görülmektedir. Önceki yılın aynı ayına göre artışın düşük olduğu diğer ana gruplar ise %6,74 ile haberleşme, %6,91 ile giyim ve ayakkabı ile %7,55 oranıyla eğitim olmuştur.

TCMB'nin para politikasıyla etkileyebileceği kalemleri içeren çekirdek enflasyondaki trendin bir miktar azaldığı açıklanmaktadır. Eylül'de özel kapsamlı B çekirdek endeksi (işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE) bir önceki aya göre 0,39 puan artışla %11,57 ve C çekirdek endeksi (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkileri ile tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE) 0,29 puan artışla %11,32 olmuştur.

Eylül ayı enflasyon rakamlarında talep etkisinin öne çıktığını yorumlayan uzmanlar kurda yaşanan artışın bu dönemde daha çok dayanıklı tüketim mallarında izlendiğini belirtmiştir. Yılsonu enflasyon beklentilerinde geçtiğimiz yılın Ekim ayından kaynaklı yüksek baz etkisi dışında olumlu beklentiden bahsedilemezken, kur geçişkenliği ve olası vergi artışları ile yükselişin süreceği öngörülmektedir.

**Para Politikası: Faizler yükseldi**

Peş peşe yaptığı faiz indirimlerine Haziran ayında ara veren TCMB, politika faizini Eylül'e kadar %8,25 seviyesinde sabit tutmuş ve söz konusu dönemde de %10,25'e çıkarmıştır.

Bankanın Mayıs 2018'de politika faizi olarak ilan ettiği haftalık repo ihale faiz oranı değişmezken diğer kanallardan ortalama fonlama maliyetini yükselttiği izlenmiştir. Kısaca, bankanın Temmuz ayından Eylül ayı PPK toplantısına kadar geçen süreçte adı konmamış bir sıkı para politikası uygulayarak ortalama fonlama maliyetini %11'in üzerine çıkarması dikkat çekmiştir.

Bankanın fonlama maliyeti %11'in üzerine çıkmış olsa da Para Politikası Kurulu'nun Eylül ayı toplantısında değişiklik yapılmayacağına dair beklentilerin aksine TCMB, politika faizini %8,25'ten %10,25'e yükseltmiştir. TCMB, "Enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesi için para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi gerekmektedir" açıklamasında bulunmuştur. Böylece yeni faiz koridoru son dönemde fonlamada kullanılan oranı kapsayacak biçimde genişletilmiş; gecelik borç verme faizi %11,75'e, geç likidite penceresi faiz oranı da %13,25'e çıkmıştır.

Rezervlerinde düşüş yaşayan TCMB'nin olası bir krize karşı durumuna bakıldığında ekonomistlerce dört parametreye işaret edilmektedir. Bu çerçevede brüt rezervde geniş para arzı ve kısa vadeli dış borca göre yapılan hesaplamalarda yetersiz bir görünüm izlendiği; ithalata ve IMF ölçümüne (kısa vadeli dış borç, mal ve hizmet ihracatı ile net uluslararası yatırım verisi üzerinden hesaplama) göre ise yeterlilik oranının içinde kalındığı ifade edilmiştir.

### **Dış Ticaret: Avrupa beklentileri tersine döndü**

Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici dış ticaret istatistiklerine göre Eylül'de dış ticaret açığı yıllık bazda %192,7 oranında artarak 4,9 milyar ABD Doları olmuştur. Bu dönemde ihracat %4,8 artışla 16,1 milyar ABD Doları'na, ithalat da %23,3 artışla 20,9 milyar ABD Doları'na yükselmiştir.

Halen Ağustos ayı verilerinin yer aldığı TÜİK istatistiklerine göre ise; yılın ilk 8 ayında ihracat, bir önceki yılın aynı dönemine göre %12,9 azalarak 102,3 milyar ABD Doları, ithalat %1,2 azalarak 135,3 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığı %69,9 artarak 33 milyar ABD Doları'na yükselmiştir. Ağustos ayında ihracatta ilk sırayı 1,2 milyar ABD Doları ile Almanya almış; onu sırasıyla 989 milyon ABD Doları ile İngiltere, 740 milyon ABD Doları ile ABD, 640 milyon ABD Doları ile Irak ve 582 milyon ABD Doları ile İspanya takip etmiştir. Bu ülkelere ihracat, toplam ihracatın %33,4'ünü oluşturmuştur. İthalatta ise 1,9 milyar ABD Doları ile Çin ilk sırayı almış; ülkeyi 1,7 milyar ABD Doları ile Almanya, 1,6 milyar ABD Doları ile Irak, 1,3 milyar ABD Doları ile Rusya ve 1,1 milyar ABD Doları ile İsviçre izlemiştir. İlk beş ülke toplam ithalattan %41,6 pay almıştır.

İstanbul Sanayi Odası ve IHS Markit Türkiye İmalat Sektörü İhracat İklimi Endeksi Ağustos'ta 52,4 seviyesine gerilemiştir. Endeksin 50 eşik değerinin üzerinde seyretmesi ihracat ikliminde iyileşmeye işaret ederken, bu dönemde iyileşmeye öncülük eden birçok Euro Bölgesi ülkesinde koronavirüs vaka sayısındaki artışların yeniden başlaması kaynaklı olarak toparlanma hızı ivme kaybetmiştir. Aynı şekilde, geçen dönemde Euro'nun Dolar karşısında güçlenme eğiliminin ihracat üzerinden Türkiye ekonomisine olumlu etkisi olabileceği değerlendirilmeleri yapılırken Euro/Dolar paritesinde yeniden gerileme izlenmeye başlanmıştır.

Son dönemde yürürlüğe konan ilave gümrük vergilerinin ithalatı besleyen faktörler karşısında zayıf kaldığı gözlenmiştir.

### **Ödemeler Dengesi: Hizmet gelirlerindeki düşüş etkili**

TCMB tarafından açıklanan Ödemeler Dengesi İstatistikleri'ne göre; Temmuz ayında cari denge 1,8 milyar ABD Doları açık vermiş ve böylece yılın ilk 7 ayı itibarıyla 12 aylık açık 14,9 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Bu gelişmede, taşımacılık ve seyahat gelirindeki azalışa bağlı olarak net hizmet gelirlerinin





geçen yılın aynı ayına göre 4,6 milyar ABD Doları azalması etkili olmuştur. Ödemeler dengesi geçen yılın aynı ayında 2 milyar ABD Doları cari fazla vermişti.

Temmuz 2020'de dış ticaret açığı yıllık bazda %18,2 daralarak 2,7 milyar ABD Doları'na gerilerken, ilk 7 ayda %55,6 genişlemiştir. Doğrudan yatırımlar kaleminde Temmuz ayında 226 milyon ABD Doları net sermaye girişi kaydedilmesi dikkat çekmiştir. Haziran ayında 1 milyon ABD Doları tutarında sermaye çıkışı yaşanmıştı. Mart ayından bu yana çıkış yaşanan portföy yatırımlarında ise söz konusu ayda yurtdışı yerleşiklerin banka tahvili alımlarının katkısıyla 254 milyon ABD Doları tutarında giriş olmuştur. Haziran ayında 7,7 milyar ABD Doları azalan rezerv varlıklar, 1,3 milyar ABD Doları gerilemiş; böylece yılın ilk 7 ayında rezerv varlıklardaki azalış 31,4 milyar ABD Doları'na yükselmiştir. Temmuz ayında net hata ve noksan kaleminde ise 3,2 milyar ABD Doları tutarında sermaye çıkışı yaşanmıştır.

TCMB, emtia fiyatlarının görece düşük seviyelerinin ve reel kur düzeyinin önümüzdeki dönemde cari işlemler dengesini destekleyeceği görüşünü taşıırken; salgın kaynaklı belirsizlikler cari açık üzerinde baskısını sürdürmektedir. Son olarak BDDK'nın kredi vadelerindeki kısıtlamasının ise cari denge açısından olumlu sonuç verebileceği yorumlanmaktadır. Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan tarafından 21 Ağustos 2020 tarihinde açıklanan Karadeniz'de 320 milyar metreküp doğalgazın keşfi çerçevesinde çalışmalar da Türkiye'nin enerjide arz güvenliğinin artırılması ve enerji faturası üzerinden cari işlemler dengesi açısından izlenmektedir.

### **Bütçe Dengesi: Vergi gelirleri destekliyor**

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın verilerine göre; Ağustos ayında bütçe, 28,2 milyar TL fazla vermiştir. Mart ayında 43, 7 milyar TL olan merkezi yönetim bütçe açığı, Mayıs ayında 17,3 milyar TL'ye inmiş ve Temmuzda bütçe 9,9 milyar TL fazla vermişti. Kredi teşvikleriyle canlanan iç talep ve vergi gelirlerindeki artış bütçe performansını olumlu etkilemiştir.

Ağustos'ta bütçe gelirleri yıllık bazda %15,1 artarak 108,6 milyar TL olurken, bütçe harcamaları %4,3 azalışla 80,3 milyar TL'ye gerilemiştir. Vergi gelirlerinin Ağustos'ta yıllık bazda %47,8 oranında artması dikkat çekmiştir. Kurumlar vergisi gelirleri ötelenen tahsilatların gerçekleştirilmesiyle yıllık bazda 10,9 milyar TL artış kaydederken, ÖTV gelirleri de 9,3 milyar TL artarak bütçe performansını desteklemiştir. ÖTV gelirlerinde kaydedilen artışta Ağustos ayında yüksek satış rakamlarına ulaşılan motorlu taşıtlar ve dayanıklı tüketim mallarından alınan ÖTV öne çıkmıştır. Bu dönemde ithalde alınan KDV ve dâhilde alınan KDV gelirlerinde de sırasıyla %38,2 ve %56,6'lık yükseliş kaydedilmiştir. Ocak-Ağustos döneminde vergi gelirleri yıllık bazda %18 oranında artarak 510,4 milyar TL olurken, vergi dışı gelirler %11,3 gerileyerek 140,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

Ağustos ayında bütçe giderlerindeki azalışta cari transferler ile sermaye giderlerindeki hızlı gerileme öne çıkmıştır. Sermaye giderleri altında izlenen gayrimenkul sermaye ve üretim giderlerindeki %50'lik düşüş dikkat çekmiştir. Ağustos'ta faiz giderleri yıllık bazda %9,5 artarak 11,9 milyar TL olmuştur. Ocak-Ağustos döneminde ise, bütçe harcamaları yıllık bazda %15,6 oranında genişlerken, gelirlerdeki artış %10,1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece, geçtiğimiz yılın ilk 8 ayında 68,1 milyar TL olan bütçe açığı, bu yılın aynı döneminde %62,9 oranında yükselerek 110,9 milyar TL olmuştur. Bütçe açığı yıllık bazda ise 17,3 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Nakit dengesi/faiz dışı açık 30,4 milyar TL olarak gerçekleşerek Şubat ayından bu yana ilk kez fazla vermiştir.

### **İstihdam: İşsiz sayısı azalırken, işsizlik oranı artıyor**

TÜİK'in verilerine göre; Türkiye genelinde işsiz sayısı Haziran döneminde (Mayıs-Haziran-Temmuz), geçen yılın aynı dönemine göre 152 bin kişi azalırken işsizlik oranı 0,4 puan artarak %13,4 olmuştur. İşgücüne katılım oranında bir süredir artan gerileme ve iş bulma ümidini kaybeden çalışma çağındaki

nüfustaki büyük artış, bu grubu hesaplamanın dışına iterek işsizlik oranını aşağıya çekmektedir. Ayrıca salgın önlemlerinin de etkisiyle iş aramadığı için işsiz sayılmayan grupta artış yaşanmakta; fiilen iş başında olmasa da kısa çalışma ödeneğinden yararlanan ve nakdi ücret desteği ile ücretsiz izne ayrılanlar da istihdama dâhil edilmektedir.

Tarım dışı işsizlik oranı 0,6 puanlık artışla %15,9 ve 15-24 yaş grubunu içeren genç işsizlik oranı 1,3 puan artışla %26,1 olarak gerçekleşmiştir. İş gücüne katılım oranı geçen yılın aynı dönemine göre 4,3 puan düşerek %49'a inmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı ise %14,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

İstihdam edilenlerin %19,3'ü tarım, %20'si sanayi, %5,8'i inşaat, %55'i de hizmet sektöründe yer almıştır. Mevsim etkilerinden arındırılmış istihdam ise tarım sektöründe 36 bin, sanayide 25 bin, inşaatla 141 bin, hizmetler sektöründe 230 bin kişi artmıştır.

Öte yandan, salgın ile birlikte Nisan ayında getirilen ve işten çıkarmaları durduran yasanın yürürlük süresi 17 Kasım 2020 tarihine kadar uzatılmıştır. Uygulamaya rağmen İŞKUR verilerine göre işsizlik ödeneğine başvuru sayısının 1 milyonun üzerine çıkması dikkat çekmektedir. İşsizlikte zorlu mücadeleye paralel olarak önümüzdeki dönemde de bu alandaki teşviklerin sürmesiyle kısa çalışma ve ücretsiz izin ödemelerinin bütçedeki yükü artırması beklenmektedir.

### **Güven Endeksleri: Ekonomiye güvende toparlanma sürüyor**

Nisan ayında tarihi dip seviyelere gerileyen Ekonomik Güven Endeksi, geçen çeyrek dönemde yükselişini sürdürmüş ve Ağustos ayında 85,9 iken Eylül ayında 88,5 değerine çıkmıştır. Artış tüketici (%3,2 artış), reel kesim/imalat sanayi (%0,5 artış) ve hizmet sektörü (%6,4 artış) güven endekslerindeki yükselişten kaynaklanmış olup perakende ticaret sektörü (%1,5 düşüş) ve inşaat sektörü (%2,0 düşüş) güven endekslerinde ise gerileme olmuştur.

Bu arada TÜİK, Tüketici Güven Endeksi hesaplama yönteminden “işsiz sayısı beklentisi” ile “tasarruf etme ihtimali beklentisi”ni çıkarmış, yerlerine “hanenin mevcut maddi durumu” ve “yeni dayanıklı tüketim malı satın alma düşüncesi”ni eklemiştir. Tüketici Güven Endeksi Eylül'de eski verilere göre 59,6'dan 61,8'e, yeni verilere göre 79,4'ten 82'ye çıkmıştır. Artışta hanelerin mevcut maddi durumlarının ve genel ekonomik durumun gelecek 12 ay beklentilerindeki yükseliş etkili olmuştur. Endeks Haziran ayında bir önceki aya göre %5,2 artışla 62,6 seviyesi ile Nisan 2019'dan bu yana en yüksek değerini almıştı. (Endekslerin 100'ün altında olması güvensizliğe, 100'ün üstü ise iyimser duruma işaret etmektedir.)

### **Kredi Notu ve Risk Primi: Risk profilinde artış var**

Uluslararası yatırım ve borçlanma açısından önem taşıyan kredi notları ile CDS - Kredi Temerrüt Risk Primi, Türkiye ekonomisi üzerinde baskı oluşturmayı sürdürmektedir.

Ülke kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan üç büyük kuruluş nezdinde yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. Fitch Ratings, Ağustos ayında Türkiye'nin kredi notunu "BB-" olarak teyit ederken, not görünümünü "durağan"dan "negatif"e çevirdiğini açıklamıştır. Aralık ayında yapması gereken açıklamayı öne çeken Moody's de ülke notunu "B1"den Mısır, Tunus, Tanzanya, Ruanda gibi ülkelerin de yer aldığı "B2"ye düşürürken kredi görünümünü "negatif"te tutmuştur. Kuruluş, not görünümünün "negatif" olarak bırakılmasının ise ilerleyen dönemde mali göstergelerdeki olası bozulmanın tahmin edilenden hızlı gerçekleşmesi ihtimalinden kaynaklandığını belirtmiştir. Standard&Poor's (S&P) tarafında ise Türkiye'nin kredi notu "B+", kredi görünümü "durağan"dır.

Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 1 Temmuz itibarıyla 486 olmuş, Eylül ayında ise 570 baz puana kadar yükselmiştir. 5 Ekim itibarıyla CDS primi, 516 seviyesindedir. Dış borç maliyetine yansıyan kritik seviye olarak 300 puanın üstü yüksek risk profiline işaret etmektedir.

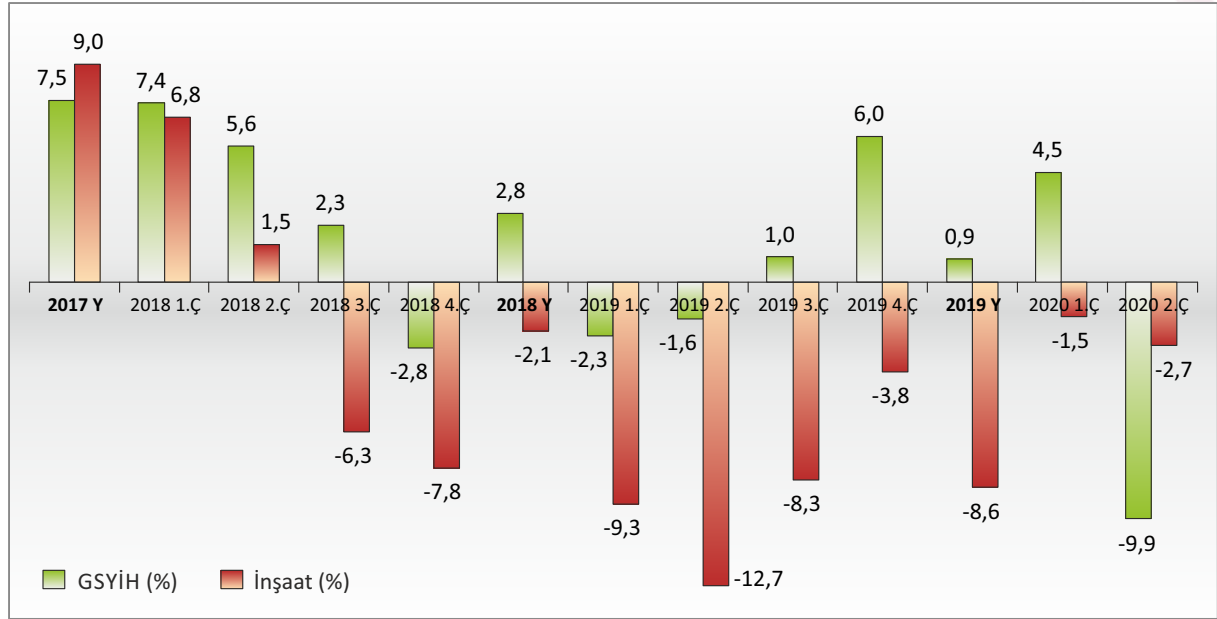


## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Sektörde Daralma İkinci Yılına Girdi...

2018 yılında küçülmeye başlayan inşaat sektöründe daralma süreci ikinci yılına girmiştir. TÜİK'in zincirlenmiş hacim endeksine göre; 2020 yılının ikinci çeyrek döneminde sektör, yıllık bazda %2,7 küçülmüştür. İnşaat sektöründeki daralma, 2019 yılının aynı döneminde yaşanan %12,7 oranındaki küçülmeden kaynaklı olumlu baz etkisi ve Haziran ayında başlatılan uygun koşullu konut kredisi kampanyaları sebebiyle sınırlı kalmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde ise, normalleşme adımlarıyla başlayan ekonomideki canlanmanın bir taraftan GSYH'ye yansımaları beklenirken diğer taraftan da sektör rakamlarını özellikle konut alanında hayata geçirilen teşviklerin desteklemesi beklenmektedir. Bununla birlikte, sektörün performansında, keskin daralmanın yaşandığı geçen yılın aynı döneminden kaynaklı olumlu baz etki azalmaya başlayacaktır. İnşaat sektörü bu yılın ikinci çeyrek döneminde önceki çeyrek döneme kıyasla %3,1 daralmıştır. İzleyen günlerde ortaya çıkacak performans koronavirüs salgınının seyri ve makroekonomik gelişmelerle şekillenecektir.

#### GSYH ve İnşaat Sektöründe Büyümenin Seyri (% puan)



Kaynak: TÜİK

Salgının ülkemizde görülmesiyle birlikte, altyapı başta olmak üzere inşaat ihalelerinde gerileme hızlanmış, yatırımlar durma noktasına gelmiştir. TÜİK'in yılın ikinci çeyrek dönem GSYH verileri de inşaat ve makine - teçhizat yatırımlarını içeren toplam gayrisafi sabit sermaye yatırımlarında %6,1 oranında daralma yaşandığını göstermektedir.

Bağlı sektörlerle dolaylı etkileriyle son yıllarda GSYH içindeki payı %30'lara ulaşan inşaat sektöründe yaşanmakta olan küçülme sürecinin, başta işsizlik olmak üzere ekonominin geneline ciddi yansımaları olduğu görülmektedir. Ekonomistler 2018 yılı yazında döviz kurunda yaşanan kriz ile ekonomide 2008 – 2009 Küresel Finans Krizi'ne kıyasla daha sınırlı daralma yaşanırken istihdam kaybının daha şiddetli olduğunu, bu gelişmede inşaat sektörünün kriz öncesinde istihdama yönelik geniş katkısının etkili olduğunu belirtmektedir. TÜİK'in Haziran ayı mevsim etkisinden arındırılmış işgücü verilerine göre; sektörde istihdam edilen kişi sayısı sınırlı bir artışla 1 milyon 471 bin olarak kaydedilmiştir. 2018 yılı son çeyreğine kadar ise bu rakam yaklaşık 2 milyon seviyesinde seyretmiştir.

### İnşaat Sektörü Temel Göstergeler

	2019 - 2.Ç.	2020 - 2.Ç.	Değişim (%)
GSYH Büyüme (%)	-1,6	-9,9	
İnşaat Sektörü Büyüme (%)	-12,7	-2,7	
İnşaat Sektörü Güven Endeksi (Eylül)	60,1	83,3	38,6
Yapı Ruhsatı Sayısı (adet) (kümülatif)	122.752	212.231	72,9
Yapı Kullanım İzin Belgesi Sayısı (adet) (kümülatif)	396.550	269.338	-32,1
İlk El Konut Satışları (adet) (kümülatif) (Ağustos)	285.719	317.832	11,2
Konut Kredileri Hacmi (milyar TL) (Ağustos)	180,9	274,2	51,6
Konut Kredisi Faiz Oranları (% - yıllık) (Eylül)	12,95	13,88	

\* TÜİK, 2018 ve 2019 verilerinde revize yapmıştır.

Kaynak: TÜİK, BDDK

Sektöre ilişkin mevcut faaliyet ve geleceğe yönelik beklenti ile güveni gösteren endeksler, karmaşık bir görünüm ortaya koymaya devam etmektedir. TÜİK'in İnşaat Sektörü Güven Endeksi, Nisan'da 77,2 seviyesinden 44,7 düzeyine gerilemiş, Mayıs ayında artışa geçerek 58,5 olmuştur. Haziran ayında ise yükselişini hızlandırıp 78,0 ardından Temmuz'da 87,0 değerini alan endeks Ağustos'ta 85,0 ve Eylül'de 83,3 düzeyine gerilemiştir. Benzer biçimde, inşaat sektöründe alınan kayıtlı siparişlerin mevcut düzeyi %0,1 azalarak 69,9, gelecek üç aylık dönemde toplam çalışan sayısı beklentisi de %3,3 azalarak 96,6 değerini almıştır. Faaliyetleri kısıtlayan temel faktörlerden "finansman sorunları" %40,1'den %39,3'e inerken, "talep yetersizliği" %31,5'den %32,8'e çıkmıştır.

Bir diğer öne çıkan gösterge olan ve İMSAD tarafından hazırlanan İnşaat Malzemeleri Sanayi Bileşik Endeksi'nin yurtiçinde sektöre destek ve yurtdışında salgına rağmen görece iyileşmenin etkisi ile 73,2 puana yükseldiği açıklanmıştır. Endeksin bileşenlerinden Faaliyet Endeksi aylık 3 puan artış ile yükselmeyi sürdürmüştür, Güven Endeksi'nde artış aylık 0,35 puan ile salgına ilişkin belirsizlikler ve finansal kırılganlıklardan kaynaklı olarak sınırlı kalmış, Beklenti Endeksi'nde özellikle ihracat tarafında izlenmekte olan artış son iki aydır yavaşlamıştır.

Türkiye'de piyasa faiz oranlarının önümüzdeki dönem için yükselme eğilimine işaret edilirken, iç ve dış piyasalardaki gelişmeler paralelinde dalgalı bir seyir izleyen döviz kurunun da sektörde fonlama maliyetlerini arttırma riskine dikkat çekilmektedir.

Salgına oldukça kırılgan koşullarda ve tam da yurtiçinde yaşadığı daralma sürecinde yakalanan inşaat sektörünün, ödeneklerin yetersizliğine gittikçe kötüleşen maliyet artışları ve döviz kurundaki yükselişin eklenmesiyle oldukça zor bir dönemden geçtiği izlenmektedir.

Sektör temsilcileri inşaat malzemelerinde son iki yıldır yaşanan büyük fiyat artışlarına işaret etmektedir. Temmuz ayı itibarıyla bakıldığında, TÜİK İnşaat Maliyet Endeksi yıllık olarak 2018'de %27, 2019'da %18,4 ve 2020'de %9,2 yükseliş sergilemiştir. Bu çerçevede, son dönemde ekonomi yönetiminden fiyat farkı uygulaması talep eden sektörde Nisan ayında çıkarılan Cumhurbaşkanlığı Genelgesi ile salgının neden olduğu yüklerin projelerde süre uzatımı ve fesih imkânı ile hafifletilmesi için önemli bir adım atılmıştır. Ancak geçen zaman zarfında, süre uzatımı talepleri genelinde benimsenen olumlu yaklaşımın fesih taleplerinde söz konusu olmadığı izlenmiştir. Ödeneklerdeki sıkıntılar ve maliyet artışları çerçevesinde fesih uygulamasına duyulan ihtiyaç artmıştır. Sözleşme feshi gerçekleştirmek isteyen firmalara şarta tabii olmaksızın ve zaman kaybetmeksizin bu hakkı kullanabilmesi halinde sektördeki mevcut sorunlarla artan kayıpların bir miktar sınırlandırılabilmesi değerlendirilmektedir.

Yasal çerçeve ve uygulama adımlarıyla sektörün yurtiçinde yapılanmasının tamamlanması ve sürdürülebilirliğin sağlanması ihtiyacı sürmektedir. Bu çerçevede iki güncel konuya işaret etmek mümkündür. Kamu İhale Kurumu'nun Kamu Alımları İzleme Raporu'na göre; yılın ilk 6 ayında 4734 Sayılı



Kanun kapsamında yapılan ihalelere ait sözleşme bedeli toplamı 67,7 milyar TL olmuştur. Bu bedel kapsamında pazarlık usulü ile yapılan alım tutarı 13,9 milyar TL'dir. Salgın koşullarında gerileyen kamu alımlarında pazarlık usulüyle yapılan ihalelerin aldığı pay halen yüksektir. Yılın ilk yarısında bu oran, tutara göre %20,6, miktar olarak %25,5'tir. Aynı dönemde kanunun 21/b maddesi kapsamında ihale edilen 465 adet yapım işinin sözleşme bedeli ise toplam 7,1 milyar TL (pazarlık usulü ile yapılan kamu alımlarının %51'i) olmuştur.

Ayrıca yapı müteahhithliği alanında sektöre düzen getirmek amacıyla TMB'nin de içinde yer aldığı çalışmalar sürerken, "Yapı Müteahhitlerinin Sınıflandırılması ve Kayıtlarının Tutulması Hakkında Yönetmelik"te 3 Ekim 2020 tarihli değişiklik dikkat çekmiştir. İş deneyimi, teknik ve mali yeterliliklerine göre daha önce 9 gruba ayrılmış olan müteahhitler için sınıf sayısı yönetmelik değişikliğiyle 15 olmuştur. Düzenlemeyle, çok sayıda küçük ve orta ölçekli firmanın da faaliyet gösterdiği sektöre salgın ortamında kolaylık sağlanmasının amaçlandığı değerlendirilmektedir. Bununla beraber, geçici yetki belgesi kapsamının genişletilmesi ve yeterlik kriterlerinin düşürülmesi gibi değişikliklerin geçmiş kötü deneyimler ile mağduriyetlerin tekrarına neden olabileceği endişesi ortaya çıkmıştır. Projelerin gerektirdiği teknik ve mali yeterliklere sahip olmayan müteahhitlerin iş üstlenmekte olduğu ve mevcut denetim mekanizmasında bazı eksikler bulunduğu izlenirken, bu çerçevede sektörde etkin bir yeterlilik sınıflandırmasına ihtiyaç bulunduğu ortadadır. TMB, bu görüşü ilgili tüm platformlarda dile getirdiği gibi söz konusu mevzuat değişikliği ile ilgili çalışmalar sırasında da Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'na iletmıştır.

### Konut Segmenti: Satış hızı yavaşlıyor

Son dönemde ekonomideki düşük faiz ortamında uygulamaya konulan uygun koşullu konut kredisi kampanyalarının teşvik edici etkisi, yaz aylarında satış rakamlarında kendisini net biçimde göstermiştir. Başta ipotekli satışlarda yaşanan bu gelişme konut alanında faaliyet gösteren firmalara bir nebze nefes aldirmiştir. Bununla birlikte, toplam satışlardan ilk satışların aldığı pay halen düşüktür. Eylül ayında ise sektörde faiz avantajı sona ermiş, faiz oranı yeniden sektörde yatırımcılar için "psikolojik sınır" olarak ifade edilen aylık %1'in üzerine çıkmıştır.

### Aylık Konut Satışları (Adet)

	Ağustos			Ocak - Ağustos		
	2019	2020	Değişim (%)	2019	2020	Değişim (%)
<b>İpotekli Satışlar</b>	<b>34.148</b>	<b>76.018</b>	<b>122,6</b>	<b>130.097</b>	<b>473.114</b>	<b>263,7</b>
İlk satış	11.538	24.274	110,4	48.724	151.482	210,9
İkinci el satış	22.610	51.745	128,9	81.373	321.632	295,3
<b>Diğer Satışlar</b>	<b>76.390</b>	<b>94.389</b>	<b>23,6</b>	<b>588.473</b>	<b>551.420</b>	<b>-6,3</b>
İlk satış	29.096	27.849	-4,3	236.995	166.350	-29,8
İkinci el satış	47.294	66.540	40,7	351.478	385.070	9,6
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>110.538</b>	<b>170.408</b>	<b>54,2</b>	<b>718.570</b>	<b>1.024.534</b>	<b>42,6</b>
İlk satış	40.634	52.123	28,3	285.719	317.832	11,2
İkinci el satış	69.904	118.285	69,2	432.851	706.702	63,3
<b>Yabancılara Satışlar</b>	<b>3.604</b>	<b>3.893</b>	<b>8,0</b>	<b>27.748</b>	<b>20.896</b>	<b>-24,7</b>

Kaynak: TÜİK

TÜİK'in Konut Satış İstatistikleri'ne göre; ülke genelinde gerçekleşen ilk ve ikinci el satışlar, salgının etkilerinin en çok hissedildiği Nisan ayında aylık bazda %60,6 gerilemiştir. Kısıtlamaların kalkmasıyla ekonominin açılmaya başladığı Mayıs ayında ise satışlarda aylık %19 artış yaşanmıştır. Haziran ayında başlatılan kampanyalarda kamu bankaları öncülüğünde konut kredisi faiz oranları ilk el satışlarda %0,64 ve ikinci el satışlarda %0,74'e kadar çekilmiştir. Peşinat oranları bankalara göre %5 ila 10 arasında farklılık gösterirken, 1 veya 2 yıl ödemesiz dönemler de tüketiciye ilave imkân olarak sunulmuştur. Bu



gelişmelerle birlikte, bir önceki yılın aynı dönemlerine oranla toplam konut satışında Temmuz'da %124,3 ve Ağustos'ta %54,2'lik artışlar izlenmiştir. Hatta Temmuz ayında toplam 230 bin konut ile tüm zamanların en yüksek aylık satış rakamına ulaşılmıştır. Bu dönemde tüm konut satışlarının %57'sini ipotekli satışlar oluşturmuştur. 170 bin konutun satıldığı Ağustos ayı verilerine detaylı biçimde bakıldığında ise; sektöre ve dolayısıyla ekonomiye doğrudan katkısı yüksek olan ilk el satışlarda artış gözlenirse de ikinci el satışların ağırlığının sürdüğü görülmüştür. Toplam satışların sadece %30'unu ilk el satışlar oluşturmaktadır.

Faiz oranlarındaki düşüşle birlikte özellikle ertelenmiş talebin Mayıs dönemi (üçer aylık dönem ortalamasıyla Nisan - Mayıs - Haziran aylarını içerir) satışlarındaki olumlu etkisiyle konut fiyatlarında da artış yaşanmış, son olarak ise artış oranı yeniden yılbaşındaki seviyelere gerilemiştir. Kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimini gösteren TCMB Konut Fiyat Endeksi (KFE), Temmuz ayında bir önceki aya göre %1,4 artarak 141,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Temmuz 2020 itibarıyla yıllık artış %25,8 (reel artış %12,6) şeklindedir. "Markalı konut" olarak da adlandırılanlar için Yeni Konut Fiyat Endeksi Ağustos 2020 sonuçlarını açıklayan REIDIN-GYODER ise fiyatlarda bu dönemde aylık %0,70, yıllık %7,42 oranında artışı ortaya koymuştur. REIDIN-GYODER ayrıca, küresel salgının etkisiyle Nisan ayında 1,81'e inen stok erime hızının Mayıs'ta 3,79'a ve banka kredisi kullanımının artmasıyla Temmuz'da %11,78'e çıktığını ardından Ağustos'ta bu oranın %9,44 olduğunu açıklamıştır.

TÜİK'in Ocak - Haziran 2020 dönemi Yapı İzin İstatistikleri'ne göre; yapı ruhsatı verilen daire sayısı yılın ilk çeyreğinde düşük seyrederken sonraki çeyrekte artmıştır. Bu gelişmede, geçen yıl sektörün içinde bulunduğu zor şartlarda verilen ruhsat sayısının zaten düşük olması (baz etkisi), Anadolu'daki TOKİ projeleri ve süresi dolan ruhsatlar için yeniden başvuruların yapılması şeklinde üç temel değişkenin etkisi izlenmiştir.

#### **Konut Stokunda Durum (Adet)**

	<b>İnşaat Ruhsatı</b>	<b>Yapı Kullanım İzin Belgesi</b>	<b>İlk El Konut Satışı</b>	<b>Konut Stokuna Eklenen (kümülatif)</b>
<b>2013</b>	839.630	726.339	529.129	197.210
<b>2014</b>	1.031.754	777.596	541.554	433.252
<b>2015</b>	897.230	732.877	598.667	567.462
<b>2016</b>	1.000.368	753.131	631.686	688.907
<b>2017</b>	1.405.447	833.517	659.698	862.726
<b>2018</b>	663.200	893.544	651.572	1.104.698
<b>2019</b>	305.938	734.373	511.682	1.327.389
<b>2020 /2.Ç.</b>	212.231	269.338	197.772	1.398.955

Not: TÜİK'in 2018 ve 2019 yıllarına dönük yaptığı revize yansıtılmıştır.

Son olarak düşük faiz ve uygun koşullu kampanyaların daha çok ikinci el satış/devir üzerindeki olumlu etkisi ve bir yandan yeni inşaatların tamamlanarak kullanıma sunulması nedeniyle stok büyüme hızında yavaşlamadan bahsedilmektedir. Türkiye'de şu an 1,3 milyonluk konut stoku bulunduğu hesaplanmaktadır.

Dövizdeki dalgalanma nedeniyle girdi maliyetlerinde oluşan artışın yanı sıra faizlerin de yükseliş eğilimine girmiş olduğu dikkate alındığında, konut alanında talep ötelenmesi yaşanabilecektir. Konutta farklı toplumsal kesimler için kredi imkânlarının geliştirilmesi ile arz - talep dengesine yönelik bir strateji hazırlanması ihtiyacı sürmektedir.

Son dönemde uygulamaya konulan "İmar Planı Değişikliğine Dair Değer Artış Payı Hakkında Yönetmelik" ile imar değişikliklerinde ortaya çıkacak değer artışının tümünün kamuya aktarılmasının düzenlenmesi de gayrimenkul piyasasında öne çıkan bir gelişme olmuştur.



## Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Dünya ikinciliği korundu

Koronavirüs salgını küresel inşaat pazarında olduğu gibi Türkiye'nin yurtdışı müteahhitlik hizmetlerini de oldukça olumsuz yönde etkilemektedir. Bununla birlikte, pazarın daralmaya başladığı 2019 yılındaki faaliyetleri ile Türk müteahhitlerinin küresel pazardaki yerini koruduğu açıklanmıştır.

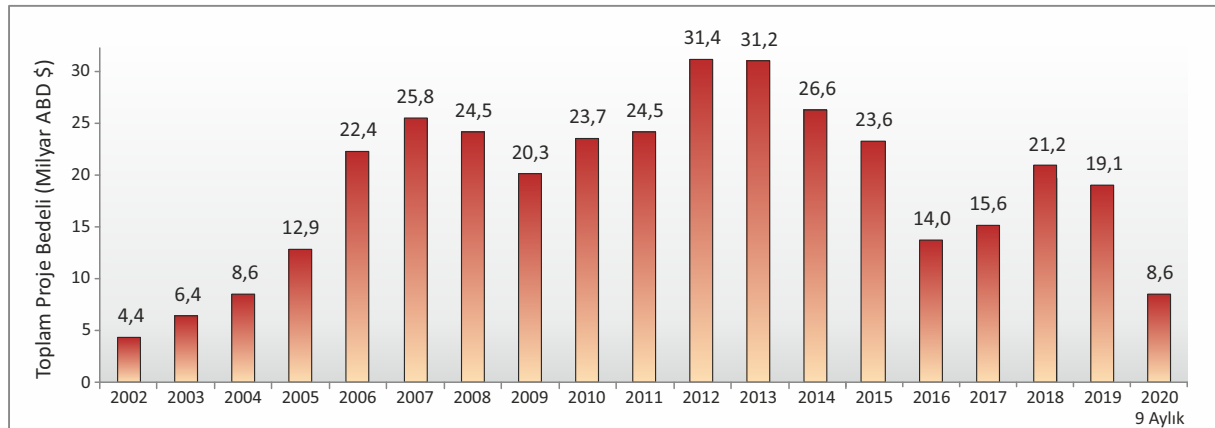
Uluslararası inşaat sektörü dergisi ENR'in (Engineering News Record), her yıl tüm dünyada ekonomi çevreleri tarafından ilgiyle takip edilen, müteahhitlerin bir önceki yılda ülkeleri dışındaki faaliyetlerinden elde ettikleri gelirleri esas alarak yayımladığı "Dünyanın En Büyük 250 Uluslararası Müteahhidi Listesi"nin 2020 yılı sonuçlarına göre; Türk müteahhitleri, uluslararası inşaat pazarında geçen yıl yaşanan %2,9'luk daralmaya rağmen, listede yine 44 firma ile Çin'in ardından ikinciliği korumayı başarmıştır. Türk firmaları 21,6 milyar ABD Doları tutarında gelir ile küresel pazardaki %4,6'lık payını da muhafaza etmiştir.

ENR, son yıllarda korumacılık ve ticaret savaşları, politik çalkantılar ve emtia fiyatlarında yaşanan dalgalanmaların olumsuz etkisi altında olduğunu belirttiği uluslararası inşaat pazarının 2019 yılında %2,9 oranında daralarak 487,3 milyar ABD Doları'ndan 473,1 milyar ABD Doları'na gerilediğini kaydetmiştir. Buna karşın listede 2019 yılı uluslararası proje gelirlerine göre ilk 100 firma arasına giren Türk müteahhitlerinin sayısı 7'den 9'a çıkmıştır. Bir Türk müteahhitlik firması da proje gelirine göre ilk 30 uluslararası müteahhit arasında yer almıştır.

Bölgesel olarak bakıldığında; Türk firmalarının faaliyetleri 2019 yılında ağırlıklı olarak Orta Doğu (9 milyar ABD Doları) ve lider pazar Rusya dâhil Avrupa (8,2 milyar ABD Doları) bölgelerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Sektörün, Avrupa inşaat firmalarının ağırlıkta olduğu Avrupa pazarında özellikle Batı ülkelerinde payını artırdığı ve Çin ile Kore firmalarının önünde yer aldığı izlenmektedir.

ENR raporunda, son dönemde uluslararası müteahhitlik firmalarının koronavirüs salgınının ve petrolde yaşanan fiyat savaşının da kuşatması altında bulunduğu işaret etmiştir. Nitekim Ticaret Bakanlığı'nın verilerine göre; geçtiğimiz yıl yeni proje tutarında 19 milyar ABD Doları seviyesini yakalayan sektör, bu yılın ilk 9 ayında 8,6 milyar ABD Doları tutarında 144 proje üstlenmiştir. Bu dönemde lider pazar yine Rusya olmuş, ülkede toplam tutarı 2,7 milyar ABD Doları olan 21 projenin yapımı müteahhitlerimize ihale edilmiştir. İlk beş pazar içindeki diğer ülkeler Romanya (toplam tutarı 900 milyon ABD Doları olan 8 proje), Kuveyt (toplam tutarı 834 milyon ABD Doları olan 3 proje), Ukrayna (646 milyon ABD Doları büyüklüğünde 7 proje) ve Özbekistan (toplam tutarı 459 milyon ABD Doları olan 8 proje) olarak sıralanmıştır. Türk müteahhitlik firmalarının yurtdışında bugüne kadarki toplam proje portföyü 411 milyar ABD Doları olmuştur.

## Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetlerinde Yıllara Göre Seyir



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Salgının küresel etkileri, sektörün yılbaşında açıkladığı 20 milyar ABD Doları tutarındaki yıllık yeni proje hedefine ulaşmayı zorlaştırırken yeni açılımlar için çalışılmaktadır. Normalleşme süreci ile birlikte ülkelerin gündeminde yer alacak kalkınma hamleleri ve altyapı ihtiyaçlarında, sektörün oldukça riskli bölgelerde hem de uygun maliyetle ve kaliteli iş yapıyor olmasının avantaj olabileceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede proaktif yaklaşımlar ortaya koymak büyük önem taşımakta; Endonezya, ABD, Kanada ve Güney Amerika ile Sahra altı Afrika ülkelerindeki fırsatlar yakından takip edilmektedir.

Öte yandan, sektörün yurtdışındaki birincil ihtiyacı olan finansman temininin önemi artmış; bu doğrultuda Eximbank kredi maliyetlerinin düşürülmesi, talep edilen banka teminatlarının azaltılması, inşaat sektörüne yönelik ürünlerin çeşitlendirilmesi ihtiyacı artmıştır. Eximbank'ın sektöre teminat mektubu vermeye başlaması bu açıdan önem taşımaktadır. Öte yandan kuruluşun Risk Sigortası, Kefalet Bonosu gibi programlarının da bir an önce uygulamaya konulması ve Yurtdışı Teminat Mektubu programının yaygınlaştırılması beklenmektedir.

TMB'nin finansman imkânlarının geliştirilmesi için Afrika Kalkınma Bankası ve Asya Kalkınma Bankası'nın aralarında yer aldığı çok taraflı kalkınma bankaları ve ihracat kredi kuruluşları ile temasları da sürmektedir.

Ayrıca geleneksel pazarlardaki mevcut sorunların aşılmasına yönelik olarak çalışılmakta olup, sektörün ilk ve halen en büyük üçüncü pazarı olan Libya'da 2011 yılında başlayan iç karışıklıklar sonucunda, ülkede faaliyet gösteren çok sayıda Türk inşaat firmasının karşılaştığı sorunların çözümü konusunda önemli bir aşamaya gelinmiştir. T.C. Ticaret Bakanı Ruhsar Pekcan ile Libya Ulusal Mutabakat Hükümeti Planlama Bakanı Tahir El - Cuheymi arasında 13 Ağustos 2020 tarihinde imzalanan Mutabakat Zaptı, söz konusu sorunların çözümüne yönelik çalışmaların hızla başlayacağı bir süreç öngörmektedir. Bu çerçevede firmalar ile Libya işveren idareleri arasında hak ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi suretiyle anlaşmaya varılması için bir takvim belirlenmiştir. Belgenin yürürlüğe girmesini müteakip firmaların idarelerle 90 gün içerisinde bir mutabakata varmaları, 180 gün içerisinde de kesin hesabın çıkarılması beklenmektedir. Söz konusu mutabakat zaptının iç onay süreci iki ülkede de tamamlanmış ve zaptın yürürlüğe giriş tarihi 24 Eylül 2020 olarak tespit edilmiştir.

Diğer taraftan, basında yer alan haberlerde, 1 Ekim 2020 tarihinden itibaren Türkiye'den ithalatı fiilen durdurma kararı aldığı ifade edilen Suudi Arabistan'da Türk müteahhitlik hizmetlerine dönük olumsuzluklar da mevcut sorunları artırmaktadır. Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından önemli bir pazar olan Suudi Arabistan ile birlikte Birleşik Arap Emirlikleri'nde karşılaşılan engellerle sektörün bölgede yılda yaklaşık 3 milyar ABD Doları'nı aşan kayıp yaşadığı bilinmektedir.



## UFUK TURU

**Ömer Faruk ÇOLAK**, 11 Eylül 2020, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Mevcut borç görünümünden kazançlı çıkanlar bankalar ve yüksek likidite ile çalışan, vergi cennetlerinde parasını değerlendiren yüksek teknoloji şirketleri olmuştur. Bu yapılanmaya rağmen salgında hükümetler azalan talebi artırmak için borçlanmayı tek çare olarak yine halkın önüne koydular. Hâlbuki salgın ile birlikte hem talep hem de arz düştü. Bunun sonucunda da mit haline getirdikleri büyüme kendini ele verdi, yerlere serildi. Bu rakamlar ve salgın öncesi büyümede görülen istikrarsızlık aslında “Normalin” bittiğini göstermektedir. Sorunun çözümü kurumsal yapılanmadan geçiyor. Bunun için de özellikle gelişmiş büyük ekonomilerde refah ekonomisinin ne demek olduğunu bilen liderlere ve siyasal partilere ihtiyaç var... Yapılacak olan kurumsal yapıyı dönüştürerek demokrasi tabanlı, sosyal devlet ilkelerini öne çıkartan bir modelin hızla hayata geçirilmesidir.

**Servet YILDIRIM**, 1 Eylül 2020, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Türkiye ekonomisinin koronavirüsten önce başlayan ve son yıllarda iyice belirginleşen daha derin bir büyüme sorunu var. Ekonomi, potansiyelimiz olduğunu düşündüğümüz %4,5 - 5'in çok altında büyüyor. Ya da potansiyel büyüme oranımız artık çok daha düşük seviyelere inmiş, farkında değiliz. Büyüme zigzaglar çizmek yerine sürdürülebilir olmalı. Aksi takdirde kırılgan büyüme performansı sadece kısa vadeyi kurtarır ancak ne ekonomiyi orta vadeli hedeflerine taşır, ne de işsizliği tek haneli rakamlara indirir... Türkiye ekonomisinin ihtiyacı kırılganlıkları azaltmak ve ölçülü kamu açıkları, makul cari işlemler açığı ve güçlü bir finansal sistemi hedefleyen yapısal reformları başlatmaktır.

**İsmet ÖZKUL**, 1 Eylül 2020, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Ekonomi tarihinin en sert küçülmelerinden birini yaşarken cari açığın GSYH'ye oranı da tarihin en yüksek düzeylerinden birine çıktı... Ekonomi %10 büyürken ortaya çıkan cari açık oranına, ekonomi %10 küçülürken ulaşmak, ekonominin kırılganlığını alarm verici şekilde artıran bir olağanüstü hal. Üstelik bu, döviz rezervleri düzeyi tehlikeli ölçüde düşmüşken ortaya çıkan bir durum.

**Mahfi EĞİLMEZ**, 6 Eylül 2020, mahfiegilmez.com  
**Ekonomist**

Türkiye'nin öncelikle düşük enflasyonla %5'ler dolayında bir büyümeyi gerçekleştirmesi gerekiyor. Bunun da yolu riskleri düşürerek kuru doğal yoldan denetlemekten geçiyor. TL'nin, riskleri düşürememekten kaynaklanan sürekli değer kayıpları ekonominin sağlıklı büyümesinin önündeki en önemli engel olarak görülüyor. Çünkü yüksek enflasyonla beslenen büyüme bir süre sonra önce stagfasyona (enflasyon içinde durgunluk) sonra da slumpfasyona (enflasyon içinde küçülme) çarpıp duruyor.

**Osman AROLAT**, 8 Eylül 2020, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Faizlerdeki gelişmeleri sorduğum bir üst düzey iş insanı “Kısa vadedeki yüksek oynaklıklar, belirsizliğe neden olur. İş insanları önlerini görebilmek için bekle - gör dönemine girerler. Bu tür dönemler, durgunluğa neden olur. Bana göre içinden geçtiğimiz dönem böyle bir dönem. Onun için ben bir süre piyasada önemli canlılık beklemiyorum” dedi. İş dünyasına belirsizlik fren etkisi getirirken; öngörme, hareket ve canlılık getirir, bu hiç unutulmamalıdır...

**Fatih ÖZATAY**, 17 Eylül 2020, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

MB mevduat ve kredi faizlerinin düşmesini istiyorsa tek bir faizi düşürecek, yok yükseltmek istiyorsa tek bir faizi artıracaktı... MB'nin kredibilitesi hepimiz için önemli. Çünkü kredibilite yoksa, para politikası etkinliğini yitiriyor. Bunu toplum olarak daha yüksek enflasyon ve kur olarak hepimiz çekiyoruz. Üstelik eninde sonunda piyasada faiz yükseliyor ama "gereğinden fazla" yükseliyor.

**Alaattin AKTAŞ**, 25 Eylül 2020, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Şimdi Merkez Bankası %10,65 düzeyinde oluşan ortalama fonlama maliyetini haftalık repo ihale faizindeki yeni oran düzeyine, yani %10,25'e çekerse buna faiz artışı denilebilir mi? Giderek yükselme eğilimi gösteren ve son olarak %10,65'e kadar gelen ortalama fonlama maliyeti bile piyasadaki kur yangınına söndürmeye yetmediğine göre Merkez Bankası'nın piyasayı %10,25'lik yeni faizle fonlaması beklenemez. Bu, yangına benzin dökmek olur. Şu durumda Merkez Bankası fonlamayı %11,75'lik gecelik borç verme kanalına kaydıracak gibi görünmektedir. Geleneksel yöntemle olan ihaleler yoluyla fonlamanın da sürmesi beklenmelidir. Bu ihalelerde faiz son dönemde %11,50 dolayında oluşmaktadır.

**Gizem ÖZTOK ALTINSAÇ**, 25 Eylül 2020, bloomberght.com  
**Ekonomist**

Yaklaşık 1.5 yıldır swap tarafında, kredi tarafında, TCMB döviz rezerv politikası tarafında attığımız adımlar maalesef şeffaf ve serbest piyasa işleyişini destekler yönde değildi. Müdahalenin arttığı bu politika dizaynı, piyasanın doğru fiyatı bulmasını engellemekte, öngörülebilirliği azaltırken ülke risk primini de yükseltiyordu. Dolayısıyla TL'de gördüğümüz yoğun değer kaybının bir kısmı makro taraftaki rakamsal bozulmadan, fakat bir kısmı da bahsettiğimiz politika dizaynının ülke risk primini yükseltmesinden kaynaklanıyordu. Bunlar üzerine son 1-2 aydır normalleşme çabası olduğunu görmekteyiz. Elbette hasarlar net. En baştan bu tarz bir maceraya girilmemiş olması çok daha doğru olurdu. Yine de bu adımların geliyor olması ümit verici gözükmekte...

**Nevzat SAYGILIOĞLU**, 7 Ekim 2020, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Yeni ekonomik programın temel ekonomik büyüklükleri üzerinden gidecek olursak Hükümetin büyümeye ağırlık verdiğini görüyoruz. 2020 yılını geçelim de izleyen 2021 yılının nasıl yüzde 5.8 olarak öngöröldüğünü anlamak çok zor... Kriz dönemlerinde zaten harcama kısılrken ve kaynak yokken bu iş nasıl olacak? İhracat ayağı da bir başka sorun. İzlenen 2022 ve 2023 yılları büyüme hedefleri de, geçen yılların refleksi gibi, yüzde 5 bandına oturtulmuş durumda. Yani bu bir büyüme tuzağı... Hem büyümeye yüklenirken hem de enflasyonu kısılmaya çalışmak iktisat teorisi gerçeğine aykırı. Ya büyümeyi öncelikleyip enflasyonu bırakacaksın; ya da enflasyonu frenlemek adına büyümeyi düşüreceksin.