

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Dünya'da "Yeni Normal",  
Türkiye'de "Olağanüstü Hal"

Dünya - Türkiye - İnşaat Sektörü

Ağustos  
2016

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



**"Küresel ekonominin bugün yaşadığı sallantının politik olarak kolay bir çözümü yok. Benzer şekilde yapısal ve pazar odaklı reformlar da büyüme için şart. Fakat bu reformların kısa vadeli maliyetleri ve ancak orta uzun vadede görülen olumlu sonuçları, bu önlemleri zaten düşüşte olan bir ekonomide uygulamayı politikacılar için çok zor hale getiriyor.**

**Bu yüzden, şimdilik IMF'in 'yeni vasat', Larry Summers'ın 'seküler durgunluk' dediği, Çinlilerin 'yeni normal' diye adlandırdığı safhada kalmaya devam edeceğiz. Ancak yanlış anlaşılmasın; eşitsizliğin arttığı ekonomilerde, popülist yaklaşımların, ticaret, küreselleşme, göç olgusu, teknolojik inovasyon ve pazar odaklı politika karşıtlığının yükseldiği ekonomilerde aslında hiçbir şey 'normal' ya da sağlıklı değildir."**

Nouriel ROUBINI, Roubini Global Economics Başkanı, Ekonomi Profesörü  
Dünya Gazetesi, 9 Mayıs 2016

## ÖZETİN ÖZETİ

Küresel konjonktürde ve risk iştahında izlenen dalgalanmalar, 2016 yılının ilk yarısı boyunca piyasaların yönünü belirlemeyi sürdürmüştür. 2016 yılına özellikle Çin ekonomisi eksenli endişeler, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) Aralık 2015'te faiz artırımına gitmesinin ardından küresel likidite koşullarında izlenen sıkılaşma ve sert gerileme trendini sürdüren emtia fiyatlarının etkisiyle beklenenden çok daha kötü başlamış olan küresel piyasalar, yılın ikinci yarısı itibariyle yılın başına kıyasla daha dengeli, ancak halen dalgalı bir görünüm sergilemektedir.

Birleşik Krallık'ta 23 Haziran'da gerçekleştirilen AB referandumunda çıkış yönünde karar verilmesi (Brexit) ile küresel endişe unsurlarına bir yenisi eklenmiştir. Ayrıca, FED faiz artış takvimi ile birlikte küresel piyasalarda dalgalanma yaratan unsurlardan biri de Kasım ayında gerçekleştirilecek olan ABD Başkanlık seçimleridir. Kimi finans kuruluşları, uluslararası ticarete kısıtlama getirmekten, Dünya Ticaret Örgütü'nü terk etmekten söz eden Donald Trump'ın seçilmesinin, küresel ekonomi için yeni ve ciddi bir belirsizlik unsuru olacağına işaret etmektedir.

Buna karşın, küresel piyasalar olumlu likidite koşullarının korunacağı beklentisiyle göreceli iyimser bir görünüm çizmektedir. Brexit kararı, yaklaşan başkanlık seçimleri ve Amerikan ekonomisinden gelen zayıf toparlanma sinyalleri sonrası FED'in 2016 yılı içinde faiz artışı yapma olasılığı oldukça azalmış; İngiltere ve Avrupa Merkez Bankaları parasal genişlemeyi daha da arttırma taahhüdü vermiş; seçim zaferinin ardından Japonya Başbakanı Abe yeni bir teşvik paketi açıklamış; Çin ekonomisinden gelen alarm sinyalleri kısmen durulmuştur.

Brexit'in olumsuz etkisinin büyük oranda ABD, Avrupa, Japonya ve İngiltere merkez bankalarının adımlarıyla bertaraf edilebileceğini öngören küresel yatırımcıların alışları sonucu güçlü bir yükseliş dalgası yaşanmaktadır. ABD'de beklenenden düşük gelen milli gelir büyüme rakamları ve petrol fiyatlarındaki zayıf gidişat da küresel risk iştahındaki artışı desteklemektedir.

Nitekim, küresel sermayenin son haftalarda güvenli limanlardan uzaklaşıp, yeniden getiri arayışına yöneldiği ve gelişmekte olan ülke (GOÜ) piyasalarına aktığı izlenmektedir. Uluslararası Finans Enstitüsü raporuna göre Haziran ayında GOÜ'lere akan para 13.3 milyar ABD Doları tutarında iken bu rakam Temmuz ayında 25 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır.

Önümüzdeki dönemde de gelişmiş ülke merkez bankalarının, küresel ekonomik toparlanmayı riske etmeyecek şekilde destekleyici politikalarını sürdürecekleri düşünülmektedir. Bu durumun da küresel sermaye akımları açısından 2016 yılının ikinci yarısı ve hatta 2017'nin ilk yarısına kadar Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke ekonomilerine olumlu yansıtılabileceği değerlendirilmektedir.



Bu süreçte, jeopolitik gerilimlerin gitgide tırmandığı ve çok geniş çaplı bir göç sorununa yol açtığı mevcut konjonktürde, küresel ekonomiye ilişkin risk algısında ve mali piyasalarda **istikrarlı, uzun süre tek bir yönde hareket eden bir eğilimden ziyade, istikrarsız ve sürekli bir dalgalanma halinin "yeni normal" in başat unsurlarından biri olduğu** dile getirilmektedir.

2008 krizi ve sonrasında küresel ekonomiyi gelişmiş ekonomiler merkezli olarak vuran ve yayılan büyük durgunluk ile arkasından yaşanan süreç, mevcut eko-politik sistemlerin sorgulanmasında ve küreselleşme karşıtı, ayrılıkçı politikaların güçlenmesinde etkili olmuştur.

Brexit'in yankıları en başta İngiliz ekonomisi olmak üzere tüm AB Bölgesi'ne ve küresel bazda kırılgan dengelere büyük zarar verebilecek nitelik taşımaktadır. Özellikle orta-uzun vadede en büyük eko-politik riskin, küresel toparlamanın yeniden sekteye uğradığı, gelir dağılımının daha da bozulduğu, mülteci krizinin büyüdüğü bir ortamda, popülist politikaların ve mevcut sistemleri reddetme eğiliminin Brexit ile sınırlı kalmayacağı endişesi olduğu dile getirilmektedir.

Dünyada genel olarak büyüememe sorunu sürerken Merkez Bankası faizlerinin neredeyse tüm gelişmiş ekonomilerde tarihi dip seviyelerinde olması ise, **faiz indirimiyle büyüme sağlamanın mevcut konjonktürde işe yaramadığına, asıl sorunun borç ve finansman seviyeleri ile ticaret dengelerini içerdiğine** işaret eder niteliktedir. Bu çerçevede "yeni normal" ya da "seküler durgunluk" şeklinde de adlandırılan; sistemde yaratılan paranın yatırımlara yöneltilmekte güçsüz kaldığı, düşük büyüme-düşük faiz-yüksek işsizlik döngüsü içeren yeni bir döneme girildiği çeşitli ekonomi otoritelerince belirtilmektedir.

Ultra gevşek para politikalarının yan etkileri olan sermaye hareketlerinin serbestliğine bağlı olarak gelir ve kaynak dağılımının gün geçtikçe daha çok bozulduğu bu dönemde, finans sektörünün mevcut yapısı ile ilgili radikal adımlar atılması gerektiği de ayrıca dile getirilmektedir. Parasal yöntemlere ve mali önlemlere ek olarak, Yunanistan krizi sürecinde tartışılan ancak uygulamaya konulmayan borç yeniden yapılandırılmaları ve benzeri önlemlerin yeniden gündeme gelebileceği değerlendirilmektedir.

Fırsatlar kadar riskler de barındıran önümüzdeki dönemde piyasaların, küresel konjonktürde artan riskler ile buna karşı alınan para politikası önlemleri arasında kısa süreli ve ani yön değişiklikleri gösterebileceği; iyimser haberleri fiyatlamaya eğilimli piyasa oyuncularının, uzun soluklu ekonomik riskleri kısa sürede hasıraltı edebileceği belirtilmektedir. Bu süreçte yatırımcılar güvenli liman arayışı ile gelişmekte olan piyasalarda getiri arayışı ve artan risk iştahı arasında yön değiştirmektedir.

FED'in faiz artış senaryosunun şimdilik gündemden kalktığı, toplam değeri 12 trilyon ABD Dolarına ulaşan gelişmiş ülke tahvil stokunun negatif faiz ile işlem gördüğü mevcut konjonktürde, nispeten olumlu ekonomik görünüme sahip olan ve nominal faizlerin halen yüksek olduğu piyasaların pozitif bir ayrışma kaydedebileceği değerlendirilmektedir. Küresel ekonomik büyümeye ilişkin risk unsurlarının arttığı, IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşların küresel büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize ettiği bir ortamda, yapısal dinamikleriyle iç talep destekli olarak büyümesini sürdürebilen ülkelerin öne çıkabileceği belirtilmektedir.

Bu süreçte, geçtiğimiz dönemde hem küresel finansal risklerden, hem de içinde bulunduğu coğrafyadan kaynaklanan sorunlardan payını fazlasıyla almış olmasına rağmen, beklenenden oldukça yüksek oranda büyümeyi sürdürebilmiş olan Türkiye ekonomisine sıcak para girişinin gelecek dönemde artabileceği son haftalara kadar sıklıkla dile getirilmiştir.

Özellikle dış politika alanında başlatılan etkin restorasyon hareketi, Türkiye siyasetinin önümüzdeki dönemde barışçıl ve kapsayıcı politikalara yeniden yönelebileceğinin sinyali olarak algılanmış ve

piyasalara yansımaları son derece olumlu olmuştur. Başbakan Yıldırım, konuya ilişkin değerlendirmesinde dış politikadaki restorasyonun güçlenerek devam edeceğini vurgularken, "*içeride de dostlarımızla barışacağız*" söylemi ile normalleşme sinyallerini arttırmış, bu da iş dünyası ve piyasalarda olumlu karşılanmıştır.

İsrail ile ilişkilerin normalleşmesi ve özellikle Rusya ile ilişkilerin düzeltilmesinin, jeopolitik risklerin önemli oranda azalmasını sağlayabileceği; dış politika konusunda yaşanan toparlayıcı gelişmeler sayesinde, dış ticaret ve cari işlem dengeleri açısından büyük önem taşıyan turizm ve ihracat gelirleri üzerindeki risklerin de aşamalı olarak azaltılabileceği vurgulanmıştır.

Genel konjonktürden ve özellikle ana pazarlardaki gelişmelerden en ağır etkilenen sektörlerden birisi olan yurtdışı müteahhitlik sektöründe de, yeni pazar yaratma sürecine ek olarak mevcut pazarlarla ilişkilerin dış politika desteğiyle yeniden güçlendirilmesi büyük memnuniyetle karşılanmıştır. Nitekim Türk müteahhitlerin yurtdışında üstlenilen yıllık yeni proje tutarı 2013 yılında 30 milyar, 2014 yılında 26.5 milyar, 2015 yılında 22.4 milyar ABD Doları olmasına karşın, Türk firmalarının 2016 yılının ilk yarısında üstlendikleri proje tutarı 2.8 milyar ABD Doları'na gerilemiştir.

15 Temmuz tarihinde yaşanan darbe girişimi, piyasalarda yarattığı kısa süreli çalkantının ardından ekonomideki olumlu seyri fazla olumsuz etkilememiştir. Kısa süreli döviz hareketleri dışında panik havası yaşanmamış, borsa ve piyasalar hareketliliğini sürdürmüştür.

Başarısız girişimin ardından ekonomi cephesi hem Merkez Bankası öncülüğünde kamu tarafında, hem de bankalar, iş dünyası temsilcileri ve sivil toplum kuruluşları üzerinden sivil kesimde pro-aktif tepki vermiş; hayatın ve ekonominin olağan akışına hızla döndürülmesi ve mali çalkantıların potansiyel dalga şiddetinin azaltılması açısından bu tavır piyasalarda kısmen rahatlama sağlamıştır.

TCMB, bankacılık sistemine gerekli likiditenin limitsiz bir şekilde sağlanacağını duyurmuş, açıkladığı önlemlerle sistemin kesintisiz bir şekilde çalışmasını sağlamış ve piyasalara güven vermiştir. Başbakan Yardımcısı Şimşek, önde gelen yabancı yatırımcılar ile gerçekleştirilen telekonferansta erken seçimin gündemde olmadığını ve başkanlık sistemine geçiş yönünde referanduma gitmek adına acele edilmeyeceğini belirterek belirsizliklerin önemli bir kısmını aydınlatmıştır. Şimşek, yaşanan gelişmelerin makroekonomik göstergelerde kısa dönemde olumsuz etkiye yol açabileceğine işaret etse de, kısa vadeli etkilerin giderilmesinin ardından daha olumlu bir yatırım iklimi yaratılacağını belirtmiştir.

TCMB, Temmuz ayı olağan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında piyasa beklentisinin aksine faiz koridorunda indirim yapmaya devam etmiştir. Faiz koridorunun üst bandı %9'dan %8.75'e indirilirken, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %7.25 düzeyinde sabit tutulmuştur. Mevcut konjonktürde faiz indirimlerine ara vererek risklerin farkında olduğu mesajının altını çizmesi beklenen TCMB'nin, ölçeği küçültülmüş bile olsa faiz indirimine gitmesi, olası sermaye çıkışlarına ve dış finansmana ilişkin kaygıları arttırmıştır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's (S&P), TCMB'nin faiz kararının hemen arkasından yaptığı takvim dışı değerlendirmede, Türkiye'nin kredi notunda indirim kararı vermiştir. Türkiye'yi BB+ ile yatırım yapılabilir seviyenin bir puan altında notlamakta olan kuruluş, son olayların ardından piyasanın normalleşmesine fırsat vermeden, beklenmedik bir hızla Türkiye'nin kredi notunu BB'ye çekmiş, görünümü de durağandan negatife çevirmiştir.

Bununla beraber, Türkiye'ye iki yılı aşkındır yatırım yapılabilir seviyede not veren diğer iki uluslararası derecelendirme kuruluşu olan Fitch ve Moody's, ülkeyi olası bir not indirimine yönelik gözden geçirmeye almıştır. Her iki kuruluş da, açıklamalarında dış kırılmalara ek olarak dinamik iç siyasi durum ve uygulanan politikaların yönü hakkında belirsizliğin riskleri büyük oranda arttırdığını belirtmiştir. İki



kurulustan en az birinin not indirimi Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke sınıfından çıkarabilecek, bu durumun etkileri de özellikle uluslararası sermaye açısından oldukça negatif olacaktır.

Moody's, 5 Ağustos tarihli açıklamasında, "*başarısız olan darbe girişiminin ardından değerlendirme süreci halen devam etmektedir. Türkiye değerlendirme takviminde yer alan 5 Ağustos bu nedenle kullanılmamıştır.*" ifadesine yer vermiştir. Açıklamada, darbe girişimi ve sonrasında yaşanan gelişmelerin orta vadeli etkilerinin şu konularda değerlendirileceği belirtilmiştir: Türkiye'nin politika yapıcı kurumları ve iş ortamı, olası şokları hafifletecek dış tamponlar, Türkiye'nin yüksek derecede bağlı olduğu, süreçte zarar görmüş yatırımcı beklentisi, büyüme beklentileri. Moody's'in Türkiye'ye ilişkin 2016 takvimindeki potansiyel değerlendirme tarihlerinden sonuncusu 2 Aralık olup, Fitch de ilk değerlendirmesini 19 Ağustos tarihinde yapacaktır.

Bu süreçte, ödemeler dengesi verilerinde de görüldüğü üzere, 2016 yılının ilk 6 aylık döneminde yurt içine yönelik portföy yatırımları ivme kazanmış, kısa vadeli sermaye akımlarındaki söz konusu toparlanma sonucu Merkez Bankası rezervlerinde de yılın ilk 6 ayında 8.5 milyar ABD Doları tutarında artış kaydedilmiştir. Diğer yandan, yılın ilk çeyreğindeki büyüme rakamına katkısı olmayan, aksine %4.7 azalışla büyümeyi negatif etkileyen özel sektör yatırımları, uzun vadeli üretim ve yatırım kapasitesine ilişkin alarm vermeyi sürdürmüştür.

Cari açığın finansman tarafında da, portföy yatırımlarının aksine uzun süreli kalıcı yatırımları içeren, bir başka deyişle ülke ekonomisinin geleceğine ortak olmayı gerektiren doğrudan yabancı yatırımlar kalemi, yılın ilk 6 ayında geçen yılın aynı dönemine kıyasla %56 oranında azalmıştır. Emlak yatırımları hariç tutulduğunda, net doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki azalma yıllık bazda %70 düzeyine ulaşmıştır. Türkiye'nin uluslararası kredi notunda yapılabilecek değişiklikler ile ekonomi yönetiminin destekleyici yaklaşımları, bu açıdan da büyük önem taşımaktadır.

Darbe depreminin piyasalar üzerindeki artçı etkileri sürerken, 20 Temmuz itibarıyla yurt genelinde 3 ay süreyle Olağanüstü Hal (OHAL) uygulamasına geçildiği açıklanmıştır. OHAL'in tam olarak nasıl önlemleri ve kısıtlamaları içereceğinin bilinmemesi nedeniyle, açıklamanın ardından tüm piyasalar, özellikle de hisse senedi ve döviz tarafında sert tepki vermiştir.

Darbe girişiminin yarattığı çalkantılar, TCMB faiz indirimi, Moody's ve Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu izlemeye alması, S&P'nin Türkiye'nin notunu indirdiğini açıklamasıyla rekor seviyelerde seyreden USD/TL kuru, olağanüstü hal kararının açıklanmasının ardından 3.097 ile tarihinin en yüksek düzeyini görmüştür. Döviz kurlarında önümüzdeki dönemde kısmen gevşeme görülebileceği, ancak TL değerinin yurt içi haber akışına karşı hassas kalmayı sürdüreceği belirtilmektedir.

Terör tehdidi nedeniyle bu günlerde Almanya, Fransa ve Belçika gibi AB ülkelerinde de uygulanmakta olan olağanüstü hal sisteminin, teorik açıklamalardan ziyade uygulama pratiklerine göre piyasa hareketlerine ve yatırım ortamına yansıtacağı değerlendirilmektedir.

Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın OHAL açıklamasında da vurguladığı üzere, uygulamanın temel hak ve özgürlükleri kısıtlamadan, politik, sosyal ve ekonomik açıdan normalleşmeyi sağlayacak şekilde hayata geçirilmesi, uygulamanın yatırım ortamına etkisini de sınırlandıracaktır. Ayrıca, darbe tehdidinin bütünüyle gündemden kalkmış olduğunun resmi ağzıarla ilan edilmesi önem taşımaktadır. Tehdidin halen sürdüğü, halk desteğinin devam etmesi gerektiği yönündeki çağrılar piyasaların yeniden denge noktasını yakalaması açısından engel oluşturmaktadır.

Kısa vadede artan belirsizliğin, risk iştahını azaltma, piyasalarda dalgalanmayı arttırma, sermaye akımlarını tersine çevirme, dış krediye erişim olanaklarını kısıtlama, yatırımları daha da aşağı düzeylere indirme potansiyelinin yüksek olduğu değerlendirilmektedir.

Nitekim Başbakan Yardımcısı Şimşek, Japonya'da yayınlanan Nikkei gazetesine 1 Ağustos tarihinde yaptığı açıklamada, başarısız darbe girişimi nedeniyle aşağı yönlü risklerin arttığına dikkat çekmiş, Türkiye'nin 2016 büyümesinin %4 civarına düşebileceğini ve %4.5 büyüme hedefinin gerisinde kalabileceğini belirtmiştir.

**Öte yandan, uzlaşma, demokrasi ve hukukun üstünlüğüne bağlılık ile; daha önce de dışsal şoklara karşı dirençli olduğunu kanıtlamış olan Türkiye ekonomisinin halihazırda ihtiyacı bulunan tedbirlerin de alınması halinde, orta-uzun vadede ekonominin eskisinden de olumlu bir konumda olabileceği düşünülmektedir.**

Ayrıca, dünya genelinde düşük büyüme sorununun derinleştiği bir ortamda, yaşanan hazin olaydan daha da güçlenerek çıkabilecek olan Türkiye ekonomisinin pozitif ayrışma olasılığının arttığı değerlendirilmektedir. Küresel bazda büyüme verilerinin güçlü olduğu, küresel sermayenin getiri arayışında emtia üreticisi ülkeleri ve Asya piyasalarını tercih ettiği ortama nazaran, küresel düşük büyüme - düşük emtia fiyatları - düşük faiz ortamında 2016 yılını iç talep kaynaklı %3.5-3.8 civarında bir büyüme ile kapatması beklenen Türkiye ekonomisinin yatırımcılar için cazibesini arttıracığına işaret edenler çoğunluktadır.

Darbe girişimi sonrası hayatın olağan akışına dönmesi, ekonomi yönetiminin hızlıca almakta olduğu önlemler ve küresel piyasalarda artan risk iştahının da desteğiyle Türkiye piyasalarında normalleşme yaşanmaktadır. Son dönemde Türkiye Mütteahhitler Birliği'nin de içinde bulunduğu Türkiye'nin önde gelen sivil toplum kuruluşları öncülüğünde tüm iş dünyası küresel bazda yatırımcıları Türkiye'ye yönlendirmek üzere harekete geçmiş, bankalar destekleyici söylemlerini arttırmıştır.

Mali piyasaların dengelenmesi ve kalıcı bir rahatlama için henüz oldukça erken olduğu belirtilmekle beraber, içeride ve dışarıda güvenin yeniden tesis edilmesi adına mevcut çabaların son derece olumlu olduğu vurgulanmaktadır.

Toplumun uzun zamandır olmadığı kadar birlik beraberlik içinde olması, iktidar ve muhalefet partilerinin ortak akılla hareket edebilmeleri, siyasi, sosyal ve ekonomik normalleşme sinyalleri, iş dünyası ile ekonomi yönetiminin tek ses halinde hızla harekete geçerek bu sinyalleri küresel yatırımcılara duyurması gibi unsurların, orta uzun vadede çok önemli sosyal, finansal ve ekonomik getirileri olacağı değerlendirilmektedir. Hem yabancı, hem de yerli sermayenin yatırımlarda frene bastığı, belirsizliklerin böylesi yüksek olduğu bir dönemde, ülkenin yatırım ortamını, rekabet gücünü ve büyüme potansiyelini iyileştirmek, ekonomideki ivme kaybını telafi etmek üzere atılacak tüm adımlar hayati önem taşımaktadır.

## DÜNYA

### Dünya piyasalarında yön arayışı devam ediyor

Küresel ekonominin geleceğinin ve piyasaların seyrinin, başta FED olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının davranışlarına ve politik gelişmelere bağımlı hale gelmiş olması, dünya ekonomisinin derin ve kalıcı bir negatif döngüye girmiş olduğuna, yön arayışında denge noktasının yakalanamamasına işaret eder niteliktedir.

Geçtiğimiz dönemde de, küresel ekonomiye yönelik düşük büyüme beklentilerine ve belirsizliklere küresel aktivitede ciddi bir yavaşlamaya sebep olabileceği belirtilen önemli risk unsurları eklenmiştir. 23 Haziran'da Birleşik Krallık'ta gerçekleştirilen referandumda anket sonuçlarının ve piyasa beklentilerinin aksine %51.9 oranla Avrupa Birliği'nden çıkılması yönünde karar alınmış, Brexit kararının ardından piyasalardaki risk algısı önemli ölçüde artmış ve küresel piyasalarda ciddi kayıplar yaşanmıştır.



Daha sonra, gevşek para politikalarının bir müddet daha gündemde kalacağı beklentisinin güçlenmesi, FED faiz artış takviminin ötelenme olasılığı ile piyasalardaki belirsizliklerin bir miktar hafiflediği gözlenmiş; referandumu izleyen günlerde hızla gerileyen küresel piyasalar kayıplarını büyük ölçüde telafi etmiştir.

İngiltere Merkez Bankası (BoE), Ağustos ayı toplantısında gösterge faizde 7 yıl sonra ilk kez indirim yapmıştır. Banka 2009 yılının Mart ayından bu yana halihazırda düşük seviyede tuttuğu politika faizini beklentilere paralel olarak 0.25 puan daha düşürmüştür, böylece BoE politika faizi %0.25 ile tarihin en düşük düzeyine inmiştir. Faiz indirim kararı, Merkez Bankası'nın Brexit kararı sonrası yavaşlayan ekonomiyi canlandırmak için aldığı 100 milyar Sterlin'lik bir dizi önlemden biri olarak alınmıştır. BoE ayrıca, büyüme tahminlerinde büyük kesinti yaparak, 2017 büyüme tahminini Mayıs ayında verilen %2.3 oranından %0.8'e düşürmüştür.

Küresel aktivitede önemli oranda yavaşlamaya sebep olacağı öngörülen Brexit'in ardından gelişmiş ülke merkez bankaları ve hükümetlerin piyasaları destekleyici tutumlarını sürdürecekleri beklentisi hakimdir. Öte yandan, yaşananların orta ve uzun vadede küresel ticaret hacmini azaltıcı, tüketici güvenini aşındırıcı bir etki yaratmasının da kuvvetle muhtemel olduğu, bu durumun da halihazırda olumsuz olan küresel ekonomik koşulların daha da bozulabileceğine işaret ettiği değerlendirilmektedir. Normal şartlarda bu tarz bir beklenti-gerçekleşme-etki analizinin bile piyasalarda olumsuz yansımaları yol açması beklenirken, küresel bazda ultra-gevşek para politikalarının daha da bol ve ucuz hale geleceğine ilişkin gelişmeler, iyi haberleri fiyatlamaya eğilimli piyasaları risklere karşı tepkisiz kılmaktadır.

Aylık bazda küresel ekonomiye tehdit oluşturabilecek olan unsurlara ("*siyah kuğular*") işaret eden bir analiz yayınlayan uluslararası yatırım bankası Societe Generale'e göre, küresel büyüme görünümünü aşağı yönlü tehdit eden en büyük riskler, Brexit sonrası Avrupa'da politik belirsizlik, Çin ekonomisinin sert inişi, FED faiz beklentilerinin keskin fiyatlanması ve küresel ekonomik büyümenin keskin yavaşlaması olmuştur. Büyüme görünümüne yukarı yönlü etki edebilecek "*beyaz kuğular*" ise Japonya ve Euro Bölgesi'nde yatırım ortamının güçlenmesi, küresel bazda mali teşviklerin artması ve reformların hızlanması olarak belirtilmiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF), İngiltere'nin Avrupa Birliğinden ayrılma kararı almasıyla oluşan belirsizlikler nedeniyle küresel ekonomik büyüme beklentisinin bu yıl için %3.2'den %3.1'e, gelecek yıl için ise %3.5'den %3.4'e düşürüldüğünü açıklamıştır. IMF, 23-24 Temmuz tarihlerinde Çin'de yapılan G20 Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları toplantısına yönelik olarak hazırladığı "*Global Görünümler ve Politika Zorlukları*" raporunda da Brexit sürecinin global büyüme için önemli bir risk unsuru olduğuna dikkat çekmiş; raporda "*İngiltere'deki referandum öncesinde küçük de olsa yukarı yönlü eğilim gösteren global görünüm, 2016 ve 2017 için aşağı yönlü revize edildi. Bu durum, ekonomik, siyasi ve kurumsal belirsizlikte kayda değer bir artışın beklenen makroekonomik sonuçlarını yansıtıyor*" denilmiştir. Kısa ve orta vadede risklerin kontrol altına alınması ve küresel büyümenin canlandırılmasına yönelik olarak geniş tabanlı politika çabalarının acil olduğunu ifade eden IMF, etkin makroekonomik destek uygulanması, Brexit kararı sonrası belirsizliğin azaltılması, borç yüklerinin düzeltilmesi gerektiğini belirtmiştir.

ABD eski Hazine Bakanı Prof. Lawrence Summers, Haziran ayında Sabancı Üniversitesi'nde gerçekleştirdiği konuşmada 2008 krizinden bugüne dünya ekonomisinin büyüme performansının sürekli olarak beklentilerin altında kaldığına dikkat çekmiş; ABD, Avrupa ve Japonya'dan sonra, 2000'li yılların başında büyük umut bağlanan BRIC ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkelerin de son dönemde bu yavaşlama trendinden etkilendiğini belirtmiştir. Summers'a göre dünya ekonomisinin karşı karşıya olduğu temel sorunlar şunlardır:

- 1) Küresel ekonominin büyüme hızının ve büyüme potansiyelinin düşmesi
- 2) Tarihte görülmemiş şekilde düşük faiz oranlarının geçerli olması, hatta eksi faizin azımsanmayacak ölçüde uygulanması

- 3) Zengin kuzey ülkelerinden sermaye ihtiyacı olan güney ülkelere sermaye akışının tersine dönmüş olması. Çin'den ve diğer gelişmekte olan pazarlardan sermaye çıkışının hızlanması
- 4) Dünyada eşitsizliğin hızla artması
- 5) Dünyada tasarruf eğilimi artarken yatırım eğiliminin düşmesi

Çözüm için yeni bir küresel paradigmaya ihtiyaç bulunduğu altını çizen Summers, bu çerçevede küresel talep yetersizliğine yönelik önlemlere öncelik tanınmasını, büyük altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesini, özel sektörü yatırıma özendirilecek tedbirlerin alınmasını ve tüm bu destekleyici adımların küresel bir eşgüdüm içinde atılmasını önermiştir.

	1.8.2014	1.8.2015	1.1.2016	1.8.2016	Yılbaşına göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
<b>Brent Petrol Fiyatı</b>	103.2	54.2	34.7	<b>42.9</b>	23.6	-20.8	-58.4
<b>BDI Endeksi*</b>	751	1131	478	<b>656</b>	37.2	-42.0	-12.6
<b>MSCI Dünya Endeksi**</b>	1706	1765	1631	<b>1722</b>	5.6	-2.4	0.9
<b>MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi**</b>	1060	902	794	<b>874</b>	10.1	-3.1	-17.5
<b>VIX Endeksi***</b>	17.0	12.1	18.2	<b>12.3</b>	-32.4	1.7	-27.6
<b>EUR/USD</b>	1.31	1.12	1.08	<b>1.11</b>	2.8	-0.9	-15.3
<b>Dolar/TL</b>	2.16	2.91	2.96	<b>2.99</b>	1.0	2.7	38.4

**Kaynak: Reuters**

\* *BDI Baltık Kuru Yük Endeksi, tüm dünyadaki kuru yük taşımacılığı verileri üzerinden hesaplanmaktadır. Endeksin artış trendinde olması dünya ticaretinde canlanma, dolayısıyla dünya ekonomisinde büyüme beklentisi oluşturmaktadır.*

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

\*\*\* *VIX Endeksi (Volatility Index), küresel çapta piyasaların stres düzeyini ölçmektedir.*

Yukarıdaki tabloda, 2016 yılının ilk yedi ayında küresel piyasalarda oluşan dalgalanma, petrol fiyatlarında dip seviyelerden bir miktar yükseliş, küresel ticarete sınırlı toparlanma gözlenmektedir. Küresel piyasalarda risk algısına işaret eden VIX endeksi, Brexit'in hemen ardından 26.8 seviyesine kadar yükselmiş, daha sonra olumlu likidite koşullarının süreceği beklentisi ve artan risk iştahıyla yılın başındaki seviyesinin de altına düşmüştür. Veriler ayrıca, son 1 ve 2 yıllık dönemler itibarıyla petrol fiyatlarının sert dalgalanmasına, dünya ticaret hacminin son 1 yılda %40'ı aşkın oranda azalışına, küresel bazda ve gelişmekte olan ülkeler bazında büyüme ve yatırım beklentilerinin dalgalı seyrine işaret etmektedir.

Global Trade Alert'in 13 Temmuz 2016 tarihli raporunda, dünya ticaret hacminin Ocak 2015'ten bu yana hiç reel artış göstermediği, raporda "*küresel ticarete plato*" olarak işaret edilen bu durumun tarihte nadir görüldüğü ve büyük küresel resesyonlar dışında izlenmediği belirtilmiştir. Durum böyleyken, Brexit sonrası AB merkezli olarak alevlenen ülkelerarası ticaret tartışmaları hız kazanmıştır. ABD'de ise başkanlık yarışından galip çıkması halinde Donald Trump, serbest ticaret anlaşmalarını feshedeceğini, özellikle Çin'e yaptırım uygulanacağını beyan etmiştir. Ekonomistler, Brexit'in uzun vadede derinleşecek en önemli olumsuz etkilerinden birinin, ayrılıkçı politikaları besleyerek küresel ticarete darbe vurabileceğini dile getirmektedir.

İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD), Haziran ayında yayımladığı Ekonomik Görünüm raporunda küresel ekonominin düşük büyüme tuzağına girdiğini ifade etmiştir. Kuruluşun 2016 ve 2017 için küresel büyüme tahmini sırasıyla %3 ve %3.3 düzeyindedir. Raporda, ekonomik büyümeyi canlandırmaya yönelik olarak küresel merkez bankalarının uyguladığı genişleyici para politikalarının mali ve yapısal politikalarla desteklenmesi gerektiği belirtilmiştir. Rapora göre, yatırım ortamını ve küresel ticaret dinamiklerini destekleyen, işgücü piyasasını harekete geçiren, finansal piyasaların istikrarını ve işleyişini güçlendiren yapısal politikalar uygulanmadığı sürece küresel bazdaki düşük büyüme döngüsünün aşılması olası görünmemektedir.





### ABD: Karışık sinyaller

Krizde ilk giren, daha sonra alınan hızlı ve etkin önlemlerle sınırlı toparlanmaya geçen ABD ekonomisi, halen tam olarak krizden çıkmış gibi görünmemektedir. Kriz sonrası %10'lara yaklaşan işsizlik oranı yeniden %5 seviyesinin altına inmiş, büyüme oranı yıllık bazda %2 bandına yeniden çıkmış olsa da, hane halkı tüketimi, ve enflasyon oranı beklenen düzeye ulaşamamıştır. 2016 yılının ikinci çeyreğinde GSYH büyümesi %2.6 olan beklentilerin çok altında, %1.2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bir başka deyişle dünyanın en büyük ekonomisi, krizin ilk dönemine göre oldukça toparlanmış olmakla birlikte kriz öncesi durumundan hala oldukça uzak bir görünüm sergilemekte; istikrarlı büyüme için, başta Avrupa ve Çin ekonomileri olmak üzere, küresel sistemin diğer kanatlarının da toparlanma sinyallerine bağlı kalmaktadır.

Bu süreçte FED, 28 Temmuz'da yapılan toplantısında para politikasında bir değişiklik yapmazken faiz artış takvimine ilişkin net bir bilgi vermemiştir. Toplantının ardından yapılan açıklamada ABD'de ekonomik aktivitenin ılımlı şekilde toparlanmaya devam ettiği vurgulanırken, faiz takviminin gelecek dönemde verilere bağlı olarak şekilleneceği yönündeki söylemini sürdürmüştür. Beklenti düzeyinin oldukça altında gelen büyüme verisi sonrası, FED'in bu yıl içinde faiz arttırmayacağına yönelik beklentiler kuvvetlenmiştir.

Ayrıca ABD'de yaklaşan başkanlık seçiminin sonuçlarının da ekonomik aktivite için belirleyici olacağı belirtilmektedir. Referans anketlere göre Clinton ile birçok eyalette başa baş gitmekte olan Trump'un seçilmesi durumunda izlemeyi vaat ettiği popülist ve ayrılıkçı politikaların, serbest ticaret anlaşmalarını feshetmek gibi uygulamaların ticaret dengeleri ve yatırımlar üzerinde son derece olumsuz etkileri olabileceği, FED'in de bu nedenle başkanlık seçimleri öncesi belirgin bir aksiyon almayacağı dile getirilmektedir.

### AVRUPA: Ayrılık rüzgarları

Uzun süredir düşük büyüme, düşük enflasyon ve yükselen işsizlik sorunu ile mücadele etmekte olan Euro Bölgesi ekonomisi, yılın ikinci çeyreğinde bir önceki döneme göre beklentiler dahilinde %0.3, yıllık bazda %1.6 oranında büyürken, tüketici fiyatları Haziran ayında 5 aydır ilk kez olmak üzere %0.1 oranında artış göstermiştir. Eurostat verilerine göre, Euro Bölgesinde mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Haziran ayında, Mayıs ayındaki seviyesini koruyarak %10.1 olmuştur. Enflasyon oranının beklenen artışı göstermemesi bölge ekonomisinde talep yönlü bir canlanma olmadığına göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Önümüzdeki döneme ilişkin açıklanan öncü veriler ise ekonomik aktivitenin ılımlı seyrini sürdürdüğünü, ayrıca Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) Brexit'in Euro Bölgesi'ne olası etkisini anlamak için sabır gerektiği yönündeki değerlendirmesini destekler niteliktedir.

Öte yandan, Brexit'in negatif etkileriyle hem İngiliz ve Euro Bölgesi ekonomisinin, hem de yayılma etkileriyle küresel ekonominin yeni bir kriz döngüsüyle karşı karşıya kalabileceği değerlendirilmektedir. İngiltere'de politik belirsizliğin ortadan kalkmış olması piyasaları bir miktar rahatlatmış olmakla beraber; böylesi büyük bir riskin yönetiminde, Brexit sürecinin nasıl işleyeceği, AB'nin yeni dönemde nasıl bir yapılanma içine gireceği ya da yeni çıkış talepleriyle dağılıp dağılmayacağı belirleyici olacaktır.

Geçtiğimiz yıllarda, bölgedeki ülkelerden bazıları, özellikle Yunanistan başta olmak üzere krizden çok sert bir şekilde etkilenirken, İtalya, İspanya, Portekiz gibi ülkeler orta derecede, Almanya, Fransa, Avusturya, Hollanda gibi ülkeler ise sınırlı olarak etkilenmiştir. Bu süreçte AMB de krize girdikten bir süre sonra FED'nin uyguladığına benzer politikaları yürürlüğe sokmuştur. Ancak geniş çaplı parasal gevşeme, negatif faiz uygulaması gibi önlemler sürmesine karşın, bölge genelinde henüz ABD ekonomisinde olduğu oranda toparlanma gözlenmemektedir. Ayrıca, kriz sürecinden nispeten az etkilenen İtalya'da toplam 360 milyar

Euro'ya ulaşan batık kredilerin Brexit sonrası artan belirsizlik ortamında bölge genelinde yeni bir kriz dalgası yaratabileceği uyarıları yapılmaktadır.

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Sürpriz büyüme

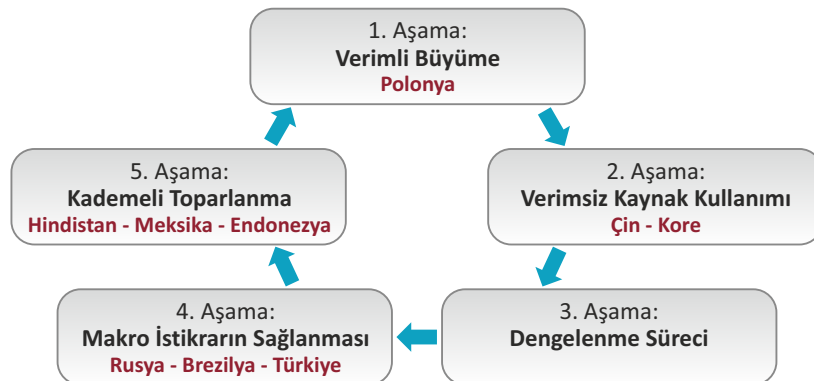
Küresel görünümde gelişmiş ekonomilere ilişkin risk unsurları artarken, Temmuz ayında küresel sermaye akımlarının yeniden gelişmekte olan ülke (GOÜ) piyasalarına yöneldiği izlenmiştir. Son 4 haftalık süreçte GOÜ piyasalarında son 2 yılın en kapsamlı fon girişi yaşanmış, GOÜ tahvillerine 20 milyar ABD Dolarının üzerinde akış gerçekleşmiştir.

Ekonomik koşullarda önemli bir düzelleme olmamasına rağmen GOÜ piyasalarının bu denli olumlu bir grafik sergilemesinin şaşırtıcı olduğu belirtilmektedir. Petrol fiyatlarının yeniden gerileme trendine girmesi sonucu Brezilya ve Rusya gibi gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomiye katkıları beklenenden daha zayıf olabilecek; gelişmiş ülkelerde olası yavaşlama eğilimi ve küresel ticarete durgunluk GOÜ piyasalarına olumsuz yansıtılabilecektir. Uluslararası finans kuruluşlarının değerlendirmelerine göre tüm bu faktörlere karşın yatırımcıların GOÜ'lere yönelmesi, kalıcı bir büyüme grafiğinden ziyade negatif faiz veren tahvillerin küresel bazda 12 trilyon ABD Doları tutarında bir büyüklüğe ulaşmasından ve küresel sermayenin getiri arayışından kaynaklanmaktadır. Ayrıca FED'in faiz artış takviminde duraklamak durumunda kaldığı, Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) genişlemek zorunda olduğu, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) daha fazla sıkılaştırma adımı atmadığı konjonktürde, ciddi riskler ortaya çıkmadığı sürece GOÜ piyasalarının küresel sermaye açısından cazibesini bir süre daha koruması beklenmektedir.

2013 yılından bu yana FED'in parasal genişlemeye son vermesi ile tersine dönen sermaye akımları, petrol fiyatlarındaki gerileme eğilimi ve makroekonomik kaygılar nedeniyle bir çok GOÜ piyasası ve para biriminde özellikle ABD Dolarına karşı ciddi değer kayıpları olmuştur. Bunlar ilk başta GOÜ'lerin büyük bir kısmında ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiş olsa da, ekonomik döngüde yeni bir denge oluşmaya başlamıştır. Örneğin Brezilya'da GSYH 2015 yılında %3.8 oranında daralmış, 2016 yılında ise sınırlı toparlanma izlenmeye başlamıştır. Brezilya için 2017 yılında %1.2 büyüme öngörülmektedir.

Benzer şekilde Rusya'da da uluslararası ambargo sürecine rağmen toparlanma görülmektedir. Enflasyonun yavaşlaması ve ücretlerdeki kademeli yükseliş ile birlikte tüketimde artış trendi başlamıştır. Saint Petersburg Uluslararası İş Forumu'nda konuşan Rusya Devlet Başkanı Putin, önümüzdeki dönem için yılda en az %4 büyüme hedeflediklerini vurgulamıştır.

Uluslararası yatırım bankası Morgan Stanley, 29 Temmuz tarihinde yayımladığı analizinde, GOÜ'lerin büyük bir kısmının makroistikrar ve kademeli toparlanma sürecine girdiğini, bu nedenle küresel GSYH'nın %37'sini oluşturan GOÜ'lerin önümüzdeki dönemde küresel büyümeye pozitif katkı yapmayı sürdüreceklerini belirtmiştir. Kuruluş, Çin dışında GOÜ'lerin 2017 yılındaki büyüme oranının %2.7'den %3.8'e çıkacağını öngörmektedir.



Kaynak: Morgan Stanley, 29 Temmuz 2016



Morgan Stanley raporuna göre, başta Türkiye, Rusya ve Brezilya olmak üzere birçok GOÜ, büyüme dinamiklerinin halen zayıf olduğu, ancak dengelenmenin sağlandığı, makroekonomik açıdan istikrarlı bir döneme girmiştir. Raporda, Türkiye ekonomisinin başarısız darbe girişimi nedeniyle olumsuz etkilenebileceği, ancak yine de istikrarlı büyüme artışını koruyabileceği belirtilmiştir.

Raporda kademeli toparlanma sürecinde olduğu belirtilen Hindistan yapısal reformlarını gerçekleştirmiş, makroekonomik istikrarı sağlamış ve bir sonraki aşamaya geçmiş durumdadır.

Bu süreçte Çin, ılımlı büyümesini sürdürmekte, ancak iyi yönetilmeyen makroekonomik dinamikler nedeniyle kaynakların verimsiz kullanıldığı bir süreçte bulunmaktadır. Geçtiğimiz yıl %6.9 oranında büyüyen, bu yıl ise %6.5 oranında büyümesi beklenen Çin ekonomisine yönelik endişelerin sürdüğü, düşüş trendini sürdüren emtia fiyatlarının ve zayıf talebin de etkisiyle ekonomik aktivitenin baskı altında kalmaya devam ettiği gözlenmektedir. Çin'den son 2 aylık dönemde 80 milyar ABD Doları üzerinde sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Çin'deki yapısal dönüşüm sürecinin küresel konjonktüre daha fazla yayılmadan atlatılması ise büyük önem arz etmektedir.

Öte yandan, GOÜ'lerin ekonomik döngüde yaşadıkları sorunların, büyük oranda verimlilik yerine büyüme odaklı geçici politikalarla ilerlemelerinden kaynaklandığına işaret eden kuruluş, özellikle FED'in parasal genişlemeyi durdurması, emtia fiyatlarının azalması ve dünyanın en büyük ihracatçısı Çin'in yavaşlamasıyla dinamiklerin tersine döndüğünü; istikrarlı ve sürdürülebilir büyüme, üretim ve yatırım artışı için, politik ve ekonomik reformların gerçekleştirilmesinin önem taşıdığını vurgulamıştır.

#### **PETROL FİYATLARI: Fiyat istikrarı sağlanamıyor**

Geçtiğimiz dönemde petrol fiyatlarında ABD Dolarının seyri, petrol stok verileri ve Brexit sonrası artan belirsizlik ortamında küresel büyümeye ilişkin beklentilerdeki dalgalanmalar sonucu oynaklık izlenmiştir. 2015 sonunda 38 USD düzeyinde olan Brent türü ham petrolün varil fiyatı Haziran 2016 itibariyle stokların gerilediğine yönelik beklentiler sonucu 51.5 USD ile 8 ayın zirve değerlerine ulaşmıştır. Ambargoların kaldırılmasının ardından İran'ın günlük petrol üretimini 4 milyon varile yükselteceğine dair açıklamalar ve dünyanın en büyük emtia ithalatçısı Çin ekonomisine ilişkin zayıf veriler petrol fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketi baskılamıştır. Arzdaki artışın sürdüğüne dair beklentilerin de güçlenmesiyle yeniden 45 USD seviyesine kadar gerileyen fiyatlar, Temmuz ayını 42 USD düzeyinden tamamlamıştır.

Söz konusu fiyat gelişmeleri emtia ithalatçısı ülkelerin ekonomilerini desteklemekte, ancak gelirleri büyük oranda petrol ve doğalgaz üretiminden oluşan ülkeler için yatırımların azalmasına ve finansal baskılara neden olmaktadır. Uluslararası Enerji Ajansı İcra Direktörü Fatih Birol, petrol fiyatlarındaki düşüşten olumsuz etkilenen ülkeler arasında başı çeken Suudi Arabistan, Rusya ve Birleşik Arap Emirlikleri gibi, ekonomileri büyük oranda petrol gelirlerine bağlı olan ülkelerde zayıflama görüldüğünü belirtmiştir. Birol ayrıca "*Fiyatların düşüşünden çok ciddi zarar gören, ikinci gruptaki Nijerya, Azerbaycan, Venezüella ile bazı Afrika ülkeleri, şu anda iflas durumuyla karşı karşıya*" değerlendirmesinde bulunmuştur. Birol, Türkiye'nin bu listede Hindistan ve Japonya gibi petrol ithalatçısı ülkelerle birlikte düşüşten pozitif etkilenen ülkeler arasında yer aldığının altını çizmiş; ancak petrol fiyatlarında olası bir yükseliş karşısında Türkiye ekonomisinin zor durumda kalmaması için enerji politikalarında gerekli tedbirlerin alınması gerektiği uyarısında bulunmuştur.

Emtia ihracatçısı konumunda bulunan ülkelerin birçoğundaki negatif finansal yansımalar, yurtdışı müteahhitlik hizmetleri açısından da dikkatle izlenmektedir. Cezayir, Suudi Arabistan, Rusya, Azerbaycan ve geçtiğimiz dönemde iş yapılan pazarlar arasında ağırlığını büyük oranda arttırmış olan petrol ihracatçısı kimi Afrika ülkeleri için, petrol fiyatlarındaki düşüş eğiliminin, hem planlanan yatırım kalemlerinde erteleme, hem de devam eden projelerde ödeme güçlükleri riskleri bulunmaktadır.

## TÜRKİYE

### Normalleşme beklentisi

2016 yılının ilk yarısında Türkiye ekonomisine ilişkin gözlenen olumlu gelişmeler şunlar olmuştur; büyüme tarafında yatırımlar zayıf seyretmekle beraber iç talebin halen güçlü olması, TL'nin küresel gelişmeler ve GOÜ varlıklarına artan talep ile istikrarlı seyretmesi, enflasyonun özellikle gıda fiyatlarının düşük seyri sonucu beklenenden düşük olması, TCMB yönetiminin para politikasında sadeleşmeye gitmesi, enerji fiyatlarının düşük seyrine paralel olarak cari açığın düşme eğilimini sürdürmesi, mali disiplinin ve bütçe performansının güçlü seyrinin devam etmesi.

Bu süreçte ekonominin zaafı ise şu şekilde sürmektedir; büyüme kompozisyonunun tüketim ağırlıklı oluşu ile yatırım ve tasarruf açığı, çekirdek enflasyonun halen beklenenden oldukça yüksek seyretmesi, yapısal reform sürecinin radikal ve kalıcı önlemler yerine henüz kısa vadeli tedbir ve teşviklerle sürdürülmesi.

Politik belirsizlik Mayıs 2016 itibariyle oldukça azalmış, Başbakanlık koltuğu Sayın Davutoğlu'ndan eski Ulaştırma Bakanı Sayın Yıldırım'a hızlı ve piyasa dostu bir kabine değişimi ile devredilmiş, ekonomik reform takvimi öncelik kazanmış, küresel gelişmeler tüm GOÜ ile birlikte Türkiye'ye para girişi ve TL'de istikrar olarak vuku bulmuş, cari denge tarafında turizmden kaynaklanan olumsuz etkiler enerji fiyatlarındaki düşük seyir ile büyük oranda bertaraf edilmiş, Haziran 2016 itibariyle Rusya ile normalleşme süreci başı çekmek üzere dış politikada kapsamlı ve olumlu bir restorasyon başlatılmıştır. Bu süreçte hükümet kanadından da yatırım ortamının güçlendirilmesi ve reform süreciyle ekonominin zaaflarının giderilmesine yönelik olarak atılması planlanan birçok adım olduğu ifade edilmiştir.

15 Temmuz'da yaşanan başarısız darbe girişimi ise sadece demokrasiye karşı değil, ekonomik büyüme ve kalkınma hedeflerine, iç ve dış dengelere ve uluslararası yatırım çekme kabiliyetine de kast etmiştir. Bu bakımdan darbe girişiminin kısa sürede bertaraf edilmesi, siyasal uzlaşa ile toplumsal birliktelik ortamı, ulusal medyanın desteği ve yaşamın doğal akışına dönmesi, ekonomik performansın ilerleyişi bakımından da hayati önem kazanmıştır.

Darbe girişimini izleyen dönemde sürecin kesintisiz bilgi akışı sağlanarak yönetilmesi ile kısa vadede iç ve dış piyasada spekülasyon ve dalgalanmanın büyük oranda önüne geçilmiş; olağanüstü hal kararını takiben halkın ve ekonominin bu durumdan etkilenmeyeceğinin açıklanması da normalleşme sürecine katkı sağlamıştır.

Kısa vadede piyasada oluşan panik dalgasının önlenmesi bakımından ekonomi yönetiminin hızlı ve etkin tedbirleri ile piyasayı teskin edici açıklamaları olumlu karşılanmıştır. Kamu kesimi ve bankalar dışında ayrıca, sivil toplum kuruluşları, özel sektör temsilcileri ve iş dünyasının ileri gelen isimleri, ekonomik belirsizliği azaltan, yatırımların sürekliliğini önceleyen açıklamaları ile normalleşme sürecine katkıda bulunmuştur. Bilindiği üzere Türkiye Müteahhitler Birliği de, üyesi bulunduğu tüm uluslararası sektör kuruluşlarına ve yabancı misyon temsilcilerine bilgilendirme mektupları göndermiş; mektuplarda ekonominin mevcut durumu ve Türkiye'nin demokrasiye bağlılığı ile Türk ekonomisinin ve inşaat sektörünün gücü vurgulanmıştır.

Çok yönlü olarak alınan tedbirler yabancı yatırımcılar ve uluslararası finans kuruluşları nezdinde Türkiye ekonomisine ilişkin belirsizliğin azaltılmasında ve güvenin yeniden tesis edilmesinde oldukça önemli rol oynamıştır. Nitekim IMF Başkanı Christine Lagarde konuya ilişkin açıklamasında, başarısız darbe girişiminin ardından TCMB ve finansal kurumlar dahil Türk otoritelerinin, likiditenin müsait olması ve bankaların işlev görmeye devam etmesi için birbirine uyumlu bir şekilde çok güçlü tepki verdiklerini, bu tutumun finansal piyasaları sakinleştirmede etkili olduğunu belirtmiştir.



Uluslararası yatırımcı algısını şekillendirmek adına görüşleri önem taşıyan global yatırım bankalarının darbe girişimi sonrası Türkiye ekonomisine ilişkin temkinli bir karamsarlık ve iyimserlik arasında değişkenlik gösteren beklentilerine ekte yer verilmiştir.

**Goldman Sachs:** Darbe girişimi başarısız oldu, ancak durum normale döndü diyemiyoruz. Yatırımcıların risk algısı etkilenmeye devam edecek. Belirsizliğin sürmesi fonlama maliyetini yükselterek bankaları zorlayabilir.

**JP Morgan:** Erken seçim ihtimalinin yükseldiğine inanmıyoruz, fakat sıcak para akımlarının azalması ve zayıf turizm gelirleri nedeniyle ekonomi bir miktar zarar görebilir. USD/TL kurunun ilerleyen günlerde 2.98-3.00 arasında dengelenmesini bekliyoruz.

**HSBC (Londra):** Uzun sürecek politik belirsizlik özel sektör harcamaları ve sabit sermaye yatırımlarını olumsuz etkileyebilir. 2016 büyüme öngörümüz olan %2.9'u aşağı revize etmemiz gerekebilir. Sıcak para kaçışlarını çok dikkatli izleyeceğiz, çünkü enflasyon dinamiklerini olumsuz etkileme potansiyeli mevcut. Halihazırda yıl sonu USD/TL tahminimiz 3.00.

**Citibank:** Türkiye'de darbe girişimi diğer gelişmekte olan piyasaların gidişatını etkilemez. Yatırımcının ruh halinin ne kadar zarar gördüğünü ölçeceğiz. TCMB'nin çok faiz artışı yapma olasılığı var, ama bunun ne denli gerçekçi olduğunu kaçan sıcak para miktarı belirleyecektir.

**UBS Yatırım Bankası:** Darbe girişiminin TL cinsinden varlıklar üzerinde kısa vadeli etkisi sınırlı olacak. Global risk iştahı yüksek, USD/TL yeniden 2.90 düzeyine geri döner. Fakat bu vakanın tüm TL cinsinden varlıklarda politik risk primini yükselttiğini de inkar edemeyiz. Orta vadede sermaye kaçıışı, ekonomik yavaşlama ve düşen şirket karlılıkları bizi kaygılandırıyor. FED'in Aralık ayında faiz artırımını bekliyoruz ki Türkiye gibi cari açık sorunu olan ekonomiler için ciddi bir tehlike teşkil edebilir. Halen 6-12 aylık USD/TL tahminimiz olan 3.10'u yukarı yönlü revize etme olasılığını değerlendiriyoruz.

**Rabobank:** Henüz TL'yi terk etmek için erken olduğu düşüncesindeyiz. Darbe girişimi ardından Türkiye daha istikrarlı bir görünüm kazandı. Diğer gelişmekte olan ülkelerde bono-tahvil getirileri tarihi diplere doğru salındıkça, Türkiye varlıkları bir kez daha cazip görünebilir.

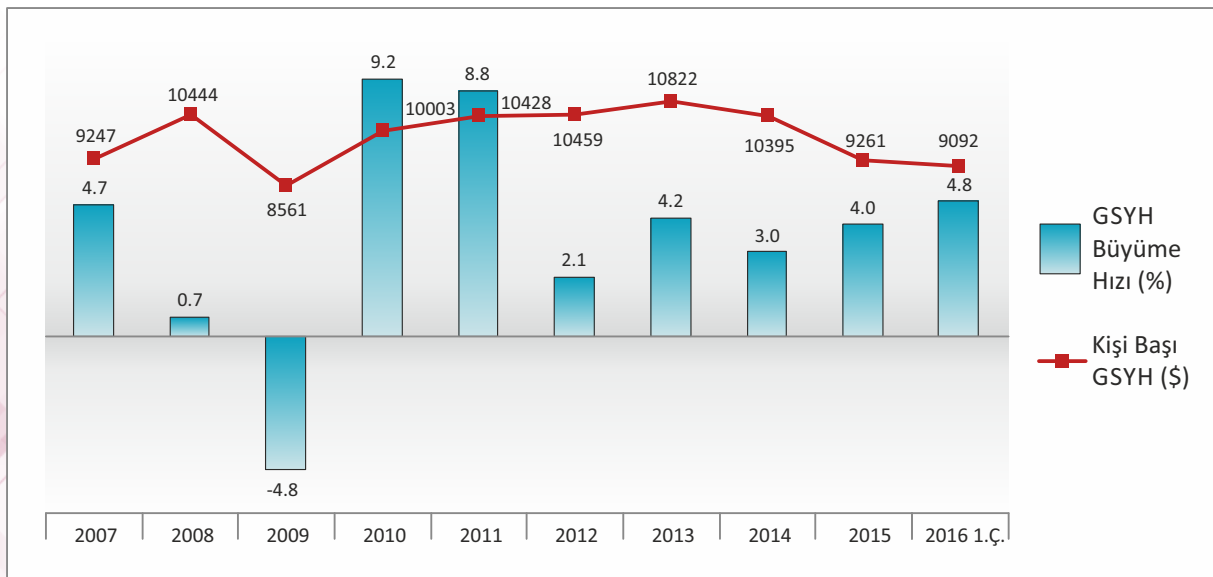
Mevcut durumun ekonomik aktiviteyi baskılama olasılığının yüksek olduğu; kısa vadede oluşan belirsizliğin risk iştahını ve yatırımları azaltma, sıcak para çıkışına yol açma, dış krediye erişim olanaklarını kısıtlama potansiyelinin bulunduğu belirtilmektedir. Ayrıca, Rusya ile normalleşen ilişkiler neticesinde Ağustos ayından itibaren turizm gelirlerindeki olumsuz gidişatın bir miktar azalabileceği değerlendirilmekte beraber, mevcut durumun turizm ve ilgili sektörler üzerinde baskıyı artırabileceği değerlendirilmektedir. Türkiye ekonomisi, yılın ikinci yarısında büyüme dinamiklerinde, bütçe gelirlerinde ve dış ticarete yaşanabilecek göreceli yavaşlamadan olumsuz etkilenebilecektir.

Öte yandan, orta vadede dengeli bir zeminin tekrar sağlanması durumunda ekonominin potansiyeline yakın bir büyüme bandı üzerinde ilerleyişini artan ivmeyle sürdürebileceği vurgulanmaktadır. İçinde bulunan hassas süreçte hükümetin muhalefetin de desteğini alarak etkin çalışması, toplumsal uzlaşma ortamı ve hızlı toparlanma devam ederken, küresel konjonktür de Türkiye'nin içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarını destekler niteliktedir. Süreç normalleştiğinde, kurumlar yeniden çalışır hale geldikçe, iç ve dış platformda güvenin yeniden tesis edilmesi ve hayatın normal akışına geri dönmesi sonrasında sistemin daha da güçlenebileceği; dinamik ve potansiyeli yüksek Türkiye ekonomisinin küresel akımlar açısından yeniden pozitif bir döngüye girebileceği ifade edilmektedir.

Türkiye'nin hızla ve etkinlikle ekonomik ve sosyal reform sürecini hayata geçirmesi; tasarrufların arttırılması, üretim ve dış ticaret süreçlerinin desteklenmeye devam etmesi, ticaret ve yatırım politikalarının doğrudan yabancı yatırımları ve katma değeri yüksek ihracata yönelimi teşvik edecek biçimde yeniden düzenlenmesi, ayrıca bilgi ve insan tabanlı sermayeye yüksek oranda yatırım yapılması her zamankinden de fazla derecede önem kazanmaktadır.

### Büyüme: Tüketim odaklı büyüme

2015 yılının ilk çeyreğinde %2.5, 2015 yılı bütününde %4.0 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi, 2016 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %4.8 ile beklentilerin üzerinde büyümüştür. Bu gelişmede ağırlıklı olarak, özel tüketim harcamalarındaki kayda değer artış ile enerji fiyatlarının seyri etkili olmuştur. Öte yandan, TL'deki değer kaybının etkisiyle ABD Doları bazında milli gelirdeki gerileme eğilimi devam etmiştir.



Kaynak: TÜİK

Tüketim harcamaları ilk çeyrekte son 18 çeyreğin en hızlı yıllık artışını göstermiştir. Tüketim harcamalarının güçlü seyrinde asgari ücretteki artışın da etkisiyle özel tüketimdeki canlanma belirleyici olmuştur. Yatırım harcamalarının zayıf performansı ise orta vadeli büyüme beklentilerini olumsuz yönde etkilemektedir. Sürdürülebilir büyüme kompozisyonu için tüketim odaklı harcamaların yatırım odaklı tasarruflara yönlendirilmesi önem arz etmektedir.

Mevcut durum nedeniyle yılın devamında ekonomik aktivitede bir miktar düşüş görülebileceği ve ekonominin 2016 yılını %3.5-%3.8 aralığında bir büyüme oranıyla tamamlayacağı öngörülmektedir.

### Enflasyon: TL'deki değer kaybı risk yaratıyor

TÜFE, Temmuz ayında bir önceki aya göre %1.16 ile %0.72 olan beklenti seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Gıda ve tütün ürünleri kaynaklı olan bu yükselişle birlikte, tüketici fiyatlarında yıllık enflasyon son 6 ayın en yüksek düzeyi olan %8.79'a ulaşmıştır. Beklenti seviyesini aşan verilerin ardından, borsada aşağı yönlü, USD/TL seviyesinde de yukarı yönlü hareket izlenmiştir.

TCMB, 29 Temmuz'da yayımladığı enflasyon raporunda 2016 yılsonu için %7.5 düzeyindeki enflasyon tahminini değiştirmemiştir. Öte yandan, son olaylar neticesinde TL'de son dönemde kaydedilen değer kaybının çekirdek enflasyon ve TÜFE üzerindeki yukarı yönlü baskıyı arttırabileceği dile getirilmektedir.



### Para Politikası: Sadeleşme sürüyor

Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, 19 Temmuz tarihli toplantısında faiz koridorunun üst bandında 25 baz puan indirim yapmış, gecelik borç verme faiz oranını %9.0'dan %8.75'e çekmiştir. Faiz politikasında sadeleşme sürecinin sonlarına gelindiğini ifade eden TCMB, enflasyon görünümü dahilinde likidite politikasında sıkı duruşun korunacağını belirtmiştir. Uzmanlar, tek faiz uygulamasına geçiş ve faiz indirim sürecinde, yıllık enflasyonun %9.0 seviyelerine yaklaşmış olmasının Merkez Bankası'nın hareket alanını giderek daralttığını, küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmayı da dikkate alarak faiz indirimlerine bir süre ara verilebileceğini belirtmektedir.

### Dış Ticaret: Açıkta daralma eğilimi sürüyor

Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici dış ticaret verilerine göre, Temmuz ayında ihracat hacmi %11.5 azalarak 9.9 milyar ABD Doları, ithalat %19.5 azalarak 14.6 milyar ABD Doları olmuştur. Temmuz ayı itibariyle dış ticaret açığı yıllık bazda %32 azalmış, ihracatın ithalatı karşılama oranı da %61'den %67'ye çıkmıştır.

Enerji fiyatlarının düşük seyrini korumasından kaynaklanan ithalat düşüşü ve AB bölgesine yapılan ihracat dış ticaret dengesindeki toparlanmayı desteklerken, yakın ve orta doğu ülkelerine olan ihracat hala zayıf seyretmektedir. Son dönemde İsrail ve Rusya ile sorunların giderilmesi yönündeki olumlu gelişmelerin önümüzdeki dönemde ihracat hacmine pozitif etkide bulunabileceği ifade edilmektedir.

### Ödemeler Dengesi: Cari açık beklenenden yüksek

Cari işlemler açığı Haziran ayında, özellikle turizm gelirlerindeki keskin düşüşe bağlı olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.7 milyar ABD Doları artmış ve 4.9 milyar ABD Doları olmuştur. Bunun sonucunda, 12 aylık kümüle cari açıkta 10 aydır süren düşüş trendi durmuş, kümüle açık 29.4 milyar ABD Dolarına yükselmiştir. 2016-2018 dönemi Orta Vadeli Programı'nda (OVP) 2016 yılı cari işlemler açığı 28.6 milyar ABD Doları olarak öngörülmüştür. Enerji kaleminin olumlu seyrine karşın, turizmde yaşanan performans kaybından dolayı cari açıkta başlayan artış eğiliminin önümüzdeki dönemde sürebileceği değerlendirilmektedir. Rusya ile ilişkilerde yaşanan olumlu gelişmelere karşın turizm gelirlerinde kayda değer toparlanmanın zaman alacağı, bu sürecin cari dengeye olumsuz yansımalarının devam edeceği dile getirilmektedir.

Cari açığın finansman tarafı incelendiğinde ise yurt içine yönelik portföy yatırımlarında ılımlı artış, doğrudan yatırımlarda sert düşüş gözlenmektedir.

### İstihdam: İşsizlik oranı azaldı

TÜİK işgücü istatistiklerine göre, Türkiye genelinde işsizlik oranı Nisan döneminde bir önceki yıla göre 0.3 puanlık azalışla %9.3 seviyesine inmiştir. İstihdam edilenlerin sayısı Nisan ayları itibariyle 1 yılda 1 milyon kişi artarak 27 milyon 638 bin kişi, istihdam oranı ise 1 puanlık artış ile %47.2 olmuştur. İstihdam artışının büyük çoğunluğu hizmetler sektöründen kaynaklanmıştır.

%9-10 aralığında seyreden genel işsizlik oranının kimi gelişmiş Avrupa ülkeleriyle karşılaştırıldığında daha düşük olduğu argümanı doğru görünmekle beraber, işgücüne katılma oranlarının da dikkate alınması önem taşımaktadır. Toplamda %52, kadınlarda ise %32.6 olan işgücüne katılma oranları, istihdam kaleminde asıl alarm veren kısım olarak öne çıkmaktadır. Öyle ki, yaklaşık 58.5 milyon kişi olan 15 ve yukarı yaştaki çalışabilir nüfusun neredeyse yarısı, işgücü piyasasında hiç yer almamaktadır. Bu bağlamda, işgücü piyasasına yönelik reformların gerçekleştirilmesi, istihdam yaratacak sanayi yatırımlarının artması ve yapısal işsizliğin düşmesi bakımından da büyük önem taşımaktadır.

### Sanayi Üretimi: Güçlü artış

Sanayi üretimi Mayıs ayında takvim etkisinden arındırılmış verilere göre yıllık bazda %5.6 ile hızlı artış kaydetmiş; ekonomik büyümenin öncü göstergelerinden sayılan imalat sanayi performansındaki söz konusu artış piyasada memnuniyetle karşılanmıştır.

Diğer taraftan, 2015 yılında da dalgalı bir seyir izleyen Kapasite Kullanım Oranı (KKO), Haziran ayında yıllık bazda 0.2 puan gerileyerek %75.7 düzeyinde gerçekleşmiştir.

### Güven Endeksleri: Temmuzda artış var

Tüketici güven endeksi, reel kesim güven endeksi, hizmet sektörü güven endeksi, perakende ticaret güven endeksi ve inşaat sektörü güven endeksinin farklı ağırlıklarda birleştirilmesiyle oluşturulan ve TÜİK tarafından açıklanan Ekonomik Güven Endeksi'nin, 100'den büyük olması genel ekonomik duruma ilişkin iyimserliği, 100'den küçük olması ise genel ekonomik duruma ilişkin kötümserliği göstermektedir.

Ekonomik Güven Endeksi, Temmuz ayında aylık bazda %14.9 oranında artarak 83.33 değerinden 95.7 değerine yükselmiştir. Aynı dönemde inşaat sektörü güven endeksi %2.5 artarak 82.95, hizmet sektörü güven endeksi %5.3 artarak 100.9, imalat sanayi güven endeksi %1.9 artarak 106.3 ve perakende ticaret sektörü güven endeksi ise %3.9 artarak 103.6 değerine yükselmiştir. Tüketici güven endeksi ise söz konusu dönemde %3.5 azalarak 67.03 değerine düşmüştür.

### Kredi Notu ve Risk Primi: Risk algısı dalgalanıyor

15 Temmuz 2016 tarihinde başarısızlıkla sonuçlanan darbe girişiminin ardından, Türkiye varlıklarına yönelik risk algısı ilk günlerde büyük oranda bozulmuştur. Daha sonra ekonomi yönetimi ve iş dünyası tarafından alınan tedbirlerin de etkisiyle endişeler hafiflemiş, yurt içine yönelik risk algısı bir miktar toparlanmıştır.

Bu süreçte Standard&Poor's (S&P), Türkiye'nin uzun vadeli yabancı para cinsinden tahvillerine verdiği kredi notunu BB+ (Durağan) konumundan BB (Negatif) konumuna indirmiştir. Aceleci ve siyasi gerekçelerle alındığı öne sürülen ve takvim dışı alınan söz konusu indirim kararı tek başına fazla önem taşımamakla beraber, yatırımcı algısını kısa vadede etkileyebilmesi ve diğer kuruluşların değerlendirmelerini olumsuz etkileme potansiyeli taşıması bakımından kaygı yaratmıştır.

Bilindiği üzere kredi değerlendirme (reyting) kuruluşları, ülke tahvillerine yönelik kredi ölçümlemesi yaparken siyasi ve ekonomik durumları baz almakta; bir ülkenin kısa ve uzun vadeli olarak yerel para birimi ya da yabancı para cinsinden borçlanma yeteneğini ölçmektedir. Ekli tabloda, önde gelen üç reyting kuruluşunun notlandırma sistemleri ve Türkiye Cumhuriyeti'nin bugün itibarıyla aldığı yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notları gösterilmektedir.

Fitch, Kasım 2012'de Türkiye'ye verdiği BBB- (durağan) notunu takiben, risk algısının yükseldiği dönemlerde çeşitli uyarılarda bulunmak dışında herhangi bir değişiklik yapmamıştır. Moody's ise, Mayıs 2013'te Türkiye'yi yükselttiği Baa3 kademesini korumuş, 2014 Nisan ayında görünümü durağandan negatife çevirmek dışında bir değişiklik yapmamıştır.

Moody's ve Fitch'in değerlendirmeleriyle "yatırım yapılabilir" seviyede yer alan Türkiye tahvillerine uluslararası büyük fonlar tarafından yapılmış olan yatırım tutarının yaklaşık 8 milyar ABD Doları olduğu belirtilmektedir. Kuruluşlardan en az birinin Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmesi ve





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

söz konusu fonların Türk tahvillerini elden çıkarması halinde Türkiye'nin dış finansman açısından oldukça sıkıntılı bir konuma düşebileceği düşünülmektedir.

Bu süreçte, Moody's 5 Ağustos tarihli olağan değerlendirmesinde herhangi bir not kararı vermemiştir. Kuruluş tarafından yapılan, "Moody's'in başarısız olan darbe girişiminin ardından 18 Temmuz 2016'da duyurduğu değerlendirme süreci halen devam etmektedir. Türkiye değerlendirme takviminde yer alan 5 Ağustos bu nedenle kullanılmamıştır" ifadesine yer verilen açıklamada, darbe girişimi ve sonrasında yaşanan gelişmelerin orta vadedeki sonuçlarının izleneceği kaydedilmiştir. Fitch'in de 19 Ağustos tarihinde yapacağı ilk değerlendirmede, benzer bir söylemle izleme takviminin sürdüğünü, süreçte orta vadeli gelişmelerin etkin olacağını belirterek not değişikliğine gitmemesinin yüksek olasılık olduğu değerlendirilmektedir.

Öte yandan, CDS Primi (*Kredi Temerrüt Risk Primi*), ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre günlük olarak güncellenmekte ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik ve objektif bir göstere olarak kabul edilmektedir. Türkiye 5 yıllık CDS primi, 2016 yılı başındaki 281 baz seviyesinden sonra yılın ilk yarısı boyunca gerileyerek 225 düzeyine kadar inmiş, darbe girişimi ve S&P not kararının ardından yeniden 300 seviyelerine yaklaşmıştır. Normalleşme sinyalleriyle gerileyen CDS primi 10 Ağustos itibarıyla 239 seviyesinde seyretmektedir.

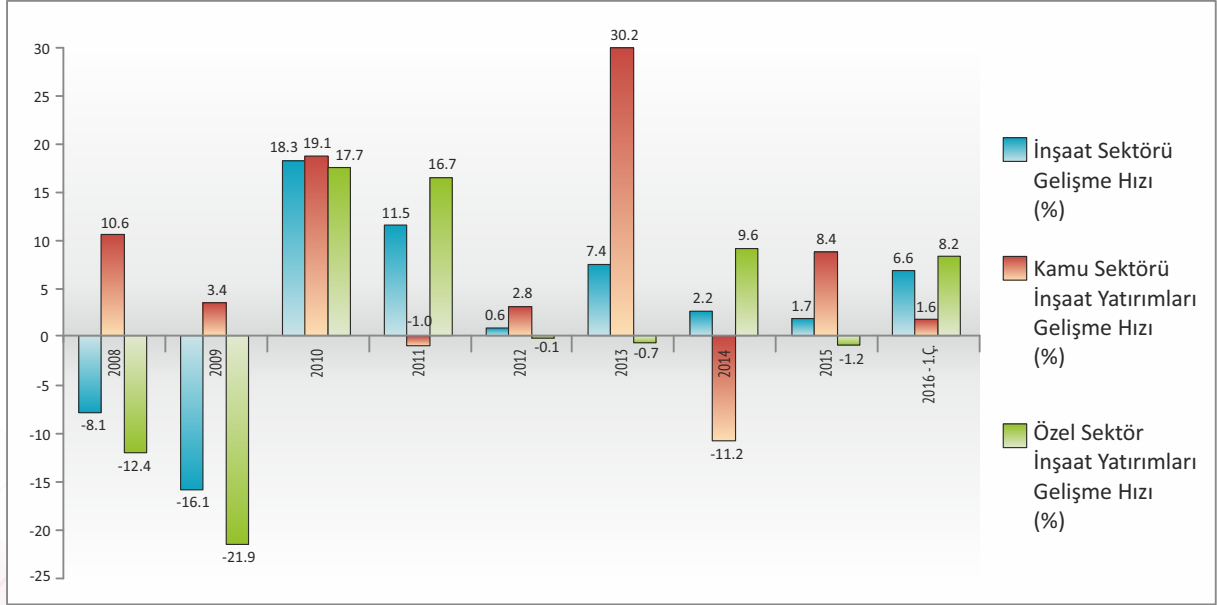
## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Sektörde canlanma işaretleri

GSYH içindeki doğrudan payı yaklaşık %6 olarak ölçülen, ancak bağlı sektörlerle dolaylı etkileri düşünüldüğünde %30'lara ulaşan inşaat sektörü, 1999-2013 döneminde GSYH büyüme eğrisi ile önemli ölçüde paralel, dalgalı bir seyir izlemiştir. 2014-2015 yıllarında bu seyir değişiklik göstermiş, sektör 2015 yılında %1.70 büyüme oranı ile %4.0 olan reel GSYH artışının oldukça altında seyretmiştir. Geçtiğimiz dönemde siyasi istikrara ve yatırım ortamına ilişkin oluşan endişelerin, sektörde faaliyetlerin aksamasına ve yatırım ortamının kötüleşmesine neden olduğu gözlenmiştir.

Diğer yandan, belirsizliklerin ortadan kalkması sektör tarafından olumlu karşılanmış; 2015 yılı son çeyrek itibarıyla %5.4 oranında büyüme oranı ile hızlı toparlanma sinyalleri veren sektör, 2016 yılının ilk çeyreğinde de %6.6 büyüme oranı ile yükselişini sürdürmüştür.

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



Kaynak: TÜİK

2014 yılında %11.2 oranında gerileyen, 2015 yılında %8.4 ile yine artışa geçen kamu inşaat harcamaları 2016 yılı 1. çeyrek itibariyle %1.6 oranında sınırlı artış kaydetmiş; 2014 yılında %9.6 oranında artan, 2015 yılında %1.2 oranında daralan özel sektör inşaat harcamaları artışı ise aynı dönemde %8.2 gibi bir artış ivmesi yakalamıştır.

2016 yılında inşaat sektöründe yurtiçi talep ağırlıklı büyümenin %4.0-5.0 aralığında seyredebileceği, süreçte finansman koşulları, kamu ve özel kesim yatırım düzeyinin etkili olacağı değerlendirilmektedir. İnşaat sektörünün küresel ekonomi içindeki payının %10-12 civarında olduğu dikkate alındığında, sektörün önümüzdeki dönemde, devam eden kentsel dönüşüm çalışmaları ve büyük altyapı projeleri ile birlikte, ekonomik aktivitede daha yüksek bir paya sahip olma potansiyeli devam etmektedir.

TÜİK verilerine göre Temmuz ayında mevsim etkilerinden arındırılmış inşaat sektörü güven endeksi %2.5 artış göstermiştir. İnşaat sektörü güven endeksindeki bu artış, alınan kayıtlı siparişlerin arttığına, yeni yapılacak projelere ve inşaat sektörünün yatırımlarına hız kesmeden devam ettiğine işaret etmektedir.

### Ulusal Varlık Fonu: Yüksek potansiyel

Ulusal Varlık Fonu (UVF - "Sovereign Wealth Fund"), yaygın yaklaşımla cari fazlası olan ya da doğal kaynakları bulunan ülkelerin tasarruflarını değerlendirmek arayışından doğan bir kavramdır. Başka bir deyişle UVF'ler, hükümetlerin ellerinde bulunan varlıkları kontrol etmeleri, yönetmeleri ve geliştirmeleri amacıyla kurulan özel amaçlı yatırım fonlarıdır. Dünyanın 40'tan fazla ülkesinde aktif olan söz konusu fonlar aracılığıyla hükümetler, ellerindeki fonları farklı yatırım stratejilerini kullanarak karlı bir şekilde değerlendirmeyi amaçlamaktadır. UVF büyüklüğüne göre ilk 10 ülkeye ve fonların 2016 Haziran ayı itibariyle yaklaşık büyüklüklerine ekli tabloda yer verilmiştir.

Haziran 2016 itibariyle küresel bazda UVF toplamı 7 trilyon ABD Dolarının üstündedir. Bunlara ek olarak, Ulusal Emeklilik Fonları da global piyasalarda yatırım yapmakta ve varlıklarının toplam büyüklüğü 9 trilyon ABD Dolarına ulaşmaktadır. En büyük Ulusal Emeklilik Fonları 2.6 trilyon ABD Doları tutar ile Amerika Birleşik Devletleri, 1.4 trilyon ABD Doları ile Japonya ve 850 milyar ABD Doları ile Norveç'te bulunmaktadır.



	UVF Büyüklüğü (Milyar \$)	Kaynak
1 Çin	1462	Emtia-dışı
2 BAE	1247	Petrol
3 Norveç	848	Petrol
4 Suudi Arabistan	758	Petrol
5 Kuveyt	592	Petrol
6 Singapur	537	Emtia-dışı
7 Hong Kong	442	Emtia-dışı
8 Katar	256	Petrol
9 Kazakistan	164	Petrol
10 Rusya	152	Petrol
<i>Diğer (34 Ülke)</i>	<i>861</i>	
<b>Toplam</b>	<b>7319</b>	

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute

Son dönemde, Türkiye'de de benzer prensiplerle çalışacak bir UVF kurulması gündeme gelmiş; darbe girişiminin ardından ekonomide yaşanabilecek sıkıntıları azaltmak üzere alınan tedbirler içinde en önemlilerinden birisi, finansal istikrara ve büyümeye katkı sağlamak üzere hükümet tarafından bir varlık yönetim fonu kurulması kararı olmuştur. Piyasadaki dalgalanmaları önlemesi ve stratejik sektörlerde yatırıma destek olması planlanan fona ilişkin kanun tasarısı Meclis'e sunulmuştur.

10 yılda büyümeye yıllık bazda %1.5 düzeyinde ek katkı sağlaması planlanan fonun gelirleri, tasarıya göre ilk aşamada devlete ait çeşitli kaynakların belirli bir yüzdesi alınarak ilgili varlık fonuna tahsis edilmesi ile oluşturulacaktır. Zaman içinde fon, kendi

kaynaklarını yaratan bir yapıya sahip olacaktır. Türkiye ekonomisinde UVF kuruluşunda yaygın olduğu üzere emtia geliri ya da cari fazla olmamakla beraber, ekli kaynakların kullanılabilmesi değerlendirilmektedir;

- Özelleştirme gelirleri
- Kamu varlıklarının menkul kıymetleştirilerek transferi
- TMSF, DASK vb gelirler
- Emeklilik ve İşsizlik fonlarından ayrılacak kaynaklar

Altyapı projelerini finanse etmek, teknolojik inovasyonu desteklemek, denge mekanizmaları üretmek, ekonomik şoklara kadar sistemsel direnci arttırmak, tasarrufları doğru değerlendirmek, nakit akışını doğru yönetmek, kamu adına getiri sağlamak gibi amaçları olan fon ile ilgili atılması planlanan adımlar şunlardır;

- GSYH büyümesine ve istihdama katkı
- Ekonomik şoklara karşı direncin artırılması
- Savunma sanayi ve teknoloji gibi kritik sektörlerde finansman desteği
- **Büyük ölçekli altyapı yatırımları için kamuya yük olmadan finansman sağlanması**

Genel kuruluş ve yönetim prensiplerinin belirlenmesi, bütçe ve yatırım stratejisinin gerçekleştirilmesi, şeffaflık ilkeleri, bağımsız denetim mekanizmaları ve başarı ölçütleri gibi unsurlar söz konusu fonun ilerleyişi adına hayati önem taşımaktadır. Etkin, şeffaf ve sürdürülebilir bir rota çizilip uygulanması halinde, ekonominin büyüme performansı ve finansal sistemin direnci dışında altyapı yatırımlarını ve inşaat sektörünü desteklemek adına da Türkiye Varlık Fonu'nun son derece memnuniyet verici sonuçlar yaratabileceği değerlendirilmektedir.

### Konut Segmenti: Satışlar yavaşladı

Türkiye genelinde 2016 ilk yarıyıl toplamında satılan konut sayısı, 2015 yılının aynı dönemine göre %0.7 azalışla 630,799 olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayındaki satış da geçen yılın aynı ayına göre %4 gerileyerek 106,187 konut olmuştur.

	2016	2015	2014
Ocak	84 556	86 167	87 639
Şubat	101 703	95 021	82 597
Mart	117 205	116 030	87 617
Nisan	106 348	119 317	83 610
Mayıs	114 800	107 888	90 377
Haziran	106 187	110 657	92 936
Temmuz		96 589	85 101
Ağustos		112 463	105 624
Eylül		92 483	115 786
Ekim		104 098	95 645
Kasım		106 008	103 783
Aralık		142 599	134 666
<b>2016 İlk 6 Ay Toplam</b>	<b>630 799</b>	<b>297 218</b>	<b>257 853</b>
<b>2016 Yıllık Toplam</b>		<b>1 289 320</b>	<b>1 165 381</b>

Kaynak: TÜİK

Toplam konut satışlarındaki düşüşe karşılık, ilk satışlarda görülen yükseliş memnuniyet vericidir. Toplam konut satışındaki artış eğilimi, inşaat sektörünün canlılığını göstermesi açısından önemli sayılmakla beraber, ekonomiye doğrudan katkı sağlaması açısından ilk satışlardaki seyir daha önemli bir gösterge olarak dikkatle izlenmektedir. 2016 yılının ilk yarısında ilk satışlar geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %3.3 oranında artmıştır. Daha önce satılmış bir konutun el değiştirmesiyle yan sanayiye destekleyerek ekonomiye dolaylı katkı sağlayan ikinci el satışlar ise yılın ilk yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %3.8 oranında azalmıştır.

Bu süreçte ipotekli konut satışları, Haziran ayında da gerileme eğilimini sürdürmüş, ilk 6 ay toplamında geçen yılın aynı dönemine göre %17 oranında gerilemiştir. Konut edinmek isteyenlerin ipotekten kaçınma eğilimine işaret eden bu tablonun, mevcut konut kredisi faiz oranlarının yüksek bulunmasıyla ve faizlerin düşeceği beklentisiyle ilgisi olabileceği gibi, genel ekonomik koşullarda borç yükü altına girilmek istenmemesiyle de ilgili olabileceği değerlendirilmektedir.

Gayrimenkul yatırımlarında alım tercihlerinin, maliyet-getiri analizlerinin, genel ekonomik ve sosyal durumun dışında kredi riski, kur riski, finansman riski gibi çok katmanlı birçok unsur rol almaktadır. Bu bakımdan, yılın ikinci yarısına yönelik projeksiyonlar ele alındığında, konut satışlarındaki gerileme eğiliminin, en azından üçüncü çeyrek için devam edebileceği düşünülmektedir.

Darbe girişimi ve devamında OHAL kararının, yükselen kurların, faizlerin ve yükselme eğilimi içine giren enflasyonun, konut gibi büyük tutarlı alımların ertelenmesine yol açabileceği değerlendirilmektedir.

Uluslararası gayrimenkul danışmanlık şirketi Cushman&Wakefield tarafından ilki 2014 yılında hazırlanan "Türkiye Konut Sektörü: Konut Balonu" analizinin ikincisi yayınlanmıştır. Rapora göre, Türkiye 2015 yılında Katar, Yeni Zelanda, Hong Kong, İsveç ve Macaristan'ın ardından konut fiyatı en çok artan 6. ülke olmuştur. Bu artış yatırım geri dönüş sürelerine de yansımış, bir konut yatırımının ortalama geri dönüş süresi 18 yıla çıkmıştır. Merkezi bölgelerde artan arazi maliyetlerinin de etkisiyle bu süre 20 yılın üzerine çıkabilmektedir.

Verileri IMF ile kıyaslandığında en yüksek fiyat artışlarının yaşandığı ülkeler arasında yer alan Türkiye, fiyat/gelir makasının en hızlı açıldığı ülkeler arasında bulunmaktadır.

Öte yandan, yüksek konut kredisi oranları da satışları olumsuz etkilemektedir. Faizlerde düşüş eğilimi, ipotekli konut satışları özelinde tüm satışlara olumlu yansiyabilecektir.



Emlak Konut GYO ve GYODER'in, ekonomik büyümeye destek olmak ve gayrimenkul sektörüne hız kazandırmak üzere Ağustos ayı boyunca düzenledikleri kampanyalara önde gelen birçok konut üreticisi ve GYO'lar destek vermektedir. Peşinat oranını %25'den %20'ye düşüren, %0.70 faiz oranı sunan söz konusu kampanyaların, konut sektörüne önümüzdeki dönemde ivme kazandıracığı değerlendirilmektedir.

## YURTDIŞI MÜTEAHHİTLİK HİZMETLERİ

### Düşüş kaygı verici

Türk müteahhitlik firmalarınınca 1972'den 2016 Haziran sonuna kadar 109 ülkede üstlenilen 8838 projenin toplam bedeli 328.4 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin başladığı tarihten bu yana üstlenilen projelerin ülkelere göre dağılımında ilk 5 ülke Rusya (%19.7), Türkmenistan (%14.7), Libya (%8.9), Irak (%7.2) ve Kazakistan (%6.4) olmuştur.

Ekonomi Bakanlığı verilerine göre 2016 yılının ilk yarısında ise yurtdışında 2.8 milyar ABD Doları değerinde 45 yeni proje üstlenilmiştir. Yılın ilk 6 ayında üstlenilen projelerin ülkelere göre dağılımında ilk 5 ülke BAE (%22.2), Bahreyn (%19.7), Fas (%16.1), Senegal (%13.6) ve Nijerya (%6.5) olmuştur.

Son dönemde üstlenilen proje tutarının geçmiş yılların aynı döneminde üstlenilen proje değerlerinin belirgin şekilde altında kalması, büyük ölçüde sektörün ana pazarlarındaki sorunlardan kaynaklanmıştır. Jeopolitik risklerin arttığı, düşen enerji fiyatları nedeniyle enerji ihracatçısı ülkelerde gerçekleştirilen yatırımların ivme kaybettiği mevcut konjonktürde, yeni pazar yaratma sürecine ek olarak mevcut pazarlarla ülkelerarası ilişkilerin yeniden güçlendirilmesi önem arz etmektedir.

Geçtiğimiz döneme ilişkin rakamlar, özellikle Türk yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinin tarihsel gelişim sürecinde en büyük pay ile lider konumda bulunan Rusya ile ilişkilerimizin normalleşmesinin, sektör için hayati önem taşıdığına işaret eder niteliktedir. Rusya'da alınan yeni iş miktarı 2013 yılında 4.8 milyar, 2014 yılında 3.9 milyar, 2015 yılında ise 5.4 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu değerlendirme ile orta vadede yıllık bazda bu büyüklükte bir potansiyel proje tutarından söz etmek mümkündür.

9 Ağustos tarihinde Cumhurbaşkanı Erdoğan ve Rusya Devlet Başkanı Putin arasındaki görüşmeye ekonomik konular damgasını vururken, ilişkileri eskisine dönüştürmek için hükümetler arasında orta vadeli bir programı hayata geçirme kararı alınmıştır. Türkiye ve Rusya arası ekonomik ilişkilerin lokomotifinin inşaat sektörü olduğu belirtilen görüşmede, ilişkilerin kriz öncesi düzeye dönmesi sürecinde iki ülke arasında vizesiz uygulamaya dönülmesi için çalışma başlatılacağı, Türk inşaat firmaları tarafından yapılan projelerin yeniden hayata geçirileceği açıklanmıştır. Rusya ile ilişkilerin normalleşmesine yönelik tüm gelişmeler sektörde memnuniyetle karşılanmıştır.

Ayrıca, uluslararası finansman koşullarının güçleştiği bu dönemde, mevcut ve yeni pazarlara yönelik finansman temini konusunda Türk EXIMBANK'ın yanı sıra, Afrika Kalkınma Bankası (AfKB), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ve Asya Kalkınma Bankası gibi uluslararası kuruluşlarla işbirliğinin güçlendirilmesi; yurtiçi altyapı yatırımları ile beraber uzun vadede yurtdışında da sektörü destekleyebileceği değerlendirilen bir Türkiye Varlık Fonu'nun planlanması, yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinde sektörün önünü açacaktır.

## UFUK TURU

**Mehmet ŞİMŞEK**, 18 Temmuz 2016, Hürriyet Gazetesi  
**Başbakan Yardımcısı**

Muhalefeti ve iktidarıyla, sivil toplum kuruluşlarıyla, iş alemiyle, bütün siyasi yelpazesıyla, toplumun her kesimiyle demokrasinin güçlenmesi için biriz, beraberiz. Şimdi önümüzde bakmamız lazım. Her şeyden önce toplumsal olarak, muhalefet ve iktidar olarak uzlaşma zemini söz konusu. Hep birlikte darbeye karşı durduk. Bu durum toplumsal uzlaşmanın da önünü açıyor. Türkiye büyük bir badireyi atlattı. Şimdi önümüzde bakıp demokrasimizi, ekonomimizi nasıl güçlü şekilde inşa ederiz, ona bakacağız...

**Selin SAYEK BÖKE**, 27 Temmuz 2016, Basın Açıklaması  
**CHP Genel Başkan Yardımcısı ve Parti Sözcüsü**

Darbe girişimi karşısında Türkiye birlik oldu, bir bütün olarak durdu. Buradan doğan uzlaşma atmosferini, birlik beraberlik ruhunu Türkiye için fırsata dönüştürmek zorundayız. Kendi siyasetimiz için değil, Türkiye için bir fırsat olduğunu asla unutmamalıyız. Huzuru var etmeli, ulusal birliğimizi bu fırsatla güçlendirmeli, hukuku egemen kılmalıyız. Ülkemizde gerçek ve herkes için tam demokrasiyi ve özgürlükleri hep birlikte var etmeliyiz.

**Güven SAK**, 1 Ağustos 2016, Dünya Gazetesi  
**TEPAV Kurucu Direktörü, TOBB Üniversitesi Rektör Vekili**

Şimdi Türkiye'nin hukukun üstünlüğü konusunda, normalleşme konusunda, en geniş mutabakatla bir yeniden inşa sürecine başlaması gerekiyor... Tedbir alırken olası iktisadi etkilerini de dikkatle analiz etmek lazım aslında. Şimdi yakın bir tehlikeyi bertaraf etmeye çalışırken bir de geleceğe dönük etki analizi yapmak zor olabilir elbette. Ama ben doğrusu ya, Meclisteki mutabakatın harikalar yaratabileceğini de biliyorum. İşte şimdi bundan sonuna kadar yararlanmak gerekir. Ne için? Büyüme üzerindeki negatif etkinin izole edilmesi için elbette. Nişan almadan ateş edilmemesi gereken netameli bir süreçten geçiyoruz.

**Angel GURRIA**, 15 Temmuz 2016, OECD Türkiye Ekonomik İnceleme Raporu Sunuşu  
**OECD Genel Sekreteri**

Türkiye zor zamanlardan geçiyor, ancak yaşanan tüm çalkantılara rağmen ümitli olmak için birçok neden var. Türk iş sektörü kuvvetli bir direnç ve olağanüstü bir çok yönlülük sergileyerek ihracatı gelecek vadeden pazarlara yönlendiriyor ve yeni fırsatlarını dinamik bir şekilde değerlendiriyor. Bundan sonrası için üstesinden gelmesi gereken zorluk, ekonomiyi özel tüketime aşırı bağımlılıktan daha ihracata dönük ve sürdürülebilir bir büyümeye doğru yeniden dengelemek olacak.



**Uğur GÜRSES**, 23 Temmuz 2016, Hürriyet Gazetesi  
**Ekonomi Yazarı**

Darbe gibi ağır bir travmadan görece oldukça küçük bir dalgalanmayla çıkmaya çalışan mali piyasalara verilmesi gereken mesaj; kendi dinamiğinde, herkesin beklentisine göre serbestçe fiyat ve işlem oluşumlarına yön vermektir. Her olağanüstü duruş ya da karar, işleri olduğundan daha kötü yöne sürükler. Fiyatlar düşerse de yükselirse de sonra yerini bulur.. İnfial içinde verilen duygusal tepkilerin mali piyasaların sağlığına ve yatırımcıların bakışına getireceği bir yarar yok. Tersine, yurtiçindeki tasarruf sahibi ve yatırımcıların içine düştüğü belirsizlik ve karmaşıklık algısını güçlendiren söylemler olarak yerini buluyor. Krizler topluma ve ekonomiye büyük travmalar getiriyor. Ancak bunun sonrasında, bir an önce bunun etkilerinin ortadan kaldırılması ve ekonomideki akışın yoluna koyulması için işlerin akılcı biçimde yönetilmesi, işgüzarlıktan kaçınılması gerektiğini geçmiş deneyimlerden fazlasıyla öğrendik.

**Mahfi EĞİLMEZ**, Mahfi EĞİLMEZ, 17 Temmuz 2016, mahfiegilmez.com  
**Hazine Eski Müsteşarı, Ekonomi Yazarı**

Dünyada ve Türkiye'de ekonomide belki 5-10 yılda yaşanacak birçok olayın bazen bir hafta içinde yaşandığını ve her şeyin bir anda değiştiğini görüyoruz. FED 3-4 kez faiz artırır diye başlayan beklentiler bir iki ay sonra FED'in faiz artırmayacağı beklentisine dönüşebiliyor. Terör bütün dünyayı etkiliyor. Brexit gerçekleşmez diye yapılan öngörüler birden Brexit'in gerçekleşmesiyle çöpe atılıyor. Rusya ile artık kolay kolay düzelmeye denilen ilişkiler normale dönüyor. Türkiye'de saçma sapan bir darbe girişimi oluyor, kurlar fırlıyor. Yine her şey bozulacak derken birkaç saat sonra darbe diye bir şey kalmıyor, beklentiler tekrar olumlu bir havaya bürünüyor.. Bu kadar çok olayın bu kadar kısa bir zaman süresine sığması kişileri ve kurumları bu tür olumsuzlukların devam edeceğini beklemeye ve gelecek kaygısıyla harcamalarını azaltmaya itiyor. Bunun sonucunda toplam talep düşüyor ve ekonomi canlanma ivmesini kaybediyor. Sisten göz gözü görmeyen bir yolda sis farları olmayan bir arabayla yolculuk yapmaya benziyor bu durum. Çok yavaş gitmekten ve karşıdan gelenlerin de çok yavaş gitmesini dilemekten başka yapacak bir şey yok.

**Kemal DERVİŞ**, 25 Nisan 2016, Dünya Gazetesi  
**T.C. eski Ekonomi Bakanı, Brookings Enstitüsü Başkan Yrd.**

Bugünlerde birçok ekonomist küresel ekonominin büyümesindeki gidişat konusunda karamsar. Dünya Bankası orta vadeli büyüme tahminlerini yine düşürürken, dünya çapında birçok ekonomist daha yavaş büyüme hızının karşı karşıya bulunduğumuz 'yeni normal' olduğu konusunda uyarıyor... Siyasi irade ve güçlü mesajlarla sosyal ve ekonomik reformlar arttırılmalı, yanı sıra kapsayıcı büyüme fırsatlarından faydalanmak için ihtiyaç duyulan uluslararası bir işbirliği gerçekleştirilmeli... Yavaş büyüme engeli ancak bu şekilde atlatılabilir.

**Joseph STIGLITZ**, 13 Temmuz 2016, Dünya Gazetesi  
**Ekonomi Profesörü, Roosevelt Institute Şef Ekonomisti**

Her hükümetin ilk hedefi artık sıradan vatandaşın refahını düzeltmek olmalıdır. Daha neoliberal ideolojilerin bir faydası olmayacak. Ve artık amaçlarla araçları karıştırmamalıyız. Örneğin serbest ticaret iyi yönetildiğinde daha fazla paylaşılmış refah getirebilir. Ama iyi yönetilemezse vatandaşların birçoğunun -muhtemelen büyük çoğunluğunun- yaşam standartlarını kesinlikle düşürecektir.

**Barack OBAMA**, 11 Nisan 2016, American FOX Mülakatı  
**ABD Başkanı**

Libya'da daha önce bir katliamın önüne geçmek adına doğru olanı yaptık. Fakat hiçbirimiz tam olarak çok daha sonra Libya'da sağlam bir yapı kurulması ve ülkenin güvenliğinin sağlanması konusunda yeterince detaylı düşünmedik. Başkanlığım dönemindeki en kötü hatam buydu. En önemli başarımlarım ise 2008 yılındaki büyük ekonomik krizden ülkeyi çıkartmaktı.

**Vladimir PUTIN**, 09 Ağustos 2016, St. Petersburg Türk-Rus İş Dünyası Toplantısı  
**Rusya Devlet Başkanı**

İnşaat sektörü, Türkiye-Rusya ekonomik ilişkilerinin lokomotifidir. Yeni dönemde, Türkiye ile ticari-ekonomik işbirliği alanında eski seviyenin de ötesine geçmeliyiz. Türkiye ile 30 yıldır işbirliğimizin sürdüğü enerji alanı da dahil olmak üzere, çeşitli alanlarda büyük projeleri hayata geçirmek istiyoruz.

