

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Salgında Ortak Kaygı; Ekonomi

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Nisan  
2021

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*"... Bir süredir büyük sıfırlama (great reset) diye bir konu tartışılıyor. Bu yaklaşımı ortaya atanlara göre küreselleşme sonrasında kapitalizm artık eski haliyle sürdürülemez bir noktaya geldi. Sermaye hareketlerinin serbest kaldığı, bir başka deyişle sermaye sahiplerinin dilediği yere dilediği zamanda parasını yollaması ve çekmesiyle başlayan serbestleşmeyle ulus devletlerin kendilerine özgü para ve maliye politikaları birbiriyle çelişiyor. O nedenle bu politikaları tek elden standart biçimde yürütecek bir otoriteye ihtiyaç var. Bu otorite Bretton Woods'un IMF'si gibi bir otorite de olabilir ABD gibi bir hegemon devlet de. Bu otorite küresel sistemin tümünde geçerli kuralları belirleyip uygulamayı denetlemeli... Geçmiş, geleceğin aynasıdır derler. O nedenle masum görünen bu yaklaşımdan kuşku duymakta haksız değiliz."*

**Mahfi EĞİLMEZ, 31 Ocak 2021**  
Ekonomist, mahfiegilmez.com

## ÖZET

Küresel ekonomi ve ticarete, pandemi olarak ilan edilmesinin üzerinden bir yıl geçen koronavirüs salgınının yol açtığı krizden toparlanma işaretleri izlenmektedir. 2021 yılı ülkelerde aşılamaya geçişten doğan iyimserlikle başlamış, yılın ilk çeyrek dönemi geride kalırken dünya genelinde ekonomik aktivitedeki toparlanma ülkeden ülkeye farklılıkların arttığı bir görünüm kazanmıştır. Aşı tedariki ve aşılama sürecinin hızı kritik önem taşımaktadır. Ancak bu konuda ülkelerin yeterli koordinasyonu ve adaleti sağlayamadığı görülmüştür. Dolayısıyla salgın sürecinde aşılamadaki zorluklar, virüsün geçirmekte olduğu mutasyonlar ve yeni tedbirler bazı ülkeleri baskı altında tutmaya devam etmektedir. ABD'de 1,9 trilyon ABD Doları büyüklüğündeki ikinci ekonomik teşvik paketinin uygulanmaya başlanması ve Çin'de süren güçlü ekonomik toparlanma, bu iki süper güç arasında ticaret savaşları görüntüsü altında yaşanan güç mücadelesinin riskleri saklı olmakla birlikte geçen dönemde dünya ekonomisine dönük umutları artıran önemli gelişmeler olmuştur.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), Mart ayında açıkladığı Ekonomik Görünüm Raporu'nda, küresel ekonomik aktivitenin aşı uygulamalarındaki artış, ek mali destek paketleri ve genel olarak ekonomilerin salgınla mücadele etme konusundaki başarısı sayesinde son aylarda gelişme gösterdiğini belirtmiştir. Kuruluş, küresel ekonomide büyüme beklentisini bu kapsamda 2021 yılı için %4,2'den %5,6'ya, 2022 yılı için de %3,7'den %4'e yukarı yönlü olarak güncellemiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) da Nisan ayında yayımlanan Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda, mevcut görünümün yılın ikinci yarısı için daha iyimser beklentiler oluşturduğu gerekçesiyle, 5,5 olan dünya ekonomisinde 2021 büyüme beklentisini %6,0 olarak güncellemiş, 2022 yılı için %4,4 oranında büyüme tahmininde bulunmuştur. Raporda, 2020 yılı daralma tahmini de Ocak ayı raporunda açıklanana %3,5 seviyesinden %3,3'e indirilmiştir.

Her iki kuruluş birden salgının yol açtığı ekonomik krizden toparlanma patikasında ülkeler arasında farklılaşmanın başladığına ve eşitsizlikleri arttığına dikkat çekmiştir. OECD küresel ekonomik durumun 2021 yılının ortalarında salgın öncesi seviyelere dönebileceğini ancak büyük kısmı gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) olmak üzere bazı ülkelerin bu seviyelere 2022 yılına kadar ulaşamayacağını savunurken; IMF'ye göre gelişmekte olan ülkelerin toparlanması 2023 yılına kadar sürebilecektir.

Bir taraftan virüse karşı tedavi ve aşı alanında ilerlemeler, Çin ekonomisindeki toparlanma, ABD'de başkanlık seçiminin geride kalması ve yeni teşvik paketleri küresel ekonomide iyimserliği arttırırken; diğer taraftan dünya genelinde kitlesel aşılamanın zorlukları, salgın sürecinde ekonomide yaşanan daralma, yeni projelerin bir kısmının askıya alınması 2021'e dair kaygıları ve belirsizlikleri arttırmaktadır.

Dünya ekonomisinde özellikle yılın ikinci yarısına yönelik büyüme öngörülerıyla birlikte, enflasyonun dönüşü ve kamu borç krizi endişeleri de gündeme gelmektedir. Salgın nedeniyle izlenen genişlemeci para politikaları çerçevesinde faiz oranları sıfır veya sıfırın altında tutulurken; büyük çaplı teşviklerle ABD'de başlayan toparlanma ile artan enflasyonun, ülkenin 10 yıllık Hazine tahvili getirilerini yükseltmesi bir



tedirginlik yaşatmıştır. Bu ortamda piyasalarda ABD Merkez Bankasının (FED) politika faizini öngörülenden daha erken arttırabileceği yönünde endişelerin de oluşmasıyla risk algısı artmıştır. ABD ekonomisinde ısınmanın başladığı yorumları yapılırken, FED Başkanı Jerome Powell enflasyondaki artışı geçici olarak değerlendirmiş ve bu gelişmenin faiz artışını gerektirmediğini açıklamıştır. Öte yandan, mevcut belirsizlik ortamında “güvenli liman” ABD'nin tahvil getirilerindeki bu yükseliş, gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişini azaltmış, enflasyon ve borçluluk sorunları olan ekonomilerde yerel para birimleri üzerindeki ABD Doları baskısı da artmıştır.

Petrol fiyatları ise geçen çeyrek dönemde aşı kullanımının getirdiği iyimserlik ile önce %20'nin üzerinde artmış, ardından süren belirsizlikler piyasadaki dalgalanmanın devam etmesine ve fiyatların 60 ABD Doları'nın altına kadar düşmesine neden olmuştur. Gıdada ve petrol dışı emtia fiyatlarında da izlenen artışlarla birlikte bu gelişmeler ödemeler dengesinde sorun yaşayan ekonomiler üzerindeki baskıyı artırmıştır.

Ülkelerin önemli kısmında salgın desteklerinin nakit transferi yerine kredi ağırlıklı olması ve süreçte gelişmekte olan aşırı borçlu ülkelerin borçlarının sınırlı oranda askıya alınması da ekonomilerde hareket alanını sınırlandıran gelişmeler olarak görülmüştür.

Salgından toparlanma, beklendiği gibi ülkeler arasında dengesiz biçimde sürmektedir. IMF, 2022 sonunda dünyadaki toplam kişi başına gelirin, kriz öncesindeki seviyenin %13 altında olacağını açıklarken; GOÜ'ler için bu oran %22'ye ulaşmaktadır. Salgın ortamıyla bu kez bir de aşı tedariki kaynaklı olarak ortaya çıkan eşitsizliğe, az gelirli ülkeler için yakın zamanda bir yenisi daha eklenecek gözükmektedir: Avrupa Birliğinde (AB) çalışmaları başlayan Aşı Pasaportu... AB, Yunanistan ve İspanya gibi turizmde güçlü üyelerinin sabırsızlıkla beklediği ve kişilerin tekrar seyahat edebilmesinin önünü açacak bu belge için hazırlıklara başlamıştır. Aşı pasaportuna hangi aşuların girebileceği konusunda alınacak karar, kaçınılmaz olarak önümüzdeki dönemde serbest dolaşım ve turizm gelirleri üzerinde belirleyici olacak gözükmektedir.

Açılan büyük teşvik paketlerinin sağladığı likiditenin de etkisiyle, finansal piyasalarda “balonun büyüdüğü”, diğer deyişle kazanç oranlarında sağlıklı yükselişin olduğu değerlendirilmekte ve bir çöküşten endişe edilmektedir.

Diğer taraftan, tüm dünya için başlıca ekonomik sorun olan borçluluk, salgınla birlikte likidite musluklarının sonuna kadar açılması ve kamu ile özel sektör gelirlerindeki keskin düşüşler sonucu artmayı sürdürmektedir. Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) verilerine göre; küresel borç stoku, 2020 yılında 24,1 trilyon ABD Doları artarak 281,5 trilyon ABD Doları'na ulaşmıştır. 61 ülkenin borcunda yaşanan bu artışın, son 10 yılda borçlanmada yaşanan artışın dörtte birinden fazlasını oluşturduğu hesaplanmıştır. Aynı dönemde kamu borçlanmasındaki hız da dikkat çekicidir. IIF'in Küresel Borç Monitörü Raporu'nda, toplam GSYH'ye oranı %88,3'ten %105,4'e çıktığı açıklanan kamuya ait borçlardaki en büyük artış, gelişmiş ülkelerde görülürken; küresel kamu borcunun bu yıl 10 trilyon ABD Doları daha artarak, 92 trilyon ABD Doları olmasının beklendiği kaydedilmiştir.

Bu çalışmaya göre; mali sektör dışında faaliyet gösteren şirketlere ait borçlar da %91,9'dan %100,1'e yükselmiştir. Öte yandan, IMF araştırma ekibinin hazırladığı bir raporda, karantina sürecinde özellikle sağlık ile teknoloji sektörlerinden firmaların güçlenmelerinin -gelişmiş ülkelerde dahi- belirli firmaların pazarda artan ağırlığının giderek küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ) için iflas dalgası riski yarattığı değerlendirilmiştir.

Küresel ekonomide resesyonun ardından gündeme gelebilecek kemer sıkma politikalarının ise işgücü ve finansal piyasalara olası olumsuz etkilerinden de bahsedilmektedir.

Ayrıca son yıllarda dünya ekonomisinin potansiyelinin üzerinde büyümeye zorlandığı eleştirileri yapılırken, mevcut sistemde artan sorunlar konusunda bütünsel yeni bir kalkınma yaklaşımı ihtiyacı

vurgulanmaktadır. Gelir adaletsizlikleri, yoksulluk, çevre kirliliği, demokrasi ve finansal sistemdeki problemler gibi sorunların yaşanan salgınla artarak daha belirgin hale geldiği değerlendirilmektedir. Öte yandan servet dağılımında gözlenen bozulmalar ve dünyanın ilk 10 zengininin servetinin, küresel GSYH'nin %10'unu teşkil etmesi yakın geleceğin önemli bir sorunu olarak öne çıkmaktadır. Bu doğrultuda, dünyanın yeni bir dönüşümün eşiğine geldiği tartışmaları sürerken, 2020 yılında Dünya Ekonomik Forumu sırasında ortaya atılan Great Reset (Büyük Sıfırlama) yaklaşımı sıklıkla gündeme getirilmektedir. Davos'ta paylaşılan bu yaklaşımın amaçları, salgın döneminin dönüşüm için fırsat olup olmadığı, pek çok farklı sektör ve iş kolunda önemli değişimler yaratmakta olan dijitalleşmenin bu süreçte nasıl kullanılacağı gibi çok sayıda soru bu kapsamda yanıt beklemektedir.

Bu arada geçen dönemde jeopolitik riskler, ekonomi üzerinde baskı oluşturmayı sürdürmüştür. Yapılan açıklamalar, ABD ile Çin arasındaki dünya için tahrip edici sert mücadelenin Biden döneminde de süreceğini göstermektedir. Ortadoğu'da da sular durulmamış ve ABD'nin geçtiğimiz dönemde Suriye'de İran destekli milislere hava saldırısı düzenlemesi, yeni yönetimle ülkenin bölgeye geri dönüşü olarak yorumlanmıştır. Amerikan dış politikasının bölgede İran ve Rusya'ya odaklanacağı yorumları yapılmış, keza kısa süre içinde Başkan Biden'ın Rus mevkidaşı Vladimir Putin'i ABD seçimlerine müdahale etmek ile suçlaması diplomatik kulislere hareketlendirmiştir.

Bölgesindeki jeopolitik gelişmeler çerçevesinde Türkiye'nin de ABD ve Rusya'nın yanı sıra AB ile ilişkileri hassasiyetini korumaktadır. Doğu Akdeniz'de süren enerji faaliyetleri çerçevesinde gerilen ilişkilerde AB'nin, Türkiye'yle ilgili stratejik adımları ABD ile birlikte atacağı değerlendirilirken; geçen çeyrek dönemde öne çıkan gelişme, 25-26 Mart 2021 tarihli AB Liderler Zirvesi Bildirisi'nde yaptırım kararı yerine bölgenin istikrarlı ve güvenli olmasında Türkiye ile işbirliği ifadesine yer verilmesi olmuştur.

Salgının etkisiyle dünya ekonomisinin daraldığı 2020 yılında büyüme (%1,8) kaydeden az sayıda ülkeden biri Türkiye'dir. OECD verilerine göre; en büyük 20 ekonomi olan G-20'de 2020 yılında %3,3'lük daralma yaşanırken, bu ülkeler içinde büyüme sergileyenler Çin ve Türkiye ile sınırlı kalmıştır. Hükümetin Eylül ayında ortaya koyduğu Yeni Ekonomi Programı'nda (YEP) %0,3 olarak kaydedilen büyüme beklentisinin üzerine çıkan bu performansta, yaratılan olumlu kredi koşullarının desteklediği iç talep rol oynamıştır. İthalat hacmindeki yükseliş ve ihracatın zayıf seyretmesi ile net ihracatın büyüme üzerindeki sınırlayıcı etkisi ise sürmüştür. Salgın koşullarında sanayi ve hizmetler sektörünün yıl genelinde sırasıyla %10,3 ve %4,6 büyümesi dikkat çekmiş; inşaat sektöründe küçülme hızı kesse de -%3,5 oranıyla devam etmiştir. Bu dönemde ekonomide izlenen hızlı kredi genişlemesine paralel olarak finans ve sigorta faaliyetlerindeki büyüme %21,4 olmuştur.

Geçen yıl ödemeler dengesinde yaşanan sorunların arttığı, Kasım 2020 sonrası hayata geçirilen normalleşme adımları yüksek faiz ortamıyla birleşerek ekonomide bir soğuma süreci başlatmıştır. 2021 yılı Mart ayına gelindiğinde ise alınan ani kararlar faizle birlikte döviz kuru artışının ivme kazanmasına ve zorlu koşulların ağırlaşmasına neden olduğu gibi ekonomi politikasında rotanın yeniden değiştiği yönünde tartışmalar da yapılmaktadır. Aynı zamanda büyüme performansındaki sektörel sapmalar, ekonominin sağlıklı altyapıya sahip olmadığını düşündürmüştür.

OECD, Mart 2021 Ara Dönem Ekonomik Görünüm Raporu'nda Türkiye için 2021 yılı ekonomik büyüme beklentisini %2,9'dan %5,9'a, 2022 büyüme beklentisini ise %3,2'den %3'e revize etmiştir. Kuruluşun Türkiye Masası Şefi Rauf Gönenç, verdiği bir röportajda, yılın ikinci yarısında dünyada salgın etkilerinin hafiflemesi beklenirken bu öngörünün Türkiye için mütevazı olduğunu ancak karşı rüzgarların şiddetlenme olasılığını göz önünde tuttıklarını ifade etmiştir. Gönenç, "En olumlu rüzgâr ihracat pazarlarının pandemiyle mücadelelerindeki ilerleme... En ciddi karşı rüzgârlar ise, 2020'nin sonunda çok artmış olan hanehalkı ve şirketler borç yükü ile bunların artmış olan re-finansman maliyeti; makroekonomik politika çerçevesinin öngörülmesinde devam eden belirsizlikler ve bunlardan kaynaklanan risk primi ile döviz kuru oynaklıkları" diye konuşmuştur. Gönenç, ekonomide acil önlem



adımlarını ise “enflasyonu hedefe yönlendirmek, kamu maliyesini sağlam bir çizgiye oturtmak, finans sektöründeki şok risklerini ortadan kaldırmak, makroekonomik çerçeveye ve TL'ye güveni tesis etmek” olarak sıralamıştır.

Oysa 2020 yılı sonu itibarıyla politika faizini hızlı bir biçimde %17'ye yükselten Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) fiyat istikrarı mesajları ile sürdürdüğü “sıkı duruşun devam edeceği” yönündeki açıklamalar ile döviz kurlarında önemli bir geri çekilme yaşanmıştır. Böylece küresel piyasalarda da görece olumlu bir ortamın yaşandığı Şubat ayında Dolar/TL paritesi, psikolojik seviye olarak belirtilen 7,00 seviyesinin altına inmiş; Türkiye ekonomisinde bir miktar yabancı yatırımcı ilgisi izlenmeye başlanmıştır.

Ekonomi Reform Paketi de gündeme gelmesiyle birlikte geçen birkaç aylık süreçte piyasalarda iyimserlik yaratmıştır. Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan tarafından 12 Mart 2021 tarihinde açıklanan pakette, fiyat istikrarı ve mali disiplin konularına vurgu yapılırken özel sektör yatırımlarına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. Ancak küresel tarafta yükselen risklerle beraber ihtiyacın arttığı fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak, süreçte TCMB'nin rolünün yerine önceki yıllarda da denenilen ve gıda zincirinin takibi ile fiyatlara müdahale içeren Fiyat İstikrarı Komitesi'nin öne çıkarılması tartışmalı bulunmuştur. Bu çerçevede tam da para politikasında sıkı duruşun fiyat istikrarı sağlanması için gerekli, ancak yeterli olmadığına işaret edilirken; TCMB'de yapılan ani yönetim değişikliği, söz konusu hedefin sorgulanmasıyla birlikte finansal alanda bozulmalar yaratmıştır.

ABD tahvili getirisindeki artışın, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu ülkelerin para birimlerinde değer kayıplarını tetiklediği süreçte TCMB'nin, Mart ayı Para Politikası Toplantısı'nda (PPK) politika faizini beklentilerin üzerinde 200 baz puan artırarak %19'a çıkarması dikkat çekmiştir. Ardından yalnızca 4,5 ay önce atanan ve enflasyonla mücadeleyle odaklanmasıyla piyasalarda olumlu bir hava yaratan TCMB Başkanı Naci Ağbal'ın görevden alınması ekonomide çalkantı yaratmıştır. Döviz kurunda yaşanan hızlı yükseliş ile Dolar/TL paritesi 7,90-8,50 aralığında dalgalanmış, Türkiye'nin 5 yıllık CDS - kredi risk primi 470'in üzerine çıkmıştır. Kararı takip eden haftada yabancı yatırımcılar, hisse senedi ve tahvil piyasasında toplam 1,9 milyar ABD Doları büyüklüğünde satış yapmıştır. Ayrıca uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları Fitch, S&P ve Moody's artarda açıklamalarla bu değişikliğin Türkiye'nin kredi notu üzerinde baskı oluşturabileceğinin işaretlerini vermiştir.

Döviz kurundaki hızlı dalgalanma, faiz artışı ve yükselen risk primi genel itibarıyla kırılgan olan temel makroekonomik göstergelerde sorun yaratmış, yüksek döviz kuru ve yüksek faiz arasında ekonomide bir darboğazın ortaya çıktığı yorumlanmıştır.

Kasım 2020'ye kadar olan dönemde hızlı bir gerilemenin öne çıktığı TCMB rezervlerine dönük tartışmalar ise bir taraftan sürmüş, Bankanın (2 Nisan haftası itibarıyla) net uluslararası rezervleri 2003 yılından bu yana en düşük seviyeye inerek 10,7 milyar ABD Doları olmuştur.

Tüm dünyada pandemi süreci enflasyon endişelerini artırırken, Türkiye salgına yüksek enflasyon oranı ile yakalanmıştır. Son olarak Mart 2021 itibarıyla tüketici fiyat endeksinde %16'yı aşan artışla birlikte üretici ve tüketici fiyatları arasındaki makasın açılmayı sürdürmesi ileriye dönük beklentileri bozan bir diğer unsur olmuştur. TCMB'nin Yeni Başkanı Şahap Kavcıoğlu'nun reel faiz seviyesi açısından (politika faizi ile gerçekleşen ve beklenen enflasyon arasındaki denge) piyasa dostu nitelik taşıdığı değerlendirilen ilk açıklamaları, bu kapsamda önümüzdeki dönemde izlenecek politika için genel bir fikir vermiştir. Bununla birlikte ekonomi politikalarında son yıllarda öngörülebilirliğin zayıfladığı da izlenmektedir. Bu doğrultuda ve dünyada da “güvenli liman”larda yükselen getiriler çerçevesinde fiyat istikrarı hedefinin süreçte önemi daha da artmış olup, para politikasının sadece bu hedefe odaklanmasının sağlanması ve TCMB'nin kredibilitesi için yöneticilerinin görevden alınmasının zorlaştırılması ihtiyaçları dile getirilmektedir.



Cari dengedeki sorunlar düşünüldüğünde kısa vadeli dış borç tablosu da dış finansman gereksiniminin boyutunu ortaya koymaktadır. Türkiye'nin bir yıl içinde çevirmesi gereken toplam borç miktarı, 190 milyar ABD Doları'na kadar yükselirken; 2021 yılına görece ılımlı başlasa da cari açık, Ocak'ta 1,9 milyar ABD Doları ve son 12 ayda ise 36,6 milyar ABD Doları seviyesindedir. Bugüne kadar dış açıkla büyüyen ve dış açığı yurtdışı sermaye ile finanse eden ekonomide mevcut koşulların bir dönüşüm gerektirdiği izlenmektedir. Hükümetin cari açıkla mücadele edilmesine yönelik olarak, katma değeri yüksek ürün ihracatına ve sanayide yeşil dönüşüme destek verileceğine ilişkin açıklaması önemli bulunmuşsa da ithal ikamesinin etkili olduğu Türkiye ekonomisinde yapısal değişim yaratacak daha kapsamlı adımlara ihtiyaç duyulduğu uzun zamandır vurgulanmaktadır. Hedeflenen yeşil-dijital dönüşüm çerçevesinde istihdam piyasasının yeni beceriler kazanabilmesini içerecek bir eğitim reformuna ihtiyaç da yüksektir.

Diğer taraftan işsizlik beklentileri artmıştır ve istihdam desteklerinin geride bırakılmaya başlanması da endişe yaratmaktadır. TÜİK'in, mevcut rakamları yansıtmaktan uzak bulunan işgücü istatistiklerini geçen dönemde revize etmesi kayda değerdir. Bu çerçevede kuruluşun, işsizlik verileri içinde açıkladığı %29,1 oranındaki “atıl işgücü (zamana bağlı eksik istihdam, işsizler ve potansiyel işgücü toplamının; işgücü ve potansiyel işgücünün toplamına oranı)” mevcut resmin boyutunu göstermesi açısından önemli olmuştur.

Geçen dönemde hükümetin Ekonomi Reform Paketi'nde, bütçe açığını %4,3'ten %3,5 revize etmesi de olumlu bir gelişme olmuştur. Şubat ayında vergi gelirleri hızlı yükselirken, harcamalar sınırlı artış kaydetmiştir. Bu kapsamda salgında özellikle gelirsiz kalan kesimlere yönelik desteklerin sürdürülmesi ihtiyacı öne çıkmış, hükümetin kaynaklarını yönlendireceği projeleri ve öncelikleri doğru belirlemesi çok daha büyük önem kazanmıştır.

Bu tabloda 2021 yılının ilk çeyrek dönemine dair büyüme beklentileri sınırlıdır. Yıl geneli için ise öngörüler %4,0-6,0 aralığına işaret etmektedir. Vaka sayısında artışın yanı sıra turizm ve ihracat gelirlerindeki kayıplar, ABD tahvil piyasasındaki gelişmelerin sürmesi, cari açık finansmanında önem taşıyan gıda, emtia ve petrol fiyatlarının yükselmesi büyüme önündeki riskler olarak görülmektedir. Bununla birlikte Türkiye, pandemi sürecinde ikinci turizm sezonuna tedirginlik içinde yaklaşırken, hedef pazarlar ve girdi fiyatlarındaki yükselişle yılın ilk çeyreğinde kaydedilen ihracat artışı umut olmuştur.

Türkiye ekonomisinde ilk etapta ekonomi politikalarına güvenin yeniden inşasına, CDS risk priminin düşmesine, TL üzerindeki baskının sınırlanmasına ve döviz rezervlerinin güçlendirilmesine duyulan ihtiyaç vurgulanmaktadır. Artan kaynak ihtiyacı çerçevesinde büyümenin finansmanı için tasarruf artışı ve uzun vadeli kaynak temini gereksinimi söz konusudur. Bunun için yatırım iklimine zarar verecek kararlar ile son dönemde yoğunlaşan iç ve dış politik gündem paralelinde ek risklerden kaçınmanın önemi artmıştır. Uluslararası konjonktürdeki zorluklara ilaveten Türkiye'nin Batılı müttefikleri ile ilişkilerinin geliştirilmesi konusu, önümüzdeki dönem için bir diğer kritik parametre olacaktır.

## DÜNYA

### Küresel Ekonomide Toparlanma Dengesiz

Dünya ekonomisinde 2. Dünya Savaşı'ndan bu yana en büyük durgunluğa neden olduğu ifade edilen koronavirüs salgınının yol açtığı belirsizlik, bugün yerküre için “yeni normal” haline gelmiştir. Salgının henüz başında merkez bankaları tarafından para politikası ve hükümetlerce de büyük destek paketleri kanalıyla hızlı bir şekilde desteklenen küresel ekonomiye son olarak en büyük katkıyı, geçen çeyrek dönemde -dağıtım beklenenden yavaş olsa da- ülkelerde başlayan aşılama süreci vermiştir.

2019 yılı Aralık ayı sonunda Çin'de başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan koronavirüs salgınının ekonomik, sosyal ve psikolojik birçok etkisi olmuştur. Salgınla birlikte küresel çapta ekonomik aktivite yavaşlamış; işsizlik, enflasyon, cari açık gibi temel makroekonomik göstergeler kötüleşmiş; iç ve dış finansman zorlukları meydana gelmiştir. Küresel çapta açıklanan teşvik paketlerinin büyüklüğünün 25



trilyon ABD Doları büyüklüğüne ulaştığı hesaplanmaktadır. Pandeminin ekonomik etkilerini azaltmak amacıyla ülkelerin uygulamış oldukları para ve maliye politikaları çoğu zaman yetersiz kalmış, bu çerçevede ilave tedbirlerin alınması zorunlu olmuştur. Salgınla mücadele etmek amacıyla kredi ve borçların yeniden yapılandırılması, düşük faizli kredi olanaklarının yaratılması ve politika faiz oranlarında değişiklik gibi bir takım para politikası uygulamaları yürürlüğe girmiştir. Tüm bunlarla birlikte salgın yılı 2020'de dünya ekonomisinde %3,0-3,5 dolayında daralma öngörülmektedir.

### Ekonomide Büyüme Gerçekleşme ve Öngörülere (%)

	2018 (G)	2019 (G)	2020 (G)	2021 (T)			2022 (T)		
				OECD	IMF	Dünya Bankası	OECD	IMF	Dünya Bankası
Dünya	3,6	2,8	3,3*	5,6	6,0	4,0	4,0	4,4	3,8
ABD	2,9	2,2	-3,5	6,5	6,4	3,5	4,0	2,5	3,3
Euro Alanı	1,9	1,3	-6,8	3,9	4,4	3,6	3,8	3,6	4,0
Türkiye	3,0	0,9	1,8	5,9	6,0	5,0	3,0	3,5	4,5
Çin	6,6	6,0	2,3	8,0	8,4	7,9	-	-	-

\*IMF tahmin

Mevcut tabloda, uluslararası kuruluşlar dünya ekonomisinde 2021 yılında ise %4,0-6,0 aralığında hızlı bir büyümeye dönüş beklentisi içindedir.

OECD, dünya ekonomisinde büyüme beklentilerini yukarı yönlü revize ettiği Mart ayındaki açıklamasında, ABD ekonomisine yönelik 2021 büyüme tahminini ülkede aşılama sürecinin hızlı ilerlemesini ve yeni onaylanan mali destek paketini gerekçe göstererek %3,2'den %6,5'e yükseltmiştir. Euro Bölgesi'ne ilişkin büyüme öngörüsünü ise %3,6'dan %3,9'a yükselten kuruluş, Çin için %8 olan büyüme tahminini de 0,2 puan düşürmüştür. Hindistan'a yönelik beklentilerini 4,7 puan artışla %12,6'ya çıkaran OECD, tüm bu beklentileri için aşılamanın hızlı şekilde üretimi ve dağıtımının kritik önem taşıdığını ve olası gecikmelerin iyileşmeyi zayıflatabileceğini ayrıca vurgulamıştır.

Nitekim salgının yıl sonuna kadar sona ermesini beklemenin gerçekçi olmadığını belirten Dünya Sağlık Örgütü (DSÖ) Acil Durumlar Programı Direktörü Mike Ryan, Mart ayının başında yaptığı açıklamada salgına karşı küresel mücadelenin aşı uygulamalarının başladığı on hafta öncesine kadar daha iyi durumda olduğunu ancak vaka artışlarının Amerika, Avrupa, Güneydoğu Asya ve Doğu Akdeniz'de gerçekleştiğini belirterek virüsün kontrol altına alınmaya başlandığını söylemek için çok erken olduğu uyarısında bulunmuştur.

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD), Mart ayında risklere vurgu yaparak yayımladığı raporunda, bu yıl beklenen yüksek büyüme oranına karşın salgının 2020-2021 döneminde reel gelirden toplam 10 trilyon ABD Doları büyüklüğünde kayba yol açacağına dikkat çekmiştir. UNCTAD, ayrıca 2021 yılı büyüme öngörüsünün (%4,7) oluşturduğu iyimser senaryonun gerçekleşmesinin üç varsayımına bağlı olduğunu açıklamıştır: "Gelişmiş ve orta gelirli ülkelerde aşılamanın ve pandemiye kontrol altına alınmanın daha iyi bir noktaya gelmesi, en büyük ekonomilerde destek politikalarından iyileşme politikalarına hızlı şekilde geçilmesi ve küresel çapta etkili bir finansal çöküşün yaşanmaması." Kuruluş, bununla birlikte aşı sürecinde belirsizlik sürerken genişlemeci para politikaları üzerinde şimdiden bazı ülkeler için enflasyon ve kamu borcunun baskı oluşturmaya başladığını ifade etmiştir.

Parasal ve mali desteklerin sürdüğü ABD'de enflasyonun yükseleceği bir döneme girildiği değerlendirilirken, uzun vadeli devlet tahvillerinin getirilerindeki hızlı artış dikkat çekmiştir. FED'in, ülkedeki sorunlu işgücü piyasası ile de bağlantılı olarak para politikası alanında hareketsiz kaldığı bu dönemde, faiz artışı için enflasyonda sürdürülebilir güçlü bir seyir görmeyi beklediği görüşü ağırlıktadır. Bu çerçevede olası faiz artışı tahminleri ağırlıklı 2023 yılına işaret etmektedir. Salgının daha zorlu geçtiği Euro bölgesinde de ECB, önümüzdeki dönemde borçlanma maliyetlerini oldukça düşük seviyelerde tutacağını vurgulamıştır.

Esasen dünya genelinde enflasyon beklentilerinde bozulmanın tüketim ve harcama kaynaklı olacağı öngörülür. Bu durum da sürdürülebilir toparlanmaya geçiş konusunda endişeleri artırmaktadır. Tüketici davranışlarındaki değişimin kalıcı hale geldiği değerlendirilirken, dünyada aratan işsizlik ve gelir dağılımı sorununun orta vadede büyümenin yavaşlamasına yol açmasından da endişe edilmektedir. Bu doğrultuda Birleşmiş Milletler (BM), küresel işgücü gelirinde salgınla birlikte 3,7 trilyon ABD Doları düşüş yaşanacağını hesaplamıştır. Salgının ekonomiye derin tahribatı kapsamında söz konusu sosyal parametrelerdeki kayıpların yerine yeniden konulabilmesi ise epey zaman alacak gibi gözükmektedir.

Salgının “kayıp yıl” kıldığı 2020'de küçülen dünya ekonomisi, 2019 yılına oranla 24 trilyon ABD Doları daha borçlu hale gelmiştir. IIF verilerine göre; küresel borç stoku 2020 yılında 281 trilyon ABD Doları'na ulaşarak küresel ekonominin %355'i olmuştur. Borç oranlarındaki en büyük artış Fransa, İspanya ve Yunanistan gibi Avrupa ülkelerinde olmuştur. Zorlu şartlarda önceki kriz dönemlerinde olduğu gibi kendi hikayesini yazma sınavı ile karşı karşıya olan GOÜ'ler arasında ise en hızlı borçlananlar Çin, Türkiye, Güney Kore ve Birleşik Arap Emirlikleri'dir.

Salgında dünya genelinde vaka sayısı Nisan 2021 itibarıyla 130 milyonu, uygulanan aşı dozu ise 700 milyonu aşmıştır. Beklendiği üzere; aşıya erişimin yüksek gelirli ülkelerde daha hızlı olduğu izlenmiş, BM tarafından yapılan açıklamalarla sürecin yeni bir adaletsizliği beraberinde getirdiği ortaya konmuştur. Ayrıca DSÖ'nün aşıya erişimden doğan mevcut eşitsizliğin daha da derinleşebileceği görüşüyle tavsiye etmediği Aşı Pasaportu çalışmaları da gündemdedir. Diğer taraftan aşılınamayan nüfus aynı zamanda dünya ekonomisinin geneli için de tehdit oluşturmaktadır. DSÖ Başkanı Tedros Adhanom Ghebreyesus, Koç ve Maryland Üniversitelerinin ortaklaşa gerçekleştirdiği bir çalışmaya atıfta bulunarak, gelişmiş ülkelerin yoksul ülkelere aşıda erişim sağlamaması halinde küresel ekonominin toplam 9,2 trilyon ABD Doları dolayında zarar görebileceğini vurgulamıştır. Bu zararın yaklaşık 4,5 trilyon ABD Dolarının en zengin ülkelere ait olması beklenmektedir.

Dünyada üretim, istihdam ve yatırım gibi alanlarda iyileşme yavaş iken finans piyasalarında daha hızlı yükseliş dikkat çekmeye devam etmektedir.

#### Küresel Ekonomik Göstergeler

	30.3.2019	30.3.2020	4.1.2021	30.3.2021	Yılbaşına Göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	69,0	25,7	51,1	64,1	25,4	149,4	-7,0
MSCI Dünya Endeksi*	2131	1852	2690	2811	4,5	51,8	31,9
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi*	1058	832	1291	1319	2,2	58,5	24,7
MSCI Türkiye Endeksi*	1272	1161	1691	1471	-13,0	26,7	15,6
VIX Endeksi**	13,7	53,5	26,9	19,6	-27,1	-63,4	43,1
DXY Endeksi***	97,2	99,0	89,5	93,9	4,9	-5,1	-3,4
EUR/Dolar	1,12	1,10	1,22	1,17	-4,1	6,4	4,5
Dolar/TL	5,58	6,65	7,37	8,33	13,0	25,2	49,3
Euro/TL	6,27	7,31	9,05	9,66	6,7	32,1	54,1

Kaynak: Investing.com

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

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

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

Yukarıdaki tabloda görüleceği üzere, dünya piyasalarında stresin göstergesi olan ve salgının ortaya çıktığı dönemde küresel kriz seviyelerine (80-82) ulaşan Volatilite Endeksi (VIX), yılbaşından bu yana kayda değer bir düşüş sergilemişse de halen dalgalı seyretilmektedir.





ABD Doları'nın tüm dünyadaki değerine işaret eden Dolar Endeksi (DXY), ABD hazine tahvillerinde yükselişin damgasını vurduğu geçen çeyrek dönemde yükseliş kaydetmiş, Euro/Dolar paritesi yeniden 1,17 seviyelerine inmiş, petrol fiyatlarında da halen 2019 yılı seviyeleri kalıcı biçimde yakalanamasa da yılbaşından bu yana büyük artış dikkat çekmiştir.

Yılın ilk çeyreğine küresel fonların iştahını göstermesi açısından bakıldığında ise; MSCI Dünya Endeksi ve MSCI GOÜ Endekslerinde sırasıyla %4,5 ve %2,2'lik sınırlı ancak pozitif artış izlenmiş, MSCI Türkiye bu dönemde %13 gerileyerek gelişmekte olan ülkelerden negatif ayrılmıştır. Bu kapsamda geçen dönemde Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payının tarihi düşük seviye olan %44,2'ye gerilemesi de dikkat çekicidir.

ABD Doları'ndaki toparlanmanın baskıladığı altın fiyatlarının, ekonomik canlanmaya dair beklentiler ve yükselen ABD Hazine tahvili faiziyle son 10 yıldaki en kötü yıllık başlangıçlarından birini gerçekleştirdiği değerlendirilmiştir. Dijital varlıkların öne çıktığı süreçte FED Başkanı Powell'in kripto para birimlerine ilişkin olarak özellikle Bitcoin'in altının yerini alabileceği yönündeki açıklamaları dikkat çekmiştir.

Bununla birlikte reel ekonomi ve finansal piyasalarla birlikte birçok bölgede varlığını koruyan jeopolitik riskler de yılın geri kalanında küresel konjonktür üzerinde belirleyici olacaktır. Geçtiğimiz birkaç yıl dünya ekonomisi üzerinde baskı yaratan ABD-Çin gerginliği yeniden gündemdedir. Biden yönetimiyle Çin arasında Mart ayında yapılan ilk üst düzey görüşme sert geçmiş, ayrıca ABD ve AB "insan hakları ihlali" gerekçesiyle Çin'e karşı yaptırım kararı almıştır.

Bu arada Çin de 27 Mart 2021 tarihinde İran ile 25 yıllık bir işbirliği anlaşması imzalamış, Çin Dışişleri Bakanlığınca yapılan açıklamaya göre anılan anlaşmayla ilişkiler "stratejik ortaklık" düzeyine ulaşmıştır.

Jeopolitik gelişmeler paralelinde önümüzdeki dönemde küresel ekonomide daha çok korumacılık ve beraberinde Asya-Pasifik'te yakın zamanda kurulan Bölgesel Kapsamlı Ekonomik Ortaklık (RCEP) örneğinde olduğu gibi daha fazla bölgeselleşme adımları beklenmektedir.

### **ABD: Ekonomide ısınma sinyalleri**

Uzun büyüme süreci salgınla kesintiye uğrayan ABD ekonomisi, 2020 yılında %3,5 düzeyinde daralmıştır. Ülkede aşılama sürecinin pek çok ülkeden çok daha hızlı olduğu değerlendirilmekte, destek paketleri ile genişleyici para politikasının desteğiyle 2021 yılı için ekonomide %5 üzerinde büyüme sağlanabileceği dile getirilmektedir. Bununla birlikte salgın tedbirleri işletmelerin faaliyetleri üzerinde baskı yaratmaya devam ederken işgücü piyasasındaki iyileşme zayıf seyretmektedir.

ABD'de parasal genişlemenin yanı sıra petrol ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen artış enflasyon öngörülerini artırmıştır. Bu doğrultuda 10 yıllık tahvillerde artışla piyasalarda FED'in politika faizini öngörülenden daha erken arttırabileceği yönünde endişe oluşmuştur. "Küresel düşük enflasyon ortamı yakın zamanda değişmeyecektir" şeklinde konuşan FED Başkanı Powell, istihdam ve enflasyon hedeflerine ulaşılana kadar genişleyici para politikalarının sürdürüleceğini yinelemiştir. Ülkede işsiz sayısının 10 milyonun altında olduğu salgın öncesi döneme dönüş hedeflenirken; Powell, enflasyonun bir süre %2'nin üzerine çıkmasına izin vereceklerini açıklamıştır. FED üyelerinin 2021 yılı büyüme beklentisi Mart ayında 2,3 puan artarak %6,5 olmuş; 2022 ve 2023 yıllarına ilişkin büyüme beklentileri ise %3,3 ve %2,2 şeklinde açıklanmıştır.

Başkanlık görevini devralan Joe Biden döneminde, eski Başkan Trump'ın onayladığı 2 trilyon ABD Doları tutarındaki teşvik paketinden yaklaşık bir yıl sonra devreye alınan ikinci ekonomiyi canlandırma paketi 1,9 trilyon ABD Doları büyüklüğünde olup, ABD vatandaşlarına doğrudan ödeme ile küçük işletmelere ve bireylere yönelik ek mali destek adımlarını içermektedir. Ayrıca paket kapsamında yapılacak ödemeyle ücretsiz aşı sağlayacak bir ulusal aşılama programının oluşturulması planlanmaktadır. Pakete yönelik bir eleştiri, tüketim ve yatırım harcamalarına çok az kaynak ayrılması nedeniyle para politikaları destekleyici olsa da özel yatırımların nasıl artacağına belirsiz olduğu şeklindedir.

ABD'nin en büyük kamu yatırım planlarından biri de geçen dönemde açıklanmış, 2 trilyon ABD Doları'nı aşan plan kapsamında alt yapı yatırımlarına 621 milyar ABD Doları bütçe ayrılmıştır.

### **AVRUPA: Toparlama daha yavaş seyrediyor**

Euro Bölgesi'nde 2020 yılında ekonominin %6,8 oranında daraldığı açıklanmıştır. Vaka sayılarının artış hızındaki yavaşlamanın etkisiyle Mart ayından itibaren kısıtlamaların kademeli kaldırılması gündemde olsa da uzun süre kapalı kalan işletmelerin ve ekonomide KOBİ ağırlığının etkisiyle Avrupa'nın salgından ABD'ye göre daha fazla etkilenmekte olduğu değerlendirilmektedir. AB içinde ekonomisi turizme bağlı ülkelerin baskısıyla aşı pasaportu çalışmaları onaylanarak sistemin yaklaşık üç ay içinde- diğer deyişle yaz dönemi- kurulabileceği açıklanmıştır.

Geçen dönemde negatif faiz politikasını (politika faizi %0 ve mevduat faizi -%0,5 seviyesinde) sürdüren ECB, Mart ayı toplantısında da faiz oranında ve tahvil alım programı büyüklüğünde değişikliğe gitmemiştir. Pandemi Acil Varlık Alım Programı (PEPP) 1,85 trilyon Euro seviyesinde olan ECB, yılın ikinci çeyreğinde tahvil getirilerindeki yükselişi sınırlandırmak amacıyla tahvil alım hızını artıracaklarını ancak erken sıkılaştırmanın arzu edilen bir durum olmadığını açıklamıştır. Banka, Euro Alanı için 2021 yılı ekonomik daralma tahminini %3,9'dan %4'e, 2022 yılı için %4,2'den %4,1'e sınırlı biçimde revize ederken 2023 yılı beklentisini %2,1 olarak bırakmıştır. AB Komisyonu'nun 2021 Kış Ekonomik Tahminler Raporu'nda ise Euro Alanı'nda ortalama enflasyonun bu yıl %1,4, 2022'de de %1,3 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

Brexit şokunu sindirmeye çalışırken salgınla mücadelede bocalayan İngiliz ekonomisi, 2009 yılı küresel finans krizinde yaşanan daralmanın yaklaşık iki katı düzeyinde küçülmüştür. Bir diğer büyük ekonomi Almanya'da ise, sekiz aydır kesintisiz süren sanayi üretimindeki artış sona ermiş ve ülkedeki ekonomik aktivite 2021 yılına zayıf bir başlangıç yapmıştır.

Uzmanlar, ABD büyümesinin hızlanması ihracat odaklı Asya ekonomileri ve emtia üreticisi ülkeler için olumlu iken Türkiye açısından Avrupa ekonomisindeki toparlanmanın süreçteki önemine işaret etmektedir.

### **ÇİN: İstihdam ile sürdürülebilir büyümenin peşinde**

Çin ekonomisi, 2020 yılında neredeyse tüm ekonomiler daralırken %2,3 oranında büyümüştür. 2021 yılında Pekin yönetimi %6 oranında büyüme hedeflerken, ekonomistler bu rakamın %8'i aşabileceği değerlendirmeleri yapmaktadır. Çin Başbakanı Li Keqiang, Yıllık Ulusal Halk Kongresi'nin ardından yaptığı açıklamada, 2021'de istikrarlı büyüme ve yeni istihdam yaratılmasını temel hedef olarak belirlediklerini söylerken, "Ancak global ekonomik büyüme ve Çin'deki ekonomik toparlanma üzerindeki büyük belirsizliğin de farkındayız" diye konuşmuştur.

Çin'in geçtiğimiz yıl ekonomik aktivitede altyapı ve inşaat yatırımlarını hızlandıran mali ve parasal teşviklerle birlikte ihracatta yakaladığı artış destekleyici olmuştur. Mart ayında da Çin'den gelen dış ticaret verileri, hem ülkeye hem de dünya ticaretine yönelik büyüme sinyallerinin bir yenisini olarak değerlendirilmiştir. Çin'in, tıbbi ekipman ve evden çalışmaya yönelik ürünler ağırlıklı olmak üzere ihracatı yılın ilk iki ayında yıllık bazda beklentilerin üzerinde %60,6 oranında artmıştır. Çin'de aynı dönemde ithalat da %22,2 yükselmiştir.

Çin Merkez Bankası (PBoC), Mart ayındaki toplantısında on birinci kez faizleri değiştirmemiş ve bir yıl orta vadeli kiralama olanağı (MLF) enstrümanı üzerinden piyasaya 15,37 milyar ABD Doları karşılığında likidite sağlamıştır. Tahvil baskısı piyasalarda sürerken Çin'de devlet destekli fonların, piyasalara müdahale ettiği izlenmiş ve böylece kayıplar telafi edilmiştir.

Ayrıca Pekin yönetiminin Sincan bölgesindeki Uygur Türklerine yönelik politikalarına duyulan rahatsızlık AB kanadında da "soykırım" açıklamalarına varıncasına artmış; buna karşılık Çin ABD, AB, İngiltere ve



Kanada'nın mal varlıklarını dondurma ve seyahat yasağı gibi uygulamalarına bu ülkelere yönelik yeni yaptırımlarla karşılık vermiştir.

Geçen dönemde atılan işbirliği adımları doğrultusunda İran'ın da Çin'in Doğu Asya'dan Avrupa'ya uzanan "Kuşak ve Yol" altyapı projesine dahil olacağı açıklanmıştır.

### **GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Riskler fırsatların önünde**

Gelişmekte olan ülkelerin birbirlerinden çok farklı olan dinamikleri ve risk unsurları mevcut iken küresel ekonomide son dönemde yaşanan gelişmeler genel itibarıyla bu ekonomilerdeki şartları zorlaştırmıştır. Yıl başında yüksek likidite ortamı ve aşılardan kaynaklı olarak GOÜ'lere dönük izlenen yatırımcı ilgisi son dönemde azalmış gözükmektedir.

IIF'nin açıkladığı verilere göre; GOÜ'lere Ocak ayında 53,5 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşen portföy yatırımı girişi Şubat ayında 31,2 milyar ABD Doları'na gerilemiştir. Bu rakamın Ağustos 2020'den bu yana en düşük düzey olduğuna işaret edilmiştir. Ardından "risksiz" olarak algılanan ABD'nin Hazine tahvillerinin getirisindeki yükseliş gelişen pazarlarda sermaye çıkışı yaratmış; IIF, Mart başında bu piyasalarda gerçekleşen sermaye çıkışının FED'in 2013 yılında parasal sıkılaşma sinyali verdiği sürece yaklaştığını değerlendirmiştir. Kuruluş, Mart ayında GOÜ'lere 10,1 milyar ABD Doları düzeyinde portföy yatırımı girişi olduğunu açıklamıştır. Bu rakam Nisan 2020'den bu yana kaydedilen en düşük seviye olmuştur.

GOÜ'ler için yüksek işsizlik ve bozulan kamu maliyesi ana sorunlar olurken; sıcak para çıkışlarının sürmesi halinde faiz artışı seçeneğinin devreye girebileceği ve bununla da iç talebin baskılanabileceği belirtilmektedir.

ABD Hazine tahvili faizlerindeki artışa paralel olarak; özellikle TL ile Brezilya Reali gibi yüksek faiz ortamındaki para birimleri ABD Doları karşısında değer kaybetmiştir.

Bazı gelişmekte olan ekonomilerde krizin ardından değişen düzen çeşitli fırsatlar da getirmiştir. UNCTAD'ın "Küresel Ticaret- Şubat 2020" raporu küresel ticaret hacminin 2020'de %6 gerileyen mal ticaretinde yılın son çeyreğinde çeyrek dönemlik yaşanan %8 artışta GOÜ'lerin rolüne işaret etmiştir. UNCTAD, özellikle Doğu Asya ekonomilerinin güçlü ihracat performansı ve küresel ticarete kazandıkları yeni pazar payı ile iyileşmenin itici gücü olduğunu belirtmiştir. Kuruluş, ilaveten Mart ayında küresel ticaret ve kalkınma raporunda Brezilya, Türkiye ve ABD'de geçen dönemde görülen toparlanmaları "pozitif sürprizler" olarak nitelendirmiş; Latin Amerika ve Afrika ülkelerinde artan borçlanmaya dikkat çekmiştir.

The Economist'te yayımlanan 27 Mart tarihli bir makalede ise Türkiye'nin son on yılda bu ülkelerin çoğundan daha hızlı büyüdüğü, hatta 2020 yılında mütevazı da olsa büyüme gerçekleştirmeyi başardığı ancak izlenen politikalarda merkez bankası özerkliği de dahil olmak üzere ekonomik istikrarı sağlayan kurumsal kısıtlamaların aşındığı eleştirisi yapılarak; Türkiye ekonomisinde yaşanan sorunlardan GOÜ'lerin ders çıkarması gerektiği belirtilmiştir.

### **PETROL FİYATLARI: Piyasada dalga boyu arttı**

Petrol fiyatlarında salgın ve jeopolitik risklerin etkisiyle geçen yıl başlayan dalgalanma, geçtiğimiz çeyrek dönemde artarak sürmüştür. 5 Nisan 2021 tarihi itibarıyla, Brent türü ham petrolün varil fiyatı 64,9 ABD Doları'dır.

Aşının yaygın kullanımı ve OPEC+ kararlarına paralel olarak fiyatlarda izlenen yükseliş, ABD'de teşvik paketinin Senatoda onaylanması ve Suudi Arabistan'ın petrol liman ve tesislerine düzenlenen saldırılarla hızlanmıştır. 2020 yılı sonunda 50 ABD Doları'nı aşan Brent türü ham petrolün varil fiyatı, bu gelişmelerle 71 ABD Doları'na kadar çıkmıştır. Hemen ardından petrol fiyatları, artan petrol stoklarının etkisiyle mevcut belirsizlik ortamında 60 ABD Doları'nın altına gerilemiştir. Salgın koşullarında küresel ticaret zincirindeki bozulmalar nedeniyle konteyner tedarik sorunu yaşanan ticarete son olarak, Süveyş

Kanalı'nda karaya oturan konteyner gemisi sorun yaratmış; gelişme petrol fiyatlarını geçici de olsa artırmıştır. Petrol piyasasında Avrupa ve ABD'de artan vaka sayısı nedeniyle canlanmanın sınırlı kalacağı görüşü mevcuttur.

Uluslararası Enerji Ajansı (UEA), petrol talebinin 2023 yılına kadar salgın öncesi seviyelere dönmesini beklememektedir. Ajansın Mart ayı raporunda, "Petrolde 70 ABD Doları'na yaklaşan sert ralli, yeni bir 'süper döngü'nün eşliğinde olduğu tartışmasını gündeme getirdi. Ancak bizim verilerimiz ve analizlerimiz tam aksini söylüyor. Öncelikle petrol stokları düşüğe rağmen hala yüksek. Ayrıca petrol tanklarında küresel petrol piyasasının tedarikini sağlamak için fazlasıyla petrol mevcut' açıklamasını yapmıştır.

Süreçte fiyatlardaki yükseliş, 2020 yılında yaşadıkları mali sıkıntılara karşın petrol ihracatçılarına destek sağlarken, büyüme beklentisi içinde olan küresel ekonominin geneli için arz sıkışıklığı, yüksek enerji maliyeti ve enflasyon riski doğurmuştur.

## TÜRKİYE

### Faiz ve Döviz Kurunda Artış, Ekonomide Darboğaz Yaratıyor

2020 yılının üçüncü çeyreğinde %6,7'lik bir büyüme ile önemli bir toparlanma sergileyen Türkiye ekonomisi, yılı Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı'nda (2021 - 2023 / Revize YEP) "iyimser senaryo" kapsamında ortaya konan %0,3'lük hedefe yakın biçimde tamamlayacak gözükmektedir. Salgın ortamında bu pozitif performansa karşın yıllık olarak son üç senedir potansiyel büyüme oranının gerilemekte olduğu (2018'de %3, 2019'da %0,9) ekonomide, yapısal sorunların kırılabilirliği artırdığı izlenmektedir.

#### Makroekonomik Göstergeler

	2018	2019	2020	2021		
<b>Büyüme</b>						
GSYH Büyüme (%)	3,0	0,9	1,8			
GSYH (milyar TL)	3758	4320	5048			
GSYH (milyar \$)	797	761	717			
<b>Enflasyon</b>				<b>Oca.21</b>	<b>Şub.21</b>	<b>Mar.21</b>
TÜFE (yıllık)	10,23	19,71	11,86	14,97	15,61	16,19
Yİ-ÜFE (yıllık)	29,64	8,50	31,20	26,16	27,09	31,20
<b>Mevsimsellikten Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri</b>				<b>Oca.21</b>	<b>Şub.21</b>	
İşsizlik Oranı (%)	12,7	13,7	13,2		12,2	13,4
İşgücüne Katılım Oranı (%)	53,3	52,7	48,7		49,9	50,1
<b>Ödemeler Dengesi</b>				<b>Oca.21</b>	<b>Şub.21</b>	
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$) (12 aylık)	-20,7	52,7	-36,7		-36,6	-37,8
Cari İşlemler Açığı/GSYH (%)	-2,9	0,9	-5,1			
<b>Dış Ticaret</b>				<b>Oca.21</b>	<b>Şub.21</b>	
İhracat (milyar \$)	177,2	180,8	169,7		170,0	171,4
İthalat (milyar \$)	231,2	210,3	219,5		218,4	220,0
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$) (12 aylık)	-53,9	-29,5	-49,8		-48,4	-48,7
<b>Bütçe Gerçekleşmeleri</b>				<b>Oca.21</b>	<b>Şub.21</b>	<b>Mar.21</b>
Bütçe Dengesi (milyar TL)	-72,6	-123,7	-172,7	-24,2	23,2	23,8
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-1,9	-2,9	-3,4			
<b>Dış Borçlanma</b>						
Net Dış Borç/GSYH (%)	35,8	32,5	37,5			

Kaynak: TÜİK, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye, salgının dünyayı sardığı 2020 yılında %1,8'lik performansı ile büyüyen sayılı ekonomiler arasında yer almıştır. Geline nokta, ekonominin büyüklüğü cari fiyatlarla yıllık bazda %16,8 artarak 5 trilyon TL'ye yükselmiştir. Kişi başı GSYH ise 8.599 ABD Doları olmuş, böylece 2019 yılına oranla yaklaşık 610 ABD Doları azalmıştır.



Salgın döneminde gelişmiş birçok ülke zor durumda olan işletme ve vatandaşlarına hızla doğrudan ve dolaylı destek ve yardım sunarken, Türkiye'de salgın koşullarında ağırlıklı vatandaşların krediye yönlendirilmesi neticesinde bankacılık kesimi üzerinden hareketlilik yaratıldığı değerlendirilmiştir. Özel ve kamu bankalarının aktif rasyosu, Kredi Garanti Fonu destekleri ve diğer krediler ile birlikte kullanılan kredi tutarlarında yüksek bir artış gözlenmiştir. Uluslararası danışmanlık şirketi PricewaterhouseCoopers (PwC) verilerine göre; Türk bankalarının sisteme vermiş olduğu toplam kredi tutarı, 2020 yılı başındaki 2,6 trilyon TL'den yılsonunda 3,6 trilyon TL'ye ulaşarak yaklaşık %40 oranında büyümüştür.

Ekonomide büyümeye güçlü dönüşte, mevcut dengesizlik ve kırılmalıkların arttığı izlenmiştir. Turizmin salgınla durma noktasına gelmesi, ekonomiden hızlı sermaye çıkışlarının yaşanması ve kronik sorunlar enflasyon ve dolarizasyon çerçevesinde artan cari açık, geçen yıl 36,7 milyar ABD Doları ile milli gelirin %5,1'ine ulaşmıştır. Cari işlemler hesabındaki denge arayışı sonucunda, Türkiye'nin (swap/merkez bankaları arası para ve altın değişimi hariç tutulduğunda) net rezerv varlıklarında yaşanan gerilemenin 2020 yılı için 75 milyar ABD Doları'nın üzerinde olduğu hesaplanmaktadır. Salgın yılında dış ticaret açığı da %69 genişleyerek 49,8 milyar ABD Doları'na yükselmiştir. Üstelik Türkiye'nin döviz kurlarındaki artış nedeniyle mevcut dış borç yükü de ağırlaşmıştır. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın açıkladığı verilere göre; Türkiye'nin 2020 sonu itibarıyla brüt borç stoku 450 milyar ABD Doları ve bu rakamın milli gelire oranı da son 30 yılın en yüksek düzeyi olarak %62,8 olmuştur. Net dış borcu ise 269 milyar ABD Doları seviyesiyle GSYH'nin %37,5'idir. 2019'da bu oran, %32,5 olmuştur.

Salgın yılında içeride de kredi büyümesi üzerinden talepte artışın desteklediği büyüme politikası, Kasım ayında yerini ekonomi yönetiminde değişimle birlikte bir normalleşmeye ve negatif reel faizden dönüş sürecine bırakmıştır.

Türkiye, bu dönemde büyüme rakamlarında olduğu gibi yüksek enflasyon oranıyla da (2020 yılı enflasyon oranı %14,6) ülke sıralamalarında öne çıkmıştır. Bu çerçevede Hazine ve Maliye Bakanı Lütfi Elvan Mart ayı başında 2020 yılı büyüme verilerine ilişkin yaptığı açıklamada, "2021 yılında temel önceliğimiz fiyat istikrarının sağlanması... Enflasyonla mücadele politikalarımız daha kaliteli ve sürdürülebilir bir yatırım, üretim ve büyüme patikasının da önünü açacak" sözleriyle çözüm aranan öncelik alanına işaret etmiştir. Süreçte, o günkü TCMB Başkanı Naci Ağbal da kurumun %9,4 olan yılsonu enflasyon hedefi çerçevesinde sıkı duruşunu koruyacağı söylemini yineleyen açıklamalar yapmıştır.

#### OECD Ülkelerinde Enflasyon (Şubat 2021, %)

	Enflasyon		Enflasyon
Türkiye	15,6	İsveç	1,4
Meksika	3,8	Almanya	1,3
Norveç	3,3	G.Kore	1,1
Macaristan	3,1	Birleşik Krallık	0,7
Şili	2,8	İspanya	0,0
Polonya	2,4	Japonya	-0,4
Çek Cumhuriyeti	2,1	İsviçre	-0,5
OECD Ortalaması	1,7	Slovenya	-1,0
ABD	1,7	Yunanistan	-1,3

Kaynak: OECD

#### Ekonomi Reform Paketi açıklandı

Geçen dönemde, fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda yapılan sıkı para politikası söylemlerinin yanı sıra reform taahhütleri de bir iyimserlik havası yaratmış; birkaç aylık bekleyişin ardından 12 Mart 2021 tarihinde enflasyonla mücadele ve mali disiplin konularının öne çıktığı Ekonomi Reform Paketi, Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan tarafından açıklanmıştır. Reform paketinin ana hedefi, "salgın sonrası dönemin ekonomik yapılanmasına uygun, sürdürülebilir, güçlü ve kaliteli büyümeye erişim" olarak belirlenmiştir. Bu hedef altında; makroekonomik politikalar (kamu maliyesi, fiyat istikrarı, finansal



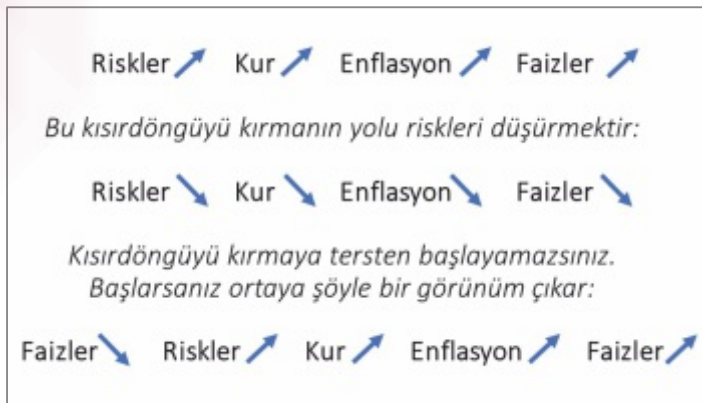
sektör, cari açık ve istihdam) ile yapısal politikalar (kurumsal yönetim, yatırımların teşvik edilmesi, iç ticaretin kolaylaştırılması, rekabet, piyasa gözetim ve denetimi) iki ana reform alanı olarak ortaya konmuştur.

Ekonomistler tarafından, raporda fiyat istikrarı konusunda ortaya konan (Fiyat İstikrarı Komitesi oluşturulması, gıda zincirinin izlenmesiyle erken uyarı sistemi kurulması, gıda israfının önlenmesi gibi) hedeflere yönelik olarak; enflasyonun en önemli nedeninin gıda sektöründeki yapısal sorunlar olarak görülerek para politikasının arka plana çekildiği eleştirisi yapılmıştır. Borç stokunun dış şoklara karşı duyarlılığını azaltabilmek için döviz cinsi borçlanmanın düşürüleceği, cari açıkla mücadele etmek amacıyla ihracata ve sanayide “yeşil dönüşüm”e destek verileceği açıklamaları ise olumlu bulunmuştur. Döviz cinsi borçlanma konusunun 2001 yılı krizden çıkış programında yer alan önemli bir kazanım olduğu ancak son dönemde bu kazanımın kaybedilmeye başlandığı ifade edilmektedir.

Ayrıca istihdamın desteklenmesi amacıyla likidite sıkıntısı çeken mikro ve küçük ölçekli firmalar için bir defaya mahsus, Kredi Garanti Fonu kefaletiyle 24 ay vadeye yayılabilecek 6 ayı geri ödemesiz 100 bin TL'ye kadar kredi imkanı yaratılmıştır. Reel sektör şirketlerinin tahvil ihraçlarına yönelik Tahvil Garanti Fonu oluşturulacağı hedefi de yinelenmiş, devlet destekleri reformu ile yatırım teşvik sistemi reformu yapılacağı açıklanmıştır. İlave olarak, salgından etkilenen 850 bin küçük esnafa yönelik -vergi gelirlerinde payı küçük olan ancak kayıt dışılık açısından endişe yaratan- vergi muafiyeti getirilmiştir.

İzleyen süreçte ise Türkiye ekonomisinde yeni bir rota değişikliği yaşandığı tartışması başlamıştır. 20 Mart gecesi TCMB yönetimindeki ani görev değişimi ekonomik göstergelerde hasar yaratmış ve tüm ekonomik aktörler açısından belirsizlikleri artırmıştır. Bu çerçevede döviz kurunda ivme ve enflasyon beklentilerinde bozulma yaşanmış, sermaye çıkışı hızlanmış, piyasa faizleri ve uzun vadeli faizlerde de artış izlenmiştir. Ekonomistler, Türkiye'nin son yıllarda ekonomik faaliyette yavaşlama üzerine para politikasında izlediği yolun sıklıkla tekrar ettiği bir döngünün oluştuğuna işaret etmektedir. Bu kapsamda düşük faiz politikası üzerinden büyümenin teşvik edilmesinin döviz kurunda ataklara ve ardından tekrar faizde artış ve ekonomide durgunluğa neden olduğu dile getirilmektedir.

### Dolarizasyon İçinde Bulunan Ülkelerde Parasal Akım Şeması



Kaynak: mahfiegilmez.com

Yukarıdaki tabloda, Türkiye ekonomisinde “yüksek kur, yüksek faiz ve yüksek enflasyon”dan oluşan bir sarmalın içine girildiği ifade edilmektedir. Bu kapsamda ekonomide düşük döviz rezervleri, yüksek dış finansman ihtiyacı ve yüksek yurt içi döviz mevduatı çerçevesinde kırılganlıklara işaret edilmekte, risk yönetiminin önemi vurgulanmaktadır. Bu çerçevede de ekonomiye güven tesisi ve dövizden TL'ye dönüş / “ters dolarizasyon” kilit rolde görülmektedir.

Döviz cinsinden borçlanmada, geçen dönemde düşüş kaydedilse de açık pozisyon sorun oluşturmaktadır. Genel olarak kredi ödemelerinde sıkıntı yaşanmakta, finansal yeniden yapılandırma başvuruları artmakta ve sorunlu krediler de ekonominin güçlü yanlarından birini oluşturan bankacılık sektöründe risk



yaratmaktadır. PwC verilerine göre; 2020 yılı içerisinde 250 milyar TL tutarında kredi yeniden yapılandırılmıştır. Sorunlu kredilerde öne çıkan inşaat sektöründe tahsili geçmiş kredi tutarı %10'dur. 2018 yılı itibarıyla kamu bankalarının son 15 yılda ilk kez özel bankaların üzerine çıkan kredi hacmi izleyen yıllarda daha da artmıştır. Salgın sonrasında kamu bankalarının piyasada aktif rol üstlenmesinin bir sonucu olarak 2021 yılında enflasyonda, geri dönmeyen kredi potansiyelinde ve görev zararlarında artış beklenmektedir. Sorunlu kredi konusunun şeffaf biçimde ortaya konarak çözümü bir diğer kritik konu olmaktadır.

Türkiye ekonomisinde 2021 yılı büyüme beklentileri kapsamında ise IMF, Mart ayı başında tamamladığı çalışmalar çerçevesinde daha önce açıkladığı %6,0'lık tahmini koruduğunu açıklamıştır. Kuruluşun 2022 yılı için büyüme öngörüsü ise %3,5 olmuştur. Türkiye ekonomisinde büyümenin finansmanı, üretim yapısında dönüşüm ihtiyacı gibi konularda atılacak adımlar aciliyet kazanırken; dijitalleşme, toplumsal cinsiyet eşitliği, küresel iklim krizi gibi bugünün öne çıkan gündemi de eylem gerektirmektedir. ABD Başkanı Biden döneminde Beyaz Saray'dan yapılan ilk Türkiye açıklamalarının, İstanbul Sözleşmesi ve Paris İklim Anlaşması konularında olması da bu açıdan öne çıkmıştır. Salgınla hızlanan dijitalleşmenin çalışan sayısını azaltmaya odaklı dönüşüm getirmesi, artan işsizlik ortamında bir diğer önemli mesele haline gelmiş bulunmaktadır.

### **Büyüme: Salgın yılında güçlü büyüme**

Türkiye ekonomisi, 2020 yılı son çeyrek döneminde %5,9 ve yıl genelinde %1,8 büyüme kaydetmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH verileri ise yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyetteki büyümenin bir önceki çeyreğe göre ivme kaybettiğini göstermiştir. Bu çerçevede çeyreklik bazda Temmuz-Eylül 2020 döneminde %15,9 genişleyen ekonomi, Eylül-Aralık 2020 döneminde %1,7 büyümüştür.

Yıl genelinde GSYH'ye özel tüketim %8,2 artışla 4,7 puan ve yatırımlar %10,3'lük artışla 2,6 puan katkı vermiştir. Kamu tüketiminde artış %6,6 olmuştur. Ayrıca yatırım harcamaları son çeyrekte ivme kaybetmiş, bununla birlikte %38,7'lik yükseliş ile dokuz yılı aşkın sürenin en güçlü performansını sergileyen makine ve teçhizat yatırımları büyümeye 3,7 puan katkı yapmıştır. 2020 yılında %14,7 gerileyen inşaat yatırımları ise büyümeyi 1,8 puan sınırlandırmıştır. Dış ticaret ve stoklar da salgın yılında büyümenin hızını kesmiştir.

Üretim yöntemine göre GSYH'deki değişimlere bakıldığında ise inşaat sektörü dışındaki tüm sektörlerin (hizmetler sektörü 2,9 puan, sanayi 2 puan ve tarım 0,2 puan) büyümeye pozitif katkı vermesi dikkat çekmiştir. Yıl genelinde %2 büyüyen sanayideki güçlü seyir dikkat çekerken, inşaat sektörü %3,5 daralma ile GSYH'yi 0,8 puan aşağı çekmiştir. Hizmetler sektörü %4,3, tarım sektörü de %4,8 büyümüştür.

### **Enflasyon: Ertelenmiş fiyat artışları gündemde**

Yıllık enflasyonda yükseliş ivmesi geçen çeyrek dönemde de devam etmiştir. TÜİK verilerine göre; tüketici fiyatları endeksi, Mart'ta yıllık %16,19 ve aylık %1,08 artış kaydetmiştir. Yıllık TÜFE oranı böylece 2019 yılı Temmuz ayından bu yana en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Döviz kurunda artış yaşanan Mart 2020'de yurtiçi üretici fiyat endeksi de bir önceki yılın aynı dönemine göre %31,20 artış ile Aralık 2018'den bu yana en yüksek seviyeyi görmüştür. Mart ayında Yİ-ÜFE'de aylık artış %4,13 olmuştur.

TÜFE'de yıllık olarak en fazla artış yaşanan grup %24,85 ile ulaştırma grubu olmuş, bir önceki yılın aynı ayına göre artışın düşük olduğu diğer ana gruplar ise %7,43 ile giyim ve ayakkabı, %8,01 ile haberleşme ve %8,33 ile eğitim olmuştur. Aylık bazda bakıldığında ise 2021 yılı Mart ayında artışın yüksek olduğu gruplar ise % 3,70 ile sağlık, %2,77 ile eğitim ve %2,60 ile lokanta ve oteller olmuştur. En az artış gösteren ana gruplar %0,54 ile ev eşyası ve %0,70 ile konut olarak açıklanmıştır.

Enflasyonun kontrol altına alınıp alınamayacağı konusunda esas gösterge olarak kabul edilen ve fiyatlarda gözlemlenen B (işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE) ve C (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ve altın hariç TÜFE) çekirdek endeksi yıllık bazda sırasıyla %17,49 ve %16,88 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Enflasyon artışında gıda ve emtia fiyatları, kısıtlamalarda geçen dönemki gevşeme, döviz kurlarındaki artışların gecikmeli yansımaları ve tedarik zinciri sorunlarının etkili olduğu değerlendirilmiştir. Çekirdek enflasyon göstergelerindeki yüksek seviyeler ile ÜFE/TÜFE makası enflasyon üzerinde önümüzdeki dönem için de baskı oluşturmaktadır. Sıkı para politikasının devamı halinde kur ve talep üzerinde etkili olarak maliyet ve talep kaynaklı enflasyonist risklerin sınırlanabileceği de belirtilmektedir.

TCMB'nin Ocak ayı Enflasyon Raporu'na göre enflasyon öngörülleri 2021 – 2023 dönemi için yıllar itibarıyla sırasıyla %9,4, %7 ve %5 olup sıradaki güncel veriler Nisan ayı sonunda açıklanacaktır.

### **Para Politikası: Faizde önden yüklemeli artış yaşandı**

TCMB PPK, Şubat ayı toplantısında politika faizini %17 seviyesinde tutmuş olmasına rağmen; Kurulun zorunlu karşılıklar üzerinden para politikasında daraltıcı önlem alması, politika faizine müdahale etmeden piyasa faizlerini artırma çabası olarak değerlendirilip bir algı sorunu yaratmıştır. Mart ayı toplantısında ise TCMB, politika faizini piyasa beklentilerinin üzerinde 200 baz puan artırmıştır.

Toplantı sonrasında yapılan ve uluslararası gelişmelere ilişkin değerlendirmelerin dikkat çektiği açıklamada, yükselen emtia fiyatları ve artan enflasyon beklentileriyle birlikte uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara işaret edilmiştir. Ayrıca Kasım'dan itibaren finansal koşullardaki sıkılaşmayla yavaşlayan kredi büyümesinin son dönemde bir miktar yükseldiği belirtilirken, bu gelişmelerin enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğu gerekçe göstererek önden yüklemeli faiz artışına gidildiği açıklanmıştır. Açıklamada, Banka'nın sıkı para politikası duruşunun, 2021 yılsonu tahmin hedefi dikkate alınarak enflasyonda kalıcı düşüşe ve fiyat istikrarına işaret eden güçlü göstergeler oluşana kadar kararlılıkla uzun bir müddet sürdürüleceği hususuna da yer verilmiştir.

TCMB'de yeni yönetimin izleyeceği yol açısından piyasalarda bir tür kredibilite testi olarak görülen Mart ayı toplantısından çıkan kararda, mevcut ekonomik görünümün yanı sıra iç politik ve dış ekonomik gelişmelerin etkisi olduğu değerlendirilmiştir. Ardından TCMB başkanlık koltuğunda son 2,5 yılda üçüncü kez değişim yaşanması, kuruma ilişkin kredibilite tartışmalarını artırmıştır.

Şubat ayında beklentilerin üzerinde artan enflasyon üzerine Financial Times'ta yayımlanan bir makalede, bu gelişmenin Yeni Başkan Şahap Kavcıoğlu'nu ikilemde bıraktığı savunulmuş, hükümetin ekonomik büyüme için borçlanma maliyetlerinin azaltılmasını isterken faizde düşüşün enflasyon artışı ve TL'de zayıflama tehdidi taşıdığı ifade edilmiştir.

TCMB PPK, Nisan ayı toplantısında ise politika faizini %19 seviyesinde sabit tutmuştur.

### **Dış Ticaret: Parite destekleyici, ilk çeyrek umut verici**

TÜİK verilerine göre; Şubat ayında ihracat yıllık bazda %9,6 artışla 16 milyar ABD Doları ve ithalat yıllık bazda %9,4 artışla 19,3 milyar ABD Doları seviyelerine ulaşmış; dış ticaret açığı söz konusu ayda yıllık bazda %8,7 artarak 3,3 milyar ABD Doları olmuştur. Bu dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %82,9 olarak gerçekleşmiştir.

Şubat ayında ihracatta ilk sırayı 1,5 milyar ABD Doları ile Almanya alırken bu ülkeyi sırasıyla; 965 milyon ABD Doları ile Birleşik Krallık, 917 milyon ABD Doları ile ABD, 833 milyon ABD Doları ile İtalya, 755 milyon ABD Doları ile Fransa takip etmiştir. İlk 5 ülkeye yapılan ihracat, toplam ihracatın %31'ini oluşturmuştur.



İthalatta ise Çin 2,2 milyar ABD Doları ile ilk sırayı almıştır. Ülkeyi sırasıyla; 1,7 milyar ABD Doları ile Rusya, 1,7 milyar ABD Doları ile Almanya, 931 milyon ABD Doları ile İtalya, 850 milyon ABD Doları ile ABD izlemiştir. İlk 5 ülkeden yapılan ithalat, toplam ithalatın %38,5'ini oluşturmuştur.

Ocak-Şubat döneminde, dış ticaret açığı %15,9 azalarak 7,5 milyar ABD Doları'ndan 6,3 milyar ABD Doları'na gerilemiş; bu dönemki ihracat artışına Euro/ Dolar paritesindeki yükselişin destek verdiği izlenmiştir.

Ticaret Bakanı Ruhsar Pekcan tarafından açıklanan öncü verilere göre ise yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine oranla ihracat %17,3 artışla 50 milyar ABD Doları ve ithalat da %9,7 artışla 61 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede bugüne kadarki en yüksek ilk çeyrek ihracat değeri yakalanmış, dış ticaret açığı Ocak – Mart dönemi geçen yılın ilk çeyreğine göre %15,2 düşüşle 11 milyar ABD Doları olmuştur.

### **Ödemeler Dengesi: Cari açık yıla ılımlı başladı**

TCMB istatistiklerine göre; cari açık yıla görece ılımlı başlamış, geçen yılın Ocak ayında 2 milyar ABD Doları seviyesinde iken bu yılın aynı dönemi itibarıyla 1,9 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Gelişmede, turizm ve taşımacılık gelirlerinin gerilemesine karşın dış ticaret açığının da daralmış olması etkili olmuştur. 12 aylık cari açık ise 36,7 milyar ABD Doları'ndan 36,6 milyar ABD Doları'na gerilemiştir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabındaki fazla, 2020 yılı Ocak ayında 3 milyar ABD Doları iken 2021'in aynı ayında 1,2 milyar ABD Doları'na gerilemiştir.

Ocak ayında doğrudan yatırımlardan kaynaklanan net girişler 194 milyon ABD Doları olarak gerçekleşirken, net portföy yatırımları da 4,8 milyar ABD Doları olmuştur. Portföy yatırımları alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi piyasasında 293 milyon ABD Doları net satış, devlet iç borçlanma senetleri piyasasında ise 924 milyon ABD Doları net alış yaptığı görülmüştür. Ocak ayında resmi rezerv varlıkları 3,6 milyar ABD Doları ve net hata noksan kalemi 3,8 milyar ABD Doları artış göstermiştir.

Rapor yayıma hazırlanırken açıklanan verilere göre; cari denge, Şubat ayında 2,6 milyar ABD Dolar açık vermiştir.

TCMB'nin 2 Nisan haftası verilerine göre ise Banka'nın brüt döviz rezervleri 48,1 milyar ABD Doları'na gerilerken net uluslararası rezervler haftalık bazda 2,1 milyar ABD Doları azalarak 10,7 milyar ABD Doları olmuştur.

Son olarak IMF'nin, üye ülkelere özel çekme hakları sistemi olan SDR üzerinden salgınla mücadele için fon tahsis etmesi konusu gündeme gelmiş olup, uygulamaya geçilmesi halinde Türkiye ve onun gibi rezerv kaybı yaşayan ülkeler için bir miktar döviz katkısı imkanı ortaya çıkacaktır.

Önümüzdeki dönemde ayrıca güçlü Dolar ve zayıf seyreden Avrupa ekonomisi risk oluştursa da dış talepte artış beklentisi paralelinde Türkiye'nin ihracat performansında yaşanabilecek canlanma ödemeler dengesi üzerinde destekleyici olabilecektir.

### **Bütçe Dengesi: Vergi gelirleri öne çıktı**

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın verilerine göre; 2020 yılı Şubat ayında 7,3 milyar TL açık veren merkezi yönetim bütçesi, 2021 yılı Şubat ayında 23,2 milyar TL fazla vermiştir.

Şubat ayında bütçe gelirleri yıllık bazda %38,8 artarak 119,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri yıllık bazda %37,2 artışla 98,4 milyar TL olmuş, vergi borçlarında gerçekleştirilen yeniden

yapılandırmaların vergi gelirlerini desteklediği değerlendirilmiştir. Bu dönemde kurumlar vergisi ve ithalde alınan katma değer vergisi gelirlerindeki artışlar öne çıkmıştır.

Şubat'ta bütçe giderleri ise yıllık bazda %3,1 artarak 96,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz harcamaları %9,9 azalarak 12,8 milyar TL ve faiz dışı harcamalar da %5,4 artarak 83,6 milyar TL olmuş, faiz dışı denge 35,9 milyar TL fazla vermiştir. Dış borç faiz ödemeleri %114,4'lük artışla 4,1 milyar TL düzeyine yükselerek faiz harcamalarındaki azalmayı sınırlandırmıştır. Faiz dışı harcamalar arasında ise salgın tedbirlerinin sürmesinin etkisiyle, cari transferler kalemindeki yıllık artış oranı %14,6 olmuştur.

Merkezi yönetim bütçesi Mart ayında da 23,8 milyar TL fazla vermiş, gelişmede TCMB kar aktarımı ile borç yapılandırmalarının etkili olduğu değerlendirilmiştir. Böylece bütçe, Ocak-Mart döneminde 22,8 milyar TL fazla vermiştir.

Önümüzdeki dönemde bütçe üzerinde salgının seyri ve vergi gelirleri ile tasarruf politikalarının belirleyici olması beklenmektedir.

### **İstihdam: İşsizlikte yeni veri setine geçildi**

Uluslararası Çalışma Örgütü ve AB İstatistik Ofisi kararları doğrultusunda yaptığı revizyon ile işsizlik hesaplama yöntemini değiştirdiğini açıklayan TÜİK, Mart ayında halihazırdaki sistem uyarınca (Kasım-Aralık- Ocak aylarını kapsayan) Aralık 2020 dönemi istatistiklerini duyurmak yerine 2021 Ocak ayı verilerini yayımlamıştır.

Bundan böyle işsizlik istatistikleri kapsamında dört oran açıklayacak olan kurum, bunlardan ilki olan klasik işsizlik oranını Ocak 2021 için %12,2 olarak duyurmuştur. Bu oran değişiklik öncesi açıklanan verilere göre Kasım döneminde %12,9 olmuştur. Ocak ayında istihdam edilenlerin sayısı bir önceki aya göre tarım sektöründe 366 bin kişi, sanayi sektöründe 14 bin kişi, hizmetler sektöründe 451 bin kişi artarken inşaat sektöründe 9 bin kişi azalmıştır. İstihdam edilenlerin %18,6'sı tarım, %21,1'i sanayi, %5,8'i inşaat, %54,5'i ise hizmet sektöründe yer almıştır.

Diğer işsizlik oranları; işsiz sayısına zamana bağlı eksik istihdam eklendiğinde %20,9, potansiyel işgücü eklendiğinde %23,6 ve her iki kesim birden işsiz sayısına eklendiğinde de %30,2 (atıl işsizlik) olmuştur.

Eski tanım ve kavramlara dayalı olarak, 2020 yılı işsizlik oranı ise bir önceki yıla göre 0,5 puan azalarak %13,2 şeklinde açıklanmıştır. Aynı dönemde istihdam edilen kişi sayısı yaklaşık 1,3 milyon kişi azalırken işgücüne katılma oranı da 3,7 puan düşerek %49,3'e inmiştir. Mevsimlik çalışanlar ile çalışmaya hazır olduğu halde son 4 haftadır iş başvurusu yapmadığı için işgücünde yer almayanların işgücüne dâhil edilmesi ile hesaplanan "geniş tanımlı işsizlik oranı" 4,2 puan artarak %23,8 olmuştur.

Rapor yayıma hazırlanırken açıklanan Şubat ayı verilerine göre; işsizlik oranı aylık bazda 0,7 puanlık artışla %13,4'e yükselmiş, atıl işgücü oranı 1,2 puan azalarak %28,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

İstihdamın sürekliliği açısından çok önemli bir destek olan kısa çalışma ödeneği uygulamasının sürdürülmesi, hem işveren kesimi hem de çalışan kesimi temsilcileri tarafından yoğun olarak talep edilmiş olmasına rağmen 31 Mart itibarı ile sona erdirilmiştir. Ayrıca iş sözleşmelerinin işveren tarafından feshi yasağı ve çalışana ücretsiz izin verilebilmesi süresinin de 17 Mayıs 2021 tarihinde dolacak olması işsizlik tablosunda önümüzdeki döneme yönelik endişeleri artırmaktadır.

### **Güven Endeksleri: İnşaatla negatif ayrışma var**

TÜİK'in Ekonomik Güven Endeksi, Şubat ayındaki 95,8 seviyesinden Mart ayında %3,3 oranında artarak 98,9'a yükselmiştir. Artışın kaynağı tüketici, reel kesim (imalat sanayi), hizmet ve perakende ticaret sektörü güven endekslerindeki yükseliş olmuştur.





Sektörel Güven Endeksleri Mart'ta bir önceki aya göre hizmet sektöründe %5,1, perakende ticaret sektöründe %0,2 artarken inşaat sektöründe %4 azalmıştır. Böylece sektörlerdeki güven endeksleri sırasıyla hizmet sektörü için 105,5, perakende ticarete 109,2 ve inşaat sektöründe 79,8 olmuştur. Reel kesim güven endeksi de Mart ayında bir önceki aya göre 1,5 puan artarak 110,8 ile yaklaşık son 3 yılın zirvesine yükselmiştir.

Tüketici Güven Endeksi ise bu dönemde %2,5 artarak 84,5 düzeyinden 86,7 düzeyine çıkmıştır. TÜİK, geçen dönemde önce endekste hesaplama yönteminden “işsiz sayısı beklentisi” ile “tasarruf etme ihtimali beklentisi”ni çıkarmış, yerlerine “hanenin mevcut maddi durumu” ve “yeni dayanıklı tüketim malı satın alma düşüncesi”ni eklemiştir.

### Kredi Notu ve Risk Primi: Finansman maliyeti artıyor

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

Ülke kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan üç büyük kuruluş nezdinde yatırım seviyesinin altında bulunsa da son dönemde bir sonraki not artışının yönünü gösterdiği şeklinde değerlendirilen not görünümü iyileşme içine girmiştir. Bu çerçevede Fitch Ratings, Şubat ayında Türkiye'nin kredi notunu "BB-" olarak teyit ederken; not görünümünü bir basamak daha olumluya, negatiften durağana çevirmiştir. Fitch analistleri, not artışı için ise dış kırılganlıkların azaltılmasına ihtiyaç olduğunu dile getirmiştir.

### Türkiye'nin Kurumlar Nezdinde Kredi Not ve Görünümü

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

Türkiye'nin kredi notu Moody's nezdinde "B2" seviyesi ve "negatif" görünümde iken Standard&Poor's (S&P) tarafında ise "B+" ve "durağan"dır. Söz konusu listeleri paylaştığı ülke ekonomilerinin, ağırlıklı olarak daha küçük ve daha yeni serbestleşmiş ekonomiler olması dikkat çekicidir. TCMB Başkanının değişmesiyle, söz konusu kuruluşlardan bu gelişmenin önümüzdeki dönemde kredi notu kararlarına yansımaları olabileceği yönünde beyanlarda bulunulmuştur.

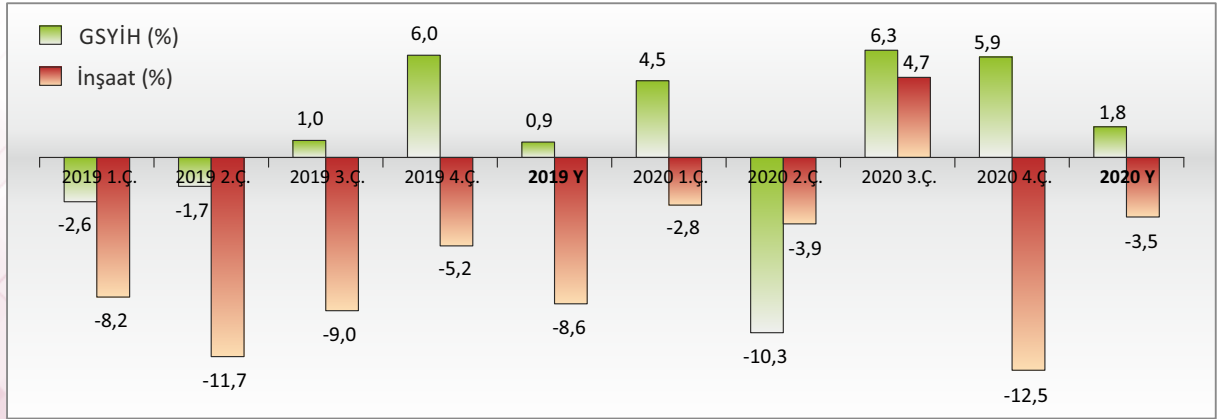
Türkiye'nin, 2020 yılı sonunda dış borç maliyetine yansıyan kritik seviye olarak gösterilen 300 puanın altına düşen ve 2021 yılı Şubat ayı sonuna kadar da bu düzeyi koruyan 5 yıllık CDS (Kredi Temerrüt Riski) primi ise artış halindedir. Gösterge, 5 Nisan 2021 itibarıyla 451 seviyesindedir. CDS primi, ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre günlük olarak güncellenmekte ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik ve objektif bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Büyüme Kısa Sürdü

GSYH içindeki doğrudan payı %5,4 olarak ölçülen, ancak 200'ü aşkın alt sektör üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri ile birlikte ekonomi içerisindeki payının %30'lara ulaştığı değerlendirilen inşaat sektöründe daralma sürmektedir. 2018 yılının üçüncü çeyreğinde daralmaya başlayan sektörde, uygun faiz koşulları ve destekleyici politikaların ağırlıklı etkisiyle 2020'nin üçüncü çeyrek döneminde %6,4'lük büyüme yaşanmıştı. Sektör, son çeyrekte ise keskin bir daralma (-%12,5) sonucunda yılı %3,5 oranında küçülme ile tamamlamıştır. Dönemin salgın koşulları, sektördeki kırılmalıkların artmasına neden olmaktadır. Salgının ekonomi üzerindeki yansımalarına ve geleceğe dönük yol açtığı belirsizliklere, yılın son çeyreğinde sıkılaştırılan para politikası ve faiz koşullarındaki hızlı değişimin olumsuz etkileri eklenmiştir.

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



Kaynak: TÜİK

Ekonomide 2018 yılı ikinci yarısında döviz kuru artışları ile birlikte yaşanan sıkıntılara paralel olarak; yavaşlayan inşaat yatırımları, TÜİK verilerine göre 2020 yılının üçüncü çeyreğinde %13,8 oranında artış göstermiştir. Buna karşın yatırımlar 2020 yılı sonu itibarıyla yıllık bazda %14,7 oranında daralmıştır. 2019 yılında bu oran, -%9,3 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla yatırımlardaki yavaşlamaya salgının ivme kazandırdığı izlenmiş olup, cari fiyatlara göre geçen yıl yapılan inşaat harcamaları 628 milyar TL olarak kaydedilmiştir. Hızlanan kentsel dönüşüm çalışmaları, öncelikli büyük altyapı projeleri ile birlikte önümüzdeki dönemde sektör yatırımlarını destekleyebilecektir.

Sektörün istidam içindeki payı 2017'de %7,4, 2018'de %6,9, 2019'da %5,5 iken geçtiğimiz yıl sınırlı da olsa artarak %5,7 olmuştur. Bu kapsamda sektörde istidam edilen kişi sayısı 2018 yılında yaklaşık 2 milyon iken 2020 yılında 1 milyon 538 bin olarak gerçekleşmiştir.

#### İnşaat Sektörü Temel Göstergeler

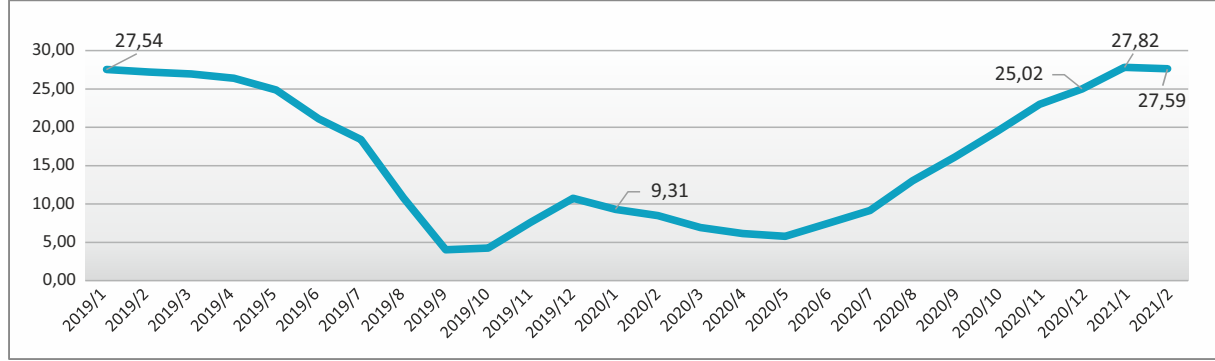
	2019	2020	Değişim (%)
GSYH Büyüme (%)	0,9	1,8	
İnşaat Sektörü Büyüme (%)	-8,6	-3,5	
İnşaat Sektörü Güven Endeksi (Aralık)	68,9	73,3	6,4
İnşaat Sektörü İstihdamı (bin kişi)	1.550	1.538	-0,7
Yapı Ruhsatı Sayısı (adet) (kümülatif)	324.839	547.211	68,4
Yapı Kullanım İzin Belgesi Sayısı (adet) (kümülatif)	740.470	599.889	-19,0
İlk El Konut Satışları (adet) (kümülatif)	511.682	469.740	-8,2
Konut Kredileri Hacmi (milyar TL) (Aralık)	199,1	278,2	39,7
Konut Kredisi Faiz Oranları (% - yıllık) (Aralık)	18,70	12,64	

Kaynak: TÜİK, BDDK, TCMB



Ekonominin lokomotifi olma özelliğinin yanı sıra yüksek istihdam potansiyeli ile işsizlikle mücadelede öne çıkan inşaat sektörünün 2020 yılında %3,5 küçülmesi ve mevcut şartlar, bazı önemli tedbirler alınması gerektiğine işaret etmektedir.

### İnşaat Maliyet Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)



Kaynak: TÜİK

Emtia fiyatları ve döviz kurlarında yaşanan yükseliş ile birlikte sektörde girdi maliyetlerinde görülen yüksek artışlar ciddi sorunlara yol açmayı sürdürmektedir. TÜİK İnşaat Maliyet Endeksi Ocak'ta yıllık %27,8 artarken endekste aylık bazdaki artış %7,4'e tırmanmıştır. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %3,2, işçilik endeksi %17,7 artmıştır. Yıllık bazdaki artışlar ise malzeme endeksi için %32,2, işçilik endeksi için %19,4 olmuştur. Endeks, Kasım 2018'den itibaren yıllık bazda en hızlı yükselişini kaydetmiştir. Endekste Şubat ayındaki yıllık artış ise 27,6 olmuştur.

İnşaat sektöründe piyasa şartlarındaki hızlı değişimler, kurdaki dalgalanmalar, salgın ve salgın tedbirleri nedeniyle çalışma koşullarının değişmesi, iş programlarındaki aksamalar nedeniyle ciddi finansal ve operasyonel sorunlar yaşanmaktadır. Bu sorunlar devamında sektörün çok sayıda alt sektörle ilişkisi kapsamında ekonominin genelinde nakit ihtiyacını artırarak kısa vadede önemli nakit akışı sorunlarına sebep olmaktadır.

Mevcut tabloda, kamu projelerindeki maliyet artışlarının karşılanabilmesini teminen firmalara fiyat farkı ödemesi veya şarta bağlı olmayan fesih hakkının tanınmasını içeren bir düzenleme ihtiyacı artarak sürmektedir. Ayrıca son olarak, sektörün üzerindeki finansman yükünün hafifletilmesi konusunda bir gelişme beklenirken stopaj ve KDV tevkifat oranlarında yapılan artışlar firmalar üzerindeki baskıyı artırmıştır. Bu kapsamda sektör üzerindeki vergi yükünün azaltılması büyük önem taşımaktadır.

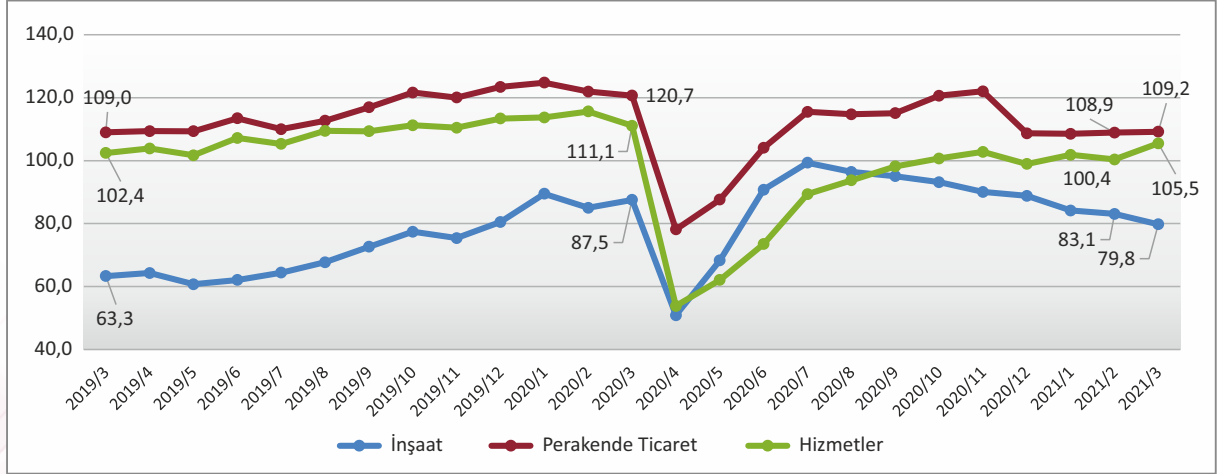
Söz konusu sorunlar paralelinde finansman/nakit akışı sıkıntısı içerisinde kalan sektörde borçluluk oranlarında artış da sürmektedir. Ekim 2019'da başlayan ve büyük şirketlerin bankalara kredi borçlarının yeniden yapılandırılmasını içeren süreçte, yapılandırma 2020 yılında 25 milyar TL büyüklüğüne ulaşmıştır. Mevcut tabloda inşaat sektörünün sorunlu kredilerde başı çektiği izlenmektedir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) verilerine göre; Ocak 2021 itibarıyla inşaat sektöründe kullanılan nakdi kredi toplamı bir yılda %20'den fazla artarak 300 milyar TL'ye ulaşmış, aynı dönemde tahsili gecikmiş kredi oranı ise %9 olarak kaydedilmiştir.

Sektördeki sorunlar devamında çok sayıda alt sektörle ilişki kapsamında ekonominin genelinde nakit ihtiyacını artırarak kısa vadede önemli nakit akışı sorunlarına sebep olmaktadır. Önümüzdeki çeyrek dönemde sektör için de salgının seyri ve piyasa koşullarındaki gelişmelerin önemi artacaktır. İç ve dış politik sorunlarda artış eğilimi, döviz kurlarının yüksek seyri ve mevcut yüksek fonlama maliyetleri de sektörün faaliyetleri açısından risk oluşturmaktadır.

Sektörde kalıcı bir toparlanmadan bahsedebilmek için finansal piyasalarda istikrar ve güven endekslerindeki artış önem taşımaktadır. Ancak TÜİK'in, sektörün genelinde mevcut ve gelecek döneme ilişkin iyimserliği ölçen Sektörel Güven Endeksi yılın ilk çeyreğinde düşüştür. Ocak ayında %5,2 düşüşle

84,2 olan endeks izleyen ayda %1,3 düşüyle 83,1 değerini almıştır. Mart ayında ise sektörde güven %4 azalmış ve endeks 79,8 olmuştur. İnşaat sektöründe Mart'ta alınan kayıtlı siparişlerin mevcut düzeyi alt endeksi %0,8 azalarak 76,3 ve gelecek üç aylık dönemde toplam çalışan sayısı beklentisi alt endeksi de %6,8 azalarak 83,2 olmuştur.

### Sektörel Güven Endeksleri



Kaynak: TÜİK

Küresel salgın şartlarının getirdiği zor günler sonrasında, ertelenmiş talep ve yatırımların sektöre, sektörün de yurtiçinde ve yurtdışındaki iş olanakları ile ülke ekonomisine itici güç olması beklenmektedir. Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir büyümesi için istikrarlı ve güvenli bir iş, yatırım ortamı yaratılmasını teminen atılacak adımlar bu çerçevede önemli olacaktır. Çeşitli yapısal sorunların da sürdüğü sektörün yurtiçi yapılanması çerçevesinde Ekonomik Reform Paketi'nde yer alan kamu alım ihalelerinde istisnaların önemli ölçüde azaltılması ve Kamu-Özel İşbirliği modeline ilişkin düzenlemelerin toplanacağı bir Çerçeve Kanun çıkarılması hedefleri bu açıdan önemli bulunmuştur.

### Konut Segmenti: Kıpırdanma var ancak çok sınırlı

Salgınla birlikte mücbir sebep kapsamında yer alan ve uygun koşullu faiz ortamında 2020 yılı yaz dönemi kamu bankaları öncülüğünde kredi kampanyaları ile desteklenen konut alanında canlanma yerini bir süredir gerilemeye bırakmıştır. Temmuz ayında 229 bin daire ile rekor kıran konut satışları yükselen faizler ve süren belirsizlikler sonucunda gerilemektedir. Konut için talepte erteleme ve bekle-gör yaklaşımının öne çıktığı mevcut koşullarda Şubat satışlarında aylık bazda görülen kıpırdanma ise sınırlı bulunmuştur.

Konut Satışları (Adet)	Yıllık			Ocak - Şubat Dönemi		
	2019	2020	Değişim (%)	2020	2021	Değişim (%)
<b>İpotekli Satışlar</b>	<b>332.508</b>	<b>573.337</b>	<b>72,4</b>	<b>85.970</b>	<b>25.401</b>	<b>-70,5</b>
İlk satış	112.774	183.987	63,1	29.154	7.282	-75,0
İkinci el satış	219.734	389.350	77,2	56.816	18.119	-68,1
<b>Diğer Satışlar</b>	<b>1.016.221</b>	<b>925.979</b>	<b>-8,9</b>	<b>146.398</b>	<b>126.408</b>	<b>-13,7</b>
İlk satış	398.908	285.753	-28,4	44.189	39.723	-10,1
İkinci el satış	617.313	640.226	3,7	102.209	86.685	-15,2
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>1.348.729</b>	<b>1.499.316</b>	<b>11,2</b>	<b>232.368</b>	<b>151.809</b>	<b>-34,7</b>
İlk satış	511.682	469.740	-8,2	73.343	47.005	-35,9
İkinci el satış	837.047	1.029.576	23,0	159.025	104.804	-34,1
<b>Yabancılara Satışlar</b>	<b>45.483</b>	<b>40.812</b>	<b>-10,3</b>	<b>7.912</b>	<b>5.639</b>	<b>-28,7</b>

Kaynak: TÜİK



TÜİK'in Konut Satış İstatistikleri'ne göre; ülke genelinde tüm satışlarda Eylül 2020'nin ardından yıllık bazda izlenen gerileme, Şubat ayında 81 bin 222 konut ve -%31,6 oranında gerçekleşme ile sürmüştür. Bu dönemde satılan konutların %18,1'i ipotekli satış olmuş ve ipotekli konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %66,5 azalarak 14 bin 669 olarak kaydedilmiştir.

TCMB'nin verilerine göre; tüm bankalar ortalaması itibarıyla konut kredisi faizi, Ocak ayında yıllık %18,39 oranıyla bir yıl önce aynı dönemdeki %11 seviyelerini epey aşmıştır. Şubat 2021'de ise konut kredi faizi sınırlı bir düşüşle %17,99 olmuştur. Şubat'ta aylık bazda izlenen sınırlı kıpırdanma için faizdeki düşüşün etkisinden bahsetmek çok yeterli görülmemekte, bu dönemde mevsim etkisinin, döviz kurundaki olumlu seyrin ve arsa satışlarının destekleyici olmuş olabileceği değerlendirilmektedir. Mevsimsel olarak bahar aylarındaki artışın mevcut şartlarda fiyat ve faizde düşüş beklentisinin bulunmaması nedeniyle öne çekilmiş olabileceği de ifade edilmektedir.

Sektöre ve dolayısıyla ekonomiye doğrudan katkısı yüksek olan ilk el satışlardaki düşüş de sürmektedir. Şubat ayında ilk defa satılan konut sayısı da bir önceki yılın aynı ayına göre %33,7 gerileyerek 24 bin 737 olmuştur. İlk el satışlar toplam konut satışları içinde %30,5 pay almıştır. Yabancılara yapılan konut satışları ise bu ayda yıllık bazda %26 azalarak 2 bin 964 olmuş, ancak aylık bazda artmıştır. Ocak ayında yurtdışı yerleşiklere yapılan konut satışı ise 2 bin 675 olmuştur.

Rapor yayıma hazırlanırken açıklanan Mart ayı verileri ise konut satışlarında aylık artışla birlikte yıllık bazda da kısmi artışı (111 bin 241 konut ile %2,4 artış) ortaya koymuştur. Bununla birlikte yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine kıyasla satışlarda %22,9 düşüş görülmüştür. Yabancılara yapılan konut satışları ise Mart'ta 4 bin 248'e yükselmiştir. İlk el konut satışlarının toplamdan aldığı pay %30-31 bandına kadar düşmüş, 2020 yılı yaz dönemi %60'a yaklaşan ipotekli satış oranı da %15-20 aralığına gerilemiştir.

Geçen yıl konut fiyatlarında başlayan artış ise inşaat maliyetlerinde izlenen yükseliş paralelinde devam etmektedir. TCMB tarafından kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimlerini izlemek amacıyla hesaplanan Konut Fiyat Endeksi (KFE) Ocak ayında aylık bazda %1,8, yıllık bazda da nominal olarak %30,4 artış kaydetmiştir. 2011 yılı başından bu yana açıklanan endeks veri setinde böylece en hızlı yıllık yükseliş yaşanmıştır. KFE reel olarak Ocak'ta %13,5 ve Şubat'ta da %13,1 oranında artmıştır. Küresel emlak ajansı Knight Frank'in Global Konut Fiyat Endeksi'ne göre; Türkiye, konut fiyatlarında yıllık nominal artışta 56 ülke arasında ilk sırada yer almıştır. "Markalı konut" olarak da adlandırılanlar için açıklanan REIDINGYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi'nde konut fiyatları Şubat ayında aylık %0,2 ve yıllık %6,2 artış kaydetmiştir.

TCMB ekonomistlerinin yaptığı bir çalışma, konut kredi faizlerindeki değişimin talep ile fiyata yansımaları ortaya koyması açısından ilgi çekicidir. Söz konusu çalışmaya göre; yıllık faiz oranlarında 1 puanlık düşüş yapan bir kampanya başladığı ilk ayda konut kredisi talebini %6,6 ve ortalama konut fiyatlarını da %2,1 artırmakta; kampanyanın bu etkileri devam eden aylarda kademeli olarak azalmaktadır.

Sektörün konut alanında çalışan firmalarını destekleyen düşük faizlerin ve uygun koşullu kampanyaların daha çok ikinci el satış/devir üzerinde olumlu etkisi olmuştur. Bir yandan da yeni inşaatların tamamlanarak kullanıma sunulduğu, stok büyüme hızında bir miktar yavaşlama izlenmiş olup mevcut güvensizlik ortamında alınan ruhsatların beklemesinden ve sektörde yeniden proje arzının gerilemesinden endişe edilmektedir.

TÜİK'in 2020 yılı Yapı İzin İstatistikleri'ne göre; yapı ruhsatı verilen daire sayısı 2019 yılı genelinde 324 bin 839 iken 2020 yılında 547 bin 211 olmuştur. Sektörde yapı kullanım izin belgesine geçiş ise hız kesmeye devam etmiştir. 2019 yılında 740 bin 470 konut için yapı kullanım izin belgesi alınmış iken bu sayı 2020 yılında 599 bin 889 olmuştur. İskân alan konutlarla ilk el satışlar arasındaki makas daralmıştır. Türkiye'de şu an yaklaşık 1,4 milyonluk konut stoku bulunduğu hesaplanmaktadır.



### Konut Stokunda Durum (Adet)

	İnşaat Ruhsatı	Yapı Kullanım İzin Belgesi	İlk El Konut Satışı	Konut Stokuna Eklene (kümülatif)
2013	839.630	726.339	529.129	197.210
2014	1.031.754	777.596	541.554	433.252
2015	897.230	732.877	598.667	567.462
2016	1.000.368	753.131	631.686	688.907
2017	1.405.447	833.517	659.698	862.726
2018*	669.165	894.240	651.572	1.105.394
2019*	324.839	740.470	511.682	1.334.182
2020	547.211	599.889	469.740	1.464.331

\*TÜİK tarafından revize edilmiştir.

Mevcut finansal şartlarda konut alanında 2021 yılı geneli için ortaya konan beklentiler oldukça sınırlıdır. Bu çerçevede özellikle ilk el konut satışlarına yönelik düşük faizli tüketici kredisi kampanyalarının hayata geçirilmesinin sektörün desteklenmesi açısından önemli olduğu belirtilmektedir. Daha uzun soluklu olarak ise konut segmentindeki canlanmanın pek çok sektörde canlandırıcı etkisi dikkate alınarak alternatif gayrimenkul finansman modelleri geliştirilmesi ve özellikle dar gelirliler için konut hesabı uygulamasının etkin hale getirilmesi önerilmektedir. Ulaşılabilir konut arzının önünde yüksek olan arsa fiyatlarının da engel teşkil ettiği değerlendirilmektedir.

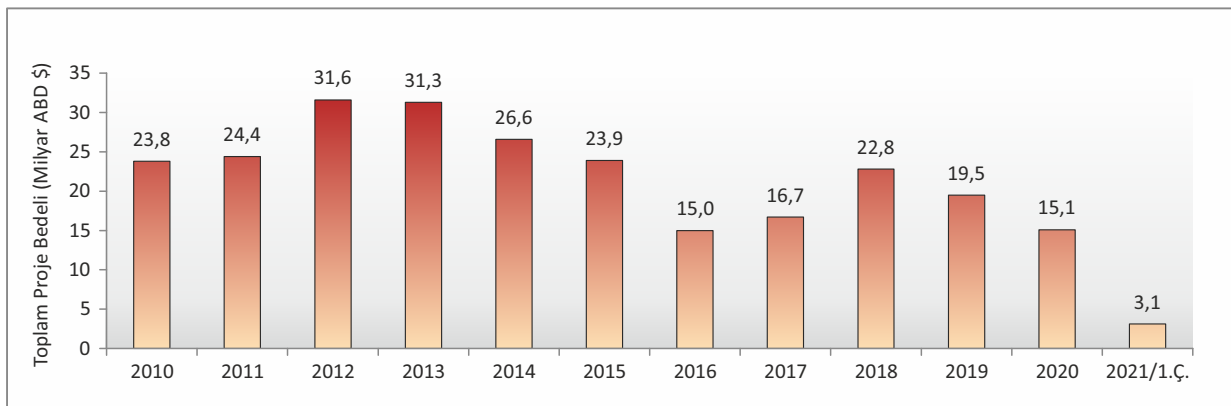
Bu arada Türkiye'nin deprem gerçeği kapsamında kentsel dönüşüm çalışmaları önümüzdeki dönemde konut alanını destekleyebilecek olup, bazı destekler de gündeme gelmektedir. Son olarak hükümet tarafından riskli yapıların bulunduğu yerlerde dönüşüm projeleri çerçevesinde taahhüt işlerine yönelik KDV indirimi yapılmış, Türkiye Emlak Katılım Bankası da kentsel dönüşüm çerçevesinde 120 aya kadar kullanılacak dört yeni finansman modeli açıklamıştır.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Hedef, katma değer ve işgücünde artış

Devam eden salgın koşullarında yurtdışı projelerde aksamalar ve kayıplar yaşanırken, yeni projelerde 2021 yılına görece olumlu bir başlangıç yapıldığı izlenmiştir.

Ticaret Bakanlığı verilerine göre; 2021 yılı Ocak-Mart döneminde sektör, yurtdışında 3,1 milyar ABD Doları tutarında 52 proje üstlenmiştir. Böylelikle yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinde bugüne kadar üstlenilen proje tutarı 424,5 milyar ABD Doları'na ve proje sayısı da 10 bin 725'e yükselmiştir. 2020 yılının aynı döneminde 2 milyar ABD Doları tutarında 50 proje üstlenen Türk müteahhitlerinin bu yıla katma değeri daha yüksek işlerle başladığı da dikkat çekmiştir. Geçen yıl ilk üç ayda projelerde 41,7 milyon ABD Doları olan ortalama bedel, bu yılın aynı döneminde 59,7 milyon ABD Doları'na yükselmiştir. Esasen, katma değeri daha yüksek projeler için sektörün daha büyük bölümünde inovatif çalışmaların faaliyetlere adaptasyonunun büyük önem taşıdığı da muhakkaktır.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetlerinde Yıllık Proje Tutarı (2010-2021/1.Ç.)



Kaynak: Ticaret Bakanlığı



Türk inşaat sektörü, salgın koşullarında yurtdışında 2020 yılında 15,1 milyar ABD Doları tutarında yeni proje üstlenmiştir. Sektörün 2012-2013 döneminde 31 milyar ABD Doları seviyesine çıkan yıllık proje tutarı 2016 yılında 15 milyar ABD Doları'na kadar düşmüş; bu rakam, küresel pazardaki zorluklara rağmen 2018-2019 döneminde yeniden 20-23 milyar ABD Doları düzeyine çıkmıştır.

Koşulların belirsiz, risklerin büyük, rekabetin ise zorlu olduğu uluslararası pazarda, öne çıkan Türk müteahhitliği ve marka haline gelmiş firmalarımız ülkemiz ve ulusal ekonomimiz için büyük önem taşımaktadır. Sektörün, geleneksel pazarlardaki payını sürdürmesi ve yeni pazarlarda da ciddi bir büyüklüğe ulaşması, geleceğe yönelik beklentileri güçlendirmektedir.

Sektör 2021 yılında da yurtdışında yeniden 20 milyar ABD Doları tutarına ulaşmayı hedeflemekte olup, bu kapsamda salgının seyri ile birlikte finansman temini ve nakit akışının düzenlenmesi, yapıcı diplomatik ilişkiler büyük önem taşımaktadır.

Küresel pazarda artan ihtiyaç kapsamında finansman temini amacıyla Türkiye Müteahhitler Birliği (TMB) olarak, Türk Eximbank, bankacılık sektörü, uluslararası kurum ve kuruluşlarla yakın işbirliği içinde bulunmaktadır. Ayrıca Afrika Kalkınma Bankası (AfKB), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD), Asya Kalkınma Bankası ve İslam Kalkınma Bankası gibi çok taraflı kalkınma bankaları ve ihracat kredi kuruluşları ile ilişkileri geliştirmek üzere çalışılmaktadır. Üçüncü ülkelerde işbirliğine yönelik olarak da özellikle Japonya ve Güney Kore firmaları ile temaslar sürdürülmektedir.

Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri kapsamında bir taraftan Avrasya ve Orta Doğu'da aktif olunan geleneksel pazarlar, diğer taraftan da başta Sahra-altı Afrika olmak üzere Afrika, Uzak Doğu ve Latin Amerika ülkeleri yakından takip edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde Ortadoğu ve Afrika bölgelerinde 5,4 trilyon ABD Doları büyüklüğünde yeni projenin hayata geçirilmesi beklentisi sektörün güçlü olduğu bu coğrafyada izlenecek hassas ve proaktif yaklaşımları daha da önemli hale getirmiştir.

2021 yılından itibaren dünya ekonomisinde büyümeye dönüş öngörülleri çerçevesinde inşaat sektörünün süreçte normalleşme ile hayata geçirilecek kalkınma planları ve gerçekleştirilecek büyük altyapı projeleri üzerinden önemli rol oynayabileceği değerlendirilmektedir. Sektör bu doğrultuda yurtdışında yıllık 20 milyar ABD Doları ve orta vadede de 50 milyar ABD Doları üzerinde proje üstlenme hedefini korumaktadır. Geçen dönemde ivme kaydeden ancak kısa süre içinde yeniden düşüşe geçen petrol fiyatlarındaki gelişmeler de petrol üreticisi ve ihracatçısı bölge ülkelerinde güçlü olan Türk müteahhitleri için potansiyel yaratabilecektir.

Ayrıca salgından önce hızlanan Libya ile ilişkiler çerçevesinde, geçmişten gelen sorunların çözümü ve güvenliğin sağlanmasıyla birlikte ülkede gerçekleştirilecek yeniden inşa sürecinde yer alınması yönündeki çabalar sürdürülecektir. İlaveten Dağlık Karabağ'ın ekonomik kalkınmasında aktif rol almaya istekli olan sektörde ihtiyaç duyulan projelere yönelik çalışmalar hızlanmıştır.

Yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinde Türk işgücü sayısının artırılmasına yönelik çalışmalar öne çıkmaktadır. Sektörün yurtdışı projelerinde istihdam edilen ve sayısı yaklaşık 35 bin olarak ifade edilen Türk işgücü sayısının salgının ardından yaklaşık 100 bine çıkarılması öncelikli hedeflerden biri olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda, yatırım teşvik verilerinden hareketle yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinde istihdam için atılacak yapıcı adımlarla, 100 bin kişi ile yaklaşık 10 milyar ABD Doları yatırıma eşdeğer istihdamın ülke kaynakları harcanmadan yaratılabileceği hesaplanmıştır.

Türk işgücü istihdamını teşvik amacıyla, yurtdışı müteahhitlik projelerinde istihdam edilen Türk vatandaşlarının yurtdışında elde ettikleri ücret gelirlerinin vergiden istisna tutulması önerisi kapsamında TMB ile Gelir İdaresi Başkanlığı bünyesinde çalışma başlatılmıştır. Çalışmanın istihdamın artırılmasına yönelik planlar ve sektörün ihtiyaçları dikkate alınarak ivedilikle sonuçlandırılması önem taşımaktadır. Bu kapsamda işçi-işveren uyumsuzlukları konusunda yaşanan sorunlara çözüm getirmek üzere bir yasal düzenlemeye de ihtiyaç bulunmaktadır. Konuya ilişkin olarak Adalet Bakanlığı ile sürdürülen çalışmalarda geniş kapsamlı çözüm üretilmesi sektörün öncelikli beklentisidir.

## UFUK TURU

**Erhan ASLANOĞLU**, 24 Şubat 2021, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Küresel ekonomide yaratılan gelirin çok üzerinde ve artmaya devam eden bir borç sorunu var. COVID-19 yarattığı daralma, gelir dağılımı gibi sorunlarla beraber beklenen teknolojik devrimi hızlandırmasıyla, istihdam ve gelir yaratma sorununu ağırlaştırmaya aday görünüyor. Böyle bir gelişme, yaratacağı talep sorunlarıyla önümüzdeki yıllarda ortalama büyüme hızlarını aşağı çekebilir. Bunun anlamı finans sektörü için kredi risklerinin artmasıdır. Ekonomi tarihi bize bu tür yüksek borçluluk dönemlerinin kriz yaratma potansiyelinin yüksek olduğunu gösteriyor. Buna engel olmak için, küresel düzeyde iyi yönetilen ciddi bir borç yapılandırma sürecine ihtiyaç bulunuyor.

**Adnan BALİ**, 25 Şubat 2021, DHA Röportajı  
**İş Bankası Genel Müdürü**

Geçmişte yatırımcılar bizi, masa başındaki reytingcilerin değerlendirdiğinden daha kıymetli değerlendiriyordu. Mesela global dalgalanma olduğunda biz bundan iskontolu etkileniyorduk, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı, fon akışı varsa biz bundan çarpan etkisiyle etkileniyorduk. Bütün bunları sağlayan; bütçe açığının GSYH'ye oranının düşük tutulması, Avrupa Birliği tanımlı borç stokunun GSYH'ye oranı, enflasyon ve sağlam bankacılık sistemi olmak üzere dört değişken... Türkiye ekonomisi kendisini tamir edebilen bir ekonomidir. Biz bu dört unsurda oluşan bazı tahribatları tamir edeceğiz. Çare budur, yapılması gerekenler budur.

**Emre ALKİN**, 10 Mart 2021, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Türkiye ekonomisi denilen büyük geminin tasarımının yenilenmesi gerekiyor... Sürekli olarak kriz yönetiminde başarılı olduğumuzu iddia ettiğimiz için, 2018 yılından beri yaşanan olumsuzlukları doğru yönettiğimizi sandık ama şimdi bakıyoruz ki gemi çok su almış. Faiz yükseltmek bir anlamda pompalarla suyu dışarıya atmak demek ama seyir hızını düşürdüğümüz bir anda fırtınaya yakalandığımız için, arzu edilen sonucu yaratamıyor. Eğer yurt dışındaki fırtına çıkmamış olsaydı, kırılma noktalarımız bizi böyle vurmuyacaktı. Net varlıkları negatif olan Merkez Bankamız, ciddi dış borç/milli gelir oranımız, cari açık-büyüme çarpıklığımız ile yaklaşmakta olan büyük fırtınaya giriyoruz. Aslına bakılırsa geminin motoru artık emek-yoğun değil teknoloji-yoğun sektörler olmalı, geminin gövdesi adalet-özgürlük-eğitim saclarından imal edilmeli, mürettebatı da yüksek seviyede eğitim görmeli, bir kısmı da robot-yapay zekadan seçilmeli. Bunu 3 yıl içinde yapmamız lazım ki, diğer gemilerden geri kalmayalım. Önümüzde bizi bekleyen çok ciddi bir fırtına belki de kasırga var. Maalesef bu karanlık sulara rezerv sorunları, istikrarsız ulusal para, enflasyon, faiz gibi birbirini tetikleyen olumsuzluklarla giriyoruz. Dolayısıyla "fırtına çıkmazsa kurların teknik seviyeleri şunlardır" diyenleri eleştirmek yerine, meselenin büyüklüğünü kavrayıp ortak akla kavuşmalıyız.



**Fatih ÖZATAY**, 16 Mart 2021, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Uluslararası finansal aktörler, yükselen ekonomiler içinde, sürekli iflas açıklayan Arjantin'den sonra riski en yüksek ülke olarak Türkiye'yi görüyorlar. Bu nedenle yurtdışından oldukça yüksek bir faiz ile borçlanabiliyoruz. Üstelik finansal yatırımcıların risk alma iştahlarındaki her bozulma risk primimizi daha da yükseltiyor ve döviz kurunu artırıyor. Çünkü ekonomimizde önemli kırılmalıklar var. Bu kırılmalıkları ortadan kaldıracak mıyız? Bunu amaçlayan bir ekonomik program yürürlüğe konulmadıkça “risk alma iştahı azalır - kur artar - enflasyon yükselme eğilimine girer: TCMB faiz artırsın; ortalık biraz yatışır - bir süre sonra risk alma iştahı azalır - kur daha da artar - daha önceki döngüde yükselmiş enflasyon daha da yükselme eğilimine girer: TCMB biraz daha faiz artırsın...” Sonu var mı bunun?

**Güven SAK**, 22 Mart 2021, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Türkiye gibi geleceğini yabancıların tasarrufuna bağlamış olan bir ülkede, fonlama maliyetlerini kalıcı biçimde azaltmanın yolu, risk primini azaltmak ve elbette fiyat istikrarını temin etmektir. Virüs sonrası toparlanma gündeminin ikinci ve daha orta vadeli kalemi, dijital ve yeşil dönüşüm gündemidir... Düünden beri mümkün olan ama yoğun sabit sermaye yatırımları nedeniyle ertelenen yavaş giden değişim, şimdi Batı'daki negatif faiz ortamında hızlanacaktır. Türkiye'nin ortadaki bu bolluktan yararlanabilmesinin yolu, istikrar arayışını risk primlerini düşürerek başarıyla tamamlaması yoluyla olacaktır. Makro politikanın bu mikro değişimi destekleyici mahiyette olması gerekir. Kalanı hikayedir.

**Nevzat SAYGILIOĞLU**, 24 Mart 2021, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Merkez Bankası Başkanı Naci Ağbal operasyonu sonrası dolardaki ani sıçrayışla Türk Lirası cinsinden dış borçlarımızın 100 milyar lira civarında arttığına şahit oluyoruz. Yani 105 milyar doları bulmak ve borcu ödemek için şu an itibarıyla artık 883 milyar liraya ihtiyacımız olacak. Tabi bu borç rakamlarının özellikle son 3 yılda artışı olağanüstü boyutlarda. Örneğin; 2018 sonunda 586 milyar lira olan iç borç tutarı, yüzde 29 artışla 2019 sonunda 755 milyar liraya ve yüzde 40 artışla da 2020 sonunda 753 milyar liraya yükselmiş. Aslında sorun borcun yüksekliği değil; sorun borcun aşırı yüksek faizi ve giderek kısalan vadeleri.

**Servet YILDIRIM**, 25 Mart 2021, Dünya Gazetesi

**Köşe Yazarı**

Üretim teknolojimizde ani bir sıçrama yapıp kilo başına ihracat değerimizi bir gecede 1,5 dolardan 5 dolara yükseltebilir miyiz? Ya da topraklarımızda ve denizlerimizde hiç ummadığımız şekilde zengin petrol yatakları bulabilir miyiz? Ya da on milyonlarca Çinli, Japon ve batılı bir anda turizm için Türkiye'ye gelip para harcamaya karar verebilir mi? Ya da dünyadaki büyük yatırımcılar aşka gelip akın akın Türkiye'de doğrudan yatırım yapmaya başlarlar mı? Eğer bu sorulara "Evet" cevabını veremiyorsak TL'ye istikrar kazandırmanın hızlı yolu beğensek de beğenmesek de dışarıdan kısa vadeli sermayeyi, yani sıcak parayı çekmektir. Ya da daha düşük bir büyüme oranına razı olmak durumundayız. Türkiye bu durumu daha önce de defalarca yaşadı. Portföy girişlerinin hızlanmasıyla TL'de istikrarı yakaladı. Böyle bir istikrarın kalıcı çözümü olmadığı, ancak hükümetlere nefes aldırıp, doğru adımları atmak için zaman kazandırdığı çok konuşuldu, çok yazıldı, çizildi. Ama bu noktaya yoğunlaşmak yerine "faiz mi enflasyona yoksa enflasyon mu faize yol açar" tartışmasına takıldık kaldık.

**Hakan KARA**, 6 Nisan 2021, Dünya Gazetesi

**Ekonomist**

Geçtiğimiz yılın son yazısında, enflasyon ve para politikasında yıllardır yaşanan kısır döngüyü anlatırken Merkez Bankası'nı, Yunan mitolojisinde her seferinde aşağı yuvarlanan kayayı dağın tepesine çıkarma cezasına çarptırılan Sisifos'un dramına benzetmiştim. TCMB'nin 18 Mart kararından sonra bu defa kayayı tepeye çıkarabileceği umudu ile dolmuşken, son haftalarda yaşanan gelişmeler risk algısını bozup kur ve enflasyon üzerinde baskı yapınca ister istemez Sisifos sendromu tekrar aklıma geldi... Enflasyondaki kısa vadeli görünüm, para politikası duruşu bakımından bıçak sırtı bir dengede olduğumuzu gösteriyor... Özetle, şansımız yaver gitmezse tekrar Sisifos'un sarmalına girebiliriz.