

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Sürdürülebilir Ekonomi İçin  
Reform İhtiyacı

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Kasım  
2015

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*“Belirsizliklerle dolu, çok hızlı değişen bir dünyada yaşamaktayız. Yaklaşan FED faiz artırımını, küresel fonlama koşullarını zorlaştıracaktır. Gerekli önlemlerin acilen alınmaması halinde dünyanın yeni bir krize, hatta küresel resesyona sürüklenmesi tehlikesi bulunmaktadır.”*

*Christine LAGARDE, IMF Başkanı*

## ÖZETİN ÖZETİ

Son dönemde, Çin ekonomisinden gelen sert yavaşlama sinyallerinin global ekonomik gelişmeyi olumsuz etkileyebileceği yönündeki görüşlerin de etkisiyle küresel denge ve risk algısı yeniden bozulmuştur. Risk algısının bozulmasına paralel olarak, küresel sermayenin gelişmekte olan piyasalardan gelişmiş piyasalara yönelmesi nedeniyle oluşan finansal koşullardaki daralma, büyümesini sürdürmek için yurtdışı tasarruflara ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülke ekonomilerini zorlamaktadır.

Son 2 yılın en önemli gündem maddesini oluşturan Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) faiz arttırma kararının zamanlamasına ve sıklığına ilişkin belirsizliğin sürmesi de küresel piyasalarda dalgalanmalara sebebiyet vermektedir. Çin ekonomisindeki yavaşlama ve borsalardaki düzeltme hareketi sonrasında Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası da dahil bir çok önemli kuruluş FED'e ve FED Başkanı Yellen'e "sakın faiz arttırma" uyarısında bulunmuştur. FED'in ABD'deki enflasyonun düşük seyrinin yanı sıra küresel ekonomideki gelişmeleri de gerekçe göstererek Eylül ve Ekim ayında faiz artırımına gitmemesi ilk faiz artırım beklentisinin Aralık ayına ertelenmesine neden olmuştur. Daha sonra, Eylül ABD tarım dışı istihdam verisinin beklentilerin altında kalmasına ve küresel ekonominin daha da yavaşlaması ihtimaline ilişkin verilerin gelmesine bağlı olarak FED'in ilk faiz artırımını Mart 2016 toplantısına bırakacağına ilişkin yorumlar da yapılmaya başlanmıştır.

IMF, Küresel Ekonomik Görünüm raporunda dünya ekonomisine ilişkin büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize etmiştir. Küresel piyasalarda artan oynaklık ve emtia fiyatlarındaki gerileme nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik aşağı yönlü risklerin arttığını dile getiren IMF, 2015 ve 2016 yılları için dünya ekonomik büyüme tahminlerini 0.2'şer puan düşürerek sırasıyla %3.1 ve %3.6 olarak açıklamıştır.

Goldman Sachs, 2009'da ABD konut krizi olarak başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan krizin üç dalgadan oluştuğunu; ilk iki dalganın bankacılık sistemindeki çöküş ve Avrupa'daki borç krizi olduğunu, üçüncü dalganın ise gelişmekte olan ülkeler ekseninde yeni başlamakta olduğunu dile getirmektedir. Goldman Sachs analistleri, bu durumun çok düşük seyreden emtia fiyatları, Çin ekonomisindeki yavaşlama ve gelişmekte olan ülkelerdeki sıkıntılara ek olarak, dünya genelindeki düşük enflasyon ile kendini belli etmeye başladığına işaret etmektedir.

Küresel ekonomide son görünüme ilişkin analizlerde gelişmekte olan ülkeler aleyhine çizilmekte olan fotoğraf ise gün geçtikçe kararmaktadır. Son 10 yılda küresel ekonomi için lokomotif işlevi gören gelişmekte olan piyasalar, yapısal reform eksikliği, değişen demografik unsurlar ve yavaşlayan küresel ticaret nedeniyle güç kaybetmeye başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin para birimleri; FED faiz artırım belirsizliği, Çin ekonomisinden gelen olumsuz sinyaller, Avrupa'daki ekonomik toparlanmanın hala umulan seviyeye ulaşmamış olması ve sığınmacı krizlerinin yönetilmesi, ulusal güvenlik gibi konuları içeren kapsamlı jeopolitik sorunlar nedeniyle 2015 başından bu yana baskı altında kalmıştır.



Dünya ekonomisinde risklerin ve belirsizliklerin sürekli arttığı, küresel sermayenin "eve dönüş" trendinde olduğu bu dönemde Türkiye ekonomisi de yüksek finansman ihtiyacı nedeniyle kırılganlığını korumaktadır. Farklı hikayelerle devam eden küresel çalkantılar artarken, Türkiye'nin yakın coğrafyasında derin bir jeopolitik kriz yaşanmaktadır. Sınırlarımızda devam eden savaşlar, ihracat pazarlarında yaşanan daralma ve yüksek döviz açığı nedeniyle Türkiye'nin olası bir FED şokundan en fazla etkilenecek ülkelerden biri olduğu belirtilmektedir.

Türkiye ekonomisi, 2015 yılının ilk yarısında iç talep kaynaklı bir büyüme performansı sergilemiş, 2015 yılının ilk yarısında büyüme oranı yıllık bazda %3.1 ile beklenenin üzerinde gerçekleşmiştir. Önceki iki çeyrekte gerileyen inşaat sektörü de yılın ikinci çeyreğinde %2.0 oranında büyüme ile sınırlı toparlanma göstermiştir. 2015 yılının ikinci yarısında ise küresel piyasalardaki dalgalanmalara ek olarak yurt içinde siyasi belirsizliklerin ve terör eylemlerinin yarattığı tedirginlikler ekonomik büyüme üzerindeki risk unsurlarını arttırmıştır. Son dönemde açıklanan öncü göstergeler ekonomik aktivitenin ivme kaybettiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, 2015 yılının genelinde ekonomik büyümenin potansiyelin altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir.

Geçtiğimiz dönemde yurt içinde risk algısının bozulması Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkelere negatif yönde ayrışmasına neden olmuştur. Nitekim, 29 Eylül'de Türkiye'nin 5 yıllık risk primleri (CDS) 325 baz puan ile Ocak 2012'den bu yana en yüksek seviyesine çıkmıştır. USD/TL kuru ise 24 Eylül'de 3,0744 ile rekor seviyesini görmüştür. TL'nin ABD doları karşısındaki değer kaybı Eylül sonu itibarıyla 2014 yılı sonuna göre %30 düzeyine çıkmıştır.

Türkiye'de 1 Kasım genel seçimlerinin ardından kurulacak tek parti hükümetinin sosyal ve ekonomik reform sürecine öncelik vermesi hayati önem taşımaktadır. Ayrıca, küresel konjonktürün FED faiz artırım takviminin netlik kazanması ile toparlanması, Çin'deki ekonomik önlemlerin ülke ekonomisine yönelik endişeleri azaltması ve bunun dünya ticareti ile enerji fiyatlarına yansımaları vb. gelişmeler, özellikle finans çevrelerinde 2016 yılına dönük öngörülerini olumlu yönde etkileyecektir.

## DÜNYA

### Çok yönlü belirsizlikler devam ediyor...

Jeopolitik riskler derinleşmekte, gelişmiş ekonomiler içinde ABD ve Avrupa'da ılımlı toparlanma süreci farklı ivmelerle devam etmektedir. Çin eksenli riskler ve artan dış finansman maliyetleri; cari açık sorunu yaşayan ve ülke paraları değer kaybeden ülkeler başta olmak üzere gelişmekte olan ekonomiler üzerinde baskı yaratmaktadır.

Küresel krizde ABD ile başlayan ilk aşamayı Avrupa ile devam eden ikinci aşama izlemiş, gelişmekte olan ekonomiler ise tersine sermaye akımları sayesinde süreç boyunca pozitif ayrılmıştır. FED'in yaklaşmakta olan faiz artış süreci, gelişmekte olan ekonomiler için dönüm noktası olarak değerlendirilmektedir. Çin'deki yavaşlamanın küresel ticaret dengelerine ve emtia fiyatlarına olası etkileri de risk unsurlarını büyük oranda artırmaktadır.

Önümüzdeki dönemde küresel ekonominin kaderine yön verecek olan gelişmeler; FED'in para politikasının seyriyle ilgili alacağı kararlar ve gelişmekte olan ülkelerin krize girip girmeyeceği olarak belirtilmektedir. Buna göre, ABD'nin daha hızlı toparlanması veya Avrupa'nın iyiye gidişi de 2016 yılına

ilişkin gelişmeleri belirleyecek; ancak 2016 yılında küresel ekonomik aktivitenin hangi yönde gelişeceğini etkileyecek başlıca unsur, emtia ihracatçısı ekonomilerin emtia fiyatlarında yaşanmakta olan hızlı düşüşlerin negatif etkilerini hangi noktaya kadar tolere edip toparlanabileceği olacaktır.

Dünyanın en büyük hammadde tüketicisi olan Çin ekonomisine ilişkin endişeler ile emtiadaki arz fazlası, emtia fiyatlarını son yıllardaki en düşük düzeyine itmiştir. Önceki yıllarda Avrupa'daki borç krizi nedeniyle 2007-2009 resesyonundan çıkmakta zorlanmış olan ABD ekonomisinin, son dönemde dışarıdan gelen baskılara karşı daha güçlü göstergelere sahip olduğu belirtilse de, küresel ekonomik aktivitenin içinde bulunduğu etkileşim nedeniyle küresel durgunluğa karşı uyarılar artmıştır. Ayrıca, 2008 krizini aşmak uğruna yaratılan likidite bolluğu ve sıfır faiz ortamına karşın, Avrupa ve Japonya başta olmak üzere gelişmiş ülke ekonomilerinin de hala tam olarak toparlanıp dengeye oturamaması, küresel uzun vadeli durgunluk ortamına ilişkin senaryoları destekler niteliktedir.

Ekonomi çevrelerinde dile getirilmeye başlanan küresel resesyon senaryosu, ekonomik aktivitede hiç büyüme olmayacağı anlamına gelmemekte; daha ziyade küresel potansiyel büyüme oranı olarak kabul edilen %3.0 oranının altında uzun süre devam eden bir durgunluk dönemi olarak yorumlanmaktadır.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD), 16 Eylül'de yayımladığı raporunda küresel büyümenin son aylarda zayıf bir görünüm sergilediğini belirtirken, finansal koşullardaki bozulmaya dikkat çekmiştir. OECD, küresel büyüme tahminini 2015 için %3.1'den %3.0 düzeyine, 2016 için ise %3.8'den %3.6 seviyesine indirmiştir.

Benzer şekilde Uluslararası Para Fonu (IMF) de Küresel Ekonomik Görünüm raporunda dünya ekonomisine ilişkin büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize etmiştir. Küresel piyasalarda artan oynaklık ve emtia fiyatlarındaki gerileme nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik aşağı yönlü risklerin arttığını dile getiren IMF, 2015 ve 2016 yılları için dünya ekonomik büyüme tahminlerini 0.2'şer puan düşürerek sırasıyla %3.1 ve %3.6 olarak açıklamıştır. Başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerdeki iyileşmenin önümüzdeki dönemde belirginleşeceğini öngören IMF, Brezilya ve Rusya gibi politik belirsizliklerin gündemde olduğu gelişmekte olan ülkelerin ise büyüme tahminlerini düşürmüştür.

Dünya Ticaret Örgütü (WTO) ise Ekim ayı başında yaptığı açıklamada, dünya ticaret hacminde 2015'de %2.8 büyüme beklendiğini belirtmiştir. 1997-2007 yılları arasında küresel ekonomi %4.0, küresel ticaret ise %6.8 oranında büyümüştür. Kriz sürecinden bu yana küresel ticaret artışı küresel ekonomik büyümenin de altında kalmaktadır.

### **ABD: FED faiz bilmececi devam ediyor**

ABD ekonomisi 2015 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %0.2 daralmış, ancak yılın ikinci çeyreğinde %3.9 oranında büyümüştür. Daha önce %3.7 olarak açıklanan büyüme oranı, tüketim harcamalarının beklentilerden daha iyi seyretmesine bağlı olarak yukarı yönlü revize edilmiştir.

FED, Eylül ayı toplantısında politika faizini değiştirmemiştir. FED Başkanı Janet Yellen, ABD ekonomisinde toparlanmanın sürdüğünü, ancak son dönemde finansal piyasalara ve küresel ekonomiye ilişkin risklerin belirgin ölçüde arttığını belirtmiştir.

Eylül ayında TÜFE aylık bazda %0.2 ile beklentilere paralel bir düşüş kaydederken, sanayi üretimi beklentilere paralel olarak %0.2 gerilemiş, kapasite kullanım oranı %77.5 ile tahminlerin hafif üzerinde



gerçekleşmiştir. Söz konusu veri açıklamaları, son dönemde küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerin ABD ekonomisindeki yansımalarının sürdüğüne, ancak tüketim harcamaları, enflasyon ve işgücü piyasalarında toparlanmanın devam ettiğine işaret etmiştir. ABD ekonomisine ilişkin en önemli göstergelerden biri sayılan tarım dışı istihdam artışı ise Eylül'de 142 bin kişi ile 180 bin olarak beklenen seviyenin oldukça altında kalmış, işsizlik oranı %5.1 ile değişim göstermemiştir.

ABD'de enflasyonun düşük seyri ile istihdam artışındaki ivme kaybı, ayrıca küresel ekonominin yavaşlamasına bağlı olarak FED'in ilk faiz artırımını Mart 2016 toplantısına dek öteleyebileceği dile getirilmeye başlanmıştır.

### **AVRUPA: Yeni varlık alım programı ve ek genişleme**

Euro Alanı büyüme oranı yılın ikinci çeyreğinde %0.4 olmuştur. Bu dönemde bölgenin başlıca büyük ekonomilerinden olan Fransa yatay, Almanya ve İtalya olumlu performans göstermiştir. Bölgenin riskli ekonomileri arasında gösterilen İspanya, Yunanistan ve Portekiz ise bölge büyümesini sınırlı ancak olumlu yönde etkilemiştir. Bölgede sanayi üretimi aylık bazda %0.6 artışla tahminlerin üzerinde gerçekleşmiş, bu yükseliş de bölgenin toparlanma sürecine ilişkin olumlu bir görünüm sunmuştur.

Öte yandan, Euro Alanı'nda enflasyon Eylül ayında yeniden negatif düzeylere gerilemiş, yıllık bazda %0.1 düşüş kaydetmiştir. Emtia ve enerji fiyatlarındaki oransız düşüş bu veri üzerinde etkili olmuştur. Bölge genelinde işsizlik oranı %11 düzeyinde açıklanmıştır.

Enflasyon ve büyüme verilerinin hedeflerin oldukça uzağında gerçekleşmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) uygulamakta olduğu 1 trilyon Euro'luk varlık alım programının yetersiz kaldığına ilişkin tartışmalara yol açmıştır.

ECB Başkanı Draghi, yakın geçmişte, gelişmekte olan ekonomilerdeki ivme kaybının, enerji fiyatlarındaki düşüşün ve küresel piyasalardaki dalgalanmanın kalıcı olup olmadığına karar vermek için beklemek gerektiğini dile getirmiştir. Ancak, Draghi, Eylül ayı başında yaptığı açıklamalarda, bankanın konuya temkinli yaklaştığını ifade etmesine karşın ECB'nin son gelişmeler karşısında bu konuya sıcak bakmaya başladığına işaret etmektedir.

### **GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Farklı risklerle karşı karşıya**

Gelişmekte olan ülkelerin son 5 yılda düşmekte olan büyüme hızlarının azalmaya devam etmesi halinde gelişmiş ülkelerin de bundan olumsuz etkilenebileceği belirtilmektedir. IMF tahminleri 2014 yılında %1.8 büyüeyebilen gelişmiş ülke ekonomilerinin 2015'de %2.0, 2016'da %2.2 büyümesini öngörmektedir.

Uluslararası derecelendirme kuruluşu S&P, Ekim ayında yayınladığı raporda gelişmekte olan ülkeler için başlıca risk unsurları olarak FED faiz artış sürecini, ülkelerin kredi hacmindeki hızlı büyümeyi ve Çin'deki ekonomik aktivitenin zayıf seyrini göstermiştir. Raporda küresel risklere karşı duyarlılığın en yüksek olduğu ülkeler Venezüella, Arjantin, Türkiye, Kolombiya ve Peru olarak sıralanmıştır.

IMF tarafından yayınlanan Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda ise, Türkiye ve Çin ekonomilerinin sermaye akımlarında görülmesi muhtemel yavaşlamaya karşı kırılgan bir görünüm sergilediği görüşüne yer verilmiştir. Emtia fiyatlarındaki düşüşten en çok etkilenecek ülkelerin ise önde gelen emtia üreticilerinden Brezilya, Rusya ve Hindistan olacağı belirtilmektedir.

### ÇİN: Kriz kaynağı mı, büyüme motoru mu?

Son dönemde küresel piyasaların odağında olan Çin ekonomisinden gelen veriler ekonomik aktivitedeki azalan ivmeyi teyit etmeyi sürdürmüştür. 2015 üçüncü çeyrek büyüme verisi %6.9 ile beklenti düzeyinin biraz üzerinde, hükümetin %7.0 seviyesinin ise altında gelmiş olup, artış hızı 2009 yılından bu yana en yavaş büyüme seyrine işaret etmektedir. Çin'de Eylül ayında yıllık bazda %20 ile beklentilerden oldukça hızlı gerileyen ithalat, küresel ekonomik büyümeye ilişkin kaygıları artırmıştır. Aynı dönemde TÜFE aylık bazda %0.1 ile sınırlı bir yükseliş kaydederken ÜFE'nin düşüşünü sürdürdüğü ve ekonomide dezenflasyonist baskıların sürdüğü görülmüştür.

Hisse senetlerinde son 4 yılın en büyük erimesinin görüldüğü geçen çeyrekte küresel piyasa bozulmalarının merkezinde olan Çin'de, hükümetin ve Çin Merkez Bankası'nın ekonomiyi desteklemek adına aldıkları önlemler yakından izlenmektedir. Çin Başbakanı Li Keqiang, Çin ekonomisinin aşağı yönlü risklerle karşı karşıya olduğunu, ancak uygulanmakta olan politikalarla bu risklerin ortadan kaldırılacağını belirterek, "Çin dünyanın kriz kaynağı değil, büyüme motoru olacak" açıklamasında bulunmuştur.

### RUSYA FEDERASYONU: Zorlu ekonomik koşullarla karşı karşıya

Gelirlerinin yarısını petrol ve gaz satışlarından elde eden Rus ekonomisinden olumsuz sinyaller gelmektedir. 2015 yılının üçüncü çeyreğinde GSYH yıllık bazda %4.3 daralmıştır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşu S&P, petrol fiyatlarının bir yılı aşkın süredir düşük, aşırı dalgalı bir seyir izlemesinin Rusya'nın ekonomik görünümünü kötüleştirdiğini belirtmiş; 2015 ve 2016 için GSYH büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize etmiştir. Petrol fiyatlarının seyri ile sıkı politikaların 2016 yılı sonuna kadar Rusya'nın talebinde zayıflığın devam etmesine yol açacağını öngören ve dış ticaretin gelecek yıl büyümeyi artırması olasılığının düşük olduğuna işaret eden S&P, 2015 yılı için GSYH daralma tahminini %2.6'dan %3.6'ya çıkarmış, 2016 büyüme beklentisini ise %1.9'dan %0.3'e indirmiştir. S&P yaptığı değerlendirmede para ve maliye politikalarının beklenenden daha sıkı olduğuna işaret ederken, özel sektör tüketiminde zayıflığın 2016 yılında devam etmesini, sermaye harcamalarında ise gelecek yıl marjinal bir toparlanma olmasını beklediğini vurgulamıştır.

Rusya Federasyonu'nda, 2014 yılında Rus ekonomisini derinden etkileyen iki önemli gelişme yaşanmıştır. Bu gelişmelerden ilki, Ukrayna'da yaşanan jeopolitik gerginlik sonrasında 2014 yılı Mart ayında Rusya'nın Kırım'ı ilhakını takiben AB ve ABD tarafından Rusya'ya uygulanan yaptırımlar ve Rusya'nın uyguladığı karşı yaptırım kararlarıdır. İkinci önemli gelişme ise Rus ekonomisi açısından hayati önemi haiz olan petrol fiyatlarındaki düşüştür.

Söz konusu iki önemli gelişme sonrasında, Rus ekonomisine ilişkin beklentiler olumsuzla dönmüş, Ruble'de aşırı değer kaybı yaşanmış ve politika faiz oranında ciddi artış olmuştur. Yaşanan olumsuz gelişmelere, Rusya'ya uygulanan yaptırımlar nedeniyle dış finansman koşullarındaki zorluklar da eklenmiş, ülkede yatırım talebi gerilemiş, tüketim talebi büyümenin temel kaynağı olmakla birlikte reel ücretler ve bireysel kredilerin tüketimi destekleme potansiyelinde azalma olmuştur. 2014 yılının ikinci yarısında kur etkisi ile artış eğilimine giren enflasyon oranı 2008 yılından bu yana ilk defa iki haneli rakamlara çıkarak %11.4'e yükselmiş, 2015 yılında ise %10.39'a gerilemiştir.

Petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak Rus ekonomisi küçülmeye devam etmiş ve 2015 yılının üçüncü çeyreğinde GSYH yıllık bazda %4.3 daralmıştır.



Uluslararası derecelendirme kuruluşu S&P, ekonomik görünümünün kötüleştiğini belirttiği Rusya'nın 2015 ve 2016 yılları GSYH büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize etmiştir. Petrol fiyatlarının seyri ile sıkı politikaların 2016 yılı sonuna kadar Rusya'nın talebinde zayıflığın devam etmesine yol açacağını öngören ve dış ticaretin gelecek yıl büyümeyi artırması olasılığının düşük olduğuna işaret eden S&P, 2015 yılı için GSYH daralma tahminini %2.6'dan %3.6'ya çıkarmış, 2016 büyüme beklentisini ise %1.9'dan %0.3'e indirmiştir. S&P yaptığı değerlendirmede para ve maliye politikalarının beklenenden daha sıkı olduğuna işaret ederken, özel sektör tüketiminde zayıflığın 2016 yılında devam etmesini, sermaye harcamalarında ise gelecek yıl marjinal bir toparlanma olmasını beklediğini vurgulamıştır.

Türk yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından önde gelen pazarlardan biri olan Rusya'da, ekonomideki genel daralmaya bağlı olarak inşaat sektöründe de durgunluk yaşanmaktadır. Özellikle özel sektöre ait işlerin durdurulduğu, kamu projelerinden bazılarının askıya alındığı, büyük kamu projelerinin de yavaşlatılarak devam ettirildiği gözlenmektedir. Piyasadaki olumsuz havaya, bazı firmalarımızın işçi çıkarmalarına, şantiye kapatmalarına karşın Türk müteahhitlik firmaları 2015 yılı Eylül ayı sonuna kadar olan 9 aylık dönemde 2.3 milyar ABD Doları tutarında azımsanmayacak ölçüde yeni proje üstlenmişlerdir.

Financial Times, Suriye'deki gelişmelerin, Türkiye ve Rusya'nın diplomatik ilişkilerinde neden olduğu gerilimin ticari ilişkilere de yansımalarının kaçınılmaz olduğunu dile getiren bir analiz yayınlamıştır. Makalede, Türkiye'nin 2014 yılında Rusya'dan 27.4 milyar metreküp gaz ithal ettiği, bunun da ülkedeki toplam tüketiminin %56'sına denk geldiği; Türk inşaat şirketlerinin Rusya'daki Kış Olimpiyatları'nda 50 milyar ABD Dolarından fazla ihale aldığı; sadece geçen yıl 3.3 milyon Rus turistini Türkiye'ye giderek ülke ekonomisine 3.7 milyar ABD Doları kazandırdığı belirtilmiştir. Ancak, son gelişmelerin iki ülke arasındaki doğalgaz ticareti ve nükleer santral projesi gibi konulara önemli etkileri olabileceği değerlendirilmektedir.

### **ENERJİ FİYATLARI: Düşüş sürüyor**

Petrol fiyatlarında devam eden gerileme ve petrol talebine yönelik projeksiyonlar küresel enerji endüstrisi üzerindeki baskıyı arttırmaktadır. Petrol fiyatlarında bir yılı aşkın süredir devam eden düşüş dalgasının toplam 220 milyar ABD Dolarlık enerji projesinin iptal edilmesine neden olduğu dile getirilmektedir.

Suudi Arabistan'ın üretim kesintisine yanaşmaması, ABD'nin rekor düzeye çıkan üretimi ve Çin'in talebindeki azalmanın sonucu olarak petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün 1980'lerdeki çöküşe benzer bir duruma yol açabileceği uyarıları yapılmaktadır. İran'ın küresel petrol arzına potansiyel katkısı ve Kuzey Irak'tan gelen yeni kaynaklar da dikkate alındığında, Uluslararası Enerji Ajansı'na göre petrol piyasasında dengelerin yeniden kurulması 2017 yılını bulabilecektir.

Ekim sonu itibarıyla 47.8 ABD Doları/varil düzeyinde seyreden petrol fiyatları denge noktasını bulmadan, küresel ekonomiye, özellikle de gelişmekte olan ülkelere ilişkin, enflasyon, para politikası ve büyüme hakkında akılcı ve tutarlı yorumlar yapmanın son derece güç olduğu ekonomistlerce dile getirilmektedir.

Enerji fiyatlarında yaşanmakta olan düşüş, Cezayir ve Suudi Arabistan gibi petrol ve doğalgaz ihracatçısı ülkelerin ekonomileri üzerinde ciddi bir tehdit oluşturmaktadır. Bu ülkelerde yatırım programları yeniden değerlendirilmeye başlanmış olup, devam eden projelerde yavaşlamalar, askıya almalar gibi önlemler ve ödemelerde sıkıntılar baş göstermeye başlamıştır.

## TÜRKİYE

### Seçim sonrası hızlı reform beklentisi

Dünya ekonomisinde risklerin ve belirsizliklerin sürekli arttığı, küresel sermayenin risklerden uzaklaşma, gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelerin nispeten düşük getirili ancak güvenli limanlarına dönüş eğiliminde olduğu bu dönemde Türkiye ekonomisi yüksek finansman ihtiyacı nedeniyle kırılganlığını korumaktadır.

IMF'nin Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda da belirtildiği üzere, küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin etkin olduğu koşullarda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik aktivite durgunlaşmakta ve döviz kurları kaynaklı enflasyon baskıları artmaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin mercek altına alındığı ve bu ülkelerden sermaye çıkışının hızlandığı mevcut dönemde, söz konusu ülkelerin küresel piyasaların gözünde nasıl bir hikayeye sahip bulunduğu büyük önem taşımaktadır.

Türkiye'nin ve küresel konjonktürün değişen ihtiyaçlarını karşılayabilecek, ekonominin yapısal sorunlarını kalıcı olarak çözmeyi hedefleyecek bir hükümetin; likidite bolluğunun azalması ve özellikle gelişen ekonomilerde yavaş büyüme yıllarına girilmesi aşamasında, Türkiye'nin kırılgan ekonomiler arasından sıyrılarak sermaye çekmesi, bu sürecin orta-uzun vadede büyüme üzerinde de olumlu etki yaratarak yeni bir hikaye kurgulanması açısından umut verici olduğu değerlendirilmektedir.

Ekonominin güçlü yönleri açısından kamu bilançosu sağlam, kamu borç yükü gerilemiş ve bankacılık sektörü de likiditesini korur durumdadır. Diğer yandan, enerji fiyatlarındaki gerilemeye karşın süregelen cari açık, potansiyelin altında seyreden büyüme oranları, hedef seviyelere indirilemeyen enflasyon ve döviz borcu ile kurdaki hızlı dalgalanmalar Türkiye'yi, dünyanın en kırılgan ekonomileri arasına sokmaktadır.

Üç büyük uluslararası derecelendirme şirketinin hiçbiri direkt olarak Türkiye'nin kredi notunun ve yatırım yapılabilir seviyesinin tehlikede olduğu yorumunda bulunmamış olmakla beraber, piyasalarda siyasi ve ekonomik belirsizliğin sürmesi halinde bir not indirimi yapılabileceği uyarıları dile getirilmektedir. Geçtiğimiz dönemde Rusya ve Brezilya için yapılmış bulunan not indirimleri dışında; Moody's ve Fitch'in geçen dönem değerlendirmelerinde TCMB para politikasındaki belirsizliğin ve siyasi gelişmelerin Türkiye'de not indirimlerine neden olabileceğini belirtmiş olmaları da piyasalarda kaygıya neden olmaktadır.

Seçimler sonrası güçlü bir tek partili hükümet kurulması ile yeni, kapsamlı ve bütünleştirici iç politikaların bir an önce gündeme alınması gerekliliği tüm çevrelerce dile getirilmektedir. Koşulların bunca kırılgan olduğu bir süreçte, kararlı, bağımsız ve itibarlı bir para politikası, sakinleştirici ve güven verici işlevini koruyan bir ekonomi yönetimi piyasalarca beklenmektedir. Bu bağlamda, finans çevreleri 2016 ekonomik göstergelerinin 2015 yılından daha olumlu olacağı beklentilerini dile getirmektedir.

2011 yılından beri uygulanmakta olan makro ihtiyati tedbirlere ve bankacılık sektörü ile ekonominin güçlü taraflarına karşın Türkiye ekonomisi halen kırılgan bir fay hattı üzerinde yer almaktadır.

Büyüme-cari açık-enflasyon-işsizlik eksenindeki gelişmeler Türkiye'nin cari açığını büyütmeden büyüyemediğini ve benzer ülkelerle karşılaştırıldığında yapısal olarak daha yüksek enflasyona sahip olduğunu göstermektedir. Türkiye'nin kırılgan ülkeler grubundan çıkabilmesi için piyasa dostu bir yapısal reform programının hızla ve etkin olarak uygulanması gerekmektedir.





### Büyüme: Potansiyelin altında

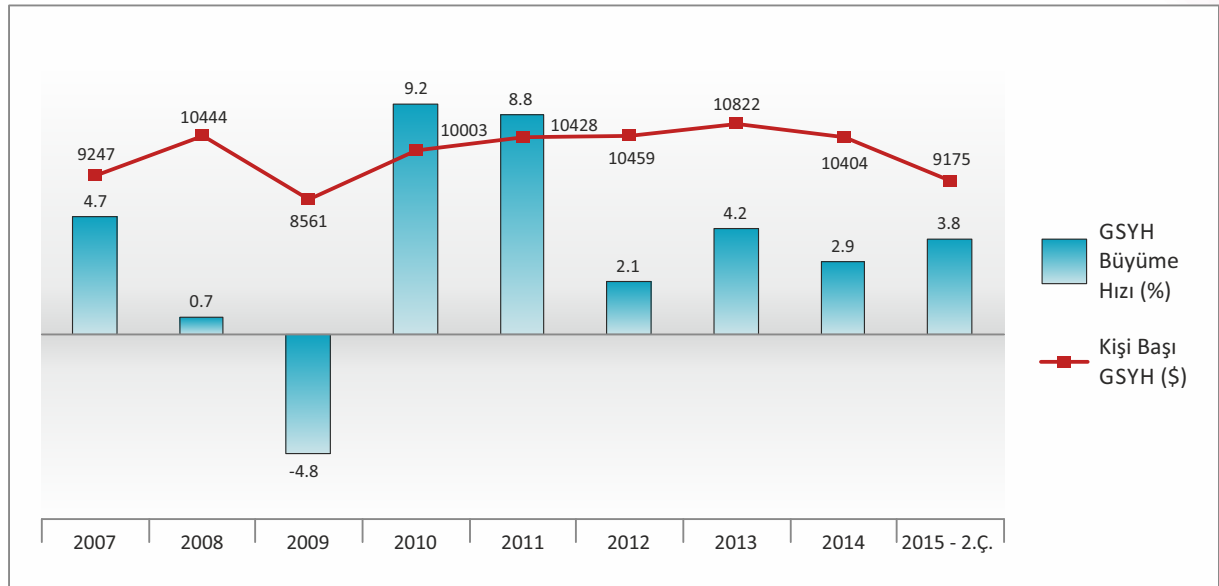
Türkiye ekonomisi, 2015 yılının ikinci çeyreğinde yıllık bazda %3.8 ile beklentilerin üzerinde bir büyüme kaydetmiştir. 23 çeyrekte bu yana süren pozitif büyüme memnuniyet verici olsa da, büyümenin içeriği sanayi üretim artışı veya ihracat kalemleri ile değil, kamu ağırlıklı tüketim artışı ile desteklenmiştir. Bu açıdan büyümenin kalitesi ve sürdürülebilirliğinin potansiyelin altında olduğu ekonomistlerce dile getirilmektedir.

ABD Doları bazında GSYH ve kişi başına düşen milli gelir ise TL'nin değer kaybı nedeniyle beklenenden çok daha hızlı bir düşüş sergilemiştir. USD/TL kurunun 2015 yılının sonuna dek 2.95-3.00 aralığında tutunacağı varsayımı ile milli gelir 710-715 milyar ABD Doları, kişi başına düşen gelir ise 9175 ABD Doları seviyesinde hesaplanmaktadır.

İkinci çeyrek büyümesinin en çarpıcı gelişmesi, özel yatırımlardaki artış olarak göze çarpmaktadır. 2015 ilk çeyreğinde yatırımlar çeyrek bazında %0.8 artmış iken ikinci çeyrekte ise artış %7.8 olmuş ve %1.3 oranındaki çeyreklik büyümenin 1.5 puanı bu kalemden gelmiştir. Yatırımların büyümeye katkısı son 4.5 yılda bu ölçüde yüksek olmamıştır. Yaklaşık son iki yıldır da yatırımların büyüme katkısı dalgalanmalara rağmen sifıra yakın gerçekleşmiş olduğu hususları göz önünde tutulduğunda 2015 yılı ikinci çeyreğinde büyüme dikkat çekici olmaktadır. 2014 yılında kamu harcamaları büyümeye çok az katkı yapmış iken 2015 yılında kamu harcamaları dikkate değer katkı yapmaya başladığı görülmektedir. İlk çeyrekte %2.2 oranında artan kamu harcaması ikinci çeyrekte %2.1 artarak her iki çeyrekte büyümeye katkısı 0.3 puan olmuştur.

IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda, Türkiye'de siyasi belirsizliğin iç talebi düşüreceği varsayımıyla büyüme beklentisini 2015 için %3.1'den %3.0'e, 2016 için ise %3.6'dan %2.9'a düşürmüştür.

Dünya Bankası tarafından yayımlanan Ekim ayı Türkiye Ekonomik Notu'nda ise, Türkiye'nin 2015 yılı büyüme tahmini %3.2, 2016 büyüme tahmini ise %3.5 olarak yukarı yönlü revize edilmiştir. Raporda ayrıca, yukarı yönlü revizyona rağmen tüketici güvenindeki zayıf görünüm ve TL'deki hızlı değer kaybının yurt içi tüketimi; siyasi belirsizliklerin ve iç güvenliğe yönelik endişelerin ise yatırım ortamını olumsuz yönde etkilediğine dikkat çekilmiştir.



Kaynak: TÜİK

### Orta Vadeli Plan: Artık hedefler tutmuyor!

Kalkınma Bakanlığı, Ekim ayında açıklanan Orta Vadeli Program (OVP) hesaplarında, bu yıl ilk defa olarak ABD Doları bazlı milli gelire yer vermemiş, kurların gelişmekte olan ülkelerdeki dalgalanması gerekçesiyle, OVP'de satın alma gücü paritesine göre hesaplanmış milli gelir yer almıştır.

OVP'de büyüme hedefi 2015 ve 2016 için 1 puan aşağı çekilmiş, 2015 için %3.0, 2016 için %4.0 olarak hesaplanmıştır. Daha önce %6.3 olarak hedeflenen 2015 yılsonu enflasyonu ise %7.6 olarak revize edilmiştir.

Tekrar seçimden 1 ay önce açıklanan ve 2016-2018 dönemine ait beklentileri kapsayan OVP'de, ekonominin orta ve uzun vadeli büyüme potansiyelini artıracak tasarruf artışının nasıl sağlanacağı, mevcut para politikası çerçevesinde enflasyon hedeflerine nasıl ulaşılabileceği, cari açığın nasıl düşürülebileceği; yapısal reformların, yeni dönemde eylem planının neler olacağı gibi sorular yanıtlanmamıştır. Söz konusu kritik soruların yanıtlarının kurulacak yeni hükümetle beraber açıklanması muhtemel yeni bir OVP ile netleşmesi beklenmektedir.

1 Kasım seçimlerinden sonra, piyasaların uzun süredir beklediği güçlü, gerçekçi, yapısal reformları hayata geçirecek etkin bir ekonomi politikasının, Türkiye'nin gelecek dönemdeki performansı için çok önemli olduğu düşünülmektedir.

### Enflasyon: Baskı artıyor

2015 Eylül TÜFE aylık %0.89, yıllık bazda ise %7.95 artarken, gıda enflasyonu yükselişini sürdürmüş ve %10.73 ile 3 ay aranın ardından yeniden çift haneye ulaşmıştır.

Öte yandan, TL'deki değer kaybının maliyetler üzerindeki baskısı artmaktadır. 1 Kasım sonrası siyasette gerçekleşmesi umulan durulma süreci ve beraberinde kur baskısının hafiflemesinin yıllık enflasyonu %9.00 seviyelerinin üzerine fazla çıkmadan baskılayabilme olanağı olsa da, yeni açıklanan OVP'de hedeflenmiş bulunan %7.6 enflasyon oranına ulaşmanın imkansızca yakın olduğu dile getirilmektedir.

### Para Politikası: Beklemeye devam...

Merkez Bankası Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında politika faizini %7.50 seviyesinde art arda sekizinci ayda sabit tutmuştur. TCMB, faiz koridorunun alt ve üst bandında da değişiklik yapmamıştır. Toplantı tutanaklarında, önümüzdeki dönemde para politikası kararlarının, küresel piyasa belirsizlikleri ve enerji ile gıda fiyatlarındaki oynaklıklarla, enflasyon görünümündeki iyileşmenin hızına bağlı olacağı; döviz kurundaki dalgalanmanın enflasyondaki iyileşmeyi geciktirdiği; dış talebin zayıf seyrini koruduğu, iç talebin büyümeye ılımlı düzeyde katkı verdiği tekrarlanmıştır.

Piyasalardaki dalgalanmaların sürebileceğini ifade eden uzmanlar, TCMB'nin siyasi belirsizlik sonlanmadan herhangi bir adım atmayacağını, FED'in olası faiz hamlesine karşı bekleme kararı alan Merkez Bankası'nın "bekle ve gör" stratejisini sürdüreceğini öngörmektedir.

Diğer yandan Para Politikası Kurulu (PPK), karar metninde daha önce yer alan, para politikasında "temkinli duruş" ifadesini "sıkı duruş" olarak değiştirmiştir. Bu değişiklik kimi ekonomistlerce, Merkez Bankası'nın da ifade ettiği gibi artık para politikasını daha sıkı sürdürmek durumunda olduğumuz, ve şimdilik FED'e endekslenmiş olan bekleme sürse de faizin önümüzdeki dönemde bir noktada mutlaka artırılması gerektiği olarak yorumlanmıştır.



Roubini Global Economics konuya ilişkin açıklamasında, ABD'de yaklaşan faiz artırımıyla birlikte kur ve enflasyonda yaşanabilecek yükselişe rağmen TCMB'nin politika faizini düşük tutarak büyümeyi destekleyici politikalar izlemeye devam edeceğini ve gelecek yıl ikinci çeyrekte önce faiz artırma ihtimalinin düşük olduğunu belirtmiştir. TCMB'nin elinde iki seçenek bulunduğu, ya kur ve enflasyondaki artışın önüne geçmek için faiz artıracığı, ya da bunun yaratacağı düşük büyüme ortamı ile karşı karşıya kalmamak için faizleri düşük tutacağı ancak enflasyon ve TL değeri üzerindeki baskıyı hafifletmeyeceği ifade edilmiştir.

### **Dış Ticaret: Açık daraldı**

Ağustos ayında ihracat hacmi yıllık bazda %2.8 azalarak 11.1 milyar ABD Doları olurken, ithalat son 6 senedeki en hızlı düşüşünü kaydetmiş ve %18.2 azalarak 16 milyar ABD Doları olmuştur. Dış ticaret açığı yıllık bazda %39.8 azalmıştır.

İthalat hacminde yaşanan gerilemede emtia ve enerji fiyatlarındaki düşüş etkin olmuş, aynı dönemde petrol fiyatları yıllık bazda %51.8 oranında düşüş kaydetmiştir. Ağustos ayında petrol ithalatı miktar bazında %41.4 oranında artmış olmakla beraber, söz konusu ithalat tutar bazında %40.7 oranında azalmıştır.

Önemli ihracat pazarlarımızdan olan Rusya'ya yönelik ihracat düşüşünü sürdürmüş, yıl başından bu yana %39.1 oranında düşüş kaydetmiştir. Irak'a yapılan ihracat ise 2013 Haziran'ından bu yana ilk kez Ağustos ayında %11.6 oranında artmıştır.

Fransa, İtalya ve İspanya'ya yönelik ihracat hız kazanmış, Almanya'ya yönelik ihracat ise ivme kaybetmiştir. AB Bölgesi'nde ekonomik aktivitenin önümüzdeki dönemde baskı altında kalması ihracat performansımızı olumsuz etkileyebilecektir. Öte yandan, enerji ve emtia fiyatlarındaki düşüşün ithalata ve dış ticaret açığına düşürücü yönde etkisinin sürmesi beklenmektedir.

Türkiye ekonomisinin cari açığına yüklenmeden büyüebilmesi adına, iç tasarrufların artırılması ve üretimin ithalata dayalı yapısının yerli girdilere yöneltilmesi gerektiği dile getirilmektedir.

Bazı ekonomistler konuya ilişkin çözüm önerisi olarak, "kısmi ve geçici ithal ikamesi" yaklaşımını ortaya atmıştır. Bu yaklaşım ithal mallarından içeride de aynı fiyata üretilebilecek olanları geçici süreyle teşvik ederek maliyetleri düşürmek, böylece dışarıya ödenecek döviz yüklerini azaltmak şeklindedir. Bu yaklaşıma göre öncelikle sanayi ürünlerinin envanterini çıkararak maliyet, vergi, satış fiyatını sıralamak, bu fiyatları dünya fiyatlarıyla kıyaslayarak hangilerinde teşvik yapılacağını belirlemek gerekmektedir. Bu yolla ekonominin önemli yapısal sorunlarından birine çözüm getirilecek, cari açığı büyütmeden büyüebilmek de mümkün olabilecektir.

### **Cari Açık: Beklentilerin altında...**

Ağustos 2015 ödemeler dengesi verilerine göre aylık cari açık 163 milyon ABD Doları olmuştur. Mevsimsel olarak yaz aylarında turizm gelirleri nedeniyle cari açıkta genel olarak düşüş beklentisi bulunsun da geçen yıl ağustos ayında (turizm gelirleri daha yüksek olmasına karşın) cari açık 2.2 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu yıl, dış ticaret açığında görülen hızlı daralma sonucunda, turizm gelirlerindeki düşüşe rağmen cari açık 2 milyar ABD Dolarının üzerinde azalmış olduğu gözlenmektedir.

Ödemeler dengesi detayları incelendiğinde, ithalatın Ağustos ayında %17.7 oranında düşmesi cari açıktaki toparlanmanın en önemli nedeni olarak ortaya çıkmaktadır. İthalattaki düşüş TL'nin değer

kaybetmesi, iç talepte devam eden zayıf seyir ve küresel enerji ve hammadde fiyatlarında görülen düşüşler nedeniyle beklenen bir gelişme olup, bu eğilimin yıl sonuna kadar devam etmesi beklenmektedir.

İthalattaki bu hızlı düşüş sayesinde ihracatta görülen %5.5'lik azalmaya rağmen Ağustos ayı dış ticaret açığı 6.2 milyar ABD Dolarından 3.6 milyar ABD Doları düzeyine gerilemiştir. Net turizm gelirlerinde de geçen yılın aynı ayına göre 4.5 milyar ABD Dolarından 3.9 milyar ABD Dolarına düşüş görülmektedir

Geçen yılın ilk sekiz ayında 23.4 milyar ABD Doları olan net finansman girişi bu yılın aynı döneminde yarı yarıya azalarak 11.8 milyar ABD Dolarına gerilemiştir. 2015 yılı ilk sekiz ayındaki net doğrudan yatırım girişi 4.5 milyar ABD Dolarından 8.5 milyar ABD Dolarına yükselmiştir. Doğrudan yatırımlarda görülen bu iyileşme cari açığın finansmanı açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, sıcak para olarak nitelenen portföy yatırımlarında net çıkış 2015 Ağustos ayında da devam etmiş ve ilk sekiz aylık net çıkış miktarı 8.8 milyar ABD Dolarına çıkmıştır.

Uluslararası finansal ortamın belirsizliğini koruduğu, FED'in faiz artışına hazırlandığı bir ortamda, cari açığın düşme eğilimi ve dış finansman ihtiyacının azaltılması doğru bir yaklaşım olarak yorumlanmaktadır. Öte yandan, cari açığı düşürme yolunda atılan doğru adımların yan etkileri büyüme oranlarına düşüş, işsizlik oranlarına artış olarak yansımaktadır.

### **İstihdam: İşsizlik tırmanıyor**

Mevsim etkilerinden arındırılmış işgücü verilerine göre tarım dışı işsizlik, Temmuz 2015 döneminde bir önceki döneme kıyasla 0.2 puan azalarak %12.4'a düşmüştür. İstihdam sanayide 44 bin azalmış, buna karşın inşaatta 53 bin, hizmetlerde ise 74 bin artmıştır.

Temmuz ayında 15 yaş üstü işsiz sayısı 103 bin kişi artmış ve 2.970 milyon kişi olmuştur. İşsizlik oranı yıllık bazda değişmemiş ve %9.8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tarım dışı işsizlik ise %12 olarak tahmin edilmiştir. 15-24 yaş arası genç işsizliği oranı %18.3, 15-64 yaş grubunda ise işsizlik değişmeyerek %10 olarak kaydedilmiştir.

Temmuz 2015 döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla tarım dışı işgücü 940 bin (%4.0), tarım dışı istihdam 827 bin (%4.0), tarım dışı işsiz sayısı ise yıllık 113 bin kişi artmıştır. Hem tarım dışı istihdam hem de tarım dışı işgücündeki artışların bu dönemde kuvvetlendiği göze çarpmaktadır. Özellikle tarım dışı istihdamdaki yıllık artışın son beş dönemdeki artışlara kıyasla oldukça yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Dolayısıyla tarım dışı işgücündeki artışın önemli bir kısmı istihdam edilebilmiş ve tarım dışı işsiz sayısındaki artış 113 bin ile sınırlı kalmıştır.

Eğitim durumuna göre yapılan değerlendirmede, en düşük işsizlik oranı %4.5 ile okur-yazar olmayan kesimde ölçülmüştür. Lise altı eğitimlilerde %9.2, mesleki veya teknik lise mezunlarında %9.5, üniversite mezunlarında ise %11.4 olan işsizlik oranının, eğitim seviyesi arttıkça yükselmesi dikkat çekmiştir.

### **Sanayi Üretimi: Beklenmedik artış olumlu**

İç ve dış piyasada yaşanan durgunlukla birlikte dalgalı bir seyir izleyen sanayi üretiminin Ağustos ayında tahminlerin üzerinde artması memnuniyetle karşılanmıştır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi Ağustosta %2.9 artarken, takvim etkisinden arındırılmış endeks aynı dönemde %7.2 artış göstermiş, imalat sanayinde yıllık bazda artış %8.7 olarak ölçülmüştür. Üretim



artışının toplamda ağırlığı fazla olan sektörlerde yoğunlaşmamış, neredeyse tüm sanayi dallarına yayılmış olması da olumlu bir detay olarak değerlendirilmiştir. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış aylık %2.9'luk artışa en yüksek katkının aylık bazda %3.3 oranında artan imalat sanayinden geldiği, madencilik ve taşocakçılığının %2.0 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretim ve dağıtım kaleminin ise %1.2 oranında arttığı görülmektedir.

Güven endeksleri aksi yönde sinyal veriyor olsa da, iç ve dış belirsizliğe rağmen ülkede üretim çarklarının döndüğünü işaret eden bu olumlu gelişmenin önümüzdeki dönemde de sürmesi umulmaktadır. Sanayi üretiminin Eylül ayında da hız kesmekle bile artışını devam ettirmiş olduğu tahmin edilmektedir.

Çeyrek bazlı değerlendirildiğinde (önceki çeyreğe göre), sanayi üretiminin 2015 birinci çeyreğinde %1.1, ikinci çeyreğinde %1.5 ve üçüncü çeyrek ilk iki ayda %1 seviyesinde artarken, sanayi üretimi ile GSYH verileri arasındaki korelasyon dikkate alındığında birinci çeyrekte %2.3, ikinci çeyrekte %3.8 ve ilk altı ayda %3.1 büyüyen ekonominin üçüncü çeyrek performansının sürpriz Ağustos sanayi üretim verisine rağmen Eylül ayındaki iş günü eksikliği nedeniyle yüksek gerçekleşmemesi beklenmektedir.

### **Güven Endeksleri: Sinyal veriyor**

TÜİK tarafından açıklanan ekonomik güven endeksi, Eylül ayında geçen aya göre %16.7 düşüş kaydederek son 3 yılın en düşük düzeyine inmiştir. Endekste rekor düşüş, endeksi oluşturan farklı sektörel güven endekslerindeki azalıştan kaynaklanmıştır. Aynı dönemde tüketici güven endeksi %6.1, perakende ticaret sektörü güven endeksi %4.6, hizmet sektörü güven endeksi %2.3, reel kesim güven endeksi %3.2, inşaat sektörü güven endeksi ise %2.1 oranında gerilemiştir.

### **Türk Lirası: Değer kaybediyor**

Küresel ölçekte likidite bolluğu yaşanırken Türkiye'nin mali disiplini koruyarak ekonomik büyüme kaydettiği, gelişmekte olan ekonomilere akan yabancı sermayeden yüksek pay aldığı, AB yasalarına uyum sürecinde atılan adımların ülkeye doğrudan yatırım sermayesi girişini rekor seviyeye taşıdığı ortamda TL'nin değer kazancı sürmüştür. Ancak Türkiye ile birlikte tüm gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin tersine döndüğü dönemler gelmiştir. "Yükselen Pazar" hikayeleri pırıltısını yitirmiş, ekonomilerini yeni düzene uyumlu hale getiremeyen ülkelerin kırılabilirliği artmış, özellikle Türkiye gibi dış kaynak girişine bağımlı olan ekonomiler risk altında kalmıştır. Çin, Rusya, Suudi Arabistan gibi, görece çok yüksek döviz rezervlerine sahip ülkelerin ekonomileri bile sinyal vermektedir.

2015 yılında, dünyada büyüme endişeleri, FED'in faiz politikasına ilişkin belirsizlik, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışının artarak devam etmesi; içeride ise artan güvenlik endişeleri ve siyasi belirsizlik TL'yi 2015 yılının en çok zayıflayan para birimleri arasına sokmuştur. Bu süreçte sıkı duruşunu sürdüren TCMB'nin TL'deki değer kaybına yönelik somut adım atmaması para piyasalarındaki dalgalanmayı arttırmış, TL'in ABD doları karşısında değer kaybı Eylül sonu itibarıyla 2014 yılı sonuna göre %30 düzeyine çıkmıştır.

TCMB tarafından hesaplanan TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi ise Eylül ayında 90.95 ile en düşük düzeyine gerilemiştir. Reel efektif döviz kurunun 100 baz değerinin altında olması TL'nin reel olarak değer kaybettiğine, 100'ün üzerinde olması ise TL'nin değerli seyrettiğine işaret etmektedir.

Seçim sonrası ekonominin yol haritasının ortaya konulmasıyla kurun kontrol altına alınmasının kolaylaşacağı; aksi halde TL'nin değer kaybının uluslararası dalgalanmaların çarpan etkisiyle daha da artacağı yorumları yapılmaktadır.

### Risk Primi: Türkiye'nin risk primi artıyor

Ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre her gün güncellenen ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik bir göstere olan 5 yıllık CDS'ler (*credit default swap*), Eylül sonunda 324 baz puanla Ocak 2012'den bu yana en yüksek seviyesini görmüştür. Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye ulaştığında 114 seviyesine kadar gerilemiş olan Türkiye 5 yıllık CDS'leri, son dönemdeki yükseliş eğilimiyle gelişmekte olan ülkeler arasında Rusya ve Brezilya'dan sonra 3. sırada bulunmaktadır. Türkiye'nin risk priminde son dönemde artan yükseliş para, tahvil ve hisse senedi piyasalarına da yansımaktadır.

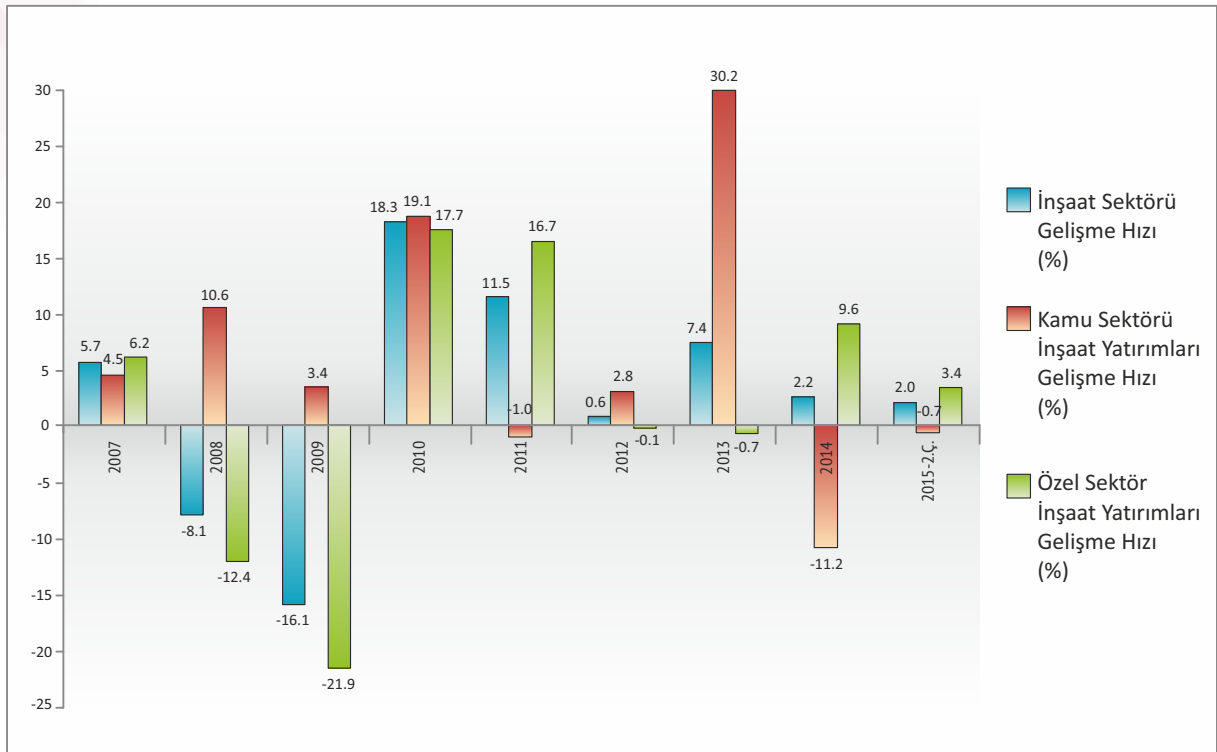
## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Sınırlı toparlanma

Önceki iki çeyrekte gerileyen inşaat sektörü yılın ikinci çeyreğinde %2.0 oranında büyüme ile GSYH'ya sınırlı oranda katkı sağlamıştır. İkinci çeyrekteki büyümeye rağmen 2015 yılının ilk yarısında inşaat faaliyetleri %0.3 oranında küçülmüştür. Sektörel performansın son dönemde ekonomik büyümenin oldukça altında seyretmesi, sektörün ekonomideki gelişmelere çarpan etkisiyle tepki veren yapısal özelliği nedeniyle sürpriz olmamıştır.

2015 ilk çeyreğinde %8.3 azalan kamu inşaat harcamalarında düşüş hız kesmiş ancak ikinci çeyrekte de %0.7 oran ile daralmasını sürdürmüştür; ilk çeyrekte %2.8 oranında küçülen özel sektör inşaat harcamaları ise ikinci çeyrekte %3.4 oranında artmıştır. Özel sektör inşaat harcamalarındaki toparlanma eğiliminde mevsimsellik ve yeni inşaat başlangıçları etkin olmuştur.

### İnşaat Sektörü ve İnşaat Yatırımları Gelişme Hızları (%)



Kaynak: TÜİK



Son dönemde Türkiye'deki altyapı yatırımlarında ağırlık Kamu-Özel Sektör İşbirliği (KÖİ) projelerine kaymış durumdadır. Bu kapsamda gerçekleştirilmekte olan alt yapı yatırımları arasında, Avrasya Tüneli, Gebze-İzmir Otoyolu, 3. Köprü ve 3. Havalimanı gibi büyük ölçekli projelerin inşaatı sürmektedir. Ayrıca, devam eden entegre sağlık kampüsleri ve hastane projeleri, kentsel dönüşüm süreci ve konut satışlarının iç piyasaya canlılık katmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

Ekonomistler, yeni kurulacak hükümetin de konut yatırımlarını ve yapı sektöründeki büyümeyi teşvik edeceğini, başlamış projelerin süreceğini dile getirmektedir. Etkin bir ekonomik ve sosyal reform programının uygulamaya konması, sektörde hem altyapı yatırımlarının sürekliliği, hem de uluslararası finansman boyutu açısından kritik önem taşımaktadır.

### Konut Satış İstatistikleri

Türkiye genelinde konut satışları 2015 Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %6.5 oranında artarak 112.463 olmuştur. 2015 ilk 8 ayda toplam satılan konut sayısı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %18 artarak 844.132'ye ulaşmıştır.

	2015	2014	Değişim %
Ocak	86 167	87 639	-1.7
Şubat	95 021	82 597	15.0
Mart	116 030	87 617	32.4
Nisan	119 317	83 610	42.7
Mayıs	107 888	90 377	19.4
Haziran	110 657	92 936	19.1
Temmuz	96 589	85 101	13.5
Ağustos	112 463	105 624	6.5
Eylül		115 786	
Ekim		95 645	
Kasım		103 783	
Aralık		134 666	
<b>İlk 8 Aylık Toplam</b>	<b>844 132</b>	<b>715 501</b>	<b>18.0</b>
<b>Yıllık Toplam</b>		<b>1 165 381</b>	

Kaynak: TÜİK

Konut satışlarında 2015 yılının genel seyri değerlendirildiğinde, 2014 yılına göre değişim oranları çan eğrisi biçiminde olmuştur. Ocak ayında yıllık bazda %1.7 küçülen satışlar Nisan'da %42.7 yıllık artışla tavan yapmış, daha sonra artış hızı kademeli olarak gerileyerek %6.5 seviyesine gelmiştir. 2015 8 aylık toplamda ilk satışlar %15, ikinci el satışlar %20 artmıştır. Seçim süreci ve sonrasına ilişkin belirsizlikler de konut satışları üzerinde etkin olmaktadır.

Merkez Bankası'nın 2010 yılından başlayarak hesapladığı konut fiyat endekslerine göre, Türkiye genelinde konut fiyatları 5 yılda reel olarak %30 artış göstermiştir. Bu artış İstanbul'da %58, Ankara'da %12, İzmir'de %25 olarak hesaplanmıştır. Aynı dönemde TÜFE artışı ise %45 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan konut, yatırım aracı olarak önemini korumaktadır.

Yabancılara konut satışlarında da ciddi artış yaşanmaktadır. Ağustos ayında yabancılara satılan konut sayısı yıllık bazda %15.2 artışla 2044 olmuş, 2015 yılının ilk 8 ayında toplam 14,424 konut satışı gerçekleşmiştir. Geçmişte konut alımı için tatil bölgelerini tercih eden yabancıların, yeni projelerin de etkisiyle İstanbul'a yöneldikleri görülmektedir. 2015 yılının ilk 8 ayında yabancılar Antalya'da 4066, Muğla'da 531, Ankara'da 337 ve İstanbul'da 4472 konut alımı gerçekleştirmiştir.

2015 yılında 5 milyar ABD Doları düzeyinde gelir yaratması beklenen (20,000 adet) yabancıya konut satışı işlemlerinin önümüzdeki yıldan itibaren döviz kazandırıcı hizmet kapsamına alınmasına yönelik Ekonomi Bakanlığı tarafından çalışma başlatılmış olup, bu konuda Maliye Bakanlığı ile üzerinde uzlaşma gerektirecek hususlar olduğu ifade edilmektedir. Türkiye'ye döviz girdisi sağlayan bir faaliyet alanının tanıtım, fuarlara katılım, yurtdışı ofis vb. ihracat teşviklerinden belli bir oranda yararlanmasını sağlayacak bu düzenleme sektör için önem taşımaktadır. Bu nedenle, Türkiye'ye önemli tutarlarda döviz girdisi

sağlayan yabancılara gayrimenkul satışının, istimarı, suistimali önleyen bir düzenleme ile, döviz kazandırıcı hizmet kapsamına alınarak desteklenmesi yararlı olacaktır.

Konut ve gayrimenkul pazarını etkileyecek önemli konulardan birisi de; bu alanda oluşan rantın daha kontrollü, fırsat eşitliğine dayanan ve şeffaf şekilde yönetilmesi gerektiğine yönelik Hükümet kanadından gelen görüşlerdir. Konjonktürdeki gelişmeler, mevzuat değişiklikleri vb. etkenler nedeniyle gayrimenkul sektöründe kısa sürede oluşan rantların yönetilmesine ilişkin ekonomi yönetimi tarafından bazı düzenlemeler yapılmasına yönelik çalışmaları bulunduğu bilinmektedir. Ülkemizdeki konut açığı, özellikle büyükşehirlerde deprem vb. doğal afetlere karşı güvenli, çağdaş teknik şartlara uygun konut ihtiyacı dikkate alındığında bu konuda hakkaniyetli ve adil bir yaklaşım benimsenmesi gerektiği ve sektörün temsilci kuruluşları ile işbirliği içerisinde çalışmaların yürütülmesi gerektiği değerlendirilmektedir.

### Yapı İzin İstatistikleri

İlk konut satışlarına ilişkin istatistikler konut talebini gösterirken; yapı izin istatistikleri ruhsat alımları ile beraber hangi miktarda konutun tamamlanmakta ve kullanıma hazır hale gelmekte olduğunu, başka bir deyişle konut arz durumunu göstermektedir. İkinci el satışlar, konut stok durumunu direkt olarak etkilememektedir.

Belediyeler yılın ilk 6 ayında toplam 351 bin konut için yapı kullanım izni vermiş, ilk 6 aydaki ilk elden konut satışı ise 283 bin olarak kaydedilmiştir. 2015 yılının ilk yarısına ilişkin veriler, konut sektöründe arzın talebin oldukça üzerinde olduğunu, ancak konut stoklarında halen belirgin bir sıkıntı olmadığını gösterir niteliktedir.

İnşaat ruhsatı alınan konut sayısı 2015 ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %27.7 düşüşle 423 bine inmiştir. Ayrıca ruhsat alınan konutların yanı sıra, tamamlanan ve kullanıma hazır olduğu için yapı kullanım izin belgesi verilen konutlar da geçen yılın ilk yarısına göre %16 azalarak 351 bine gerilemiştir.

### Yapı Ruhsatı, Ocak-Haziran 2015

	Yıl			Bir Önceki Yılın İlk 6 Ayına Göre Değişim Oranı (%)	
	2015	2014	2013	2015	2014
<b>Bina Sayısı</b>	58 388	80 395	58 305	-27.4	37.9
<b>Yüzölçümü (m<sup>2</sup>)</b>	89 599 457	125 119 590	82 394 974	-28.4	51.9
<b>Değer (TL)</b>	75 623 477 841	98 127 507 914	58 366 659 746	-22.9	68.1
<b>Daire sayısı</b>	423 360	585 447	409 443	-27.7	43.0

Kaynak: TÜİK

### Yapı Kullanma İzin Belgesi, Ocak-Haziran 2015

	Yıl			Bir Önceki Yılın İlk 6 Ayına Göre Değişim Oranı (%)	
	2015	2014	2013	2015	2014
<b>Bina Sayısı</b>	51 951	70 980	52 340	-26.8	35.6
<b>Yüzölçümü (m<sup>2</sup>)</b>	67 758 404	84 114 168	59 793 865	-19.4	40.7
<b>Değer (TL)</b>	56 166 683 484	65 156 774 358	41 527 659 864	-13.8	56.9
<b>Daire sayısı</b>	351 210	420 877	318 418	-16.6	32.2

Kaynak: TÜİK





## YURTDIŞI MÜTEAHHİTLİK HİZMETLERİ

### Tüm zorluklara rağmen...

2015 yılının ilk 9 ayında yurtdışında 15.3 milyar ABD Doları değerinde 92 yeni proje üstlenilmiştir. Bu dönemde üstlenilen projelerin ülkelere göre dağılımında ilk 5 ülke sırasıyla Kuveyt (%28.4), Türkmenistan (%20.0), Rusya (15.0%), Cezayir (%13.7) ve Suudi Arabistan (%6.6) olmuştur. Bu dönemde Kuveyt'te üstlenilen 4.3 milyar ABD Doları tutarındaki Kuveyt Uluslararası Hava Limanı Projesi bir Türk firmasının bugüne kadar tek başına aldığı en büyük projedir. Türk müteahhitlik firmalarının 1972'den 2015 Eylül sonuna kadar 104 ülkede üstlenilen 8626 projenin toplam bedeli 318.6 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır.

En önemli pazarlarımızdan olan Libya'da, bir yılı aşkın süredir Birleşmiş Milletler (BM) gözetiminde sürdürülen görüşmelerin ardından Ulusal Birlik Hükümeti'nin kurulduğu ve başkanlığına da Faiz SERRAC'ın getirildiği BM Libya Özel Temsilcisi Bernardino LEON tarafından geçtiğimiz günlerde açıklanmıştır. Ancak, Ulusal Birlik Hükümetinin gerek Başbakanı gerek hükümet yetkililerine Libya'da pek çok grubun karşı çıktığı ve ülkedeki mevcut belirsizlik durumuna bir çözüm getirilemediği gözlenmektedir.

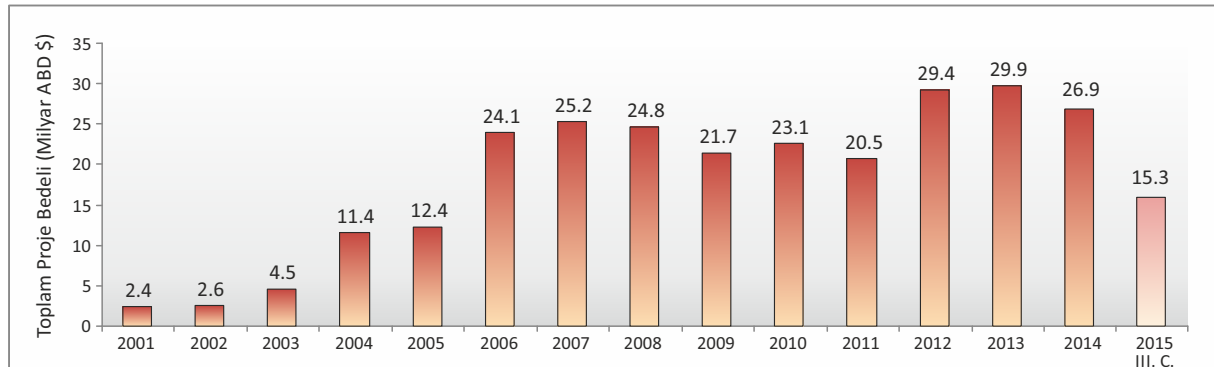
Türk müteahhitlik firmalarının yoğun olarak çalıştıkları bir diğer pazar olan Irak'ta ise, güvenlik sorunlarının yanı sıra Irak devletinin enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak yaşamakta olduğu mali kaynak sıkıntısı nedeniyle Türk müteahhitlik firmalarının hakedişlerinin ödenmemesi sorunu gündemdeki yerini korumaya devam etmektedir. Anılan sorunun, işveren idareleri Bakanlıklar olan firmalarımız için ancak Nisan 2016'dan itibaren çözümlenebileceği Iraklı yetkililer tarafından dile getirilmektedir.

Türk inşaat sektörü için büyük potansiyel arz eden pazarlar olan Sahra Altı Afrika Ülkeleri'nde de, Türk müteahhitlik firmaları tarafından 2015 yılı ilk 9 ayında 1.2 milyar ABD Doları tutarında iş üstlenilmiştir. Kongo, Gana, Mali ve Nijerya bu dönemde öne çıkan ülkelerdir.

Önümüzdeki dönemde sektörün iş hacminin sektörün ana pazarlarındaki jeopolitik çalkantıların yanı sıra, Rusya ekonomisi kaynaklı risklerin etkisi altında kalmayı sürdüreceği değerlendirilmektedir. Toplam iş hacminin yaklaşık %35'ini oluşturan Libya-Irak-Rusya pazarlarından doğacak kaybı dengeleyebilecek yeni fırsatlar için, Sahra-altı Afrika ve Güney Amerika ülkelerindeki potansiyel yatırımlar takip edilmektedir. İran'a uygulanmakta olan ekonomik ambargoların kalkmasının ardından, ülkenin yatırım ortamında gerçekleşecek olumlu seyrin Türk müteahhitleri için de fırsatlar yaratabileceği düşünülmekle birlikte, bu konuda İran ve Türkiye arasındaki siyasi gelişmelerin belirleyici olacağı öngörülmektedir.

Cezayir ve Suudi Arabistan gibi, geçtiğimiz dönemde iş yapılan pazarlar arasında ağırlığını arttırmış olan petrol ihracatçısı ülkeler için, enerji fiyatlarındaki düşüş eğiliminin, planlanan yatırım kalemlerinde erteleme ve devam eden projelerde ödeme güçlükleri riskleri bulunmaktadır.

### Yıllara Göre Türk Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri



Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

## UFUK TURU

**Ali BABACAN**, 20 Ekim 2015, NTV  
**Ekonomiden Sorumlu Eski Başbakan Yrd.**

"Altın 90 gün, yeni kurulacak Hükümet için çok önemli bir fırsattır. İlk 90 günde bazı şeyler yapılamazsa hiçbir zaman yapılamayacak duruma düşülebilir. Ondan sonra 2019 seçimleri beklenebilir. Özellikle işgücü piyasaları, ürün piyasaları ile ilgili olsun; yolsuzlukla mücadele, rekabet, şeffaflık ile ilgili reformlar olsun, bunlar çok hızlı yapılması gereken konular... Bu etik kurallara uymayanlar ile ilgili yaptırımların Meclis açıldıktan hemen sonra birkaç hafta içerisinde yapılmaması durumunda mevcut uygulamanın kendisi artık benimseniyor, herkes tarafından doğrusu bu deniyor ve bir gevşeme oluyor."

**Moody's Seçim Değerlendirmesi**, 02 Kasım 2015

"Seçim sonuçları kısa vadede belirsizliği azaltıyor. Ancak, ülkenin kredi notunun niteliğine etkisi yeni hükümetin düşük büyüme, yüksek enflasyon ve oynak sermaye hareketleriyle baş edecek ekonomi stratejisini nasıl oluşturduğuna bağlı olacak. Ülkenin bankacılık sistemi görünümü için temel mesele yeni hükümetin ekonomi stratejisi ve tasarruf oranları ile büyüme potansiyelini artıracak reformların ne ölçüde hayata geçirilebileceği olacak. Bu iki unsur da kırılğan yatırımcı güveni ve TL'nin oynaklığıyla baş edebilmek için hayati öneme sahip."

**Osman ULAGAY**, 08 Ekim 2015, Cumhuriyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

"Yükselen pazar ülkelerinden sermaye çıkışının hızlandığı ve ABD'nin faiz artırımının gündemde kalmaya devam ettiği bir dönemde, finans piyasalarındaki Türkiye algısının bu kadar bozulmuş olması ciddiye alınması gereken bir tehdit... Türkiye bu çok olumsuz algıyı değiştirmek için kısa sürede bir şeyler yapamazsa, dünyaya bakışını değiştirip daha inandırıcı bir yaklaşım ortaya koyamazsa beklemediği ve her şeye rağmen hak etmediği bir krizi kapısında bulabilir."

**Hakan GÜLDAĞ**, 15 Eylül 2015, Dünya Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

"Bilmemiz gerekir ki, çok önemli olduğu kuşkusuz ama ekonomi her şey demek değil. Toplum içinde bir dayanışma ruhu olmadığında ülkede işler yolunda gitmez, gidemez. Göstergeler çok iyi olsa bile, ekonominin gücü de yetmez buna... Oysa çok zor günlerde ortaya çıkan birliktelik duygusu, yardımlaşma ve direncin yayacağı enerji, ayakta kalmamızı sağlar... Türkiye'ye dışarıdan bakanlar da dahil, herkes her koşulda umudun mücadelesini verdiğimizizi fark eder..."

**Fatih ÖZATAY**, 16 Eylül 2015, Dünya Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

"Ortalık çok karışık. Türkiye'nin içinde yaşananlar son derece hassas bir ortam yaratıyor. Elbette Suriye de resimde. Çin ekonomisi uzun bir süredir kötü sinyaller veriyor. ABD'de faizler artmaya başlayacak. Bu koşullar altındaki ekonominin uğrayabileceği hasarı en aza indirmesi ve sonra da hamle yapması için, ekonomide ne yapacağını ve ne yaptığını iyi bilen, dolayısıyla planlama ufku genişleten, toplumdaki kutuplaşmayı azaltan, özgürlükleri artırarak yaygınlaştıran, hukukun üstünlüğünü sağlayan ve koruyan bir yapıda olması gerekiyor."



**Nouriel ROUBINI**, 05 Ekim 2015, Dünya Gazetesi  
**Roubini Global Economics Başkanı, Ekonomi Profesörü**

"Yangın yerine dönen bir Ortadoğu tüm dünyayı istikrarsızlaştırır.. Bölgedeki çalkantı, geçmişte güvenli olan devletlerin de altını oyuyor. Suriye ve Irak'tan kaçan mülteciler Ürdün'ü, Lübnan'ı ve Türkiye'yi bile istikrarsızlaştırıyor... Eğer Batı Ortadoğu'yu görmezden gelirse veya bölgenin sorunlarını diplomasiden ziyade büyümeyi ve istihdam yaratımını destekleyecek finansal kaynaklardan ziyade, sadece askeri açıdan çözmeye çalışırsa, bölgenin istikrarsızlığı daha da kötüleşecektir. Böyle bir seçim ABD ve Avrupa'nın, dolayısıyla küresel ekonominin peşini on yıllarca bırakmayacaktır."

**Joseph STIGLITZ**, 09 Eylül 2015, Dünya Gazetesi  
**Nobel Ödüllü Ekonomi Profesörü**

"Genelde FED yetkililerinin işinin zorluğunu anlıyorum. Çünkü onlar ciddi bir belirsizlik ortamında çok zor kararlar almak zorundalar. Fakat şu anda alınacak karar zor bir karar değil. Aksine çok kolay bir karar; şu anda faizi artırarak kredileri sıkılaştırmanın ve ekonomiyi yavaşlatmanın zamanı değil."

**Mahfi EĞİLMEZ**, 01 Ekim 2015, cnbce.com  
**Hazine Eski Müsteşarı, Ekonomi Yazarı**

"FED'in faiz artışını Demokles'in kılıcı gibi tepemizde tuttuğu bu ortamda, güvenin yeniden oluşturulması oldukça zor görünüyor."

**Erdal SAĞLAM**, 03 Kasım 2015, Hürriyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

"1 Kasım seçimlerinden yeniden iktidar çıkması, beklendiği gibi piyasalarda sevinçle karşılandı. Kurlar ciddi biçimde aşağı geldi, faiz oranları uzun aradan sonra %10'un altına geldi, hisse senedi piyasaları arttı. Piyasalardaki iyimser havanın bir süre devam edeceği açık. Ancak yurtiçi ve dışından gelen uyarıların da gösterdiği gibi; bu iyimserlik havasının uzun süre devam etmesi beklenmiyor. FED'in faiz artırımı ile bu sürenin kısalabileceği, Aralık'ta piyasaların gerçeğe dönme ihtimalinin yüksek olduğu açık. Bu nedenle kısa süre içinde, henüz iyimserlik havası devam ederken, gerekli adımların atılmaya başlaması önemli."

**Larry SUMMERS**, 07 Ekim 2015, Financial Times  
**Harvard Ekonomi Profesörü, ABD Hazine eski Bakanı**

"Uzun vadeli durgunluk (secular stagnation) ve çok gevşek para politikalarına rağmen endüstriyel dünyanın tatmin edici oranlarda büyüyememesi, Çin başta olmak üzere gelişmekte olan piyasalarda tomurcuklanan sorunların başında geliyor. Konjonktür, sanayileşmiş ülkelerdeki yavaş büyümenin, sermaye ihracına ihtiyaç duyan gelişmekte olan pazarları vuracağına dair endişeleri artırıyor. Bu negatif algı ile piyasalar kısır döngüye giriyor... Tüm gelişmekte olan ülkeler için, sanayileşmiş ülke ekonomilerindeki durgunluk ile beraber işsizlik siyaset, sermaye akımlarını tersine çevirerek büyümeye zarar veriyor."

