

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Geleceğe Hazırlanmak

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Ocak  
2018

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*"2018'in devraldığı mirasın olumlu sayılabilecek iki önemli parçası var diye düşünüyorum. Bunlardan birisi yılbaşından önce küresel piyasalarda ortaya çıkan ve hala devam ettiği gözlenen olumlu görüntü. Mirasın içindeki ikinci olumlu parça bizim için daha da önemli. Türkiye ekonomisinde büyümenin oldukça yüksek tempolu bir çizgiye gelmiş olmasının yeni yıla devreden en önemli olumlu faktör olduğu kanısındayım. İçeride ve dışarıda oluşan olumlu iklimin yeni yıl için önemli bir ilk ivme sağlayacağı, sonrasının nasıl gelişeceğinin de bizim becerimize bağlı olacağı kanısındayım..."*

*Dünya ekonomisi uzun sürmüş bir durgunluktan çıkıyor. Türkiye ekonomisinin bundan beslendiğini ve performansını küresel ölçüde de üstüne taşıdığı görülüyor. Kısacası, şimdilik işler iyi görünüyor. Ama küreselleşmenin işleri hep dar sokaklara sürüklediğini de unutmamak lazım. Bundan sonra riskleri tahrik etmeyecek, kaynakları alternatif alanlara bilgi ve sağlam öngörülerle tahsis edecek bir ekonomi yönetimi yürütürsek işlerin iyi gitmesini kolaylaştırıp, ileriye taşırız diye düşünüyorum."*

*Taner BERKSOY, Ekonomi Yazarı  
Dünya Gazetesi, 09 Ocak 2018*

## ÖZETİN ÖZETİ

2018 yılına başlarken, küresel ekonomi ve ticaretteki toparlanmanın güçlendiği gözlenmektedir. Küresel krizden bu yana gelişmiş ülke merkez bankalarının öncülüğünde atılan olağanüstü genişleme adımlarının yerini normalleşme adımlarına bıraktığı konjonktürdeki yeniden inşa süreci 2017 yılında büyük ölçüde tamamlanmıştır. Amerikan ekonomisinin ardından Avrupa ekonomisinde de toparlanma sinyalleri güçlenmiş, işsizlik oranları küresel krizden bu yana en düşük seviyelere gerilemiş, petrol ve emtia fiyatları yeniden yükseliş trendine girmiş durumdadır.

Dünya Bankası, Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu'nu Ocak 2018'de yayımlamıştır. Raporla küresel büyümenin artan yatırımlar, ticaret hacmi ve sanayi üretimi sayesinde hızlandığı vurgulanmış; dünya ekonomisindeki toparlanmanın küresel krizden bu yana ilk kez geniş çaplı ve istikrarlı olduğuna işaret edilmiştir. Bu çerçevede ekonomik büyüme beklentilerini yukarı yönlü olarak revize eden Dünya Bankası, küresel ekonomik büyüme beklentisini 2017 yılı için %2.7'den %3'e, 2018 yılı için de %2.9'dan %3.1'e yükseltmiştir. Söz konusu revizyonda özellikle gelişmiş ekonomilerin performansının etkili olduğu vurgulanmıştır.

Uluslararası Para Fonu (IMF) de Ocak ayında Dünya Ekonomi Forumu'nun hemen öncesinde yayımladığı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda küresel ekonomik büyüme beklentilerini 0.2 puan arttırarak 2018 için %3.9'a çekmiştir.

Bu süreçte, gelişmiş ekonomilerde büyüme beklentilerinin olumlu seyrine karşın enflasyonun merkez bankası hedeflerinin belirgin olarak altında kalması, önümüzdeki dönemde normalleşme sürecinin beklenenden daha yumuşak bir geçişe sahne olacağı ve küresel finansal koşulların 2018 yılında da destekleyici olmayı sürdüreceği beklentisini doğurmaktadır. Bu bağlamda küresel piyasalar, likiditenin halen bol, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerin lehine olduğu olumlu bir konjonktürü fiyatlamaya devam etmektedir. Son dönemde gelişmekte olan ekonomilere (GOE) yönelik risk iştahında bir miktar gerileme olmakla beraber, güçlenen büyüme ve gevşek finansal koşullar piyasaları desteklemekte; volatilité endeksleri küresel kriz öncesinde görülen tarihi düşük seviyelerinde seyretmektedir.

Geçtiğimiz dönemde, mali piyasalarda aşırı bol nitelikteki likidite kısa vadeli risk unsurlarının görmezden gelinmesine ve piyasalarda Amerikan Merkez Bankası eski Başkanı Alan Greenspan'in tabiriyle "irrasyonel coşku" yaşanmasına sebep olmuştur. Bu yılın başında da bir yandan küresel büyüme



toparlanırken diğer yandan likidite fazlasının bir süre daha devam edeceği beklentisi, GOE piyasaları ve özellikle döviz cinsinden borçluluğu yüksek ülkeler için en iyi bileşimi sunmayı sürdürmektedir.

Gelişmiş ülkelerde enflasyon belirgin bir şekilde yükselmediği, ve/veya küresel konjunktürde olumsuz bir şok meydana gelmediği müddetçe küresel mali piyasalardaki iyimserlik balonunun şişeceği öngörülmektedir.

Diğer taraftan, önümüzdeki dönemde küresel konjunktür üzerinde belirleyici olması beklenen önemli riskler de bulunmaktadır. Söz konusu risklerin başında, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal normalleşme adımlarının seyri ve bunların küresel sermaye akımları üzerindeki etkileri bulunmaktadır. Amerikan Merkez Bankası (FED) Aralık ayında 2017 yılının üçüncü faiz artırımını gerçekleştirmiş ve 2018 yılı için üç, 2019 yılı için iki faiz artırım beklentisini korumuştur. FED'in bilanço küçültmek için 2017 Eylül ayında uygulamaya başladığı program da sürmektedir. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin 2018 Eylül ayında tahvil alımlarını sona erdirmesi ve 2019 yılı ilk çeyreğinde faiz artışlarına başlaması beklenmektedir.

Piyasalarda yaşanmakta olan coşku ve yüksek risk iştahı ile FED ve ECB normalleşme adımları arasında devam eden ayrışma, özellikle de GOE piyasaları için önümüzdeki dönemde volatilitiyi arttıracak en önemli risk unsurlarından biri olarak görülmektedir.

Nitekim, Dünya Bankası'nın "Yaygın Tabanlı Yükseliş Fakat Ne Kadar Sürer" başlığıyla yayımladığı son küresel görünüm raporu ile IMF'in "Parlak Görünüm, İyimser Piyasalar, Zorluklar İleride" başlığıyla yayımladığı raporunun ortak teması, bugün küresel ekonominin olumlu seyrettiği; ancak ileride zorluklar görüldüğü ve geleceğe hazırlanmak adına kırılma noktaları azaltacak reform ajandalarının önem taşıdığı olmuştur.

IMF tarafından Aralık 2017'de yayımlanan diğer bir araştırmaya göre faiz artışları ve bilanço küçültme operasyonları GOE'lere sermaye girişlerini önümüzdeki iki yıllık dönemde 70 milyar ABD Doları kadar azaltabilecektir. 2010 yılından bu yana GOE'lere girişlerin yıllık ortalama 240 milyar ABD Doları olduğu değerlendirildiğinde; her ne kadar kademeli ve yavaş olması beklense de, sıkılaştırma adımlarının GOE piyasalarına önemli etkilerinin olacağı değerlendirilmektedir.

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

Parasal normalleşme süreci dışında ayrıca, birçok bölgede derinleşen jeopolitik riskler 2018 yılında da küresel konjunktür üzerinde belirleyici olabilecektir. Önümüzdeki yıl piyasaların karşısına çıkabilecek en önemli risklerin başında Kuzey Amerika'daki ticaret görüşmeleri, Kuzey Kore ile olası çatışma ortamı, ABD-Çin ilişkilerindeki gerilim, Rusya ile NATO arasında gerginlikler, Suriye ve Irak'ta gerilimin tırmanması, Avrupa'da ayrılıkçı hareketler ve Körfez'de sorunlar bulunmaktadır.

Goldman Sachs, Morgan Stanley, Societe Generale, Deutsche Bank gibi uluslararası yatırım bankaları ve Eurasia Group gibi risk danışmanlığı firmaları, 2018 yılında küresel gidişata yön verebilecek, küresel risk iştahı ve uluslararası sermaye hareketleri üzerinde önemli negatif etkilere yol açabilecek olan risklere ve "siyah kuğu" senaryolarına ilişkin raporlar yayımlamaktadır. **Siyah kuğu**, finansal piyasalarda tahmin edilemeyen ve büyük etki yaratan sürpriz gelişmeler olarak tanımlanmaktadır.



### Riskler: 2018 Yılına İlişkin Siyah Kuğu Senaryoları

- Gelişmiş ülkelerde beklenenden hızlı enflasyon görülmesi ve beklenenden daha sert ve hızlı parasal sıkılaştırma adımları atılması
- Jeopolitik endişelerin tırmanması
  - İran ve ABD ilişkilerinin bozulması
  - ABD'de Başkan Trump'ın dönemini tamamlayamaması olasılığı
  - Kuzey Kore'nin füze denemelerinin sıcak çatışmaya dönmesi
  - Ortadoğu ve Körfez'deki istikrarsızlığın soğuk savaş benzeri bir sonuç doğurması
- Avrupa'da Brexit, Katalonya bağımsızlığı ve İtalya seçimleri gibi gelişmelerin siyasi belirsizliği arttırması, bölgedeki ekonomik toparlanma üzerinde aşağı yönlü risk oluşturması
- Popülist politikalarla korumacılığın ağırlık kazanması, küresel ticaretin duraklaması
- Çin-ABD ekseninde uluslararası ticaret ve teknoloji savaşları
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik iştahın zayıflaması
- Afrika'da olası istikrar kaybı; görece daha istikrarlı olan Fildişi Sahili, Nijerya, Kenya, Etiyopya gibi ülkelerin daha az güvenli olan bölge ülkelerinden kaynaklanan bulaşma risklerine karşı kırılganlığı, bölgede şiddetin artması halinde yabancı yatırımcının bölgeye ilgisinin azalması

Söz konusu riskler ve kırılganlıklar, Avrupa ve Ortadoğu arasındaki köprü konumu nedeniyle jeopolitik risk haritasının da odağında bulunan Türkiye için ülke risk priminde artış olasılıklarını beraberinde getirmektedir.

Siyasi dengelerin yeniden şekillendiği dönemde, ABD ile Rusya ve İran ile Suudi Arabistan arasındaki güç kavgası Suriye ve Irak'ta uzun süredir devam eden ve Türkiye'nin doğusuna sıçrayan bir iç savaş zincirine dönüşmüştür. Türkiye'yi çevreleyen coğrafyada devam eden çatışma ve istikrarsızlık ortamı ile küreselleşen terör dalgası ve göçmen krizinin ekonomi üzerinde yarattığı etkiyle beraber, son yıllarda üst üste birçok iç ve dış negatif şok yaşanmıştır.

Devamında, ekonomi ve finansal piyasaları destekleme yönünde alınan yerinde önlem ve teşviklerin katkısıyla 2017 yılında iktisadi faaliyette oldukça güçlü performans görülmüştür. 2017 yılı boyunca Türkiye ekonomisinde en ön planda olan taraf büyümenin seyri olmuştur. Böylesi bir konjonktürde 2017 yılının ilk iki çeyreğinde %5.3 ve %5.4 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi, üçüncü çeyrekte %11.1 ile çift haneli büyümeye ulaşmıştır. Söz konusu dönemde Türkiye ekonomisi dünya ekonomileri arasında en hızlı büyüyen ekonomi olmuş; Türkiye'yi %6.8 ile Çin, %6.2 ile Malezya, %6.1 ile Hindistan ekonomileri takip etmiştir.

Büyümenin seyrinde etkili olan temel unsurlar, uygulanan teşvik önlemleri ve güçlenmekte olan küresel büyümeden, özellikle de başat ticaret ortağımız Euro Bölgesi'nden destek alan ihracat kalemi olmuştur. Ayrıca geçtiğimiz yılın üçüncü çeyreğindeki düşük baz etkisinin büyümenin çift haneli seviyelere çıkmasında etkili olduğu belirtilmektedir.

Son dönemde ekonomik büyümeye paralel olarak istihdamda da kademeli artış gözlenmektedir. İşgücü göstergelerindeki göreceli toparlanma, ekonomi yönetimi tarafından alınmakta olan tedbirlerin istihdamı desteklediğine işaret eder niteliktedir. Ayrıca son dönemde beklenenin üzerinde artış gösteren



sanayi üretimi gibi öncü göstergeler ekonominin genel performansına ilişkin olumlu sinyaller sunmaktadır. Bu sinyaller Türkiye ekonomisine yönelik risk algısındaki artışı sınırlamaktadır.

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

Küresel ekonominin 2018 yılındaki seyrinde jeopolitik riskler belirleyici olmayı sürdüreceğinden, başat risk merkezlerinin ortasında yer alan Türkiye açısından da piyasa koşulları zorlayıcı olabilecektir. Yakın dönemde Türkiye mali piyasalarının seyri açısından Suriye'de devam eden operasyonlar ve Kuzey Irak'ta yaşanan gelişmeler yakından izlenmeye devam edilecek; ABD ve Almanya ile ilişkilerin seyri de önem taşıyacaktır.

Afrin operasyonu jeopolitik risk algısında bir miktar bozulmaya neden olmuş ve Türk mali piyasaları baskı altında kalmıştır. Operasyonun gidişatı ve dış dünyadan gelen tepkiler paralelinde zamanla baskının sertleşebileceği, bu süreçte volatilitenin yüksek olacağı belirtilmektedir. Son dönemde gerilimin kimi zaman tırmandığı Türkiye-ABD, Türkiye-Rusya ve Türkiye-AB diplomatik ilişkileri ile yurt içinde izlenen diğer politik ve ekonomik gelişmeler de piyasa dinamikleri üzerinde belirleyici olmayı sürdürecektir.

2017 yılının son çeyreğinde büyümenin üçüncü çeyrekteki performansına göre bir miktar ivme kaybı görebilecek olmasına karşılık, olumlu seyrini sürdüreceği; bu çerçevede, 2017 yılında toplam büyümenin %6.50-%7.00 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2018 yılında, 2017 yılında ekonomiyi destekleyici yönde hayata geçirilen uygulamaların katkısıyla sağlanan büyüme ivmesinin yakalanmasının kolay olmadığı; ancak büyüme rakamlarının %4.00-%5.00 bandında, güçlü olarak tanımlanabilecek seviyelerde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Dünya Bankası, Türkiye ekonomisine ilişkin büyüme tahminini %4.0'ten %6.7'ye yükseltmiş, 2018 yılı beklentisini %3.5'te sabit tutmuştur. Raporda, Türkiye ekonomisinin beklenenden çok daha hızlı toparlanmasında mal ve parasal desteğin önemli payı olduğu belirtilmiştir.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ise Türkiye için büyüme beklentisini 2017 için %3.4'ten %6.1'e, 2018 yılı için ise %3.5'ten %4.9'a çıkartmıştır. 2018 yılında mali teşviklerin geri çekilmesinin planlandığı bir zeminde işletmelerin ve hane halkının hissiyatının güçlendirilmesinin büyüme ivmesinin sürdürülmesi için gerekli olacağına işaret edilen raporda, *“açıklanan yapısal reformlarda etkili ilerleme, mali şeffaflık ve 2018-2010 Orta-Vadeli Ekonomik Programın deflasyon hedefleri, güveni yükseltebilir ve yerli ve yabancı özel sektör yatırımlarını artırabilir”* ifadelerine yer verilmiştir.

Küresel gidişat ışığında değerlendirildiğinde, 2018 yılından itibaren büyüme rakamlarından ziyade büyümenin kalitesi ve sürdürülebilirliğinin daha ön planda olması gerektiği ifade edilmektedir. 2017 yılındaki teşviklerin ve Hazine'nin borçlanma ihtiyacında gözlenen artışın ardından, önümüzdeki dönemde en yakından takip edilecek kalemlerin başında bütçe rakamlarının geldiği vurgulanmaktadır.

Geçtiğimiz dönemde büyüme tüm sektörler tarafından desteklenmiştir. Turizm sektöründeki toparlanma eğiliminin sürmesiyle hizmetler sektörü ve sanayi sektörü büyümeye önemli katkı sağlamış; tarım sektöründen gelen katkı 0.2 puan olmuştur. İnşaat sektörü ise büyümenin lokomotifini konumunu sürdürmüştür. TÜİK tarafından açıklanan ve geçmiş dönemler için revize edilen verilere göre, 2017 üçüncü çeyrek sonu itibariyle toplam GSYH büyümesi %7.4 olurken, inşaat sektörü büyümesi %10.2 olmuştur.



TÜİK tarafından yeni hesaplama yöntemi ile açıklanan büyüme verileri içinde kamu ve özel sektör inşaat yatırımları ayrımı kaldırılmış olduğundan, dönemsel bazda detaylı bir karşılaştırma yapmak olası değildir. Ancak yılın ikinci çeyreğinden itibaren büyümede kamu harcamalarının yerini yatırımların aldığı gözlenmektedir. Son açıklanan verilere göre inşaat yatırımları 2017 yılının ilk çeyreğinde %13.3, ikinci çeyreğinde %22.5, üçüncü çeyrekte %12 artış göstermiştir.

Özetle, önümüzdeki dönemde dünya ekonomisinin normalleşme sürecinde Türkiye ekonomisinin de kendi dinamiklerinde normalleşme sürecinde olacağı; 2018 yılının Türkiye ekonomisi açısından bir dengelenme yılı olacağı ve genel iktisadi faaliyetteki olumlu gidişatın korunacağı dile getirilmektedir.

Uzun vadede, dönemsel büyümenin ötesinde sürdürülebilir kalkınmayı sağlamak, büyüme kompozisyonunu iyileştirmek, büyüme dinamiklerini desteklerken ekonomik kırılganlıkları kontrol altına alabilmek, mali disiplin çapasını kaybetmeden ilerleyebilmek adına, kapsamlı bir orta vadeli perspektif oluşturulması ve kararlılıkla uygulanması gerekmektedir.

## DÜNYA

### Dünyanın sınırlarını test etmeye aday bir yıl

Geçtiğimiz yılın başında düşük büyüme- düşük enflasyon sarmalında takılmış olan küresel ekonominin görünümü 2018 yılına girerken görece olumlu seyretmektedir. Küresel ekonomik aktivitede toparlanma devam etmekte; ulusal ekonomilerin büyük bir kısmından pozitif sinyaller gelmektedir. Üretim ve ticaret ivme kazanırken özel sektör bilançoları canlanma umutlarını beslemektedir. 2018 yılında gelişmiş ekonomilerin bir çoğunda ekonomik iyileşmenin devam etmesi ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik iştahın sürmesi beklenmektedir.

Diğer yandan, küresel ekonomik aktivite ve ülke/bölge ekonomileri için yapılan değerlendirmeler, temkinli ve tedbirli bir duruşun korunması gerektiğine de vurgu yapmaktadır. 2017 yılında küresel ekonomi büyük oranda siyasi risklerin gölgesinde kalmıştır. ABD Başkanı Donald Trump'ın politikaları, Avrupa'da aşırı sağın yükselişi ile hükümet bunalımları, Kuzey Kore'nin yarattığı gerginlik, Kudüs sorunu ve Ortadoğu'daki gelişmeler piyasalarda dönemsel dalgalanmalara yol açmıştır. ABD-Rusya gerginliği de, küresel dengeler bakımından kaygıyla izlenen konular arasındadır. Trump'ın ABD'yi uluslararası işbirliğinden gitgide uzaklaştırdığı ve Suudi Arabistan üzerinden Körfez ülkelerinde geniş kapsamlı bir kriz sürecini tetiklediği; Rusya'nın ise Suriye ekseninde Orta Doğu'daki gerginliği kaldıraç olarak kullanıp batı ittifakını zayıflatmayı hedeflediği bir senaryonun olası yansımaları, kaygıyı arttırmaktadır.

The Economist tarafından yayınlanan "*The World in 2018*" (2018'de Dünya) raporunda, gelecek yılın yine "siyaset ve ekonominin iç içe gittiği, sınırları hoplatan bir yıl" olacağı öngörülmektedir. Brexit süreci ile Avrupa'daki ayrılıkçı rüzgarlar, ABD'de Trump soruşturması ve kongre içindeki çekişmelere yönelik gelişmeler, nükleer kavgalar, Ortadoğu ve Körfez bölgesinde güç savaşları gibi risk unsurları küresel gündemin odağında bulunmaktadır.

IMF, " Parlak Görünüm, İyimser Piyasalar, Zorluklar İleride" başlığıyla yayımladığı Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun Ocak 2018 sayısında, küresel büyüme tahminlerini 2018-2019 dönemi için yukarı yönlü olarak revize etmiştir. Küresel ekonomiye ilişkin olumlu gelişmelerin sıralandığı raporda, artan ticaret hacmi ile ABD'de yasalaşan vergi indiriminin 2020 yılına kadar küresel görünümü desteklemesinin muhtemel olduğu kaydedilmiştir.

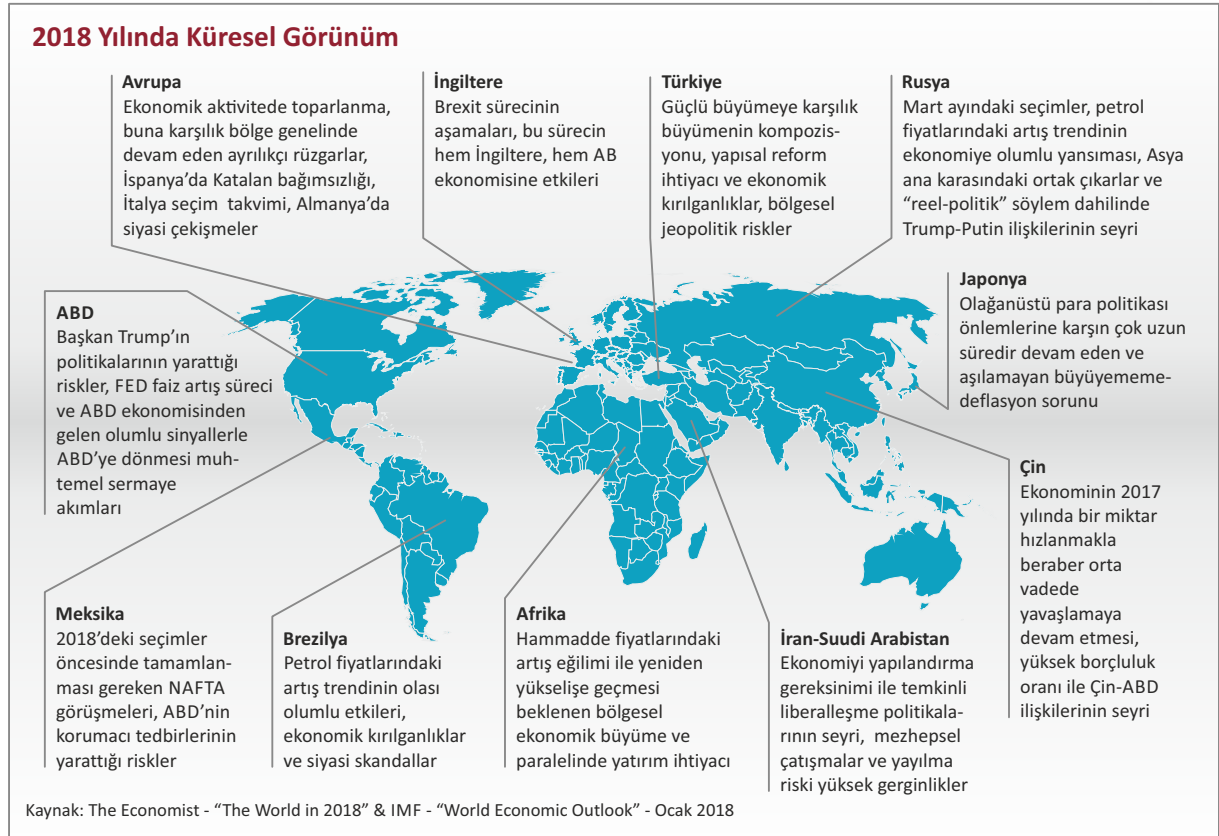
Diğer taraftan IMF, küresel risklerin kısa vadede görece düşük görünmesine karşın orta vadede artabileceğini ifade etmiştir. Buna göre, dünya ekonomisine yönelik olumlu sinyallerin getirdiği iyimserlik



risk iştahını arttırmakta; bu yaklaşım uzun dönemli risklerin görmezden gelinmesi gibi bir sakıncayı beraberinde getirmektedir.

Mevcut gidişatı tersine çevirebilecek muhtemel bir tetikleyicinin talebin hızlanmasıyla birlikte gelişmiş ekonomilerde çekirdek enflasyon ve faizlerin beklenenden daha hızlı artması riski olduğu belirtilen IMF raporunda, küresel güvenin güçlü ve enflasyonun yavaş artması halinde, orta vadede finansal politikaların gevşek kalmasına yol açabileceği, bunun da hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin mali açıklarının artmaya devam etmesine yol açabileceği uyarısında bulunulmuştur.

Raporda Türkiye ekonomisine yalnızca Gelişmekte Olan Avrupa bölümünde değinilmiş, ekonomik büyüme tahminlerinde herhangi bir revizyon yapılmamıştır. Söz konusu bölge genelinde büyümenin %5 tahmininin üzerinde seyrettiği, 2018 ve 2019 için de güçlü büyüme beklentisinin sürdüğü; bunda Avrupa pazarının iyileşmesi ve olumlu küresel sermaye ortamının etkili olduğu vurgulanmıştır. Türkiye ve Polonya'nın bölgede büyüme ivmesini arttıran iki ülke olduğu kaydedilen raporda, genel olumlu görünüme karşılık Türkiye için ihtiyatlı bir politika duruşunun korunduğu kaydedilmiştir.



Mevcut durumda, küresel düzene yönelik ekonomik ve jeopolitik riskler ile mali piyasalara yönelik risk iştahının birbiriyle etkileşim içinde seyrettiği olağan akışın sekteye uğradığı, piyasalarda "irrasyonel coşku" olarak da tabir edilen, küresel yatırımcıların mevcut riskleri göz ardı ederek finansal varlık alımına yöneldikleri süreç devam etmektedir.

Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere, dünya piyasalarının stres göstergesi olarak tabir edilen Volatilite Endeksinin (VIX) düşüş eğilimine devam etmesi küresel risk algısının son derece olumlu olduğunu göstermekte; bu durum özellikle hisse senedi piyasalarına olumlu yansımaktadır. Diğer yandan, ABD Dolarının tüm dünyadaki değerini işaret eden Dolar Endeksi (DXY), küresel risk iştahının canlı olması ve ABD'ye yönelik artan belirsizlikler nedeniyle son dönemde gerilemektedir.

Küresel mali piyasalarda bulunan olumlu hava, gelişen ülke para birimlerinden emtiaya kadar tüm finansal enstrüman gruplarına yansımış; son dönemi kayıpla bitiren tek enstrüman ABD Doları olmuştur. Nitekim, tabloda da görüldüğü üzere ABD Doları karşısında Euro'daki değerlenme belirginleşmiş, EURUSD paritesi 1.20 seviyeleriyle son üç yılın zirvesine ulaşmıştır. (Euro'nun ABD Doları'na karşı değer kazanması, Türkiye gibi ithalatını ABD Doları, ihracatını Euro ağırlıklı olarak gerçekleştiren ekonomiler için olumlu bir tablo sunmaktadır).

Aşağıdaki tabloda ayrıca, küresel ticarete kayda değer oranda yükseliş, petrol fiyatlarında toparlanma, risk iştahına işaret eden MSCI Dünya, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Endekslerinde hızlı artış gözlenmektedir.

	1.1.2016	1.1.2017	1.1.2018	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	37.3	55.5	<b>66.6</b>	20.0	78.6
BDI Endeksi*	473	953	<b>1230</b>	29.1	160.0
MSCI Dünya Endeksi**	1631	1753	<b>2107</b>	20.2	29.2
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi**	768	863	<b>1178</b>	36.5	53.4
MSCI Türkiye Endeksi**	997	1086	<b>1615</b>	48.7	62.0
VIX Endeksi***	20.7	12.85	<b>9.77</b>	-24.0	-52.8
DXY Endeksi****	98.6	102.8	<b>92.3</b>	-10.2	-6.4
EUR/USD	1.08	1.04	<b>1.20</b>	15.4	11.1
Dolar/TL	2.91	3.54	<b>3.79</b>	7.1	30.2

Kaynak: Investing.com

- \* BDI Baltık Kuru Yük Endeksi, tüm dünyadaki kuru yük taşımacılığı verileri üzerinden hesaplanmaktadır. Endeksin artış trendinde olması dünya ticaretinde canlanma, dolayısıyla dünya ekonomisinde büyüme beklentisi oluşturmaktadır.
- \*\* MSCI Endeksleri (Morgan Stanley Capital Indexes), yabancı yatırımcıların diğer ülkelerde yatırım fırsatlarını değerlendirmeye, risklerini ve potansiyel beklentilerini tahmin etmeye yarayan bir göstergedir.
- \*\*\* VIX Endeksi (Volatility Index), küresel çapta piyasaların stres düzeyini ölçmektedir.
- \*\*\*\* DXI Endeksi (Dollar Index), doların dünyada en çok işlem gören 6 adet yerel para biriminin karşısındaki değerini gösteren endekstir; endeksin düşüş trendinde olması Dolar'ın dünya üzerindeki değerinin düştüğünü gösterir.

Küresel krizin ardından ağırlıklı olarak zayıflama eğiliminde olan küresel ticaret hacminin, geçtiğimiz dönemde hızlı toparlanma sinyalleri vermesi piyasalardaki olumlu gidişatı desteklemektedir. ABD Başkanı Trump'ın başı çektiği, Brexit sürecinin de somut olarak işaret ettiği korumacılık dalgasının güçlenmesi yönündeki endişelerin aksine küresel ticaretteki momentumun korunması orta-uzun vadeli küresel ekonomik büyüme beklentilerinin güçlenmesi ve genele yayılması açısından da büyük önem taşımaktadır.

### ABD: Büyüme momentumu korunuyor

ABD ekonomisi 2017 yılının üçüncü çeyreğinde %3.2 oranında büyüme göstermiş; yılın son ayına ilişkin perakende satış verileri özellikle imalat tarafında Mart 2015'ten bu yana en hızlı genişlemeye işaret etmiştir. Öncü veriler ülke ekonomisinin güçlü görünümünü koruduğunu göstermekte; mevcut büyüme ivmesinin korunacağı değerlendirilmektedir.

2018 yılında gündeme gelmesi olası altyapı harcamalarında artış ve 2017 yılından devralınan vergi reform paketinin büyüme ivmesini destekleyeceği belirtilmektedir. Diğer taraftan, yürütülmekte olan





Rusya ile ilişkili Mueller soruşturmasının Başkan Trump'ın azline dek gidebilecek bir süreci başlatması, ABD ekonomisinde ve yayılma etkisiyle küresel bazda büyük dalgalanmalara yol açma riski taşımaktadır.

FED 13 Aralık'ta sona eren yılın son toplantısında politika faizini beklentiler doğrultusunda 25 baz puan artırarak %1.25-%1.50 aralığına yükseltmiş; böylece FED, sene başında öngörüldüğü üzere 2017'de politika faizini üç kez artırarak 75 baz puan yukarı çekmiştir. Toplantı ertesinde yayınlanan projeksiyonlara göre FED üyeleri gelecek yıl için de üç faiz artırımı öngörmektedir.

Enflasyon oranı ise bir türlü %2 hedefine ulaşamamaktadır. FED'in esas hedeflediği endeks olan kişisel tüketim harcamaları enflasyonu yıllık bazda %1.8 seviyesine kadar çıksa da %2 hedefinin altında kalmıştır. FED Başkanı Yellen, konuya ilişkin yaptığı değerlendirmede ABD ekonomisindeki güçlü seyrin devam ettiğini, zayıf enflasyona rağmen istihdam piyasasındaki toparlanmanın kademeli faiz artırımlarına imkan vermesinin beklendiğini belirtmiştir. Enflasyondaki düşük seyrin geçici olduğunu yineleyen Yellen, 2018 yılında büyümenin uzun vadeli trendini aşmasının beklendiğini ifade etmiştir.

Şubat ayında Başkan Yellen'in görev süresinin dolmasının ardından yerine geçecek olan Jerome Powell'in Yellen'a yakın bir isim olması, para politikasında radikal değişiklik olmayacağı şeklinde yorumlanarak önemli bir belirsizliği ortadan kaldırmıştır. Ancak piyasaların mevcut seyri ile FED'in bilanço küçültme ve faiz artış beklentileri arasındaki makasın açılması önümüzdeki dönemde dalgalanmaya yol açabilecek önemli bir risk unsuru olarak yorumlanmaktadır.

### **AVRUPA: Toparlanma sürüyor**

Uzun süredir düşük büyüme, düşük enflasyon ve yükselen işsizlik sorunu ile mücadele etmekte olan Avrupa ekonomisinde ekonomik toparlanma ECB varlık alım programı ve genişleyici para politikasının etkisiyle devam etmektedir. Bölge ekonomisine ilişkin veriler bölgenin istikrarlı biçimde toparlanmaya devam ettiğini göstermektedir. IMF son güncelleme raporunda Euro Bölgesi ekonomisinin 2018 yılı için büyüme tahminini 0.3 puan artırarak %2.2'ye çıkartmıştır.

Bölgede işsizlik oranı Kasım ayında %8.7 ile son 9 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Ekonomik güven endeksinin ve perakende satışların da beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi bölge ekonomisine ilişkin iyimser görüşleri desteklemiştir.

Böyle bir ortamda, bölgenin lokomotifini olan Almanya ekonomisi de 2017'de yıllık bazda %2.2 ile son 6 yılın en hızlı büyümesini kaydetmiştir. Ocak ayının ikinci haftasında Almanya Başbakanı Merkel'in Sosyal Demokrat Parti ile uzlaşmaya varıldığını açıklamasıyla ülkede koalisyon için resmi görüşmelere başlamanın yolu açılmış; belirsizliği büyük oranda azaltan bu gelişmeler ışığında EUR/USD paritesi son 3 yılın en yüksek seviyesi olan 1,21 düzeyini aşmıştır. Önümüzdeki dönemde kurulacak yeni koalisyon hükümetinin yapısı izlenecek politikaların şekillenmesi açısından önem arz ederken, Almanya'da göçmen karşıtı politikaların daha fazla gündeme geleceği belirtilmektedir.

Diğer yandan, Avrupa Birliği'nin geleceğine ilişkin kaygılar ve bölge ülkelerine ilişkin riskler varlığını sürdürmektedir. Bölge ülkelerinde artan popülizm, Katalonya Bağımsızlığı, İtalya seçimleri, Brexit süreci gibi gelişmelerin ve ortak para biriminin geleceğinin sorgulanmasının bölge genelinde belirsizlikleri artırarak bölgedeki toparlanma üzerinde aşağı yönlü riskleri gündeme getirmesi olasılığı 2018 yılında küresel konjonktür için dile getirilen önemli risk unsurları arasındadır.

ECB 14 Aralık'taki toplantısında para politikasında herhangi bir değişikliğe gitmeyerek mevduat faiz oranını (-%0.4) seviyesinde tutarken, Ocak ayından itibaren 30 milyar EUR'ya inecek olan varlık alım programında da değişiklik yapmamıştır. ECB Başkanı Mario Draghi, bölge ekonomisine ilişkin yaptığı

değerlendirmede, bölgede büyüme görünümü için risklerin dengede olduğunu vurgularken, bu alanda yukarı yönlü sürprizler görülmesi potansiyelinin olduğunu ifade etmiştir. Draghi, enflasyon görünümünün zayıf kalmaya devam ettiğini, ancak bölgede deflasyon yaşanması riskinin ortadan kalktığını belirtmiştir.

Piyasalarda ECB'nin ilk faiz artırımı beklentisinin 2019 yılının ilk çeyreğine yoğunlaştığı, bir başka deyişle sıkılaştırmanın oldukça yavaş ilerleyeceği görülmektedir. ECB'nin enflasyon beklentileri de bunu destekler niteliktedir.

Avrupa'da %2 seviyelerindeki büyüme hikayesinin korunması Türkiye'nin ihracat ortağı konumu nedeniyle Türkiye ekonomisi açısından da önem taşımaktadır.

### ÇİN: Yapısal değişimler

2017 yılına girerken gelişmekte olan ülkeler arasında büyüklüğü, dünyanın en büyük ithalatçısı konumu nedeniyle yayılma riskleri açısından en fazla tedirginlik yaratan ülke olan Çin'in, büyüme dinamiklerinde kaybettiği ivmeye karşın yıl boyunca diğer alanlarda kriz ortamından uzaklaşan bir görünüm sunarak endişelerin büyük oranda hafiflemesini sağlamıştır.

Çin ekonomisinde büyüme ivmesi korunmakta olup, ülke ekonomisi yılın ilk yarısında %6.9, üçüncü çeyrek itibarıyla %6.8 olarak gerçekleşmiştir. Çin ekonomisinde büyüme momentumunu devam ettiren en önemli etkenin Çin Hükümetinin ortaya koyduğu arz yanlı politikalar olduğu değerlendirilmektedir. Hükümet stratejisi çerçevesinde, GSYH'nin %37'si düzeyinde olan hane halkı tüketiminin ve ülke içindeki talebin arttırılması, yoğunlaştırılmış reform ve yenilikler uygulanarak reel ekonominin canlanması için faaliyetler yürütülmesinin bir sonucu olarak büyümenin sağlanmış olduğu görülmektedir. Küresel ticaretin geçtiğimiz dönemde kazandığı ivmenin de Çin'in büyüme oranlarını kısa vadede yeniden yukarıya çekebileceği dile getirilmektedir.

Diğer taraftan, borçluluk oranının halen %200'ün üzerinde olması, kapasite fazlalıkları, gölge bankacılık, sermaye çıkışları ve konut balonuna yönelik endişeler devam etmektedir. Çin'in hızla artan ve 29 trilyon ABD Dolarına ulaştığı belirtilen borçlarının taşıdığı riskler konusunda bir uyarı yayımlayan IMF, ülkenin orta vadeli büyüme hedefleri yerine uzun vadeli finansal istikrara odaklanmaması halinde büyümenin sert şekilde gerileyeceğini ifade etmiştir. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde büyüme hedeflerinden ziyade, önceliğin yapısal alanlara doğru kaydırılacağı beklentisi hakimdir. Nitekim son dönemde para politikası daha sıkı bir duruşa doğru kayarken, maliye politikasında da görece sıkılaştırma adımları atılmaktadır. Çin Yuanı'nın son dönemdeki seyri de hükümetin daha istikrarlı bir kur politikasından yana olduğuna işaret etmektedir.

Önümüzdeki dönemde, ekonomik büyümenin %6.5 düzeyine gerilemesi beklentisinin küresel ekonomik dengeleri tehdit edecek düzeyde olmadığı; buna karşın sistemsel gelişmeler, yuanda değer kaybı ile kur savaşları sürecinin yeniden başlayıp başlamayacağı ve ülkenin Kuzey Kore sorunu konusunda takınacağı tutumun küresel dengeler üzerinde büyük önem taşıdığı belirtilmektedir.

“Bir Kuşak - Bir Yol” (“One Belt One Road” - OBOR) girişimi Çin devlet başkanı Xi Jinping tarafından 2013 yılında ilan edilmiştir. Her ne kadar sonrasında küresel bir kapsama ulaşsa da başta OBOR girişiminin temel amacı Asya-Avrupa hattındaki önemli ekonomiler arasında bir ulaştırma altyapısı, ticaret ve yatırım bağlantısı kurmaktır. Girişimin kara ve denizden olmak üzere iki önemli uluslararası ticaret güzergahı bulunmaktadır.

Türkiye, bu koridorlar içinde yer alan ve “Orta Koridor” olarak adlandırılan Çin-Merkez ve Batı Asya Koridoru üzerinde yer almaktadır. Türkiye'nin içinde yer aldığı orta koridora yapılacak yatırımlar



toplamının 8 trilyon ABD Doları, sadece ulaştırma altyapısı için ise 40 milyar ABD Doları olması beklenmektedir. Söz konusu Orta Koridor ile, tarihi "İpek Yolu"nun canlandırılması hedeflenmektedir.

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

Diğer yandan Eylül 2016'da Türkmenistan, Azerbaycan ve Türkiye Ulaştırma Bakanlarının katılımıyla imzalanan Aşkabat Bildirisi OBOR kapsamında Türkiye'nin konumunu güçlenmesi yönünde önemli bir adım olmuştur. Bu adımlar aynı zamanda faaliyette olan Marmaray ve Yavuz Sultan Selim Köprüsü yatırımları ile desteklenmiş; ayrıca 3. Havalimanı, Bakü-Tiflis-Kars, Edirne-Kars Demiryolu projeleri ile desteklenmeye devam edilmektedir. Türkiye bu somut adımlarla OBOR'un kara ayağına dahil olmuştur.

### **GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Riskler ve fırsatlar var**

"Küreselleşmenin kelebek etkisi" uzun dönemdir finansal piyasalarda gözlenmektedir. Arada organik bir bağ bulunmamasına karşın, dünyanın bir tarafında yaşanan bir gelişme tüm piyasaları etkilemekte; yatırım kararlarında yerel konjonktürden ziyade küresel görünüm daha fazla dikkate alınmaktadır. Söz konusu eğilim 2008 krizinden sonra, likidite koşullarının iyileştiği dönemde çok daha belirginleşmiştir. Yatırımcılar ülkeleri kategorize edip ortak hareket etmeye başlamıştır. Bu kapsamda gelişmekte olan ekonomiler (GOE) bir sepet içinde değerlendirilip yatırım kararları da sepet bazında alınmaya başlanmış; örneğin Türk Lirası ile G.Afrika Randı ya da Brezilya Real'i artan bir paralellik içinde hareket etmeye başlamıştır.

GOE piyasaları son dönemde küresel ticaret ve büyümenin yeniden hızlandığı, sermaye akımlarının görece güçlü seyrini sürdürdüğü, emtia fiyatlarının bir miktar dengelendiği bir küresel ortamın kaldıraç etkisini yaşamaktadır. GOE piyasalarındaki elverişli koşullar, ABD'de başlayan parasal sıkılaştırmanın negatif etkilerini dengelemektedir. Bu bakımdan "carry trade" faaliyetleri, - bir başka deyişle uluslararası yatırımcıların düşük faizli ülkelere getiri elde etme maksatlı olarak daha yüksek faizli ülkelere gitmesi, ya da gelişmiş ekonomilerden GOE piyasalarına kayması - bu piyasalara sermaye akışının yeniden ivme kazanmasını sağlamıştır.

GOE borsaları 2017 yılında son sekiz yılın en büyük artışlarını yaşamıştır. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) 2017 Kasım sonunda yayımlanan raporu, gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişinin 2017 yılı toplamında 115 milyar ABD Dolarını aşacağını; GOE'lerden 2016 yılındaki 550 milyar ABD Doları ve 2015 yılındaki 620 milyar ABD Doları tutarındaki sermaye çıkışları ile karşılaştırıldığında, bu girişin belirgin bir iyileşmeye işaret ettiğini vurgulamıştır. Analistler 2018 yılında da gelişmekte olan ülkelerin yükselişini sürdüreceği öngörüsünde bulunmaktadır.

Diğer taraftan, FED'in bilançosunu daraltmaya başlaması ve faiz artırmaya devam etmesiyle gelişen ülkelere para akışında zorlu bir dönem yaşanabileceği uyarısı yapılmaktadır. ABD, 2008 krizini aşmak amacıyla, bilançosunu 1 trilyon ABD Dolarından 4.5 trilyon ABD Dolarına çıkartmıştır. Mevcut durumdaysa, piyasaya verilen bu paranın en az yarısını çekmek istemektedir. Bu noktada FED ve diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının aşırı gevşek para politikalarından çıkış adımları, mevcut durumda küresel piyasalarda izlenen risk iştahının ve canlılığın devamına ilişkin belirsizlik yaratmaktadır. Bu belirsizlik en çok da fon akımına ihtiyaç duyan GOE piyasalarını tehdit etmektedir. Nitekim merkez bankalarının faiz artışı ve bilanço küçültme adımları, GOE piyasalarını rekorlara taşıyan sermaye akışlarını ve risk algısını tersine çevirebilecektir.

IIF, GOE'lerin kırılganlıklarını birbirleriyle karşılaştıran bir sıcaklık haritası oluşturmuştur. GOE'lerin dış finansmana bağımlılık, yapısal kırılganlıklar ve uygulanan para ve maliye politikalarının kredibilitésine göre karşılaştırıldığı haritada Türkiye, 20 göstergeden 8'inde kırmızı alarm vererek Ukrayna ile birlikte en kırılgan ülkelerden biri olarak öne çıkarken, Güney Afrika ve Polonya görece olarak kırılganlığı düşük GOE'ler arasında sayılmıştır. Öte yandan Türkiye'nin, kamu borcu göstergelerinde Çin, Brezilya, Hindistan gibi ülkelere göre çok daha avantajlı olan konumu, diğer yapısal kırılganlıkların azaltılması durumunda GOE'ler içinde doğrudan yatırımlar açısından yeniden pozitif ayrışma dönemine dönüleceğine işaret eder niteliktedir.

Kısa dönemde, FED'in uygulamaya başladığı parasal sıkılaştırmanın kademeli olması ve ECB başta olmak üzere öteki gelişmiş ülke merkez bankalarının henüz parasal gevşemeye devam etmeleri sebebiyle, küresel ortamı ve özellikle GOE piyasalarını besleyen kolay dış kaynak bulma ortamının bir süre daha devam etmesi beklenmektedir. Bu süre içinde yapısal reform sürecini tamamlayıp ekonomi dinamiklerini güçlendirerek kendilerini orta-uzun vadede ortaya çıkacak olan sermaye çıkış sürecine hazırlamış olan GOE'lerin bu paradigma değişikliğini az hasarla atlatabileceği; diğer ekonomilerin için dış kaynaklara daha yüksek bedeller ödeyerek ulaşmak durumunda kalacakları ifade edilmektedir.

Nitekim Ocak 2018 Küresel Ekonomik Görünüm güncellemesinde IMF, mevcut döngüsel yükselişin reform yapmak için ideal bir fırsat sunduğunu dile getirmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyümeyi artırmak ve daha dengeli hale getirmek için yapısal reformlar gerektiği belirtilen raporda, sürdürülebilirlik ve potansiyel büyümeyi yükseltmenin gözetilmesi gerektiği belirtilmiştir.

GOE'ler içinde yabancı yatırımcı açısından birbirleriyle karşılaştırmalı olarak öncelikle takip edilen BRICS ülkelerinde geçtiğimiz dönemde toparlanma ivmesi hızlanmıştır. Hindistan hükümetinin ülkede yolsuzluk ve kara para ile mücadele için 500 ve 1000 rupilik banknotları piyasadan çekme kararı ve vergi ayarlamalarının etkisiyle 2017'de yavaşlayan büyümenin önümüzdeki iki yılda yeniden hızlanması beklenmektedir.

Brezilya, tarihinin en büyük resesyonu sonucunda 11 çeyrek üst üste daraldıktan sonra 2017 yılı ikinci çeyrekte pozitif büyümeye geçmiş üçüncü çeyrekte de büyüme ivmesini belirgin şekilde arttırmıştır. Öncü göstergeler büyümenin son çeyrekte de sürdüğünü gösterirken, siyasi riskler takip edilmektedir.

Benzer şekilde 8 çeyrek boyunca daraldıktan sonra 2016 yılının son çeyreğinde büyümeye geçen Rusya ekonomisinde büyüme 2017 yılında ivme kazanmıştır. Petrol fiyatlarındaki toparlanma, finansal koşullardaki gevşeme ve iyileşen güven ortamı büyümeyi desteklemiştir. IMF, Rusya'nın iki yıllık durgunluk sürecini olumlu makroekonomik politikalar ve daha yüksek petrol fiyatları sayesinde geride bıraktığını belirterek ekonomik büyüme beklentisini yukarı yönlü revize etmiştir.

### **ORTADOĞU & PETROL FİYATLARI: Ortadoğu kaynakları petrol fiyatları artıyor**

Geçtiğimiz dönemde yaşanan Katar diplomatik krizinin ardından Suudi Arabistan'da "yolsuzlukla mücadele kampanyası" olarak başlatılan süreç ve eş zamanlı olarak Lübnan'la ilgili yaşanan gelişmeler siyasi analistlere göre Ortadoğu'da yeni bir dönüm noktasına işaret etmektedir.

Türkiye'nin Katar ve OECD eski Büyükelçisi Mithat Rende, konuya ilişkin değerlendirmesinde, tüm sürecin ABD'nin bölgeye ilişkin stratejisi çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiğini belirtmiştir. Rende yaşanmakta olan süreci, ABD'nin bölgedeki önceliğinin İsrail'in güvenliği, enerji kaynaklarının kontrolü ve fiyatların denetimi, fanatik İslam'ın yarattığı terörle mücadele ve İran'ın kontrol altında tutulması olarak özetlemiştir.

Bu süreçte üç yıllık çöküş döneminin ardından petrol fiyatları hızlı toparlanma sürecine girmiştir. ABD'de



yaşanan kasırgaların ardından ülkede rafinerilerin yeniden faaliyete başlaması ham petrol talebinin artmasına ve bu doğrultuda stoklardaki yükselişin ivme kaybetmesine neden olmuştur. Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyeleri ve OPEC dışı en büyük üretici olan Rusya'nın petrol üretim kesintisini Kasım ayının sonunda 2018 yılsonuna dek uzatma kararı almalarına ek olarak Kuzey Buz Denizi'nde önemli petrol boru hatlarından birinde ortaya çıkan arıza da bu gelişmede etkili olmuştur. 2017 yılı sonunda Brent türü ham petrolün varil fiyatı yıllık bazda %21.1 oranında yükselerek 67.3 USD düzeyine ulaşmıştır.

Ocak ayının ilk haftası itibariyle Brent cinsi ham petrolün varil fiyatı, 70 USD ile 2014 yılı Aralık ayından bu yana en yüksek seviyesini görmüştür. Bir taraftan küresel bazda petrol talebinde kademeli olarak gerçekleşen artış, diğer taraftan petrol stoklarındaki düşüş fiyatların artış eğiliminde belirleyici bir rol oynamaktadır.

Türkiye ekonomisine yansımaları bakımından değerlendirildiğinde, petrol fiyatlarındaki yükselişin güçlenmesi durumunda, enerji ithalatı üzerinden cari denge ve enflasyon performansı üzerinde baskı artabilecektir.

## TÜRKİYE

### Olağan dışı konjonktür nedeniyle mali disiplinden uzaklaşma sinyalleri

Türkiye ekonomisi, yıl boyunca yüksek düzeyde seyreden jeopolitik belirsizliklere rağmen 2017 yılında oldukça güçlü bir performans göstermiştir. Küresel olumlu gidişata paralel olarak artan dış talep ve ekonomiyi desteklemek adına alınan kapsamlı önlemler ile yakalanan büyüme ivmesi sayesinde 2017 yılının önemli bir kısmında uluslararası yatırımcıların Türk finansal varlıklarına yönelik ilgisi yoğun olmuştur. Ekonomik aktivitenin direncini koruması portföy yatırımlarını desteklemiş, büyüme kompozisyonunda ihracat kalemi ile yatırımların olumlu katkı sağlaması da memnuniyet verici olmuştur.

Diğer taraftan, 2017 yılı ekonominin yapısal özellikleri nedeniyle büyüme hızlanırken temel kırılma noktalarının da önemli oranda arttığı bir yıl olmuştur. Büyümeyi desteklemeye yönelik politikalar mali disiplini belirli oranda zayıflatırken, cari açık ve enflasyon gibi parametrelerde bozulmalar ortaya çıkmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere enflasyon, bütçe açığı, cari açık, dış borç stoku gibi kalemler 2016 yılına göre artış gösterirken; istihdam seferberliğine ve yüksek büyüme momentumuna karşın işsizlik oranının da artıyor olması, istihdam yaratmayan büyüme tartışmalarına yol açmıştır.

#### Türkiye Ekonomisi - Makroekonomik Veriler

GSYH	2012	2013	2014	2015	2016	2017 I.Ç.	2017 II.Ç.	2017 III.Ç.
GSYH (milyar \$)	871	950	935	861	863	176	205	235
GSYH (milyar TL)	1810	2045	2339	2609	3040	649	736	827
Büyüme (%)	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	5.3	5.4	11.1
<b>Enflasyon (%)</b>						<b>Eki.17</b>	<b>Kas.17</b>	<b>Ara.17</b>
TÜFE (yıllık)	6.16	7.40	8.17	8.81	8.53	11.90	12.98	11.92
Yİ-ÜFE (yıllık)	2.45	6.97	6.36	5.71	9.94	17.28	17.30	15.47
<b>Mevsimsellikten Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri</b>						<b>Tem.17</b>	<b>Ağu.17</b>	<b>Eyl.17</b>
İşsizlik Oranı (%)	8.8	9.1	10.3	10.2	11.9	11.1	10.8	10.7
İşgücüne Katılım (%)	48.5	48.5	51.0	51.7	52.4	52.9	53.0	53.1
<b>Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Eyl.17</b>	<b>Eki.17</b>	<b>Kas.17</b>
İhracat	152.5	151.8	157.6	143.8	142.5	153.4	154.6	156.0
İthalat	236.5	251.7	242.2	207.2	198.6	221.3	225.5	229.1
Dış Ticaret Açığı	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-67.9	-70.9	-73.1
<b>Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)</b>						<b>Ağu.17</b>	<b>Eyl.17</b>	<b>Eki.17</b>
Cari Açık	-48	-63.6	-43.6	-32.1	-33	-36.8	-39.7	-41.9

Kaynak: TÜİK



2017 yılı için Türkiye ekonomisine ilişkin dinamikler kısaca şöyledir;

- Küresel ekonomik gidişata paralel güçlü dış talep desteği
- KGF ile desteklenen güçlü kredi büyümesi
- Büyüme desteklemeye yönelik teşvikler ve vergi indirimleri nedeniyle kamu maliyesinde genişleme
- Yüklü dış finansman ihtiyacı ve konjonktürel belirsizlikler nedeniyle baskı altında kalan Türk Lirası
- İç talep artışının yanında döviz kurlarındaki artışlarla enflasyonun yükselişe geçmesi
- Turizmde belirgin oranda toparlanmaya karşılık petrol fiyatlarının artış eğilimine geçmesi ve altın ithalatı kaynaklı olarak cari açığın genişlemesi
- Büyümedeki toparlanma ve ithalat üzerinden alınan vergilerle beraber toplam vergi tahsilatında görülen artışın mali dengedeki bozulmayı sınırlaması
- Bütçe açığındaki artışın Hazine'nin borçlanma ihtiyacını artırmak suretiyle faizleri yukarı itmesi

Söz konusu dinamikler makroekonomik istikrara yönelik kaygıları artırırken büyümenin sürdürülebilirliğine ilişkin tartışmaları da beraberinde getirmiştir.

2017 yılının makroekonomik fotoğrafı, önümüzdeki dönemde öncelikli politikanın yüksek büyüme ivmesinin korunması mı yoksa artan kırılganlıkların kontrol edilmesi mi olacağını en kritik başlık haline getirmiş durumdadır. Orta Vadeli Plan'da da (OVP) ortaya konduğu üzere, büyüme hedeflerinin ekonomik istikrara yönelik diğer hedeflerden daha büyük bir öncelik taşıması; özellikle 2019 yılındaki seçim döngüsünün öncesinde mevcut büyüme performansının korunmak istenmesi sonucunda Türkiye ekonomisinde mevcut bulunan kırılganlıkların artarak devam edeceğinden endişe edilmektedir.

2018 yılının bu açıdan bir yeniden dengelenme süreci olacağı, enflasyon ve cari açığındaki yükseliş sürdürülebilir olmadığından büyümenin bir miktar hız kesebileceği belirtilmektedir. 2018 yılında büyüme dostu politikaların daha seçici ve etkin uygulanarak yan etkilerinin azaltılması gerektiği değerlendirilmektedir.

Önümüzdeki dönemde global likiditede ani duruş ve geri dönüşler beklenmediğinden, küresel risk algısının özellikle GOE'ler için destekleyici olmaya devam edeceği ve sermaye akımlarının yüksek getiri arayışını sürdüreceği değerlendirilmektedir. Bu açıdan Türkiye ekonomisinin yüksek getirileri ve güçlü ekonomik aktivitesi ile söz konusu sermaye akımlarından pay almayı sürdüreceği düşünülmektedir.

Bu süreçte küresel konjonktürden gelecek yansımaların Türkiye ekonomisinin dinamikleri bakımından çift yönlü etkileri olacağı ifade edilmektedir. Örneğin petrol fiyatlarının artış eğilimi enerji faturası üzerinden cari açık üzerindeki baskıyı arttırabilecekken; Avrupa'nın hızlı toparlanmasının ihracat artışı ve turizm gelirleri açısından Türkiye ekonomisine olumlu katkı sağlayacağı belirtilmektedir. Benzer şekilde FED faiz artış süreci ve küresel likiditenin kademeli de olsa azalması Türkiye gibi dış finansman bağımlılığı yüksek bir ekonominin dış finansman maliyetlerini arttırabilecekken; benzer GOE'lere göre oldukça yüksek seyreden faizler ve büyüme dinamikleri nedeniyle yabancı portföy yatırımcıları için fırsatlar sunmaya ve cari açığın finansmanında sıcak para girişini arttırmaya devam edebilecektir.

2013 yılında FED'in varlık alımlarını sonlandıracağına yönelik söylemlerinin ardından yurtdışı finansman ihtiyacı yüksek olan ve uluslararası finansal koşulların sıkışması durumunda GOE'ler arasında ekonomileri en olumsuz etkilenecek olan 5 ülke Brezilya, Güney Afrika, Endonezya, Hindistan ve Türkiye olarak gösterilmiş; bu ülke grubu uluslararası piyasalarda "Kırılgan Beşli" olarak adlandırılmıştır. Geçtiğimiz dönemde, önde gelen gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme adımları ve ülkeler bazında alınan tedbirler sonucunda güncellenen Kırılgan Beşli ise Arjantin, Mısır, Katar, Pakistan ve Türkiye'den oluşmaktadır. Türkiye'nin bu ülke grubu içinde kalmaya devam eden tek ülke oluşu genel yatırımcı algısı açısından negatif etkiye yol açmaktadır. Öte yandan, gerek bu grup



içinde makroekonomik parametreler açısından en olumlu durumda olan ülkenin Türkiye oluşu, gerekse de geçtiğimiz dönemde yaşanan birçok olumsuzluğun fiyatlamalara ve kredi notuna halihazırda yansımış olması gibi gerekçelerle, Türkiye varlıklarının cazibesi yüksek kalmaya devam etmektedir. Mevut risklerin azalması ve makro verilerde ekstra bozulma gözlenmemesi durumunda, portföy girişlerinin artarak devam etmesi beklenmektedir.

Bölge siyasetinde önemli rol üstlenen Türkiye'nin içinden geçmekte olduğu ekonomik-diplomatik ve jeopolitik sorunlarla beraber; Türkiye ekonomisi uzun süredir, yurtiçinde oluşan belirsizliklerle yurtdışından kaynaklanan riskler arasında, yönetilmesi oldukça zor bir süreçten geçmektedir. Uluslararası yatırımcı nezdinde bölgesinde sorunları olan ve son dönemde Batı ile de ilişkileri bozulan bir Türkiye algısının düzeltilmesi önem taşımaktadır.

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

Bu noktada, ekonomik ve sosyal reformlara hız kazandırılması, kırılmanın azaltılması, tasarrufların artırılması, üretim ve dış ticaret politikalarının desteklenmeye devam etmesi, ticaret ve yatırım politikalarının doğrudan yabancı yatırımları ve katma değeri yüksek ihracata yönelimi teşvik edecek biçimde yeniden düzenlenmesi, çatışmacı söylemler yerine uzlaşmacı söylemler ile iç ve dış güvenin yeniden tesis edilmesi, orta-uzun vadede sürdürülebilir büyüme sürecini destekleyecektir. Ancak her geçen gün iç ve dış gündemin siyaset ağırlıklı konulara kayması nedeniyle ekonomide söz konusu yeniden yapılandırma veya reform çabalarının devre dışı kalabileceği anlaşılmaktadır.

### **Büyüme: Yatırımlardaki artış olumlu**

2017 yılı Türkiye ekonomisinin büyüme performansı bakımından global çapta dikkat çekici gelişmelere sahne olmuştur. 2016 yılında yaşanan olumsuzlukları bertaraf etmek ve ekonomiyi desteklemek adına atılan teşvik adımlarının etkisiyle ilk üç çeyrekte büyüme oranı ortalama %7.3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Üçüncü çeyrekte zincirlenmiş hacim endeksindeki değişim %11.1 ile çift hanelik büyümeye işaret ederken, ana sektörlerin bütününde kayda değer büyüme gözlenmiştir. Söz konusu büyüme momentumu, kamunun aldığı tedbirlerin desteğiyle iç talepte ve yatırımlarda yaşanan canlanmanın yanı sıra baz etkisini de yansıtmaktadır.

Son 4 çeyrekte yıllık bazda gerileyen makine ve teçhizat yatırımlarının 2017 üçüncü çeyrekte artışa geçmesi olumlu karşılanmıştır. Yıl genelinde inşaat sektörü yatırımları pozitif seyredirken, krediler kanalı ve vergilerle sağlanan teşvik alanı söz konusu yatırım artışında etkili olmuştur.

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

### **Enflasyon: Çekirdek enflasyon 13.5 yılın zirvesinde...**

TÜİK tarafından açıklanan veriler doğrultusunda TÜFE Aralık ayında aylık bazda %0.69 artmıştır. TCMB'nin son Enflasyon Raporu'nda 2017 sonunda %9.8 olması beklenen yıllık TÜFE enflasyonu iç

talepteki canlanma ile kurlardaki ve emtia fiyatlarındaki artışların etkisiyle 2017 yılsonunda %11.92 olmuştur. Aralık ayı enflasyonuna en fazla katkısı yapan ana harcama grubu gıda ve alkolsüz içecekler olurken, bu kalemi petrol fiyatları ve kurlardaki yükselişin yukarı yönlü baskıladığı ulaştırma grubu izlemiştir.

Çekirdek enflasyon olarak adlandırılan ve mevsimsel ürünler, altın, enerji ve fiyatı kamu tarafından vergi yoluyla yönlendirilebilen ürünlerin dışarıda tutulduğu endekslerdeki değişim, enflasyonun kontrol altına alınıp alınamayacağı konusunda esas gösterge olarak kabul edilmektedir. TCMB tarafından da yakından izlenen çekirdek enflasyon göstergelerindeki yukarı yönlü seyir yılın son ayında da sürmüştür; çekirdek enflasyon son dönemde Şubat 2004'ten bu yana en yüksek düzeyi olan %12.3'e ulaşmıştır.

Manşet ve çekirdek enflasyonun çift hanelerde seyretmesinin, TCMB'yi sıkı duruşunu korumaya iteceği belirtilmektedir. Kur geçişkenliği azaldığı ve küresel gelişmeler elverdiği takdirde TCMB'nin faizlerde olası bir gevşemeye 2018 yılının ikinci yarısında başlayabileceği ifade edilmektedir.

### **Para Politikası: Sıkı duruş korunuyor, ancak...**

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), 14 Aralık'taki toplantısında Geç Likidite Penceresi (GLP) faiz oranını, daha yüksek faiz artırım beklentilerine karşılık, 50 baz puan artırarak %12.75'e yükseltmiştir. TCMB tarafından toplantı sonrasında yapılan açıklamada kararın; enflasyondaki yükselişe ek olarak, son dönemde maliyet gelişmelerinin izleyen döneme yönelik beklentiler ile fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırması nedeniyle alındığı belirtilmiştir.

Yapılan açıklamada ayrıca, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamak için elindeki bütün araçları kullanmaya devam edeceği vurgulanırken, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ifade edilmiştir.

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

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

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

TÜİK verilerine göre Kasım ayında ihracat hacmi yıllık bazda %11.2 oranında artışla 14.2 milyar ABD Doları, ithalat hacmiyse %21.3 artışla 20.5 milyar ABD Doları olmuştur. Böylece dış ticaret açığı yıllık bazda %52.4 oranında genişleyerek 6.3 milyar ABD Dolarına yükselmiştir.

Güçlü iç talebe bağlı olarak ithalatın ivmelenmesi ihracat artışını kayda değer oranda geçmiştir; geçtiğimiz yılın aynı döneminde ihracatın ithalatı karşılama oranı %75.5 iken bu oran %69.2 seviyesine gerilemiştir. Bu durumun öncelikli sebeplerinden biri petrol fiyatlarının yılın ilk 11 ayında bir önceki yılın aynı



dönemine göre %40 oranında artmasının da etkisiyle enerji ithalatı kalemindeki ve altın ithalatındaki artışlar olmuştur.

Avrupa bölgesi başta olmak üzere küresel ticaretteki canlanma ve TL'nin seyri ihracat açısından olumlu bir görünüm sunmakta; ancak petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki yükseliş ve altın ithalatının sürmesi ithalat hacmi üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Bu çerçevede dış ticaret açığındaki yükselişin süreceği öngörülmektedir.

### **Ödemeler Dengesi: Doğrudan yatırımlar gerilemeyi sürdürüyor**

Ödemeler dengesi tarafında 2017 yılında cari açığın genişlediği, açığın ise ağırlıklı olarak kısa vadeli portföy akımlarıyla desteklendiği gözlenmiştir.

Cari açık Kasım'da yıllık bazda %86.4 oranında artarak 4.2 milyar ABD Doları ile piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşmiştir. 12 aylık kümülatif verilere göre ise cari açık 43.8 milyar ABD Doları ile son 3 yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır. Bu gerçekleşmenin 39.2 milyar ABD Doları olan OVP tahmininin oldukça üzerinde seyrettiği gözlenmiştir. Açığın genişlemesinde dış ticaret açığındaki artış etkili olurken, turizm gelirlerinin cari açığı sınırlayıcı etkisi de mevsimsel nedenlerle azalmıştır.

Cari açığın finansmanında portföy yatırımları ağırlığını korumaktadır. Ekim ayında bir miktar ivme kaybeden portföy yatırımlarında Kasım ayında 2017 yılında ilk kez olarak net sermaye çıkışı gözlenmiştir. Portföy yatırımlarının aksine uzun süreli kalıcı yatırımları içeren, bir başka deyişle ülke ekonomisinin geleceğine ortak olmayı gerektiren doğrudan yabancı yatırımların cari açığın finansmanına sağladığı katkı ise gerilemeyi sürdürmektedir. Net doğrudan yatırımlar Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına kıyasla 329 milyon ABD Doları azalarak 306 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın yaklaşık %75'i ise net gayrimenkul yatırımlarından kaynaklanmıştır.

Kümüle veriler değerlendirildiğinde finans hesabının cari açığı karşılamakta yetersiz kaldığı ve finansmanda kaynağı belli olmayan sermaye girişleri (net hata noksan kalemi) ile rezerv kullanımının etkili olduğu gözlenmektedir.

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

Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik parametreler arasında benzer ekonomilere kıyasla en güçlü kalemi bütçe disiplini olarak korunmaya devam etmektedir. 2017 yılının genelinde bütçe göstergelerinde OVP'de yer alan beklentilerin üzerinde bir performans gözlenmiştir. Bütçe gelirleri OVP'de öngörülen tutarı 18.3 milyar TL aşarken, bütçe açığı 47.4 milyar TL ile OVP öngörüsünün 14.3 milyar TL altında gerçekleşmiştir. Söz konusu gerçekleştirmeler son dönemde benimsenen genişleyici maliye politikalarına karşın halen mali disiplinin büyük ölçüde korunduğuna işaret etmektedir.

Diğer taraftan, önümüzdeki dönemde sadece büyüme odaklı politikalar izlenmesinin bütçe dengeleri ve beraberinde ekonomik dinamiklerin geneline zarar verebileceğinden endişe edilmektedir. Hatırlanacağı üzere, 2009 yılında iktisadi faaliyette yaşanan daralma sonrasında ağırlıklı kamu harcamaları kaynaklı olarak yakalanan hızlı büyüme 2011 yılında cari açığın 75 milyar ABD Doları ile sürdürülemez seviyelere yükselmesine ve kırılma eğiliminin artmasına yol açmış; devamında makro ihtiyati tedbirlerle aşırı ısınan ekonomide büyümenin yavaşlatılması ihtiyacını doğurmuştu. Mevcut görünüm açısından maliye politikası üzerinde halen manevra alanı bulunmakla beraber, bütçe hedeflerinde son dönemde yapılan yukarı yönlü revizyonlar göz önüne alındığında bütçe disiplini konusunun 2018 yılında çok daha kritik bir önem arz edeceği ifade edilmektedir.

## İstihdam: İstihdam yaratmayan büyüme

TÜİK işgücü istatistiklerine göre, Ekim döneminde işsizlik oranı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 1.5 puan azalarak %10.3 seviyesinde gerçekleşirken, işgücüne katılım oranı ise artmaya devam ederek %53,1 olmuştur. Genç nüfustaki işsizlik oranı %19.3, tarım dışı işsizlik oranı %12.3 olarak açıklanmıştır. Mevsim etkilerinden arındırılmış istihdam bir önceki döneme göre 135 bin kişi artarak 28 milyon 622 bin kişi olarak tahmin edilmiştir. Ekonomik faaliyete göre istihdam edilenlerin sayısı tarım sektöründe 13 bin, inşaat sektöründe 8 bin kişi azalırken, sanayi sektöründe 49 bin, hizmet sektöründe 107 bin kişi artmıştır.

2017 üçüncü çeyrek itibarıyla toplam %7.4 oranında bir büyüme göstererek dünyanın en hızlı büyüyen ülkesi olan Türkiye'de işgücü piyasası verilerinde kalıcı iyileşme sağlanamıyor olması, istihdam yaratmayan büyüme olgusunun en önemli yapısal sorunlardan biri olduğuna işaret eder niteliktedir.

İşgücü istatistikleri eğitim durumuna göre değerlendirildiğinde, ülke genelinde istihdam edilmeyenler içinde 1 milyona yakın üniversite mezunu, 900 bine yakın lise mezunu bulunması, reform programında sadece ekonomik alanda değil, sosyal alanlarda ve eğitim alanında da kapsamlı revizyonlara yer verilmesi gerektiğine işaret eder niteliktedir. Üniversiteye giriş yöntemlerinin gündemde olduğu bu dönemde, eğitimi tamamlayan nüfusa iş olanağı yaratılması; konunun eğitim kalitesi ve iş imkanlarını da ele alan bütüncül bir yaklaşımla ele alınması ülkenin geleceği açısından hayati önem arz etmektedir.

## Kredi Notu ve Risk Primi: Risk primi kontrol altında

Türkiye'nin kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan 3 büyük kuruluş nezdinde de yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. Türkiye'nin Fitch ve Moody's notu yatırım yapılabilir seviyenin birer basamak, S&P notu ise iki basamak altındadır. Kısa vadede Türkiye'nin kredi notunda her iki yönde de herhangi bir değişiklik beklenmemektedir.

CDS Primi (Kredi Temerrüt Risk Primi), ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre günlük olarak güncellenmekte ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik ve objektif bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Türkiye 5 yıllık CDS primi, 2017 yılı başındaki 273 seviyesinden sonra yıl boyunca sınırlı iniş-çıkışlar sergilese de genel eğilim bakımından gerilemiş; yılsonunda 155 seviyelerine kadar inmiştir. Analistlere göre, primler 200 referans düzeyinin altında kaldığı sürece, Türkiye ekonomisi için kalıcı bir negatif ayrışmadan söz etmek güçtür. Mevcut seviyeler, Türkiye özelindeki risklere karşın uluslararası yatırımcıların Türkiye'yi GOE sepetinden henüz çıkarmadığına işaret etmektedir.

## İNŞAAT SEKTÖRÜ

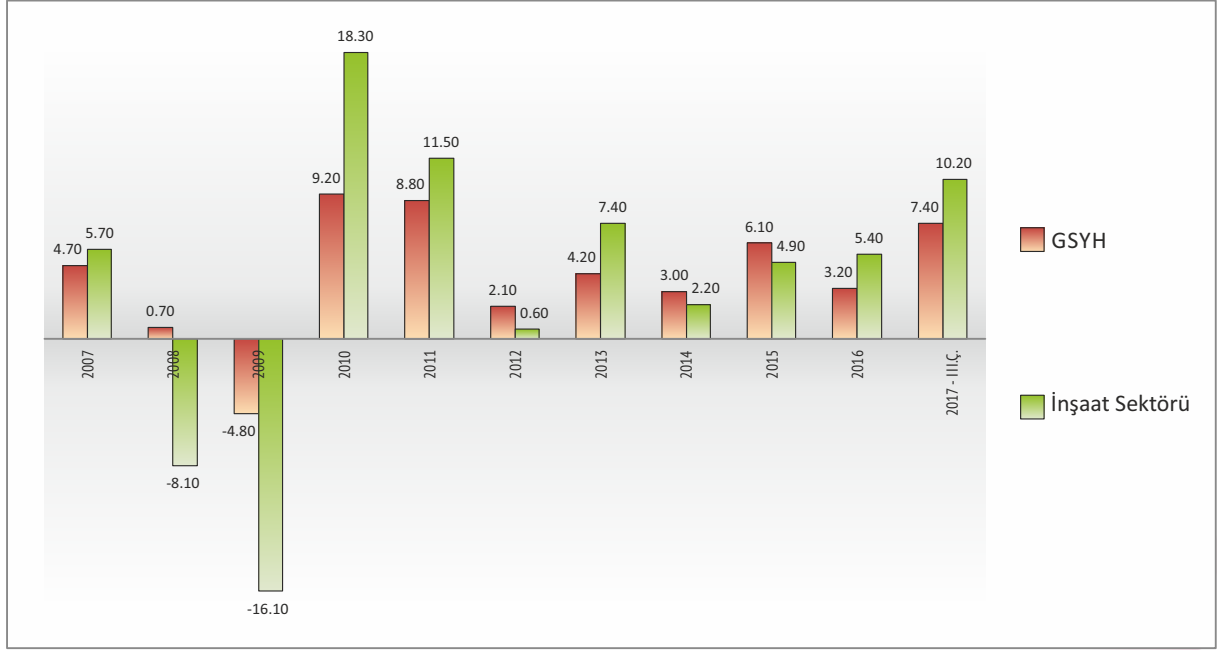
### Hızlı büyüme eğilimi

Bağlı sektörlerle dolaylı etkileri düşünüldüğünde GSYH içindeki payı %30'lara ulaşan inşaat sektörü, 1999-2013 döneminde GSYH büyüme eğrisi ile önemli ölçüde paralel, dalgalı bir seyir izlemiştir. 2014-2015 yıllarında bu seyir değişiklik göstermiş, sektör bu dönemde reel GSYH artışının altında seyretmiştir. 2016 yılında inşaat sektörü yeniden hızlı büyüme eğilimini yakalamıştır. TÜİK'in büyüme verilerinde yaptığı revizyon doğrultusunda, 2016 yılı bütününde GSYH %3.2 oranında büyüme gösterirken inşaat sektöründe büyüme %5.4 olarak ölçülmüştür. 2017 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla ise genel ekonomi %7.4, inşaat sektörü %10.2 büyüme sergilemiştir.





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



Kaynak: TÜİK

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

TÜİK tarafından yeni hesaplama yöntemi ile açıklanan büyüme verileri içinde kamu ve özel sektör inşaat yatırımları ayrımı kaldırılmış olduğundan, dönemsel bazda detaylı bir karşılaştırma yapmak olası değildir. Ancak yılın ikinci çeyreğinden itibaren büyümede kamu harcamalarının yerini yatırımların aldığı gözlenmektedir. Son açıklanan verilere göre inşaat yatırımları 2017 yılının ilk çeyreğinde %13.3, ikinci çeyreğinde %22.5, üçüncü çeyrekte %12.0 artış göstermiştir.

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

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

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

### Konut Segmenti: Satışlar üç aydır azalıyor

Geçtiğimiz dönemde, alınan tedbirlerin de etkisiyle toplam satışlar yılın ilk dokuz ay toplamında yıllık bazda %10.1 oranında artmıştır. Özellikle Eylül ayında yıllık bazda %29 artışla sıçrama yapan ve 140 bine ulaşan satışlarda esas etmenin, Mart ayında yürürlüğe giren ve 30 Eylül tarihinde sona eren tapu harcı indirimi olduğu ifade edilmektedir. Nitekim uygulamaya son verilmesinin ardından, 2017 yılı son çeyreğinde konut satışları %6.7 oranında gerilemiş; yılın bütününde toplam konut satışlarındaki artış sınırlı bir ivmeyle %5.1 olmuştur.

	2017	2016	Değişim (%)
Ocak	95 389	84 556	12.8
Şubat	101 468	101 703	-0.2
Mart	128 923	117 205	10.0
Nisan	114 446	106 348	7.6
Mayıs	116 558	114 800	1.5
Haziran	97 579	106 187	-8.1
Temmuz	115 869	81 343	42.4
Ağustos	120 198	114 751	4.7
Eylül	140 298	108 918	28.8
Ekim	122 882	130 274	-5.7
Kasım	122 732	132 655	-7.5
Aralık	132 972	142 713	-6.8
<b>Yıllık Toplam</b>	<b>1 409 314</b>	<b>1 341 453</b>	<b>5.1</b>

Bu süreçte toplam satışların yaklaşık %35'ini oluşturan ipotekli konut satışları bankaların faiz indirmeleri sonucu yılın ilk sekiz ayında ivme kazanmış, ipotekli satışlar 2017 yılının ilk sekiz ayı toplamında %23 artmıştır. Ancak son çeyrekte ipotekli konut satışları %24.8 oranında gerilemiştir. Devam etmesi halinde konut edinmek isteyenlerin ipotekten kaçınma eğilimine işaret edebilecek olan bu tablonun, geçtiğimiz yıl toplamında ortalama 2.35 puan artan konut kredisi faizlerinin yüksek bulunmasıyla ve faizlerin düşeceği beklentisiyle ilgisi olabileceği gibi, genel ekonomik koşullarda borç yükü altına girilmek istenmemesiyle de ilgili olabileceği değerlendirilmektedir.

Yılın genelinde, ekonomiye doğrudan katkı sağlaması açısından daha önemli sayılan ilk satışlar sınırlı bir artış ivmesiyle %4.4 oranında yükselirken son çeyrekte %7.1

Kaynak: TÜİK

oranında düşüş göstermiştir. Daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle inşaat sektörünün etkileşimde olduğu diğer sektörleri destekleyerek ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlar ise 2017 toplamında %5.6 artış göstermiştir.

2017 yılında yabancılara konut satışı %22.2 oranında artmıştır. Yabancılara konut satışları yılın son çeyreğinde daha da hızlanmış ve artış hızı %40.2'ye yükselmiştir. Irak vatandaşları 2017 yılında Türkiye'den 3805 konut satın alırken, Irak'ı 3345 konut ile Suudi Arabistan, 1691 konut ile Kuveyt, 1331 konut ile Rusya Federasyonu ve 1078 konut ile Afganistan izlemiştir.

Diğer taraftan, bölgesel arz-talep koşulları farklılık gösterse de, yurt genelinde konut fiyatlarında yıllık artış hızı yavaşlamakta ve yeni konutlarda stok erime hızı düşmektedir. REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2017 Aralık ayında bir önceki aya göre artış %0.39 gibi sınırlı bir oranda gerçekleşmiştir. Eylül ayı stok erime hızı rakamları değerlendirildiğinde ise adet bazlı %3.9 oranında, metrekare bazlı ise %3.8 oranında stoklarda erime gözlemlenmiştir.

Göstergeler, geçtiğimiz yılın belirli aylarında artış gösteren talepteki canlanmanın kalıcı olamayabileceğine yönelik endişeleri arttırmaktadır. Ayrıca, yurt içinde yükselen enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları ile harcanabilir gelirden beklenen düşüşün talebi önümüzdeki dönemde de sınırlayabileceği düşünülmektedir.

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

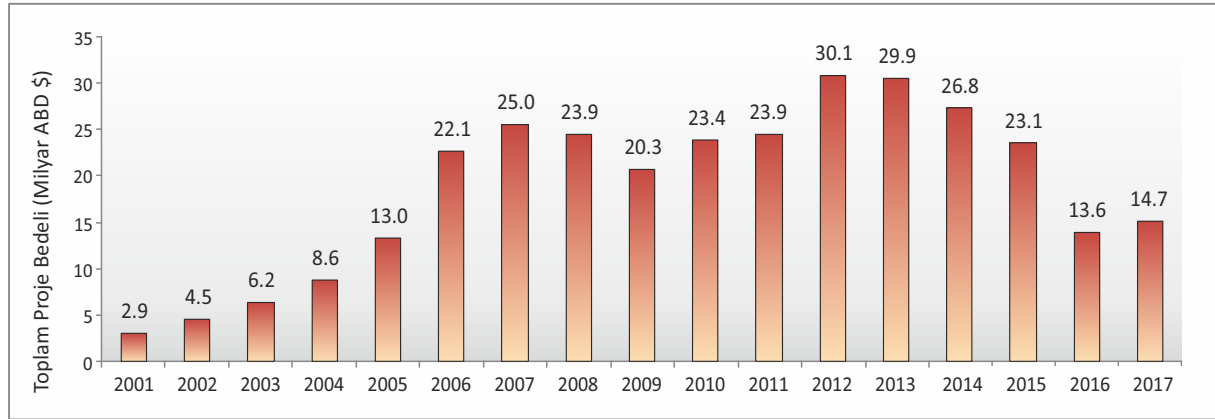


### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Toparlanma beklentisi

Türk müteahhitlik firmaları uluslararası pazarda faaliyet gösterdikleri 45 yıllık dönemde yaklaşık 355 milyar ABD Doları tutarında 9300 proje üstlenmişlerdir. Söz konusu tutarın %46.8'i Avrasya, %26.2'si Ortadoğu, %18.1'i ise Afrika ülkelerinde gerçekleştirilmiştir.

Türk müteahhitlik firmaları 2017 yılında uluslararası pazarda 14.7 milyar ABD Doları tutarında 241 proje üstlenmiştir. Bu dönemde en fazla iş üstlenilen ülkeler; Tanzanya (%17.3), Suudi Arabistan (%14.1), Rusya Federasyonu (%12.1), Birleşik Arap Emirlikleri (%9.1), Kazakistan (%7.4), Irak (%6.9), Cezayir (%6.0), Gürcistan (%5.0), Katar (%2.8) ve Mozambik (%2.5) olmuştur. Geçtiğimiz dönemde Tanzanya'nın yeni bir pazar olarak ön plana çıktığı, Kazakistan ve Gürcistan'da son yıllarda görülen düşük performanstan sonra yükselme eğilimine geçildiği, Mozambik'in ise potansiyel bir pazar olarak ilk on ülke arasına girdiği görülmektedir.

### Yıllara Göre Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

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

Bu durum büyük ölçüde sektörün ana pazarlarındaki jeopolitik sorunlar ve aynı döneme denk gelen enerji fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle önceki yıllarda yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin son derece güçlü olduğu enerji ihracatçısı pazarlarda gerçekleştirilen yatırımların da ivme kaybettiği gözlenmektedir. Toplam yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin yaklaşık %35'ini oluşturan Rusya, Libya ve Irak pazarlarından doğan kayıpların dengeleyebileceği yeni fırsatlar için, potansiyel pazarlar olan Sahra Altı Afrika, Hindistan, Ağustos 2017 tarihinde Türkiye'nin Sektörel Diyalog Ortağı olduğu ASEAN (Güney Doğu Asya Ülkeleri Birliği) Bölgesi ve Latin Amerika pazarları yakından takip edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde, belirli düzeyde artış ivmesi kazanan enerji fiyatları, Suudi Arabistan, Cezayir, Türkmenistan gibi Türk müteahhitlik firmalarının referanslarının güçlü olduğu pazarlardaki yatırım ortamı ve finansman koşullarına olumlu yansıtılabilecektir. Irak'taki gelişmeler, Rusya ile ilişkilerimizdeki kademeli normalleşmenin yanı sıra Sahra Altı Afrika başta olmak üzere potansiyel pazarlardaki fırsatlar da göz önüne alındığında, en kötü dönemin geride kaldığı; önümüzdeki dönemin, yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin gelişimi açısından son 10 yıllık dönemde kazanılmış ivmenin kaybedildiği bir dönem olan 2016-2017 döneminden daha olumlu olacağı değerlendirilmektedir.

## UFUK TURU

**Güven SAK**, 01 Ocak 2018, Dünya Gazetesi  
**TEPAV Kurucu Direktörü, TOBB Üniversitesi Rektör Vekili**

Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir bir büyüme patikasına oturması için tüm sektörlerde aynı anda verimlilik artışını hedefleyecek bir yeni büyüme stratejisine ihtiyacımız var. Yeni sanayi devrimi Türkiye için büyük bir şans... Türkiye'nin hem kendi dışındaki kapsamlı küresel yaklaşım değişikliğinin farkına varması ve kendi yerini doğru biçimlendirmesi hem de bölgesel ve yerel iktisadi politikalarında önemli değişiklikler yapması gereken bir yıl 2018. Pek çok pozisyonun elden geçirilmesi gerekecek. Kolay mı? Hedefsiz, neşesiz ve coşkusuz çok zor elbette. Vaziyeti idare ederek gelebileceğimiz noktaya geldik. Ben bu duygu ve düşüncelerle, 2018 yılının bize hedef, neşe ve coşku getirmesini diliyorum. Yeni yıl dileğinin ilk koşulu gerçekçi olmak ve imkansız istemek için güçlü bir irade ortaya koyabilmenin coşkusuna sahip olmaktır. Öyle olsun diliyorum...

**Cemil ERTEM**, 04 Ocak 2018, Milliyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı, Cumhurbaşkanı Başdanışmanı**

2018 yılı dünyada, içinde bulunduğumuz bölgede ve Türkiye'de çözücü bir yıl olacak. Yani herkes, çok gecikmeden hamlesini yapacak ve elindeki her türlü aracı, gücü kullanacak... O halde yapılması gereken, rekabetçi, yeni teknoloji devrimini yakalayan, özgün ekonomi politikalarıyla dışarıya açılmak, büyümeyi ihracat ve sanayi ile yukarıda tutmak, istihdam yanlısı kalkınmayı öne çıkarmak olmalıdır. Bu yıldan başlamak üzere, Türkiye'nin de bu yönde çok güçlü reformlar yaptığını göreceğiz.

**Johannes HUTT**, 27 Aralık 2017, Dünya Gazetesi  
**Dünya Bankası Türkiye Direktörü**

Türkiye 2017'de çok güçlü bir ekonomik toparlanma süreci yaşadı. Yeni büyüme modeli daha güçlü özel yatırımlara, şirket düzeyinde verimlilik artışlarına ve daha iyi kaynak tahsisine dayanmalıdır. Türkiye'de yapısal reformların hızlandırılması, yatırımcı güvenini tazelemek, kırılganlıkları azaltmak, verimliliği arttırmak ve büyümeyi desteklemek için kilit rol oynayacaktır.

**Abdurrahman YILDIRIM**, 18 Aralık 2017, Habertürk Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Yeni yılda da Türkiye'nin nominal faizi yüksek ve kurun artma ihtimali düşük olduğundan, yabancıların çift taraflı kazancı söz konusu olacak ve buna dayanarak yeni pozisyon açmaları da muhtemeldir. Getiri peşindeki yabancı portföy yatırımları kâr edebilecekleri pozisyonu kaçırmak istemezler. Sermaye hareketleri sürerse, döviz kuru ve ekonominin finansmanı açısından sorun çıkmaz. Bu durum nisan sonuna veya mayıs ayına kadar devam eder. Çünkü nisan da dahil olmak üzere enflasyonun baz etkisinden dolayı matematiksel olarak düşüşü kolaydır. Enflasyon düşerken faizlerin gevşemesi, kurların gerilemesi ve herkesin para kazanması mümkündür. İşler mayıstan itibaren bozulmaya adaydır. Çünkü hem enflasyondaki avantajlı dönem kapanacak hem de yılın nereye doğru gideceği ilk çeyrek sonuçlarının belli olmasıyla netleşecek. Buna göre de pozisyonlarda yeni ayarlamalara gitmek sarsıcı hareketlere yol açabilir. Bütün bu nedenlerden dolayı beklenmedik gelişmeler olmadığı takdirde mayısa kadar sen sağ ben selamet bir gidişe tanıklık edebiliriz.



**Uğur GÜRSES**, 30 Aralık 2017, Hürriyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Ekonomide yeni yıl görünümü için birkaç temel kilometre taşı var; bu alanlardaki gelişmeler yol haritamızı belirleyecek... Kur ve enflasyonun yüksek seyrettiği bir patikada ekonomik büyüme de hasar görür. Ekonomideki oyuncuların, birimlerin aklındaki bu; telaffuz edemeseler de mülkiyet ve sermaye konusundaki kaygılar devam ediyor, sözlü “kulak çekmeler” ülkeye sermaye gelmesinde, ekonomik büyümenin sürdürülebilir olmasının önünde engel teşkil ediyor. OHAL kaldırıldığında göreceğiz ki; normalleşmeyle ülkeye sermaye girişi hızlanacak, kur gerileyecek, faizler düşecek.

**Prof. Dr. Nevzat SAYGILIOĞLU**, 20 Aralık 2017, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Türkiye'nin; işsizlik, enflasyon, bütçe açığı gibi sürekli olarak yaşadığı sorunlarından birisi de cari açığın finansmanı sorunu. Gerçekten büyüyünce hemen ödemeler dengemiz açık veriyor. Bu açığı karşılamada kısa vadeli sermaye girişleri ön alıyor. Oysa pek çok ülke bu sorunu çoktan aşmış durumda. Ülkeler ya ihracatını artırıyor ya da doğrudan yabancı yatırım çekiyor. Dünyada çok büyük bir büyüklüğe ve öneme sahip olan, alışılmış sokak diliyle “yabancı sermaye” ve teknik anlatımıyla da “doğrudan yabancı yatırım” olarak adlandırılan bu konu aslında çok önemli. Türkiye'nin de küresel dünyadaki yerini belirlemesi ve koruması bakımından çok öne çıkan bir konu... Bu konu Türkiye'nin en öne çıkan konularından birisi olmalı. Her yıl yaşanan cari açığın finansmanında en sağlıklı kaynak olarak doğrudan yabancı yatırımlara çok önem verilmeli. Bu politikaların; Türkiye'yi küresel oyuncu ve gerçek güç sahibi yapacağı, ödemeler dengesini düzeltereği, istihdama katkı sağlayacağı, dolayısıyla toplum refahını artıracığı unutulmamalı.

**Servet YILDIRIM**, 28 Aralık 2017, Milliyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Ekonomide Eğer yılın olayı KGF ise yılın kurumu da Kredi Garanti Fonu'dur diyebilirsiniz. Ancak değil. TOBB'dan bankalara kadar birçok ortağı olan fon 25 yıllık bir kurum. Bu süre boyunca hiç böyle etkili olmamıştı. Bu defayı farklı kılan ise Hazine'nin işe el atmasıydı. Hazine, KGF uygulamasında oynadığı rol ve verdiği kefaletlerle öne çıktı; deyim yerindeyse dibe vurmuş ekonomiye can suyu verdi. Hazine aynı zamanda dış borçlanmayı da öngördüğü şekilde zorlanmadan gerçekleştirdi. Ancak iç borçlanmada ne yaptığını kimse anlayamadı. Hâlâ tartışılıyor. Hazine iç borçlanmayı yıl boyunca beklenenden ve öngörülenden yüksek tuttu. Geri ödemelerle piyasaya verdiği fazlasını taze borçlanmalarla çekti. Hatta 11 aylık rakamlara göre bütçe açığının çok üzerinde borçlandı. Piyasaları kısmen de olsa sıkıştırdı, faizlerin yüksek seyretmesinde etkisi oldu. O nedenle, “Yılın kurumu Hazine'dir” demek zor. Kamu maliyesindeki disiplin ile bu yıla kadar hep ekonominin güçlü yanını temsil eden Maliye, referandum ve mali desteklerin de etkisi ile programlanandan daha yüksek bütçe açığı verdi. Merkez Bankası ise para politikası ile fiyat istikrarını sağlama konusunda bu yıl da başarısızdı. Başarı ise ihracatta vardı. Tüm jeopolitik ve ekonomik olumsuzluklara rağmen ihracatın artmasında, sağladığı destekler ile katkı yapan Eximbank bence yılın kurumudur.



