

# İNŞAAT SEKTÖRÜ ANALİZİ

Sert Gececek Kışa Doğru

Dünya  
Türkiye  
İnşaat Sektörü

Ekim  
2021

TÜRKİYE MÜTEAHHİTLER BİRLİĞİ



*Şu sıralarda dünya ekonomisinin geleceği konusunda en çok nelerden söz ediliyor derseniz ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde enflasyonun geleceği, başta Nouriel Roubini olmak üzere bazı ekonomistlerin vurguladığı stagflasyon tehlikesi ve ABD Merkez Bankası'nın bundan sonra atacağı adımlar her halde baş sıraları alır. Evet, pandeminin bundan sonraki seyriyle ilgili olası gelişmeleri de içine katarak bu listeyi tamamlayabiliriz. Bu güncel konuların önemini inkâr etmiyorum ama önümüzdeki dönemde dünya ekonomisinin ve dünyanın gündemini altüst edebilecek olan olay Çin Devlet Başkanı Xi Jinping ile Çin Komünist Partisi yönetiminin kapitalizme karşı savaş ilan etmiş olması bence... Xi Jinping'in yeni zenginlerin sıvrılmasına izin veren düzeni yıkarak bürokrasinin sıkı kontrolünde bir tekno-otoriter rejime yönelmesi halinde bunun nasıl bir sonuç vereceğini kestirmek hiç de kolay değil.*

*Osman ULAGAY, 8-15 Eylül 2021  
Ekonomi Yazarı, Dünya Gazetesi*

## ÖZET

Dünya genelinde Covid-19 salgınından toparlanma, aşıya erişim imkânları ve ülkelerin izlemekte oldukları farklı ekonomi politikaları nedeniyle “asimetrik/eşitsiz” şekilde devam etmektedir. Delta varyantının yol açtığı yeni sorunlar ile birlikte piyasalarda “bol ve ucuz Dolar” döneminde sona gelindiğinin işaretleri, küresel ekonomide ana gündemi oluşturmaktadır. Toparlanma sürecinde zorlu gündem konuları arasında yer bulan iklim değişikliği krizi de yaz aylarında sel ve orman yangınları gibi büyük çaplı olaylarla kendini iyice gözler önüne sermiştir. Ekonomilerde enflasyon, işsizlik ve borçluluk yükselirken; yeşil ve dijital dönüşüm konularında düşük-yüksek gelirli ülkeler arasındaki fark derinleşmektedir.

Küresel çapta aşılama çalışmaları ve vaka sayılarında düşüş ile birlikte tedbirlerin gevşetilmesi önceki dönemde üretimin artması ve ötelenen talebin hayata geçmesini sağlamış, bunun sonucunda dünya ekonomisi 2021 yılının ilk yarısında görece olumlu bir görünüm sunmuştur. Son birkaç aydır etkili mutasyonlarla salgında yaşanan yeni dalga belirsizlikleri artırsa da uluslararası kuruluşlar ağırlıkla küresel ekonominin bu yıl %5,0-%6,0 aralığında büyümesini beklemektedir.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), 21 Eylül 2021 tarihinde açıkladığı “Toparlanmayı Rayında Tutmak” başlıklı “Ara Dönem Ekonomi Raporu”nda, dünya ekonomisinin geçen yıl yaşadığı %3,4'lük daralmadan sonra bu yıl %5,7 büyüyeceği tahmininde bulunmuştur. Kuruluş, yavaş aşılamanın ve yeni virüs varyantlarının büyüme üzerinde risk oluşturduğuna işaret ederek, son açıkladığı öngörüyle bir önceki büyüme tahminini 0,1 puan aşağı çekmiştir. Gelecek yıl için ise dünya ekonomisindeki büyüme beklentisi %4,5 olan OECD, 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla ABD ekonomisinde %6 ve %3,9, Çin ekonomisinde %8,5 ve %5,8, Euro bölgesi için de %5,3 ve %4,6 oranlarında büyüme öngörmüştür.

Son dönemde dünya ekonomisinde Delta varyantının tedarik zincirlerini sıkıştırması, artan hammadde fiyatları ile arz-talep dengesizliği kaynaklı sorunlar ve yükselen enflasyon öne çıkmıştır.

Toparlanmada önemli bir gösterge olan ve özellikle gelişmiş ekonomilerde yılın ilk aylarında rekor seviyelere ulaşan İmalat Satınalma Yöneticileri Endeksi (PMI) ivme kaybetmiş, hatta bazı ülkelerde Eylül'de gerilemiştir. Dünyada ekonomik toparlanma başlamışsa da bir yandan arz tarafında yaşanan sıkıntılarla birlikte, diğer yandan büyük hükümet harcamaları ile yükselişe geçen talebin etkisiyle küresel emtia fiyatlarında son bir yılda %55'ler seviyesinde artış yaşanmıştır. Ocak-Eylül 2021 döneminde %50'nin üzerinde yükselen petrol fiyatları (Brent petrol varil fiyatı) 80 ABD Doları'na ulaşmıştır ve yıl sonunda bu rakamın 90 ABD Doları'na çıkabileceği beklentileri mevcuttur. Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) verilerine göre küresel gıda fiyatları da Haziran-Temmuz dönemi aylık bazda sergilediği düşüşün ardından yeniden yükselişe geçerek, Ağustos ve Eylül'de sırasıyla yıllık bazda %32,9 ve %32,8 oranında artmıştır.

Bu tabloda enflasyonun düşürülmesi için gelişmiş ülkeler tarafından piyasalara verilen bol miktardaki paranın yavaş yavaş geri çekilmesi ve %0 civarındaki faizlerin artırılması zamanının geldiği görülmektedir.



Bu kapsamda geçen dönemde Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB), gevşek para politikasında normalleşme sürecini başlatan ve akabinde piyasalarda düşüş eğilimi yaşatan açıklamalar yapmış, büyük ölçekli varlık alım programlarında azaltma yönünde karar almıştır. Bir süredir varlık alım miktarını azaltmaya yönelik sözlü yönlendirmelerde bulunmakta olan FED Başkanı Jerome Powell, istihdam verilerindeki toparlanmanın devam etmesi halinde Bankanın Kasım ayında varlık alımlarının azaltılmasına başlayabileceğini belirtmiştir. Öte yandan Powell, faiz oranında artırımların henüz gündemde olmadığını sinyali vermiştir. Avrupa da enflasyonda tarihi zirveleri yaşarken ECB, Eylül ayı Para Politikası Toplantısı'nda faiz oranlarını sabit tutmuş ancak varlık alımlarının hızında frene basacağını açıklamıştır.

OECD, Eylül 2021 tarihli ara dönem raporunda ayrıca küresel ekonomik büyümede hızlı bir toparlanma beklenirken salgın kaynaklı hızlı maliyet artışları çerçevesinde enflasyonun ekonomiler üzerinde kısa vadeli risk unsuru olduğunu vurgulamıştır. Kuruluş, merkez bankalarına genişleyici para politikalarını sürdürmeleri ve enflasyonda tolere edebilecekleri seviyeye dair net yönlendirme yapmaları, hükümetlere ise belirsiz görünüm nedeniyle sağladıkları destekler konusunda esnek davranmaları çağrısında bulunmuştur.

Dolayısıyla salgın ve etkileri sürerken küresel para politikasında hızlı bir sıkılaşma süreci endişe yarattığı gibi sürecin ağır seyretmesinin de dünya ekonomisi için tehdit olabileceği uzmanlarca değerlendirilmektedir. Nitekim parasal genişleme, uzun vadede daha çok borçluluk ve gelir dağılımında daha fazla eşitsizlik anlamına gelmektedir.

Söz konusu normalleşme/para arzında sıkılaşma süreci, özellikle gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için dış finansmana erişim ve finansman maliyetleri açısından tehdit oluşturmaktadır. Üstelik yaşanan enflasyonun “geçici mi, kalıcı mı” olacağı tartışmaları yine GOÜ'ler için daha kritiktir. Enflasyon kaygısı bu ülkelerde de faiz artışı beklentilerini yükseltmiştir. Bu kapsamda ülkeleri başta enflasyon ve cari açık sorunu olmak üzere makro dengesizliklerin artacağı bir dönem karşılayabilecektir. Dolayısıyla gelişmekte olan ekonomilerde bu çerçevede faiz artışlarına yaz dönemi başladığı izlenmiştir.

Mali politikalarda da çeşitli destekler geri çekilmeye başlanmıştır. Teşvikte lider ABD örneği ile ifade edilen ve dev paketlerin etkisinin ulusal ölçekte kalarak dünyanın geri kalanını desteklemediği yorumlarına karşılık; gelişmiş ülkelerde bu teşviklerle doğan güçlü talebin, GOÜ'lere zamanla yayılarak etkisini önümüzdeki yıl büyüme verilerinde gösterebileceğini savunanlar da yer almaktadır.

Bu kapsamda ayrıca büyük ekonomilerde maliye politikalarında kapsamlı genişleme ile kırılgan kesimler için içinden geçilen olağanüstü dönemde önemli rol oynayan teşviklerin, yardıma ihtiyaç duymayan şirket ve sektörlerle de yönelmesinin oluşturduğu kayıptan risk olarak bahsedilmektedir.

Öte yandan Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), bu yılın ikinci çeyreğinde küresel borcun 4,8 trilyon ABD Doları artışla tüm zamanların en yüksek seviyesi olan toplam 296 trilyon ABD Doları'na ulaştığını açıklamıştır. Bu rakamın 205 trilyon Dolarlık kısmı gelişmiş ülkelere aittir. Borçtaki artışın 3,5 trilyon ABD Dolarlık kısmı ise Çin liderliğinde gelişmekte olan ekonomiler kaynaklı olmuştur. Çin hariç gelişen ülke borcundaki artışın ağırlıklı olarak hükümet borçlanmasındaki yükseliş nedeniyle yaşandığı not edilmiştir. Bununla birlikte bu dönemde ekonomilerdeki hızlı toparlanma ile toplam borcun, küresel ekonominin büyüklüğüne olan rekor oranının gerilediği kaydedilmiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) Başkanı Kristalina Georgieva, 5 Ekim 2021 tarihinde yaptığı bir açıklamada, tablonun düşük gelirli ülkeler için daha kötü olduğuna işaret ettiği aşılama süreçlerinde farklılaşma, yüksek enflasyon ve borçlanma düzeylerindeki artış sebebiyle dünya çapında kapsayıcı/dengeli toparlanmaya yönelik risklerin arttığını belirtmiştir.

Geçen yıl salgın kaynaklı çöküşten oldukça güçlü bir canlanma ile çıkan Çin'den ekonomide ivme kaybına işaret eden sinyaller gelmesi dikkat çekicidir. Dünyada artan korumacılık korkusu ve ABD-Çin rekabeti de küresel ekonomi üzerinde baskı oluşturmayı sürdürmektedir. Büyük şirketlerin devletlerin dahi ötesinde

bir güce erişebildiği günümüz ekonomik sisteminde, Pekin yönetiminin “ortak refah” vurgusu ile birlikte hayata geçirmeye başladığı, dev Çin şirketlerinin ABD borsalarında halka arzının engellenmesi, bunlardan alınan bağışlar ve tekelleşmeye karşı düzenlemeler gibi mevcut kapitalist sistemden ayrışan uygulamaları artmıştır. Batı'nın bu yeni düzenlemelere yanıtının ne olacağı merak edilmekte ve uzun vadede esas soru olarak, güç mücadelesi kapsamında dünya ekonomisinin devlerinden hangisinin siyasi ve ekonomik büyüme modelinin küresel çapta hakimiyet taşıyacağı ortaya çıkmaktadır.

Özellikle ABD'nin eski Başkanı Trump döneminde tohumları atılan ve Başkan Biden ile hız kazanan ABD dış politikasında, önceliğin Çin ve Pasifik bölgesine kaymasıyla Ortadoğu politikasında yaşanan değişim de öne çıkmaktadır. Geçen çeyrek dönemde dünya gündeminin odağında yer alan konu, ABD'nin 11 Eylül terör saldırısı sonrası savaş açtığı Afganistan'dan insan hakları açısından da eleştirilen bir şekilde ülkeyi Taliban güçlerine bırakarak kaotik biçimde çıkması olmuştur. Bölgede hegemonik düzenleyici rolü fiilen sona erdiği düşüncesinden hareketle, ABD sonrası dönemde yeni düzen ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Ortadoğu'da İran, Irak ve Körfez ülkeleri arasında diplomaside yumuşama yaşandığı, yeni açılımlar olduğu görülmüştür. Türkiye ve İsrail'in bu kapsamdaki adımlarının ayrıca önemli olduğu belirtilmektedir. Bu yeni süreçte, bölgesel sorunlara en sonunda bölgesel bir çözümün üretilip üretilmeyeceği merak konusudur.

Dünyada yukarıda sıralanan ekonomik ve siyasi gelişmeler yaşanırken, gözle görülür etkileri neticesinde iklim krizi ülkelerin gündeminde öncelikli biçimde yer bulur hale gelmiştir. Birleşmiş Milletler (BM) 76. Genel Kurulu'nda 22 Eylül 2021 tarihinde yaptığı konuşmada Genel Sekreter Antonio Guterres, dünya liderlerine yönelik “Tehlike çanlarını çalmak için buradayım. Dünyanın uyanması gerekiyor. Uçurumun kenarındayız. Dünyamız hiç bu kadar tehdit altında olmamıştı” sözleriyle salgın ve küresel iklim krizinin boyutlarını vurgulamıştır. Aşı tedariki ve sağlık sisteminin yeterliliği kapsamında salgınla gelişmiş ülkeler kadar hızlı mücadele edemeyen diğer ülkeler için henüz yeterli ekonomik toparlanma kaydedilmemişken dijital ve yeşil dönüşüm hedefleri de elbette uzak kalmaktadır.

Özetle, salgın, ekonomi ve iklim krizini birarada yaşamakta olan dünya için gerek analistler, gerek bilim insanları “sert geçecek bir kış” beklentisini dile getirmektedir.

Türkiye ekonomisi ise 2021 yılının ikinci çeyreğinde %21,7 oranında yüksek bir büyüme performansı sergilemiş, ancak bu sonuçta Covid-19 salgınının ortaya çıkmasıyla 2020 yılının aynı döneminde yaşanan %10,4 oranındaki keskin daralmanın önemli bir baz etkisi oluşturduğu değerlendirilmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde büyümenin sürükleyicisi özel tüketim ve dış talep olurken, makine ve teçhizat yatırım harcamalarındaki dikkat çeken artış gelecek dönem için üretim faaliyetlerinin habercisi olarak önemli bulunmuştur. Yılın ilk çeyreğinde %3,4 gerileyen inşaat yatırımları ise bir sonraki çeyrek dönemde %12,2'lik artış ile büyümeye geçmiştir.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış veriler ise çeyreklik bazda Türkiye ekonomisinde ivme kaybını gösterse de artan aşılama oranları ve salgın tedbirlerinin azalmasıyla daha önce ertelenen talebin yurtiçinde ve ihracat tarafında destekleyici etkisi yılın geneli için beklentileri iyimser kılmaktadır. Öte yandan salgının seyri ve ortaya çıkardığı tedarik sorunları ile emtia fiyatlarındaki yükseliş, Türkiye ekonomisinin gidişatında belirsizlikler yaratmayı sürdürmektedir. Bununla birlikte ekonomide 2021 yılı geneli için büyüme beklentileri ağırlıkla %8,0-%10,0 aralığındadır.

OECD'nin Eylül ayında açıkladığı “Ara Dönem Ekonomi Raporu”nda, Türkiye'ye ilişkin büyüme tahmini 2021 yılı için 2,7 puan artışla %8,4 olarak güncellenirken, 2022 yılı büyüme tahmini ise 0,3 puan düşüşle %3,1 olarak kaydedilmiştir. Diğer taraftan kuruluş, Türkiye için 2021 ve 2022 yılsonu enflasyon tahminlerini sırasıyla %16'dan %17,8'e ve %12,8'den %15,7'ye yükseltmiştir.

Nitekim küresel çapta enflasyon artarken, salgına dünya ortalamasının üstünde fiyat artış hızı ile yakalanan Türkiye'de üçüncü çeyrek dönemde TÜFE-ÜFE makasındaki açılma ve döviz kurunda yaşanan artışın maliyetler üzerindeki baskısı sürmüştür. Tüketici ve üretici fiyat endekslerindeki artış, Eylül ayı itibarıyla sırasıyla 19,58 ve %43,96 olmuştur. Aynı zamanda dünya genelinde para politikalarında ağırlıkla



gevşemeden normalleşme sürecine geçiliyor iken Türkiye, yine farklı biçimde para politikasını gevşetmeye başladığının işaretini vermiştir.

Göreve geldiği günden itibaren -sonrasında faiz karar metinlerinde de yer bulacak olan- “politika faizi oranının enflasyonun üzerinde tutulacağı” açıklaması doğrultusunda iletişimi öne çıkaran Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Başkanı Şahap Kavcıoğlu'nun 8 Eylül 2021 tarihinde Bankanın odağının artık manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyona kaydığına dair açıklamada bulunması dikkat çekmiştir. Gıda ve enerji gibi merkez bankaları tarafından doğrudan kontrol edilemeyen kalemlerin manşet enflasyondan çıkarılmasıyla elde edilen çekirdek enflasyon göstergesi çerçevesinde bu şekilde başlayan tartışmayı, TCMB Para Politikası Kurulu'nun (PPK) Eylül ayı toplantısında politika faizini 100 baz puan düşürerek %18 olarak açıklaması izlemiştir. Faiz indirim kararının ortaya konan gerekçesi de “enflasyonda son dönemde gözlenen yükselişte etkili olan gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlar ile yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve açılmaya bağlı talep gelişmelerin arızı bulunması” ile “parasal sıkılaştırmanın ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapması” olarak açıklanmıştır. Piyasalar faizde indirim kararına olumsuz yanıt vermiş; bu çerçevede Dolar/TL kuru tarihi seviyelere yükselirken, Borsa BIST düşüşe geçmiş ve Türkiye'nin 5 yıllık CDS (kredi temerrüt riski) primi 400 puanı aşmıştır. Kararı izleyen haftada, yurt içi yerleşiklerin döviz hesaplarında ve yabancı yatırımcının tahvil stokunda hızlı düşüş de dikkat çekmiştir.

Merkez Bankası'nın projeksiyonlarına temel oluştururken uzun zamandır kâğıt üzerine kaldığı değerlendirilen %5 enflasyon hedefi, Banka tarafından son PPK toplantısında korunsa da daha öncesinde -5 Eylül 2021 tarihinde- yürürlüğe giren ve 2022-2024 dönemini kapsayan “Orta Vadeli Program”da (OVP) hükümetin bu hedefi revize ettiği izlenmiştir. Programda 2021 yılsonunda %16,2 düzeyinde gerçekleşmesi beklenen TÜFE'ye ilişkin güncellenen tahminler; 2022-2024 dönemi için yıllar itibarıyla tek haneli olmak üzere sırasıyla %9,8, %8 ve %7,6 olarak açıklanmıştır.

IIF'nin 28 Eylül 2021 tarihinde açıkladığı raporunda, Türkiye'de artan enflasyona rağmen büyümenin öncelik olmaya devam ettiği, TCMB'nin genişlemeci para politikasını korumasının beklendiği ve böylece bankaların kredi faizlerinde düşüş ile ülkede 2022 yılında kredi talebinin artabileceği belirtilmiştir. IIF, faiz indirimi enflasyonla mücadeleyi daha zorlu hale getirirse de TL'nin değer kaybının Türkiye'nin büyüme modelinin daha ihracat odaklı hale getirilmesine destek verebileceğini ifade etmiştir. Kuruluş ayrıca, rezervlerdeki artış ve aylık bazda düşük cari açık verilmesinin yatırımcıların Türkiye'nin dış finansman risklerine dair endişelerini azalttığını belirtmiştir.

OVP'de Türkiye ekonomisinin 2021 yılında %9 ve ardından 2022-2024 dönemi için yıllık %5,0-%5,5 aralığında büyümesi öngörülmektedir. Salgının “kayıp yıl” haline getirdiği 2020 yılına göre ekonomiyi bu yıl artan faaliyet ve baz etkisi desteklemekte olup, program dönemine ilişkin öngörüler ekonomide son yıllarda gerileyen potansiyel büyüme oranı ve salgınla artan kırılğanlıklar paralelinde tartışılmaktadır. Türkiye'nin dış açıkla büyüyen bir ekonomiye sahip olduğu argümanı çerçevesinde OVP kapsamında program sonunda milli gelire oranı %1'e düşmesi beklenen cari işlemler açığı hedefi de ekonomistlere göre tutturulması güç olarak gözükmektedir.

Çalışabilir yaştaki nüfus artışı sürerken salgın sürecinde istihdamın gerilemesi önemli sıkıntı yaratmaktadır. Büyümenin de son yıllarda kalıcı istihdam yaratamaması, gençler ve kadınlar başta olmak üzere işsizlik ve ülke genelinde gelir eşitsizliği sorununu derinleştirmektedir. Türkiye'de Ağustos ayı itibarıyla işsizlik oranı %12,1 ve atıl işgücü oranı (zamana bağlı eksik istihdam, işsizler ve potansiyel işgücü toplamının işgücü ve potansiyel işgücü toplamına oranını ifade eder) da %22 oranında yüksek seyretmektedir.

Özel sektör tarafından gelen açıklamalarda, ekonomideki dalgalanmaların yatırım ve üretim tarafında yarattığı sorunlar uzun zamandır dile getirilmektedir. Özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi borcu, Temmuz ayı itibarıyla geçen yılın sonuna kıyasla 130 milyon ABD Dolar azalsa da toplam 173,3 milyar



ABD Doları'dır . Sektörde yine 2020 yılı sonuna göre kısa vadeli dış borç %4,6 oranında artarak 72,9 milyar ABD Doları olmuştur. Türkiye'nin dış borç stoku ise 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla 242,4 milyar ABD Dolarlık kısmı net borç olmak üzere toplam 446,4 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Yüksek seyreden ülke risk primi, önümüzdeki dönem için borçlanma maliyetleri üzerinde yukarı yönlü, olumsuz etki yapmaktadır.

Aynı zamanda kısmen ulusal rezervlerde ve turizmde toparlanma ile cari işlemler açığında yaşanan daralmanın ekonomi üzerindeki baskıları azaltan gelişmeler olduğu görülmektedir.

Son dönemde kamu maliyesindeki tablo, diğer makro göstergelerden daha olumlu seyretmekte olup, geçtiğimiz yılın Ocak-Ağustos döneminde 110,9 milyar TL olan bütçe açığı, bu yılın aynı döneminde 37,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tabloda önümüzdeki dönemde yüksek enerji fiyatları bütçe üzerinde önemli bir baskı oluşturabilecektir.

Cari denge, Ağustos'ta 528 milyon ABD Doları ile Ekim 2020'den bu yana ilk kez fazla vermiştir. Böylece 12 aylık cari açık 23 milyar ABD Doları olmuştur. Dönemsel olarak hizmet gelirleri destekleyici iken, kış döneminde düşük turizm geliri öngörülmesi ve dış taleple artan ihracatın ithalata bağımlılığı kapsamında hammadde ve ara malı fiyatlarının yükselişi ödemeler dengesi için risk olabilecektir.

Kısa vadede Asya ülkelerinin tedarik zorlukları nedeniyle Avrupa Birliği'ne (AB) daha fazla ihracat yapma fırsatı bulunan Türkiye'nin, önemli ihracat pazarı olan Avrupa'nın “döngüsel ekonomi”ye geçişi hedeflediği Yeşil Mutabakat süreci nedeniyle orta ve uzun vadede sürdürülebilir ürün üretim ve ihracatı için dönüşüm ihtiyacı öne çıkmaktadır.

Dış borç ödeme kapasitesi ve ekonomilerin kredibilitesi/risk görünümü açısından öne çıkan ulusal rezervlerde bir miktar toparlanma görülmekte, buna rağmen mevcut tablonun halen yeterince güçlü olmadığı değerlendirilmektedir. 1 Ekim 2021 haftası itibarıyla; TCMB'nin brüt toplam rezervleri 121,7 milyar ABD Doları seviyesinde bulunmaktadır. Bankanın net uluslararası rezervleri 29,3 milyar ABD Doları iken swap (para takası) anlaşmaları hariç net döviz rezervi ise -37,3 milyar ABD Doları olarak hesaplanmaktadır.

Gelinen noktada Türkiye, Delta varyantı etkisiyle endişelerin sürdüğü salgında ikinci kış dönemine girmektedir. Küresel ve ulusal ekonomide para politikasında değişim sancısı yaşanırken, hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrara gereksinim artmıştır. Ekonominin geneli üzerine yıkıcı etkileri bulunan enflasyonda dünyadan olumsuz yönde ayrışma yaşanmaktadır. Diğer taraftan yüksek faiz ve yüksek döviz kuru baskısı çeşitli zorluklar yaratmaktadır. Kalıcı faiz düşüşü için enflasyon oranlarının gerilemesi gerektiği, bunun için öngörülebilirlik ve daha da artmakta olan ülke risk priminin düşürülmesini hedefleyecek bir yol haritası ihtiyacı dile getirilmektedir.

Ekonomide temel hedefin kısa vadeli yüksek büyüme değil, kalıcı büyüme olması gerektiği vurgusu sürmektedir. Bu kapsamda TL'nin zayıf tutulması üzerinden ihracatın artırılmasına dayanan bir büyüme modelinin eskiden olsa da bugün yeterli olamayacağı; üretim, ihracat ve istihdamın daha stratejik biçimde desteklenmesine gereksinim duyulduğu ayrıca belirtilmektedir.

Sürdürülebilir kalkınma konusunda iklim kriziyle mücadele süreci de gözönünde bulundurulması gereken unsur olarak önem kazanmıştır. Türkiye'nin “Paris İklim Anlaşması”nı 6 Ekim 2021 tarihinde onaylaması bu açıdan oldukça olumlu karşılanmıştır. Öte yandan yeşil ekonomiye uyum sürecinin henüz başında bulunduğu, küresel ekonominin parçası olmaya devam edebilmek için güçlü iklim politikaları ile somut adımların ortaya konması gerekeceği değerlendirilmektedir.

Geçtiğimiz çeyrek dönemde ısınan iç ve dış politik gündeme bakıldığında ise özellikle Batı ile S-400'ler ve göçmen sorunu başta olmak üzere artabilecek gerginlikler, Ortadoğu'da yeniden şekillenmekte olan diplomasi içinde Rusya ve bölge ülkeleriyle ilişkilerde yeni olumsuzluklar, yurtiçinde erken seçim tartışmalarının artması ilerleyen dönemde ekonomi üzerinde baskı oluşturabilecek konular olarak görülmektedir.



## DÜNYA

### Küresel Ekonomi, Delta Salgını ile FED'in Yörüngesinde

Covid-19 salgınına karşı küresel çapta aşılama çalışmaları devam ederken geçtiğimiz çeyrek dönemde başta Delta olmak üzere etkili varyantlarla vaka sayılarının artması, dünya ekonomisindeki toparlanma süreci için önemli bir belirsizlik kaynağı olmuştur. Enflasyonun yükseldiği ve artış beklentilerinin de sürdüğü mevcut koşullarda, gelişmiş ülke merkez bankalarının para arzını azaltacak sürecin adımları atılmıştır. Enflasyonun geçici olmadığı, faiz oranları artarken işsizliğin de ona eşlik ettiği ve ekonomik büyümenin yavaşladığı bir senaryodan -olası bir stagflasyon döneminden- küresel çapta daha sık bahsedilir olmuştur.

İhtimal dışı iken yaşandığında ekonomiye ve piyasalara etkisi çok büyük olan olaylar için kullanılan “siyah kuğu” senaryosunun gerçekleşmesiyle ortaya çıkan salgında, 20 Eylül 2021 tarihine kadar Bloomberg verilerine göre 184 ülkede 5,8 milyardan fazla doz aşı uygulanmıştır. Nüfusunun %75-85'ine iki doz aşı uygulayan ülkeler olduğu gibi halen aşıya erişemeyen ya da çok sınırlı şekilde aşılama yapabilen ülkeler de mevcuttur. Economist Intelligence Unit, şu ana kadar yapılan tüm aşılama yarısının, dünya nüfusunun sadece yüzde 15'ine gittiğini, dünyanın en zengin ülkelerinin yoksul ülkelerin 100 katı aşılama yaptığını hesaplamıştır. BM, bazı ülkelerdeki aşı bolluğuna karşın örneğin Afrikalıların %90'dan fazlasının halen ilk doz aşığı beklediğine işaret etmektedir. Geçen dönemde ayrıca dünyada aşı karşıtlığına ilişkin gelişmeler takip edilmiştir.

Salgın döneminde ortaya konan mali politikalar da açılan destek paketlerinin büyüklüğü paralelinde ülkeler arasında oldukça farklılaşmıştır. IMF verilerine göre; Covid-19 sürecinde G20 ülkelerinde doğrudan yardımların milli gelire oranı gelişmiş ülkelerde %17 iken, GOÜ'lerde %4 düzeyinde kalmıştır. Ülke ekonomilerinin maliye politikalarındaki manevra alanının genişliği, salgına girerken olduğu gibi krizden çıkışta da önem taşıyacak gözükmektedir. Bu çerçevede Covid-19'un ardında ülkeler arasındaki eşitsizliğin daha da genişleyeceği bir küresel ekonomi bırakacağı beklentileri ağırlıktadır. Üstelik salgın henüz geride bırakılmadığı gibi 2022 yılına yönelik senaryolar da halihazırda etkili olan mutasyonların olumsuz etkisi altındadır. Kitleleşen aşılamanın yaygınlaşmasıyla küresel ekonomi ve ticarete yaşanan canlanma, Delta varyantının yarattığı baskıyla oluşan belirsizlikle sınırlanmaktadır.

Yılın ilk yarısında önemli bir ivme kazanan küresel ekonomide yüksek büyüme beklentileri genel olarak korunmaktadır. Bu yıl %5,3 oranıyla yaklaşık 50 yılın en hızlı büyümesinin yaşanacağı öngörüsünü açıklayan Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD), 2022 yılında büyümenin %3,6'ya düşmesini beklemektedir. Eylül ayında yaptığı açıklamada kuruluş, salgın nedeniyle başlayan kamu teşviklerinin devam etmesinin ve başarılı seviyelere ulaşan aşılamanın bu yılki büyüme rakamlarında etkili olacağını belirtmiştir. Bununla birlikte dünya ekonomisinde büyümenin düzensiz olduğuna işaret eden UNCTAD, toparlanma sürecinde yüksek gelirli ülkelerin daha da zenginleştiğini, GOÜ'lerin ise salgın nedeniyle 2025 yılına kadar 12 trilyon ABD Doları daha yoksul olacağını öne sürmüştür.

Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) verilerine göre; 2021 yılı ilk çeyreğinde küresel mal ticaretinde önceki yılın aynı dönemine göre kaydedilen %5,7 oranındaki artış, çeyrek bazında son 10 yılda kaydedilen en yüksek artıştır. DTÖ, bu yılın ikinci çeyreğinde daha da yüksek artış kaydedileceğine işaret etmiş olup yılsonu için küresel ticarete %8 artış beklemektedir. Taşımacılık alanında önemli bir gösterge olan Baltık Kuru Yük Endeksi ise Ağustos ayında Mayıs 2010'un ardından (3,833 değeriyle) en yüksek seviyeyi görürken salgın kaynaklı kısıtlamalarla taşımacılık fiyatlarında yükseliş ve sorunlar sürmektedir.

Diğer taraftan PMI Endeksi, Ağustos'ta ABD ve Euro bölgesinde imalat ve hizmetler sektörlerinde büyümenin Delta varyantının etkisiyle ivme kaybetmekle birlikte sürdüğüne işaret ederken Eylül ayında ise ABD'de hizmetler ve Euro bölgesinde imalat sektörlerinde son ayların en düşük verileri olmak üzere ilgili göstergeler gerilemiştir. Çin'de ise imalat PMI ve hizmetler PMI 50 eşik düzeyinin altına gerilemiş olup, ASEAN ülkelerinde imalat PMI düşüşünü sürdürmektedir.

Büyümenin sektörler arası ayrışmanın yaşandığı “K tipi” büyüme olduğu yorumlanırken sürdürülebilirliğine yönelik endişeler mevcuttur. Bu ayrışmanın yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik yarattığı değerlendirilmektedir.

**Seçilmiş Ülkelerde Enflasyon (yıllık, %)**

Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte Olan Ülkeler		
	TÜFE	ÜFE		TÜFE	ÜFE
Norveç	3,0	43,4	Arjantin	51,8	69,0
Kanada	3,7	15,4	Türkiye	19,3	45,5
Euro Bölgesi	3,0	12,1	Brezilya	8,9	35,1
İsveç	1,4	13,5	Rusya	6,5	28,1
İngiltere	2,0	9,9	Macaristan	4,6	14,8
ABD	5,4	7,8	Romanya	5,0	13,9
Japonya	-0,3	5,6	G.Afrika	4,6	7,1
Avustralya	3,8	2,2	Meksika	5,8	5,3

Kaynak: Dünya Gazetesi, 7 Eylül 2021

Üretici fiyatlarındaki artışta TÜFE ile makas açılmış olup fiyatlardaki yükselişin kısa vadede de sürmesi beklenmektedir. IMF de 6 Ekim 2021 tarihli raporunda, küresel ölçekte enflasyonda pandemi öncesi seviyelere dönülmesi için en erken tarih olarak 2022 ortalarına işaret etmiştir. The Economist Dergisinde, enflasyondaki tablonun önemine ilişkin olarak “gelişen ekonomilerin bekle-gör lüksü yok” yorumuna yer verilmiştir. Yaşanan enflasyonun geçici mi, kalıcı mı olacağı tartışması gelişmiş ülkeleri temkinli olmaya zorlamaktadır.

Eylül ayında Project Syndicate'e yazdığı makalede yer verilen senaryoları değerlendiren ünlü Ekonomist Nouriel Roubini, merkez bankalarının küresel ekonomin gidişatında en “pembe senaryo”ya (güçlü büyüme, yavaşlayan enflasyon) inanırken kendisi güçlü büyüme ile yüksek enflasyon birlikteliğinde “aşırı ısınma”nın gerçekleşeceğini öngörmüştür. Roubini, bugünkü koşulların işaret ettiği “ılımlı stagflasyon”un (zayıf büyüme, yüksek enflasyon) ilerleyen dönemde hem talep, hem büyüme, hem de enflasyonda zayıflama ile ağırlaşabileceğini belirtmiştir.

Öte yandan gelişmiş ülke merkez bankalarının hızla katlanan bilançolarını normalleştirmeleri süreci küresel çapta enflasyon ve piyasalar açısından kritik önem taşımaktadır. Salgının gidişatının belirleyeceği takvim çerçevesinde ilerleyecek olsa da FED, sıkı para politikasına geçişin -diğer deyişle küresel dolar arzını azaltmaya dönüşün- ilk adımını atmıştır. FED'in 2013'te yaşanan ve sarsıcı etkileri izlenen benzer sürece göre bu kez daha ılımlı hareket ettiği, kademeli normalleşme öngördüğü izlenmektedir. Bankanın varlık alımlarını azaltmaya bu yıl başlaması muhtemel görülürken kredi miktarında geçişin boyutu ve faiz artışının ne zaman başlayacağı gibi soruların yanıtları büyük önem taşımaktadır. OECD'ye göre ABD'de fiyat baskıları azalacak ancak yine de gelecek yıl %3'ün üzerinde kalmaya devam edecektir.

ECB de geçen çeyrek dönemde varlık alım programının hızında yavaşlama kararı almıştır. Diğer taraftan Banka, enflasyon hedefiyle bağdaşmayan finansman koşullarının sıkılaştırılmasını önlemek amacıyla piyasa koşullarına göre esnek bir şekilde tahvil alacağını belirtmiştir. ECB Başkanı Christine Lagarde, Eylül ayında verdiği bir röportajda, daha önce benzeri görülmemiş parasal ve mali destekler ile aşılmanın sonucunda Euro Bölgesi'nin yıl bitmeden pandemi öncesi seviyelere ulaşması beklentisine işaret etmiş, ardından sıranın Avrupa'nın temel sınavı olan kuzey ve güney ülkeleri arasında uzun süredir devam eden farkı





kapatmaya, salgın ile birlikte artan eşitsizliği azaltmaya ve daha çevresel-sürdürülebilir ekonomiye dönüşümü desteklemeye yönelik adımlarda olduğunu belirtmiştir. Sadece gelişmiş ülke merkez bankalarının değil dünyanın genel olarak sıkı para politikasına geçişe doğru ilerlediği görülmektedir.

Salgının tahrip edici etkisi istihdam üzerinde de devam etmektedir. İstihdam piyasasında süren kırılganlığa karşı uyarıda bulunan Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO), 2021 yılı itibarıyla istihdamdaki salgın kaynaklı kaybı 75 milyon olarak tahmin etmektedir. Konaklama, gıda, inşaat, imalat, toptan ve perakende ticaret en çok kayıp yaşayan iş alanları olmuştur. 2021 yılı ikinci çeyreğinde ILO, küresel çalışma saatlerinde tahminen %4'ten fazla kayıp yaşandığına da işaret etmiştir.

Yönetim danışmalığı şirketi McKinsey & Company'nin hesaplarına göre ise dünyada işini uzaktan yapabilen işgücü oranının sadece %25 olması işgücü piyasasında bugünün koşulları ile arada oluşan dengesizliği net biçimde göstermektedir. Salgınla ağırlaşan gelir ve servet eşitsizliğinin yanı sıra büyümede dijitalleşmenin kapsayıcılığına dair sorunlar ön plandadır. Öte yandan yine McKinsey & Company'e göre; dünyada salgın döneminde yaklaşık 3 ayda 10 yıllık dijital inovasyon yapılmıştır ve yeni patent sayısı oldukça artmıştır.

Geçen dönemde büyüyen borçluluk sorunu sadece GOÜ'lerde değil, ekonominin ilk üç büyük oyuncusunda da önemli kırılganlıklar yaratmış gözükmektedir. ABD'de gözler, aralarında dikkate değer oranda olduğu belirtilen zombi (hantal, ömrünü tüketmiş) şirketlerin de olduğu borçlu özel sektörün faiz harcamalarında. Ünlü Maastrich Anlaşması'na dayalı maliye kurallarını salgınla askıya alan AB'nin ise borç stokları ile mücadelede “kemer sıkma” politikalarına geri dönmesi beklenmektedir. Bir diğer örnek olarak; Çin'in inşaat sektörünün en büyük ikinci oyuncusu olan Evergrande şirketinin geçen dönemde temerrüde düşme riski, 300 milyar Dolarlık borç ve yükümlüğüyle ülke bankacılık sektörü ve küresel piyasalar açısından hassasiyet yaratmaktadır. Analistlere göre; gelecek dönemde Çin'in büyümeden daha çok borçluluk ve finans sektöründeki sorunlara yönelmesi muhtemeldir.

ABD'nin yanı sıra dünyanın en yoğun limanlarına sahip Çin'in, geçen dönemde ülkenin “sıfır vaka” politikası kapsamında kapattığı büyük limanlar dünya ticareti ve ekonomisinde yaşanan taşımacılık krizinde özellikle etkili olmuştur. Bu arada geçtiğimiz çeyrek dönemde sorunların çoğaldığı ve dünya ticaretinde maliyetleri artıran unsurlardan biri olan küresel tedarik zincirinin, coğrafi açıdan değişiminin beklenenden yavaş olacağı değerlendirilmeleri yapılmaktadır.

Geçen dönemde etkilerini iyice gösteren küresel iklim kriziyle mücadele konusu da salgının yıkıcı etkisinin sürdüğü, bir de likidite ve borç krizinin eşğine gelebileceği dillendirilen dünya için oldukça güç bir sınav oluşturmaktadır. Konunun hayati önemine rağmen salgının ekonomide artan belirsizlik ve maliyetleri açısından ülkelerin bu kapsamda ortaya konması gereken yatırımları ve ayırması gereken finansmanı ne ölçüde sağlayabileceği merak konusudur. Karbon emisyonlarında dünyada liderliği taşıyan Çin de yakın zamanda yurtdışında yeni kömür projeleri finanse etmeyeceğini taahhüt etmiştir. AB bu konuda 2019 Aralık ayında ortaya koyduğu Yeşil Mutabakat çerçevesinde bölgenin 2050 itibarıyla “karbon nötr ilk kıta olma” hedefiyle öne çıkmış, ABD Başkanı Biden'ın ilk icraatı Paris Anlaşması'na ülkenin geri dönmesini sağlamak olmuştur. Dikkatlerin çevrildiği Kasım ayında yapılacak 26. BM İklim Değişikliği Konferansı'nda (COP26) tüm ülkelerin 2050 yılına kadar net sıfır emisyon taahhüdünde bulunmasının sağlanması halinde bir dönüm noktası yaşanabileceği belirtilmektedir.

Küresel ekonomideki gelişmelere aşağıdaki tablodaki öne çıkan endekslerle bakıldığında ise; dünya piyasalarında stres ve risk göstergesi olan, salgının ortaya çıktığı günlerde küresel kriz seviyelerine (80-82) ulaşan Volatilité Endeksi (VIX) yılbaşına göre düşse de salgın öncesine göre halen yüksektir. Aynı zamanda FED adımları çerçevesinde dünya ekonomisinde artan finansman korkusuyla endekste geçen çeyrek dönemde artışlar da izlenmiştir.

Küresel Ekonomik Göstergeler	30.9.2019	30.9.2020	4.1.2021	30.9.2021	Yılbaşına Göre Değişim %	Son 1 Yıllık Değişim %	Son 2 Yıllık Değişim %
Brent Petrol Fiyatı	60,8	41,0	51,1	78,5	53,6	30,7	29,1
MSCI Dünya Endeksi*	2180	2367	2690	3006	11,7	27,0	37,9
MSCI Gelişen Ülkeler Endeksi*	1001	1082	1291	1253	-2,9	15,8	25,2
MSCI Türkiye Endeksi*	1434	1348	1691	1577	-6,7	17,0	9,9
VIX Endeksi**	16,2	26,4	26,9	23,1	-14,1	-12,5	42,6
DXY Endeksi***	99,4	93,9	89,5	94,2	5,3	0,3	-5,2
EUR/Dolar	1,08	1,17	1,22	1,15	-5,7	-1,7	6,5
Dolar/TL	5,64	7,71	7,37	8,88	20,5	15,2	57,4
Euro/TL	6,15	9,04	9,05	10,29	13,7	13,8	67,3

Kaynak: Investing.com

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

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

\*\*\* DXY Endeksi (Dollar Index), 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.

Küresel piyasalarda ABD Doları'nda güçlü seyir dikkat çekerken dünya genelinde devam eden belirsizlikler ve ABD'de para politikası duruşunun görece daha sıkı olmasının etkisiyle Dolar Endeksi (DXY) yükselmektedir. Dolardaki artışla küresel çapta risk algısının da yükseldiği, varlık fiyatları baskı altına girerken finansal piyasalarda dalgalanma sonucu GOÜ'lerden sermaye çıktığı izlenmektedir.

Küresel fonların iştahını göstermesi açısından MSCI Dünya Endeksi %11,7 yükselirken, MSCI GOÜ Endeksi %2,9 ve MSCI Türkiye Endeksi %6,7 oranında gerilemiştir. Temmuz-Ağustos dönemi olumlu bir tablonun öne çıktığı MSCI Türkiye Endeksi TCMB'nin faiz indirim kararı sonrası düşmüştür.

### ABD: Dünyanın dikkati FED'in sıkılaştırma takviminde

Bu yılın ilk çeyrek döneminde %6,4 oranında büyüyerek salgın öncesindeki performansına yaklaşan ABD ekonomisi, ikinci çeyrek dönemde de yaygın aşılama ve mali teşviklerin etkisiyle önceki döneme oranla %6,7 büyümüştür. Bu çerçevede tüketim harcamalarının büyümeye güçlü katkı verdiği izlenmiştir.

ABD'de %7,8 olarak gerçekleşen yıllık ÜFE'nin 10 yılı aşkın sürenin zirvesine ulaştığı açıklanmış, aynı ay TÜFE'nin %5,4'ten %5,3'e gerilemesiyle ise enflasyonun geçici olduğu söylemleri artmıştır. Ülke tahvil faizleri ile TÜFE arasındaki farkın epey açılmış olması ise tedirginlik yaratmaktadır. FED'in ortaya koyduğu hedefler çerçevesinde istihdam verileri de önem taşımaktadır. Ülkede işsizlik oranı Ağustos ayında %5,2 seviyesine gerilemesine karşın salgının ekonomik faaliyet üzerindeki olumsuz etkisinin işgücü piyasalarına baskı yapmayı sürdürdüğü değerlendirilmektedir. Aynı ayda tarım dışı istihdam verisinin yaşanan Delta varyantının etkisiyle beklentilerin epey gerisinde kalması nedeniyle de FED'in tahvil alım programında beklenenden hızlı bir değişikliğe ihtiyaç duymayabileceği yorumlanmıştır.

FED Başkanı Powell, bu yıl varlık alımlarının azaltılabileceği mesajını 27 Ağustos 2021 tarihinde Merkez bankalarının Davos'u olarak tarif edilen Jackson Hole Konferansında yaptığı konuşmada vermiştir. FED'in Eylül ayı Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) toplantısının ardından ise Powell, yakından izlenen istihdam verilerinde güçlü görünümün devam etmesi halinde Bankanın Kasım ayı toplantısında varlık alım hızını yavaşlatabileceğini ve bu sürecin 2022 ortasında son bulmasının uygun olabileceğini açıklamıştır. Powell ayrıca, varlık alımlarının azaltılmasının doğrudan faiz artırımına işaret etmediğini vurgulamıştır.

FED Eylül ayındaki toplantısında, politika faizini %0-0,25 aralığında sabit tutmuş ve aylık varlık alımlarını 120 milyar ABD Doları olarak dolar olarak devam ettirmiştir. Banka 2021 yılı için enflasyonda beklentisini %3,4'ten %4,2'ye çıkarmış, büyümedeki öngörüsünü ise %7'den %5,9'a çekmiştir.



Ülkede mali politikalar çerçevesinde Başkan Biden'ın 3,5 trilyon ABD Dolarlık uzun vadeli vergi ve harcama teşvikinin hayata geçirilmesi için Senato onayı beklenmekte, bu süreçte de enflasyonun seyri önem taşımaktadır.

Ekonominin, alınan salgın tedbirleri neticesinde 28,4 trilyon ABD Doları tutarındaki borç limitine ulaşarak temerrüde düşme ve hükümetin kapanması riski oluşmuş, hükümetin çalışmaya devam edebilmesi için geçici bir bütçe tasarısı mali yıl sona ermeden hemen önce 1 Ekim 2021 tarihinde yasalaşmıştır.

### **AVRUPA: Beklentilerdeki düşüş dikkat çekici**

2021'e ilk çeyrekte %1,3'lük daralma ile başlayan Euro bölgesi, ikinci çeyrek dönemde aşılamanın yaygınlaşması ve ekonomilerin açılması sonucu artan tüketim harcamalarından destek alarak yıllık %14,3 büyüme kaydetmiştir.

Euro Bölgesi enflasyonu Eylül ayında %3,4 yükselişle 13 yılın zirvesine tırmanmıştır. ECB, Eylül ayı Para Politikası Toplantısı'nda faiz oranlarını (%0, -%0,5) sabit tutarken, önümüzdeki çeyrekte 1,8 trilyon Euro'luk Pandemi Acil Durum Satın Alma Programı (PEPP) kapsamındaki varlık alımlarının hızını önümüzdeki üç ayda ılımlı bir şekilde azaltacağını açıklamıştır. ECB Başkanı Christine Lagarde, toplantının ardından yaptığı açıklamada, tedarik zincirinde yaşanan sıkışmaların 2022 yılında da süreceğini ve Delta varyantının ekonomilerin tam olarak açılmasını geciktirebileceğini belirterek, varlık alımları kararına ilişkin olarak bunun 'varlık azaltımı' değil, alımların 'yeniden ayarlanması' olduğunu dile getirmiştir.

GSYH büyüme tahminini bu yıl için %4,6'dan %5'e yükselten ECB, bölgenin 2022'de %4,6, 2023'te %2,1 büyüme kaydetmesi beklentisini de ortaya koymuştur. ECB yıllık enflasyon tahminlerini ise 2021-2023 dönemi için yıllar itibarıyla sırasıyla %1,9'dan %2,2'ye, %1,5'ten %1,7'ye ve %1,4'ten %1,5'e yükseltmiştir. Ayrıca dikkat çeken bir gelişme olarak; arz sabitken talepteki artış daha kış gelmeden Avrupa ülkelerinde elektrik fiyatlarının rekor seviyelere çıkmasına neden olmuştur.

Bununla birlikte bölgede beklentilerde Eylül ayında ortaya çıkan endişeler dikkat çekicidir. Sentix Yatırımcı Güven Endeksi yeni pandemi kısıtlamalarının iş aktivitesini yavaşlatacağı endişeleriyle Eylül'de beklentiler endeksindeki sert gerilemenin etkisiyle gerilemiştir. Avrupa'nın en büyük ekonomisi olan Almanya'da yatırımcı güvenini ölçen ZEW Eğilim Endeksi'nde de Eylül ayı itibarıyla son 4 aydır hammadde temini ve çip krizi etkisiyle gerileme yaşanmıştır.

### **ÇİN: Ekonomide ivme kaybı yaşıyor**

Çin ekonomisi, 2021 yılının ilk çeyreğinde %18,3 oranıyla tarihi ölçekte büyürken, ardından ülkede ekonomik aktivitede bir ivme kaybı yaşanmaya başlamıştır. Çin'de Ağustos ayında yıllık bazda sanayi üretimi %5,3 ve perakende satışlar %2,5 artış ile beklentilerin atında kalmıştır.

Ülkede enflasyon hız kazanmış ve yıllık ÜFE Ağustos'ta (%9,5) emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişin etkisiyle son 13 yılın en hızlı artışını sergilemiştir. Bu dönemde yıllık TÜFE (0,8) ise piyasa beklentilerinin altında kalmıştır.

Salgın kaynaklı risklerin küresel ölçekte artmasının, kısıtlayıcı önlemlerin yeniden yaygınlaşması halinde küresel dış ticaret hacmi ile emtia fiyatları üzerinde baskı oluşturabileceği ve bu durumun Çin'in ekonomik büyümesini yavaşlatabileceği dile getirilmektedir. Bununla birlikte Ağustos ayı dış ticaret verilerindeki büyüme dikkat çekmiş, tedarik zinciri sorunları ve Covid-19 vakalarında artışın yarattığı aksaklıklara rağmen özellikle ABD ve Avrupa'dan Çin'e yönelik talebin güçlü kaldığına işaret edilmiştir. Söz konusu dönemde ülkede ihracat bir önceki yıla oranla 25,6 milyar ABD Doları tutarında artışla yıllık 294,3 milyar ABD Doları'na kadar yükselmiş, ithalat da 236 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Artan hammadde fiyatlarının önüne geçmek için ise Çin son olarak stratejik petrol rezervini kullanacağını duyurmuştur.

Çin kalkınma planlarında son yıllarda gelir dağılımındaki bozukluğu giderecek bir anlayışın öne çıktığı değerlendirilmekte, Pekin yönetiminin dünya devi haline gelen milyarderlerine gözdağı vererek onlardan alınacak vergi ve bağışlarla ülkenin küresel ekonomik dönüşüm sürecinde kayba uğrayan kesimlere kaynak aktarma hedefi güttüğü öne sürülmektedir.

Karbon salınımlarında dünya lideri olan ülkenin (Dünya karbon emisyonundan aldığı pay %27'dir. Onu %15 ile ABD ve %9,8 ile Avrupa izlemektedir), atacağı adımlar iklim kriziyle mücadelede küresel çapta başarı için oldukça hayattır ve halihazırda aldığı çevresel önlemler kapsamında oluşan kısıtlamaların ekonomide yavaşlamanın bir diğer nedeni olabileceği belirtilmektedir.

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: Borçluluk arttı, kaynak sorunu korkutuyor

Çin hariç tutulduğunda, yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ekonomiler grubundaki toparlanmanın 2021-2022 döneminde yıllık %4,0-5,0 aralığında ılımlı seyir izlemesi beklenmektedir.

### Seçilmiş G20 Ülkelerinde Politika Faizi Oranları

Ülke	Faiz (%)
Türkiye	19,0
Brezilya	4,3
Rusya	6,5
Hindistan	4,0
Meksika	4,3
G. Afrika	3,5
G. Kore	0,5
Endonezya	3,5
Çin	4,4

Kaynak: Bloomberg,  
Ağustos 2021

Salgının ortaya çıktığı 2020 yılına kıyasla ülkelerde ekonomik aktivitenin güçlenmesi, hammadde ve enerji fiyatlarında artışın yaşanması GOÜ'ler üzerinde enflasyonist baskılar yaratmıştır. Petrol ve emtia fiyatlarında yaşanan yükseliş önemli bir kısmı bu alanda üretici olan GOÜ'ler için avantaj iken emtia ithalatçısı ülke ekonomilerinde baskı yaratmaktadır. Öte yandan emtiya bağımlı ülke sayısı artarken emtiada yaşanan fiyat şokları emtia ihracatçısı ülkeleri savunmasız bırakmaktadır.

Enflasyonda yaşanan belirgin artışın ardından politika faizlerinin de arttığı bu ülkelerde ortalama reel faiz ağırlıklı negatif bölgede yer almaktadır. Bununla birlikte Türkiye'nin son dönemde bu ülkeler arasındaki faiz avantajını kaybetmekte olduğu izlenmektedir.

Küresel para politikasında sıkılaşma, borçlanma maliyetleri ve kaynak temini açısından sorunlar nedeniyle bu ekonomiler için olumsuz senaryo oluşturmaktadır. IIF verilerine göre; Çin hariç gelişmekte olan ülkelerin borcu, pandeminin başlangıcından bu yana 3 trilyon ABD Doları'nın üzerinde artarak 2021 yılının ikinci çeyreğinde 36 trilyon ABD Doları'na yaklaşarak yeni bir rekor seviyeye ulaşmıştır. Artış büyük ölçüde devlet borçlanmasından kaynaklanırken, IIF Brezilya, Kore ve Rusya'nın en büyük borç artışını; Hindistan, Arjantin ve Nijerya'nın da borç seviyelerinde en güçlü düşüşü yaşayan ülkeler olduğunu kaydetmiştir. Meksika, Arjantin, Danimarka, İrlanda ve Lübnan ise toplam borcun milli gelire oranı salgın öncesi seviyelerin altında olan küçük grubu oluşturmuştur.

Aynı zamanda Çin ekonomisindeki gelişmelerin etkilediği kimi GOÜ için Çin'in dünya ekonomisini yönlendirmede daha zayıf bir rol oynamaya başlayacağı bir senaryonun daha düşük değerli para birimleri, emtia fiyatları ve yüksek faiz oranları üzerinden sıkıntıları artırabileceği yorumlanmaktadır.

İstisnalar dışında GOÜ'lerin gelişmiş ülkelerle aradaki gelir uçurumunu kapatma ihtimalinin çok zorlaştığı ortadadır. Yıllardır orta gelir tuzağından nasıl çıkabileceği tartışılan kimi ekonomilerin dar gelir seviyesine yaklaştığı değerlendirilmektedir.

### PETROL FİYATLARI: 80 ABD Doları'nın üzerinde

Ekonomilerde yeniden açılmaların ve petrol üreticileri arasındaki anlaşmazlıkların yılın ilk yarısında güçlendirdiği petrol fiyatlarında geçen çeyrek dönemde dalgalanma sürmüş, son gelişmelerle Eylül ayında yükselmeye devam eden Brent petrolün varil fiyatında 80 ABD Doları aşmıştır.

Ağustos ayı başında OPEC+ ülkelerinin üretim artırma kararının ardından fiyatlarda başlayan gerileme, Delta varyantının küresel ekonomik toparlanmanın seyrine etkilerine yönelik kaygılar ile artmış; ancak ortaya çıkan doğal afetler ve stoklarda azalma kaynaklı olarak yeniden yükselmeye başlamıştır. S. Arabistan



liderliğindeki Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) ile Rusya önderliğindeki OPEC dışı petrol üreticisi 10 ülkenin enerji ve petrol bakanlarının Eylül ayında gerçekleştirdiği toplantıda, daha önce mutabık kalınmış olan üretim kesintilerini kademeli hafifletme planına devam etme kararı alınmıştır. Talebin aşılama uygulamalarının hız kazanmasının etkisiyle arttığı Haziran-Temmuz döneminde üretimin kademeli olarak arttırılması kararının ardından, son toplantıda üretim düzenlemesi planına devam edilerek Ekim ayı için günlük 400 bin varil üretim artışına gidileceği açıklanmıştır. Petrol fiyatları, mutasyonların etkisinin artmasıyla ortaya çıkan belirsizlikten ve ABD'nin Meksika Körfezi'ndeki petrol-doğalgaz üretiminde İda kasırgasından kaynaklı yükseliş göstermiştir. Söz konusu üretim artışlarının, içinde geçilen kritik zamanda yeterli olmadığı eleştirileri de yapılırken, artışların salgın sırasında uygulanan üretim kesintilerini 2022 yılına kadar tam olarak telafi etmeyeceği ve fiyatların yüksek kalmayı sürdürebileceği değerlendirilmektedir. Brent petrolün varil fiyatı, 1 Ekim itibarıyla 78,5 ABD Doları'dır.

Öte yandan İran ile 2015 yılında yapılan nükleer anlaşmanın yeniden canlandırılması ve ABD'nin İran'a yönelik yaptırımlarının kaldırılması için yapılan görüşmeler Haziran'dan beri ertelenmektedir. Ağustos ayının sonunda yaptığı bir açıklamayla ABD temsilcisi Robert Malley, Tahran'ın da uzlaşmaya açık olması halinde Washington'un zorlu konularda uzlaşmaya hazır olduğunu belirtmiştir. Görüşmeler İran'da İbrahim Reisi'nin cumhurbaşkanlığı görevine başlamasıyla durmuştu. Bu nedenle İran'ın bu yıl küresel petrol piyasasına dönme beklentileri azalmıştır. Bununla birlikte anlaşma olması halinde ülkenin birkaç ay içinde üretimi günlük 1 milyon varil civarında artırması öngörülmektedir.

Petrol fiyatlarındaki artış, Türkiye'nin de aralarında yer aldığı GOÜ'ler için enflasyon ve cari denge üzerinde baskı oluşturmakta ve süreçte yenilenebilir enerji kaynaklarına yatırımın önemi artmaktadır. Diğer taraftan Paris İklim Anlaşması kapsamında atılacak adımlar sonucu petrol üretim ile talebinin giderek azalması ve petrol fiyatlarının düşmesi öngörülmektedir.

## TÜRKİYE

### Yüksek Faiz-Kur-Enflasyon-İşsizlik Olgusuyla Koşullar Zorlaştı

Covid-19'un dünyayı sardığı 2020 yılında %1,8'lik büyüme ile sayılı ekonomiler arasında yer alan Türkiye, mutasyonların etkili olduğu salgının gölgesinde bu yılın ilk yarısında da %14,4 oranında dikkat çeken bir ekonomik büyüme kaydetmiştir. Bununla birlikte faiz, döviz kuru, enflasyon ve işsizlik rakamlarının birarada yüksek seyrettiği bugünlerde makroekonomik istikrar ihtiyacı artmıştır.

#### Öne Çıkan Makroekonomik Göstergeler ve Orta Vadeli Plan Hedefleri

	2019	2020	2021-GT	2022-P	2023-P	2024-P
GSYH Büyüme (%)	0,9	1,8	9,0	5,0	5,5	5,5
GSYH (milyar TL)	4320	5047	6648	7880	9041	10287
GSYH (milyar \$)	761	717	801	850	925	1002
TÜFE (yıl sonu)(%)	11,8	14,6	16,2	9,8	8,0	7,6
İşsizlik Oranı (%)	13,7	13,2	12,6	12,0	11,4	10,9
Cari İşlemler Dengesi (milyar \$)	-37,3	-37,3	-21,0	-18,6	-13,5	-10,0
Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)	0,9	-5,2	-2,6	-2,2	-1,5	-1,0
İhracat (milyar \$)	169,7	169,6	211,0	230,9	242,0	255,0
İthalat (milyar \$)	219,5	219,5	258,0	282,7	294,0	309,0
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-2,9	-3,4	-3,5	-3,5	-3,2	-2,9

GT: Gerçekleşme tahmini, P: OVP Projeksiyon

Resmi Gazete'de 5 Eylül 2021 tarihinde yayımlanarak yürürlüğe giren ve 2022-2024 dönemini kapsayan Orta Vadeli Program'da temel olarak "özel sektöre yön verecek şekilde dengeli, makro ekonomik istikrarı gözeten, enflasyon ve cari açık yaratmayan, yurt içi tasarruflara ve doğrudan yabancı yatırımlara dayanan,



verimliliğe, gelir dağılımı dengesine, ihracata ve yeşil dönüşüme odaklı bir büyüme yapısı” amaçlandığı açıklanmıştır. Aşılmanın hızlanmasıyla ekonomik büyümenin desteklediği ve güçlü görünümün sürdüğü belirtilen programda, yurtdışı talebin katkısıyla 2021 yılı büyüme tahmini %9 olarak belirlenmiştir. Büyüme hedefi 2022 yılı için %5, 2023-2024 dönemi için ise yıllık %5,5 olarak ifade edilmiştir. OVP'de ayrıca işsizliğin yılsonunda %12,6 olması ve program dönemi sonu olan 2024'te de %10,9 oranına inmesi; enflasyonun bu yıl %16,2'ye ve 2022'de tek hane %9,8 olmak üzere 2024'te %7,6'ya düşürülmesi; cari açığın da 21 milyar ABD Doları'na (GSYH'ye oranı %2,6 olacaktır) ve program dönemi sonunda 10 milyar ABD Doları seviyelerine gerilemesi beklentileri ortaya konmuştur. Programda merkezi yönetim bütçe açığının milli gelire oranının ise bu yıl ve 2022'de %3,5 ve 2024'te %2,9 olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir.

Dünya Bankası da 6 Ekim 2021 tarihli raporunda, Türkiye'de bir daha salgın karantinası olmayacağı varsayımı üzerine kurduğu senaryoya göre; 2021 büyüme tahminini Haziran ayında açıkladığı %5 seviyesinden %8,5'e çıkartırken, 2022 ve 2023 yılları için ise büyüme tahminini sırasıyla %4,5'ten %3'e ve %4,5'ten %4'e düşürmüştür. Turizm ve ihracattaki toparlanmayla birlikte cari açığın 2021'de GSYH'nin %3'üne gerileyeceğini öngören kuruluş, enflasyon tahminini de yine bu yıl için %15,5'ten %17,7'ye yükseltmiştir. Dünya Bankası, ülkede geçen yıl yoksulluğun 1,6 milyon kişi artarak son 8 yılın zirvesine tırmandığını; güçlü ekonomik toparlanma, istihdam piyasasındaki iyileşme ve hanehalkı gelirlerindeki artış halinde ise yoksulluk oranının bu yıl %12,2'den %11,6'ya gerileyebileceğini vurgulamıştır.

Türkiye ekonomisi, hükümetin 2021 yılı öngörüsü gerçekleşirse Hindistan'dan sonra en hızlı büyüyen gelişmekte olan ülke olacaktır. Enflasyon tarafında da Türkiye, Arjantin'den sonra en yüksek enflasyonla yaşayan ülke konumundadır. Yüksek enflasyon ekonominin geneline hasar vermekte olup finansal istikrar ihtiyacı öne çıkmaktadır. Daha gerçekçi olmakla birlikte örneğin OVP'de 2024 yılı enflasyon hedefi, ekonomistlerce yine yüksek, üstelik mevcut şartlarda döviz kurundaki geçişkenliğe ve belirsizliğe de işaret edilerek iyimser bulunmuştur.

Geçen dönemde para politikasında yeni bir rota değişimi daha izlenmiş; TCMB'nin, son faiz indiriminden yaklaşık 1,5 yıl sonra para politikasını gevşettiği takip edilmiştir. Bu karar ile ekonomide orta vadede zayıf TL ve daha yüksek enflasyon ile risk primi (CDS) beklentileri oluşmuştur.

### Seçilmiş Ülkelerde Bazı Ekonomik Göstergeler

	Enflasyon (%)	10 Yıllık Tahvil Faizi (%)	CDS Primi	S&P Reytinq
Çin	0,8	2,9	47,5	A+(durağan)
Endonezya	1,6	6,4	84,2	BBB(negatif)
Fransa	1,9	0,2	20,4	AA(durağan)
Yunanistan	1,9	0,8	76,2	AAA(durağan)
Birleşik Krallık	3,2	1,0	9,4	AA(durağan)
Almanya	3,9	-0,2	9,3	AAA(durağan)
ABD	5,3	1,5	12,7	AA+(durağan)
Meksika	5,6	7,6	96,1	BBB(negatif)
Rusya	6,7	7,3	86,2	BBB-(durağan)
Brezilya	9,7	11,1	200,1	BB-(durağan)
<b>Türkiye</b>	<b>19,3</b>	<b>18,8</b>	<b>415,5</b>	<b>B+(durağan)</b>

Kaynak: mahfiegilmez.com, 28 Eylül 2021

Merkez Bankası'nın faiz düşürme kararı ile birlikte benimsenen politika, ekonomi çevrelerinde temel öncelik açısından iki senaryo çerçevesinde tartışılmıştır. Birçok ekonomistin içerisinde yer aldığı ilk yaklaşım; fiyat istikrarı hedefi çerçevesinde enflasyonda mevcut seviyenin ve beklentilerin yüksek olması gerekçesiyle faiz indiriminin vaktinden erken ve büyük ölçüde büyümenin sürdürülmesi amacıyla atılmış riskli bir adım olduğunu, Bankanın önümüzdeki dönemde faiz artırmak zorunda kalabileceğini savunmuştur.



## Döviz Kuru-İhracat

	Reel Efektif Kur	İhracat (milyar \$)
2013	83,8	162
2014	86,1	167
2015	80,2	151
2016	77,4	149
2017	72,9	165
2018	64,0	177
2019	62,4	181
2020	52,0	170

Kaynak: TCMB, TÜİK

Bazı ekonomistler ise, Türkiye'de faizin döviz kurunu kontrol etme rolüne de işaret ederek, kararın ödemeler dengesi ve ihracatta rekabet gücünün korunması için TL'nin değer kazanmasının önüne geçildiği yönünde bir sinyal olduğuna işaret etmiştir. Bununla birlikte geçen yıllarda TL değer kaybederken Türkiye'nin ihracatında artışın sınırlı kaldığı dikkat çekmektedir.

Bu tartışmalar para politikasında çok bilinmeyenli bir denklem oluşturduğunu gösterirken, daha etkin bir politika için Bankanın odak noktasının netleştirilmesine ve daha açık iletişime ihtiyaç duyulduğu görölmektedir.

“Enflasyon pahasına büyüme”nin de artık zorlaştığı, üstelik kalıcı yüksek enflasyonun ekonomilerde artan yoksulluğa ve onun üzerinden de eğitim ve sağlık başta olmak üzere pek çok sorunun derinleşmesine neden olarak büyümeyi aşağıya çektiği vurgulanmaktadır. Halihazırda istihdam yaratılamamasının yanında çalışan kesimin ekonomideki büyümeden giderek daha az pay alması da gelir dağılımında bozulmaya işaret etmektedir. TÜİK verilerine göre; milli gelirden ücretli kesimin payı 2019 yılı ikinci çeyreğine kıyasla 3,8 puan, 2021 yılı ilk çeyreğine göre de 2,6 puan düşmüştür. Sürdürülebilirlik için ekonomistlerce zayıf TL, yüksek kur ve yüksek enflasyonun neden olduğu düşük ücret/ucuz işgücüyle değil, verimlilik ve katma değer ile üretim ile ihracatın artırılması vurgusu yapılmaktadır.

Öte yandan geçen yıl iç talep artışının kaynağı olan hızlı kredi genişlemesine işaretlerle, kredi talebinin artık faiz ile değil başka araçlarla yönlendirildiği görüşü de dikkat çekicidir. Nitekim geçen dönemde hem ekonomi yönetimi hem de TCMB “bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için makro ihtiyati politika çerçevesinin güçlendirildiğine” işaret etmiş, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) da bazı tüketici kredilerinde taksit/vade sınırlaması gibi bu yönde bazı düzenlemeler yapmıştır. Geçen yıl talebin ikiye katlandığı tüketici kredilerinde salgın kısıtlamalarının kalkmasıyla yine yükselişler yaşansa da değişen faiz koşulları ve yeni tedbirlerle bu kredilerde artış oranı düşmüştür. (17 Eylül haftası 13 haftalık yıllıklandırılmış kur etkisinden arındırılmış artış oranı; %18,09). Son olarak BDDK'nın 50 bin TL üstü krediler için getirdiği vade sınırlamasının bireysel kredilerde daralma yaratması beklenmektedir.

BDDK verilerine göre Haziran 2021 itibarıyla ülke genelinde 34,1 milyon kişinin toplam 874,3 milyar TL tutarında bireysel kredi (kredi kartları dahil) kullandığı, 15 milyonun üzerinde nüfusu olan İstanbul'da 13 milyonun üzerinde kişinin kredi borcunun olduğu bilinmektedir.

TCMB'nin Eylül ayı faiz kararında para politikasında sıkılığın öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yaptığına işaret ettiği ticari kredi talebi ise 2020'de parasal sıkılaşmadan söz edilmeye başlanmasıyla yavaşlamış, ardından bu yılın yaz aylarında bir miktar hızlanmıştır (17 Eylül haftası 13 haftalık yıllıklandırılmış kur etkisinden arındırılmış artış oranı; %5,91).

Ticari kredilerde Merkez Bankası'nın kararının yakın zamanda fazla değişim yaratması beklenmemekte, özel sektörün de öngörülebilirlik sorunu yaşanan bu ortamda yatırım kararı almasının güç olduğu yorumlanmaktadır. Yüksek dış borç içindeki özel sektörün yüksek kur açmazı yanında faiz karşılama oranlarında yaşanan ciddi düşüşler de banka bilançoları üzerinden ekonominin geneline yansiyabilecek bir risk olarak öne çıkmaktadır. Döviz kurundaki gelişmeler üretim maliyetleri açısından da önemli bir belirleyicidir. Diğer taraftan geçen dönemde TCMB tarafından reeskont kredisi limitinin yükseltilmesiyle Türk Eximbank'a 20 milyar ABD Dolarlık fonlama imkânı verilmesi sektör adına olumlu karşılanmış, KOBİ'lere istihdam odaklı 23 milyar TL tutarında kefalet kredisi tesisine çalışıldığı haberleri de gündemde yer almıştır.

Dolarizasyonun döviz kuru kanalıyla enflasyonda artışa neden olabildiği Türkiye ekonomisinde, döviz tevdiat hesaplarının büyüklüğü halihazırda (17 Eylül 2021 itibarıyla) 114,9 milyar ABD Dolarlık kısmı

gerçek kişilere ait olmak üzere toplam 230,7 milyar ABD Doları seviyesindedir. Öte yandan Merkez Bankası'nın politika faizini 100 baz puan indirdiği ve Dolar/TL kurunun rekor seviyelere çıktığı 24 Eylül 2021 haftasında yurtdışı yerleşiklerin “kâr satışı” olarak tabir edilen döviz mevduatlarında 2,1 milyar ABD Doları düşüş dikkat çekmiştir.

Aynı haftada yabancı yatırımcının da 415 milyon ABD Dolarlık devlet iç borçlanma senedi (DİBS) satışı öne çıkmıştır. Verilere göre yurtdışında yerleşik kişilerin 17 Eylül 2021 itibarıyla 22,9 milyar ABD Dolar olan hisse senedi stoku, 24 Eylül'de 21,8 milyar ABD Doları'na; DİBS stoku da 7,3 milyar ABD Doları'ndan 6,7 milyar ABD Doları'na düşmüştür. Mevcut finansman ihtiyacı çerçevesinde Türkiye ekonomisinde bir süredir yabancı sermaye çıkışı izlenirken; bu çıkışın ve piyasalarda dalgalanmanın, ABD'de tahvil faizlerinin artışı ile şimdiden sinyalleri izlenen küresel para politikasında normalleşmeye dönüş sürecinde artması beklenmektedir. FED'in sıkılaştırma adımları ayrıca, döviz kuru ve enflasyon tarafında ekonomi üzerinde baskı yaratabilecektir.

Kurdaki gelişmelere paralel olarak ayrıca, Kasım 2020'ye kadar hızlı biçimde zayıflayan ve halen Swap anlaşmaları hariç tutulduğunda negatif seviyede olan ülke rezervlerinde iyileşmenin daha da gecikmesine neden olabilecek gelişmeler endişe kaynağıdır.

2022 yılı içinde bir erken seçimin gerçekleşebileceği tartışmalarının yapılmaya başlandığı bu günlerde, Ağustos ayı bütçe göstergeleri çerçevesinde artan kamu harcamalarıyla büyümeye verilen desteğin artmakta olduğu değerlendirilmiştir. Diğer taraftan kaynakların yönlendirileceği proje ve önceliklerin doğru belirlenmesinin artık çok daha büyük önem kazandığı ortaya konmaktadır. Gelişmiş ülkelerin de salgında mali disiplini geri planda bırakarak yöneldiği başta işsiz kalan nüfus olmak üzere dezavantajlı kesimlerde nakdi destek ihtiyacı sürmektedir.

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Eylül-Kasım ayına ilişkin borçlanma programında Hazine'nin dış borçlanma planlamadığı da dikkat çekmiştir.

İzlenen koşulların OVP'nin ötesinde ekonomide daha köklü değişim getirecek çok yönlü bir reform paketine ihtiyacı ortaya koyduğu, aksi takdirde başta enflasyon sorunu olmak üzere kırılmalıkların sürmesiyle büyümenin kalitesinin tartışılmaya devam edeceği belirtilmektedir. Mevcut tabloda tüm ekonomik sorunların çözümü için yüksek ülke riskinin düşürülmesine odaklanılmasının, böylece döviz kurunun da enflasyonun da gerilemesiyle yılan hikayesine dönen yüksek/düşük faiz gündemine takılı kalmaktan kurtulmanın mümkün olacağı vurgulanmaktadır.

Dijitalleşme ve yeşil dönüşüm için de öncelikle fiyat ve finansal istikrarın altı çizilmektedir. Paris İklim Anlaşması'nı “gelişmekte olan bir ülke olarak ve ulusal katkı beyanları çerçevesinde, anlaşmanın mekanizmalarının ekonomik ve sosyal kalkınma hakkına halel getirmemesi” kaydıyla onaylayan Türkiye'nin bu kapsamda ve AB Yeşil Mutabakat süreci çerçevesinde artık bir yol haritasını ortaya koyarak uygulaması gerekecektir. Konuya ilişkin olarak iş dünyasında seragazi/karbon salınımı azaltımı için bir dönüşüm hayata geçirilmesi, karbon vergisinin ülke içinde kalacağı AB ile uyumlu bir Emisyon Ticaret Sistemi (ETS) kurulması gibi öneriler öne çıkmaktadır.

### **Büyüme: Yüksek baz etkisi yaşanıyor**

Türkiye ekonomisi, TÜİK'in zincirlenmiş hacim endeksine göre 2021 yılının ikinci çeyreğinde (Nisan-Haziran), bir önceki yılın aynı dönemine göre %21,7 oranında büyüme kaydetmiştir. Daha önce %7 seviyesinde açıklanan ilk çeyrek büyümesi %7,2'ye, 2020'nin son çeyrek büyümesi de %5,9'dan %6,2'ye revize edilmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise GSYH, yılın ilk çeyreğinde çeyreklik bazda %2,2 genişlerken, ikinci çeyrekte %0,9 büyümüştür.

İkinci çeyrekte, ekonomik büyümeye önceki çeyrek dönemde olduğu gibi tüm sektörlerin destek vermesi dikkat çekmiştir. Üretim yöntemine göre GSYH'ye en fazla katkısı 12,9 puan ile hizmetler sektörü vermiştir.



GSYH içerisindeki payı %26,5 ile 23 yılın en yüksek düzeyine çıkan sanayi sektörü de GSYH artışını 7,5 puan desteklemiştir. Tarım ve inşaat sektörleri büyümeye sırasıyla 0,1 ve 0,2 puan ile sınırlı düzeyde katkı vermiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış çeyreklik performanslara göre ise imalat sanayiinin bu dönemde %0,8 daralması dikkat çekmiştir.

Harcamalar yöntemine göre bakıldığında; tüketim harcamalarındaki seyir artarak sürmüştü ve bu harcamalar büyümeye 14,4 puan katkı sağlamıştır. Bunun 13,8 puanı özel tüketimden, 0,7 puanı da kamunun tüketim harcamalarından kaynaklanmıştır. Yatırım harcamaları, büyümeye 5,4 puan katkı sağlarken, söz konusu katkının 3,7 puanı makine ve teçhizat yatırımlarından ve 1,5 puanı inşaat yatırımlarından kaynaklanmıştır. Net ihracatın büyümeye katkısı da 6,9 puandır. İstatistiki hatayı da içeren stok değişimi kalemi yılın ikinci çeyreğinde de büyümeyi aşağıya çekmiştir.

2021 yılının ikinci çeyreği itibarıyla son bir yıllık dönemde Türkiye ekonomisinin GSYH büyüklüğü 5,9 trilyon TL (765,1 milyar ABD Doları) olmuştur. 2020 yılı sonunda GSYH büyüklüğü 716,9 milyar ABD Doları düzeyindeydi. Öte yandan Türkiye'nin yaklaşık 10 yıl önce ortaya koyduğu ve kapsamında GSYH büyüklüğünün 2 trilyon ABD Doları'na ulaşılması amaçlanan 2023 yılı hedefleriyle mevcut gerçekleştirmeler arasındaki makasın hayli açıldığı izlenmektedir.

Sonraki çeyrek döneme ilişkin olarak ise küresel çaptaki ekonomik faaliyetteki ivme kaybı İmalat PMI'nin Eylül'de 54,1 seviyesinden 52,5'e gerilemesiyle Türkiye'de de izlenmiş, bununla birlikte sektörün faaliyet koşullarında iyileşmenin sürdüğü yorumlanmıştır. Son TÜİK verilerinde göre perakende satışların da Temmuz ve Ağustos'ta sabit fiyatlarla aylık %0,7 ve %0,3 arttığı (salgın kısıtlamalarının azaldığı Haziran'da aylık artış %14,4 idi) izlenmiştir.

### **Enflasyon: Yükselmeye devam ediyor**

TÜİK verilerine göre; TÜFE, Eylül ayında yıllık %19,58 ve aylık %1,25 artış kaydetmiştir. Eylül'de Yİ-ÜFE'de ise aylık ve yıllık artış sırasıyla %43,96 ve %1,55 olmuştur.

TÜFE'de bu dönemde yıllık olarak en fazla artış yaşanan gruplar %28,79 ile gıda ve alkolsüz içecekler, %28,27 ile ev eşyası ve %23,27 ile lokanta ve oteller olmuş; bir önceki yılın aynı ayına göre artışın en düşük olduğu diğer ana gruplar ise %1,80 ile alkollü içecekler ve tütün, %4,99 ile haberleşme, %7,32 ile giyim ve ayakkabı olarak sıralanmıştır. Aylık bazda düşüş gösteren tek ana grubun %0,16 ile giyim ve ayakkabı olması dikkat çekmiştir. Eylül ayında artışın yüksek olduğu gruplar ise sırasıyla %5,15 ile eğitim, %3,33 ile ev eşyası ve %2,34 ile konut olmuştur. 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 %18,63 ve %16,98 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aylık bazda ise %1,50 ve %1,51 ile TCMB'nin gösterge olarak işaret ettiği çekirdek enflasyondaki yükseliş manşet enflasyondaki yükselişi aşmıştır.

Hükümet, daha önce %8 olarak açıkladığı 2021 yılı enflasyon öngörüsünü geçtiğimiz çeyrek dönemde %16,2 olarak revize etmiş, son açıklanan OVP ile de 2022-2024 döneminde yıllar itibarıyla sırasıyla %9,8, %8 ve %7,6 oranlarında enflasyon hedeflemiştir. Yılın geri kalanında özellikle son dolarak doğalgaz zammı ile de dikkat çeken enerji fiyatlarında artış, gıda fiyatlarının seyri, sona erecek bazı vergi indirimleri ve kur geçişkenliği gibi gelişmeler enflasyon üzerinde baskı oluşturabilecektir.

### **Para Politikası: Çekirdek enflasyon gösterge oldu, faiz indi**

Politika faizi (bir hafta vadeli repo ihale faizi) oranını Mart 2021'de %17'den %19'a çıkaran ve geçen zaman zarfında bu seviyede tutan TCMB PPK, piyasaların beklentisi politika faizinin değişmeyeceği yönünde olmasına karşın Eylül ayı toplantısında politika faizini 100 baz puan düşürerek %18 seviyesine indirmiştir. Para politikasının yeni referansı ise manşet yerine çekirdek enflasyon göstergesi olmuş gözükmektedir.



Toplantının ardından yayımlanan metinde, son dönemde enflasyonda görülen yükselişte gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik zincirleri kaynaklı arz yönlü sıkıntılarının yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki yükselişler ve normalleşmeye bağlı talep artışının etkili olduğu belirtilmiştir. Metinde, bu etkilerin arızı unsurlardan kaynaklandığı ifade edilirken sıkı parasal duruşun ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapmaya başladığı ve bireysel kredilerin ılımlı seyre dönmesi için makro ihtiyati politikaların güçlendirildiği kaydedilmiştir. Metinden %5'lik hedefe ulaşınca kadar politika faizinin enflasyonun üzerinde oluşacağı ifadesi çıkarılarak tüm araçların kararlılıkla kullanmaya devam edileceği ifadesi eklenmiştir. Böylece bir süredir kritik senaryo olarak gösterilen, “dünya ekonomisinde FED öncülüğünde faiz artışına dönük patika değişimi hayata geçirilirken Türkiye'nin faiz indirimi takvimi uygulamaya başladığı” görülmektedir.

TCMB Başkanı Şahap Kavcıoğlu, 8 Eylül 2021 tarihinde katıldığı Alman-Türk Ticaret ve Sanayi Odası Ekonomi Toplantısı'nda da salgının etkisiyle gıda fiyatlarındaki artışa ve arz kısıtlarına işaret ederek enflasyonun kısa vadeli oynaklıklardan arındırılmış ana eğilimini ölçmeye yarayan çekirdek enflasyon göstergelerinin önemine işaret etmiştir. Oysa konu ile ilgili olarak, aralarında eski FED Başkanı Janet Yellen'in de yer aldığı ağırlıklı bir grup ekonomist tarafından, insanların satın alma gücünü manşet enflasyonun etkilediği ve bu nedenle merkez bankalarının hedefinin manşet enflasyon olması gerektiği görüşü dile getirilmektedir. Ayrıca Eylül ayı itibarıyla gıda ile enerji enflasyonu sırasıyla %28,8 ve %22,8 olmuştur. Özellikle gıda enflasyonunun küresel kaynaklı olmasının yanında arz tarafındaki yerel sorunların salgın öncesinde de yaşandığı hatırlatılmaktadır. Dolayısıyla çekirdek enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili tartışmaların kısa süreli olmayacağı değerlendirilmektedir.

Bu arada Swap yükümlülükleri hariç tutulduğunda Bankanın net rezervlerinin halen negatif düzeyde olduğu görülürken, Ağustos ayının sonunda IMF'den gerçekleşen yaklaşık 6,3 milyar ABD Doları'na karşılık gelen SDR tahsisi (özel çekme hakkı) rezerv görünümünü desteklemiştir. TCMB de bu konuda hamlelerini hızlandırmış, rezervlere katkı yapacak şekilde bankaların döviz hesaplarında zorunlu karşılık oranlarını ve reeskont kredilerinde limiti artırmıştır. Başkan Kavcıoğlu'nun bir yıl içinde 50 milyar ABD Doları'na yakın artış beklendiğini açıkladığı rezervlere katkının kaynağı olarak bir süredir takip edilen altın alımı, yapılan swap anlaşmaları ve ihracat reeskont kredilerinin görüldüğü tahmin edilmektedir.

### **Dış Ticaret: Dış ticaret açığı daralıyor**

TÜİK verilerine göre; Ağustos ayında ihracat yıllık bazda %51,9 artarak 18,9 milyar ABD Doları olurken, ithalat %23,6 artışla 23,2 milyar ABD Doları'na yükselmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığı yıllık bazda %32,4 azalarak, 6,3 milyar ABD Doları'ndan 4,2 milyar ABD Doları'na gerilemiştir. Enerji ürünleri ve parasal olmayan altın hariç dış ticaret açığı ise 354 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

Ağustos'ta ihracat yapılan ülkeler arasında ilk sırayı 1,5 milyar ABD Doları seviyesi ile Almanya almıştır. Ülkeyi ABD (1,3 milyar ABD Doları), Birleşik Krallık (1,2 milyar ABD Doları), Irak (939 milyon ABD Doları) ve İspanya (839 milyon ABD Doları) takip etmiştir. İthalatta ise ilk sırayı 2,8 milyar ABD Doları seviyesiyle Çin almış; ülkeyi Rusya (2,6 milyar ABD Doları), Almanya (1,7 milyar ABD Doları), ABD (1,1 milyar ABD Doları) ve İtalya (958 milyon ABD Doları) izlemiştir.

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış seriye göre; 2021 yılı Ağustos ayında bir önceki aya göre ihracat %4,9 artarken, ithalat %4,5 artmıştır. Ağustos ayında imalat sanayi ürünlerinin toplam ithalattaki payı %76,1 olup; yüksek teknoloji ürünlerinin imalat sanayi ürünleri ithalatı içindeki payı %13,2'dir. Ocak-Ağustos döneminde ise bu oranlar sırasıyla %77,9 ve %12,8 olmuştur. Dış ticaret açığı Ocak-Ağustos döneminde de %7,8 oranında daralarak 30,5 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı Ocak-Ağustos 2020 döneminde %74,5 iken, bu yılın aynı döneminde %81,3'e yükselmiştir.

Ticaret Bakanlığı tarafından paylaşılan Eylül ayına ait verilere göre de bu dönemde yıllık bazda ihracat %30 artarak 20,8 milyar ABD Doları ve ithalat da %12,2 artışla 23,4 milyar ABD Doları olmuş, Ocak-Eylül döneminde dış ticaret açığı %14,5 daralarak 32,4 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir.





### Ödemeler Dengesi: Turizm gelirlerindeki artış olumlu yansıdı

TCMB'nin geçtiğimiz çeyrek dönemde yöntem değişikliğine gittiği Ödemeler Dengesi İstatistikleri'ne göre; cari açık, Temmuz'da geçen yılın aynı ayına göre 1,3 milyar ABD Doları azalarak 683 milyon ABD Doları olmuştur. TCMB'nin geriye doğru yaptığı revizyonla cari açık verilerinde iyileşme görülmüştür.

Temmuz 2021'de yaşanan iyileşmede ağırlıklı etkili olan turizm gelirleri aynı ay içinde 2,3 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Yıllık bazda net altın ithalatındaki 1,7 milyar ABD Dolarlık daralmaya karşılık dış ticaret açığının yıllık bazda 1 milyar ABD Doları artması cari açıktaki iyileşmeyi sınırlandırmıştır. Dış ticaret açığı 2,9 milyar ABD Doları olmuş, altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı 2,7 milyar ABD Doları fazla vermiştir. Cari dengeye bir süredir kısıtlı katkısı bulunan doğrudan yatırımlardan net girişler 1 milyar 30 milyon ABD Doları olurken, portföy yatırımlarının net girişi 1,9 milyar ABD Doları olarak kaydedilmiştir. Bu dönemde genel hükümet ve diğer sektörler yurt dışı tahvil ihraçları aracılığıyla sırasıyla 1,8 milyar ABD Doları ve 195 milyon ABD Doları net borçlanma gerçekleştirmiştir. Net hata noksan kalemi 2,5 milyar ABD Doları fazla ile 7 ayda 8 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Resmi rezervlerde ise Çin ile gerçekleştirilen swap anlaşması kapsamında Temmuz'da 6,7 milyar ABD Doları net artış olmuştur. Geçen yılın ilk 7 ayında 23,2 milyar ABD Doları olan cari işlemler açığı, bu yılın aynı döneminde 13,7 milyar ABD Doları ve son 12 ayda da 27,8 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. OVP'ye göre; cari dengenin yılı 21 milyar ABD Doları açık ile kapatması beklenmektedir.

Kültür ve Turizm Bakanlığı'nın verilerine göre, Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısının Ağustos'ta yıllık bazda %119,4 ve Ocak-Ağustos döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %93,9 artış kaydetmesi ödemeler dengesi açısından önemlidir. Bununla birlikte yabancı ziyaretçi sayısı, 2019'un ilk 8 aylık dönemindeki seviyesinin %54,6 altında gerçekleşmiştir.

Rapor yayıma hazırlanırken açıklanan verilere göre; Ağustos'ta ödemeler dengesi 528 milyon ABD Doları fazla vermiş, 12 aylık cari açık bir önceki aya göre 4,8 milyar ABD Doları azalarak 23 milyar ABD Doları'na gerilemiştir. Gelişmede aylık bazda varlık barışı, net hata noksan kaleminde (4,4 milyar ABD Dolarlık) sermaye girişi ve ödemeler dengesi istatistiklerinde yapılan revizyon etkili bulunmuştur.

### Bütçe Dengesi: Vergiler ile fazla verdi, harcamalar arttı

Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerine göre; merkezi yönetim bütçesi Ağustos ayında 40,8 milyar TL fazla vermiştir. Temmuz ayında bütçede 45,8 milyar TL'lik açık kaydedilmişti. Ağustos'ta faiz dışı fazla ise 54,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Bütçe gelirleri Ağustos'ta yıllık %35 artışla 146,5 milyar TL olurken, bütçe giderleri %32 artışla 105,7 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bütçe fazlasında etkili olan vergi gelirleri, yıllık %33 artışla 131,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri içinde ithalattan alınan KDV'deki %66,9'luk artış dikkat çekmiş, bu kalemden 21,9 milyar TL gelir elde edilmiştir. Kurumlar vergisi tahsilatı ise %64,2 artışla 46,4 milyar TL olmuş, yurtiçi mallar üzerinden / dahilde alınan KDV de %26,7 artışla 11 milyar TL gelir sağlamıştır. 7326 sayılı yeniden yapılandırma / vergi affı kapsamında bütçeye 6,2 milyar TL gelmiştir. Bakanlık, Ekim itibarıyla başvuruları tamamlanacak 7326 sayılı kanun kapsamındaki söz konusu yapılandırmalardan 2021 yılı için 39,4 milyar TL gelir beklendiğini de açıklamıştır.

ÖTV gelirleri ise eşel mobil sistemi nedeniyle petrol ve doğalgazdan alınan ÖTV'deki %64,4'lük gerilemeden olumsuz etkilenmiştir. Giderler içinde faiz dışı harcamaların %34,5 yükselerek 92 milyar TL'ye ulaştığı, faiz harcamalarının da %14,8 artarak 13,6 milyar TL'ye çıktığı dikkat çekmiştir. Cari transferler %31,6 artışla 40,3 milyar TL ve sermaye giderleri altında yatırım harcamaları %81,9 artışla 7,4 milyar TL olmuştur. Bu kapsamda artış izlenen kamu harcamalarıyla 2022 yılında bir erken seçime mi hazırlandığı tartışmaları da gündeme gelmeye başlamıştır.

Ağustos ayında bütçede 8 aylık açık 37,5 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 782 milyar TL ve faiz dışı fazla ise 90,7 milyar TL olarak kaydedilmiştir. Yılsonunda bütçe açığının GSYH oranında OVP'de açıklanan %3,5'lik açığın tutturulması beklentisi mevcuttur.

Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın Eylül ayında açıkladığı "İkinci Çeyrek Kamu Maliyesi Raporu"na göre; salgın tedbirlerine 2020-2021 dönemi merkezi bütçeden yapılacak harcamaların tutarının 133,6 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir. Aynı dönem için İşsizlik Sigortası Fonu'ndan karşılanan giderlerin 205,7 milyar TL olacağı, kredi paketinin toplam tutarının ise aynı dönem sonunda 734,2 milyar TL'ye ulaşacağı da kaydedilmiştir. Bu kapsamda Türkiye ekonomisinde önemli bir çıpa olan mali disiplinin kaybedilmemesi önem taşımaktadır.

### İstihdam: İşsizlik rakamları yeniden yükseldi

TÜİK verilerine göre; Türkiye'de işsizlik oranı Temmuz'da bir önceki aya göre 1,4 puanlık artışla %12 olmuştur. Böylece Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaştaki kişilerde işsiz sayısı 2021 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre 506 bin kişi artarak 3,9 milyon kişi olmuştur. Bu dönemde mevsim etkisinden arındırılmış istihdam oranı ise bir önceki aya göre 0,2 puan artarak %45,1 olarak gerçekleşmiştir. Temmuz'da istihdamdaki yükselişte, normalleşme süreci ve turizm sektöründeki hareketliliğin etkisiyle hizmetler sektöründe gözlenen istihdam artışının belirleyici olduğu değerlendirilmiştir.

İstihdam edilenlerin sayısı 2021 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre 125 bin kişi artarak 28,7 milyon kişi, istihdam oranı da 0,2 puanlık artış ile %45,1 olmuştur. Temmuz'da istihdam edilen kişi sayısı tarım sektöründe 17 bin kişi, hizmet sektöründe 454 bin kişi artarken; sanayi sektöründe 287 bin kişi, inşaat sektöründe de 60 bin kişi azalmıştır. İstihdam edilenlerin %17,2'si tarım, %20,7'si sanayi, %6'sı inşaat, %56,2'si ise hizmet sektöründe yer almıştır.

İşgücü ise 83 bin kişi artarak 32,5 milyon kişi, işgücüne katılma oranı ise 0,1 puanlık artış ile %51,3 olarak gerçekleşmiştir. Geniş tanımlı işsizlik oranı 1,2 puan artarak %23,6 seviyesine çıkmıştır. Geniş tanımlı işsizlik açısından gösterge olan atıl işgücü, işsiz sayısına zamana bağlı eksik istihdam ve potansiyel işgücünün eklenmesiyle hesaplanmaktadır. Aynı dönemde 15-24 yaş grubunu kapsayan genç nüfusta işsizlik oranı %23,1, tarım dışı işsizlik oranı da 1,6 puan artışla %13,9 olmuştur.

TÜİK'in işgücü istatistiklerini bir süre önce aylık bazda yayımlamaya başlaması olumlu olmakla birlikte istatistiklerde izlenen dalgalanmalara iktisatçılar tarafından zaman zaman dikkat çekilmektedir.

Rapor yayıma hazırlanırken açıklanan verilere göre; Ağustos ayında mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı %12,1 olmuştur.

### Güven Endeksleri: İnşaat dışında yükseliş yaşandı

TÜİK'in Ekonomik Güven Endeksi, Eylül ayında %1,6 oranında artarak 102,4 değerine yükselmiştir. Endeksteeki artış, tüketici, reel kesim (imalat sanayi), hizmet, perakende ticaret güven endekslerindeki artışlardan kaynaklanmıştır. Ekonomik Güven Endeksi'nin 100'den büyük olması genel ekonomik duruma ilişkin iyimserliği, 100'den küçük olması ise genel ekonomik duruma ilişkin kötümserliği göstermektedir.

Alt endekslere bakıldığında; Sektörel Güven Endeksleri Eylül ayında bir önceki aya göre hizmet sektöründe %1,5, perakende ticaret sektöründe %4,8 artarken; inşaat sektöründe %0,7 azalmıştır. Böylece sektörlerdeki güven endeksleri sırasıyla hizmet sektörü için 117,8, perakende ticarete 115,6 ve inşaat sektöründe 91,8 olmuştur. TCMB tarafından açıklanan Reel Kesim Güven Endeksi de Eylül'de bir önceki aya göre 0,5 puan azalarak 113,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Endeks mevsimsellikten arındırıldığında 1,1 puan artarak 111,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Temmuz ve Ağustos aylarında düşüş kaydeden Tüketici Güven Endeksi ise Eylül'de %1,8 artarak 79,7 düzeyinde gerçekleşmiştir.

### Kredi Notu ve Risk Primi: Belirsizlik yüksek bulunuyor

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



## Türkiye Kredi Notu

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+		
Baa3	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	Spekülatif	Yatırım Yapılamaz Düzey
Ba2	BB	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	

Ülke kredi notu, uluslararası kredi derecelendirmesi yapan üç büyük kuruluş nezdinde yatırım seviyesinin altında bulunmaktadır. Fitch Ratings, Ağustos ayında yaptığı açıklamayla politika belirsizliğinin yüksek kalmaya devam ettiğini belirttiği Türkiye'nin kredi notunu "BB-" ve not görünümünü "durağan" olarak korumuştur. Türkiye'nin kredi notu Moody's nezdinde "B2" seviyesi ve "negatif" görünümde iken Standard&Poor's (S&P) tarafında ise "B+" ve "durağan"dır.

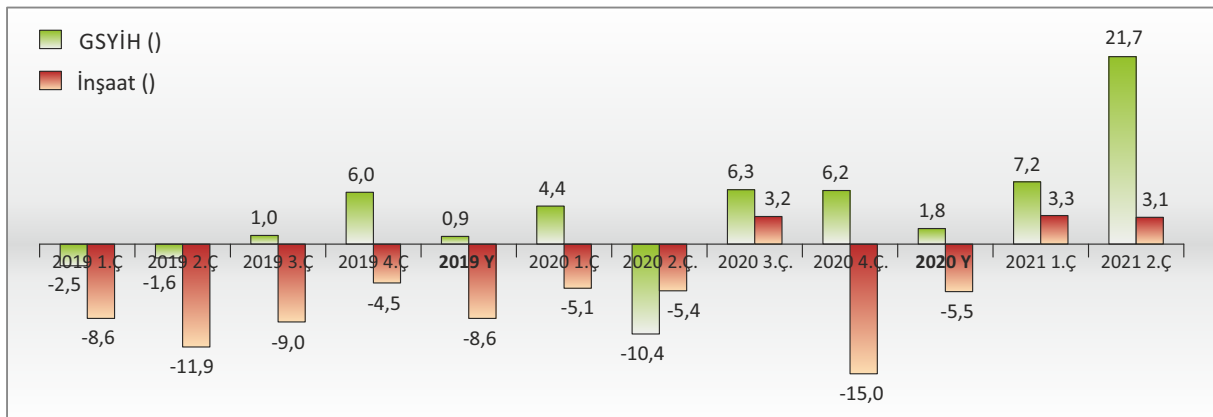
Türkiye'nin, 2020 yılı sonunda dış borç maliyetine yansıyan kritik seviye olarak gösterilen 300 puanın altına düşen ancak geçen zamanda dalgalanmayı sürdüren 5 yıllık CDS (kredi temerrüt riski) primi, 1 Ekim 2021 itibarıyla 429 düzeyindedir. CDS primi, ülkelerin ekonomik ve politik risk gelişmesine göre günlük olarak güncellenmekte ve bu anlamda kredi notlarından daha dinamik ve objektif bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

## İNŞAAT SEKTÖRÜ

### Sınırlı Büyüme, Artan Sorunların İşareti

Ekonomi içerisinde, 200'ün üzerinde alt sektöre yarattığı taleple de önemli bir yere sahip olan inşaat sektörü, salgının ortaya çıktığı 2020 yılı kaynaklı düşük baz etkisine rağmen 2021 yılının ilk yarısında oldukça sınırlı bir büyüme gösterebilmiştir. Sektörde yılın ilk iki çeyrek döneminde yıllık bazda sırasıyla %3,3 ve %3,1'lik büyüme kaydedilmiştir. Yıllık bazda sınırlı büyüme, çeyrek dönemler itibarıyla da ikinci çeyrekte yaşanan %1,5'lik daralma, salgın öncesinde de mevcut olan ve salgınla daha ağırlaşarak süren sorunlara işaret etmektedir.

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



Kaynak: TÜİK

Yurtiçinde 2018 yılının üçüncü çeyreğinde daralmaya başlayan inşaat sektöründe, Covid-19 salgınının etkilerine karşı uygulanan destekleyici politikalar ve paralelindeki uygun faiz koşullarının katkısıyla 2020 yılının üçüncü çeyrek döneminde yıllık bazda yeniden büyüme (%6,4) yaşanmıştı. Bununla birlikte sektör, 2020 yılının son çeyreğinde keskin bir daralma (TÜİK'in son revizyonu ile -%15 olarak açıklanmıştır) sonucunda salgının ortaya çıktığı yılı %3,5 oranında küçülme ile tamamlamıştı. Bu yılın ilk yarısına gelindiğinde ise inşaat sektöründe %3,2 büyüme ile yeniden toparlanma çabası izlenmektedir. Bununla birlikte söz konusu performansta geçen yılın aynı döneminde yaşanan küçülme kaynaklı düşük baz etkisinin ağırlığı bulunmaktadır. 2021 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin beklentiler, 2020 yılının aynı döneminde sağlanan desteklerin etkisiyle sektörde kaydedilen %3,2'lik büyüme nedeniyle oldukça sınırlıdır.

Sürdürülebilir büyüme için inşaat yatırımlarının hızlanmasına, sektör üzerinde geçen dönemde öngörülemez düzeyde artan girdi maliyetlerinin yarattığı baskının ve vergi yükünün azaltılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

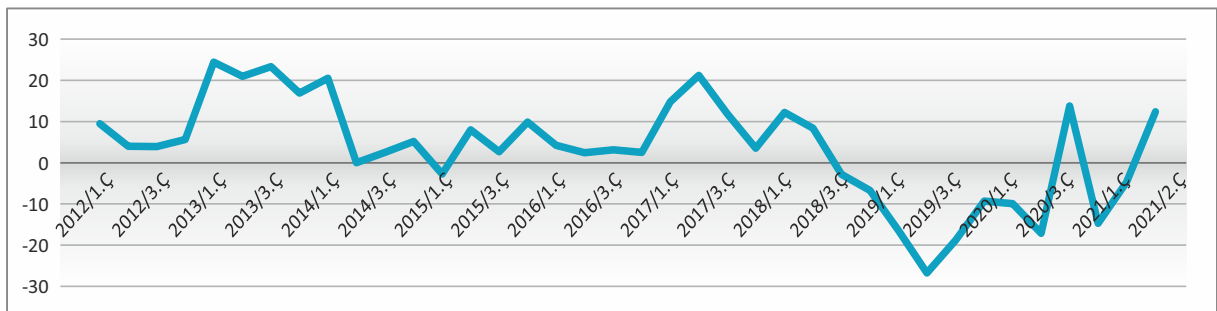
### İnşaat Sektörü Öne Çıkan Göstergeler

	2020-2.Ç.	2021-2.Ç.	Değişim (%)
GSYH Büyüme (%)	-10,4	21,7	
İnşaat Sektörü Büyüme (%)	-5,4	3,1	
İnşaat Yatırımlarında Değişim (% - yıllık)	-17,7	12,2	
İnşaat Maliyet Endeksi Değişim (%) (Temmuz)	9,2	44,7	
İnşaat Sektörü İstihdamı (bin kişi) (Ağustos)	1.618	1.808	11,7
İnşaat Sektörü Güven Endeksi (Eylül)	95,1	91,8	-3,5
Sektörde Kullanılan Kredi Hacmi (milyar TL) (Ağustos)	298,7	341,9	14,5
Takipteki Kredi Hacmi (milyar TL) (Ağustos)	24,3	29,3	20,5
Yapı Ruhsatı Sayısı (adet) (kümülatif)	219.000	328.042	49,8
Yapı Kullanım İzin Belgesi Sayısı (adet) (kümülatif)	270.399	279.635	3,4
İlk El Konut Satışları (adet) (kümülatif) (Ağustos)	317.832	243.189	-23,5
Konut Kredileri Hacmi (milyar TL) (Ağustos)	274,3	280,0	2,1
Konut Kredisi Faiz Oranları (% - yıllık) (Eylül)	13,80	17,88	
Konut Fiyat Endeksi Değişim (% - yıllık) (Temmuz)	25,8	31,2	

Kaynak: TÜİK, BDDK, TCMB

TÜİK'in zincirlenmiş hacim endeksine göre; sektör yatırımlarında, geçen yılın üçüncü çeyrek döneminde kaydedilen %13,6'lık artış dışında önemli oranlarda gerileme olmuş, 2020 yılı genelinde %14,1 oranında daralma yaşanmıştır. Bu durum, 2018 yılı ikinci yarısında döviz kuru artışları ile birlikte ekonomide yaşanan sıkıntıların salgınla birlikte ağırlaşmasından kaynaklanmıştır. Bu yılın ilk iki çeyreğinde ise Türkiye'de toplam yatırımlar, sırasıyla %12,4 ve %20,3 artarken; inşaat yatırımları, yılın ilk çeyreğinde %3,4 gerilemiş, ikinci çeyrek dönemde de %12,2 artmıştır. Hız kazanan aşılama çalışmaları sonucunda ekonomide kısıtlamaların kalkmaya başlamasıyla, ertelenmiş yatırımların da tekrar gündeme alınmaya başladığı görülmektedir. Yatırımlarda izlenen görece iyileşmenin sürmesi sektör için büyük önem taşımaktadır.

### İnşaat Yatırımlarında Yıllık Değişim (%)

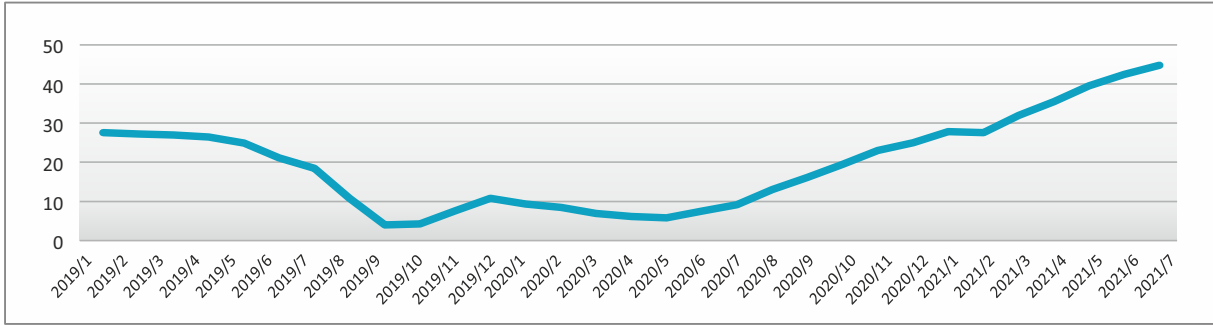


Kaynak: TÜİK



Sektörün öne çıkan sorunları arasında yaklaşık iki yılı aşkın zamandır yaşanan maliyet artışları dikkat çekmektedir. Son dönemde salgının yol açtığı olağandışı koşullarda bu artışların açıklanması güç seviyelere ulaşmış olduğu gözükmemektedir. TÜİK'in İnşaat Maliyet Endeksi, Temmuz'da yıllık bazda %44,7 oranında artarak Haziran verisinden sonra yeniden 2016 yılıyla başlayan veri setinin en büyük artışını kaydetmiştir. Endeks aylık bazda da %2,5 artmıştır. Bu dönemde malzeme endeksi ile işçilik endeksi sırasıyla yıllık bazda %56,4 ve %21 oranları ile hızlı yükselişini sürdürmüştür. Aylık bazda malzeme endeksi %3,1 ve işçilik endeksi %1 oranında artmıştır.

### İnşaat Maliyet Endeksinde Yıllık Değişim (%)



Kaynak: TÜİK

Salgın ortamında emtia fiyatlarındaki yükseliş ile birlikte girdi maliyetleri dünya genelinde artmış, iç ekonomik gelişmeler paralelinde döviz kurlarında yaşanan artış da Türk inşaat sektörü için sorunu ağırlaştırmıştır. Altyapı ve üstyapı inşaatlarında kullanılan çelik, çimento, bakır, cam, alüminyum, PVC, tesisat ve elektrik malzemeleri gibi ürünlerin fiyatlarında yaşanan yüksek artışlar yurtiçinde müteahhitlik kesimini işlerini sürdürmez hale getirmiştir. TMB tarafından, sektörün temel girdileri içerisinde ön sırada yer alan demir-çelik ve çimento fiyatlarında son dönemde yaşanan büyük artışlar (örneğin son 18 ayda fiyat artışının, demir-çelikte %140 ve çimentoda da %100'lar seviyesine ulaştığı hesaplanmaktadır) karşısında hükümet tarafından artan maliyet artışlarının ilave fiyat farkı ödenmesi suretiyle giderilmesi amacıyla girişim başlatılmıştır.

TMB'nin bu konudaki görüşü; ürün fiyatlarının serbest rekabet kuralları/piyasa şartları çerçevesinde oluşması gerektiği, buna bağlı olarak da kamu projelerinde işveren kamu kurumları tarafından yüklenici firmalara ilave fiyat farkı ödenmesi ve şartsız tasfiye /devir hakkı tanınması ihtiyacı bulunduğudur. Bu doğrultuda, TMB tarafından hazırlanan bir düzenleme taslağı Hazine ve Maliye Bakanlığı ile Kamu İhale Kurumu'na sunulmuş olup, düzenlemenin ivedilikle hayata geçirilmesi için girişimler sürdürülmektedir.

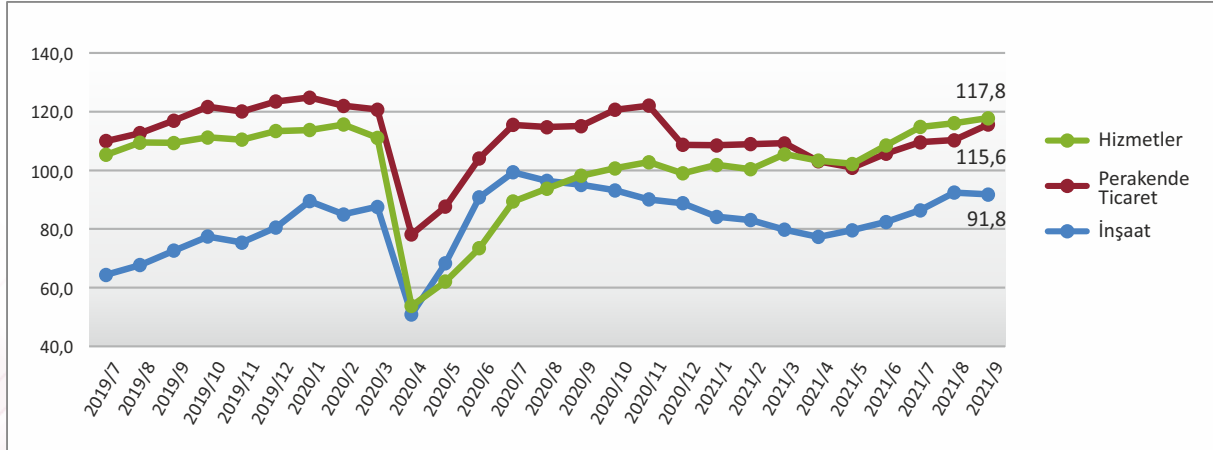
İnşaat sektörünün istidam içindeki payı yaşanan sorunlarla birlikte son yıllarda gerileyerek, TÜİK verilerine göre 2017'de %7,4, 2018'de %6,9, 2019'da %5,5 olmuştur. Bu oran, geçtiğimiz yıl ise sınırlı da olsa artarak %5,7'ye yükselmiştir. Bununla birlikte istidam edilen kişi sayısı 2018 yılında yaklaşık 2 milyon iken 2020 yılında 1,5 milyon dolayında ve 2021 yılı Ağustos ayı itibarıyla da 1,8 milyondur. Dolayısıyla işgücü potansiyeli açısından da ekonominin geneli için kritik önemde olan sektörde toparlanma çabalarıyla istidam oranı son olarak %6,3'tür.

Bir süredir finansman/nakit akışı sıkıntısı içerisinde kalan sektörde borçluluk oranları yüksek seyretmektedir. BDDK'nın verilerine göre (Ağustos 2021 itibarıyla); inşaat sektöründe kullanılan nakdi kredi toplamı 341,9 milyar TL olup, aynı dönemde takipteki kredi oranı %8,5 olarak kaydedilmiştir. Geçen yılın aynı ayında 298,7 milyar TL kredi hacmi bulunan sektörün takibe düşen kredi oranı %8,1 olmuştur. Eylül ayında yaptığı bir konuşmada TCMB Başkanı Şahap Kavcıoğlu da son dönemde yaptıkları anketlerin, firmaların inşaat sektörü dışında kalan tüm sektörlerde faaliyeti kısıtlayan unsurlar arasında mali imkânsızlıklar veya finansal sorunların payının azaldığını gösterdiğini belirterek sektördeki soruna işaret etmiştir.



Buna karşın TÜİK'in, sektörün genelinde mevcut ve gelecek döneme ilişkin iyimserliği ölçen Sektörel Güven Endeksi'nde hareketlilik yaşanmaktadır. Perakende ticaret ve hizmetler sektörleri güven endekslerinde geçen çeyrek dönemde süren artışa rağmen inşaat sektörü güven endeksi Eylül'de 92,4 değerinden 91,8'e gerilemiştir. Bu ayda gelecek üç aylık döneme yönelik olarak ölçülen toplam çalışan sayısı ile satış fiyatları beklentisi alt endeksleri %1,3 ve %1,6 oranlarında gerilemiştir.

### Sektörel Güven Endeksleri



Kaynak: TÜİK

Mevcut tabloda, çarkların hızlanması için doğrudan ve dolaylı etkileriyle ekonominin geneli için büyük önem taşıyan inşaat sektöründe kamu yatırımlarının da hızlanması ve yeterli ödenek sağlanması gerekmektedir. Bu kapsamda kamu yatırım programında bir önceliklendirme yapılarak, daha fazla ekonomik ve sosyal katma değer yaratacak projelerin bir an önce hayata geçirilmesine yönelik bir çalışma yapılmasında yarar görülmektedir. Ayrıca inşaat/taahhüt sektörünün içinden geçmekte olduğu zor dönemin şartları ve yüksek finansman maliyetleri dikkate alınmalı; yükseltilmiş olan stopaj, KDV tevkifat oranları eski düzeylerine çekilmelidir. Bu doğrultuda, inşaat sektörünün canlanması için önümüzdeki dönemde ekonomide iç talep koşulları, yatırım programı ve faiz oranlarının seyri de belirleyici olacaktır.

### Konut Segmenti: Piyasada dengesizlik izleniyor

Türkiye genelinde konut satışları gerek salgın, gerek mevcut ekonomik ortam nedeniyle bir süredir gerilemeyi sürdürmektedir. Olağanüstü bir dönemden geçişin ağırlıklı etkisiyle dengesizliklerin izlendiği piyasa koşullarında ülkede orta ve dar gelirli kesim için konut sahipliği zorlaşmaktadır. Dolayısıyla konut alanında sektör ile birlikte akılcı ve uzun vadeli stratejilerin geliştirilmesi ihtiyacı artmıştır.

Konut Satışları (Adet)	Eylül			Ocak - Eylül Dönemi		
	2020	2021	Değişim (%)	2020	2021	Değişim (%)
<b>İpotekli Satışlar</b>	<b>35.576</b>	<b>29.759</b>	<b>-16,4</b>	<b>508.690</b>	<b>181.855</b>	<b>-64,3</b>
İlk satış	10.624	7.550	-29,0	162.106	48.115	-70,3
İkinci el satış	24.952	22.209	-11,0	346.584	133.740	-61,4
<b>Diğer Satışlar</b>	<b>101.168</b>	<b>117.384</b>	<b>16,0</b>	<b>652.588</b>	<b>767.283</b>	<b>17,6</b>
İlk satış	30.752	36.417	18,4	197.102	239.041	21,3
İkinci el satış	70.416	80.967	15,0	455.486	528.242	16,0
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>136.744</b>	<b>147.143</b>	<b>7,6</b>	<b>1.161.278</b>	<b>949.138</b>	<b>-18,3</b>
İlk satış	41.376	43.967	6,3	359.208	287.156	-20,1
İkinci el satış	95.368	103.176	8,2	802.070	661.982	-17,5
<b>Yabancılar Satışlar</b>	<b>5.269</b>	<b>6.630</b>	<b>25,8</b>	<b>26.165</b>	<b>37.479</b>	<b>43,2</b>

Kaynak: TÜİK



TÜİK'in Konut Satış İstatistikleri'ne göre; satışlar yaz döneminde yıllık bazda gerilemiştir. Mayıs ayındaki tam kapanmanın ardından ertelenen talep ile aylık satışlarda artışın yüksek olduğu Haziran 2021'de yıllık bazda ise %30 düşüşle 134 bin 731 konut satılmıştır. Bu rakam Temmuz'da 107 bin 785'e gerilemiş, bir sonraki ay ise 141 bin 400 konut satışıyla 2013'ten bu yana 2020 yılı dışında -yıllık bazda %17'lik gerilemeye karşın aylık artışla- en çok satış yapılan Ağustos ayı yaşanmıştır. Yıllık satışlardaki gerileme Eylül ayında yerini artışa bırakmış (%7,6) ve ülke genelinde 147 bin 143 adet konut satılmıştır.

Konut kredisi faizlerinin yüksek düzeylerde seyretmesinin etkisiyle toplam satışlar içinde ipotekli satışlardaki gerileme özellikle öne çıkmaktadır. Eylül ayında ipotekli satışlar yıllık bazda %16,4 azalırken, toplam satışlar içinde ipotekli satışların payı %20,2 olarak gerçekleşmiştir. Diğer satışların bu ayda yıllık bazda %16 artış kaydettiği görülmektedir. İpotekli satışlardaki gerilemede konut kredisi faiz oranı etkiliyken bu konuda “psikolojik sınır” olan %1 seviyesi çoktan aşılmıştır. TCMB'nin verilerine göre; konut kredisi faizinde tüm bankalar ortalaması, Eylül ayında yıllık %17,88 seviyesindedir. Bir yıl önce aynı dönemde ise ortalama faiz %13,80 olmuştu. Kamu bankaları öncülüğünde başlatılan uygun koşullu konut kredisi kampanyaları kapsamında Haziran-Temmuz 2020'de ise bankalar ortalaması %9 dolayında idi.

Ülke genelinde ilk defa satılan konut sayısı, Eylül ayında yıllık bazda %6,3 artarak 43 bin 967 olmuş, bu satışlar toplam satışlar içinden %29,9 pay almıştır. Aynı dönemde ikinci el satışlar, %8,2 artış göstererek 103 bin 176 olmuştur. Yabancılarla yapılan konut satışları ise hem yıllık, hem de aylık bazda artmakta olup, Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %25,8 yükselerek 6 bin 630 olarak gerçekleşmiştir.

Geçen yılın bahar ve yaz döneminde sektörün konut alanında çalışan firmalarını destekleyen düşük faizlerin ve uygun koşullu kampanyaların daha çok ikinci el satış/devir üzerinde olumlu etkisi olmuştur. Bu nedenle dönem içerisinde yeni inşaatların tamamlanarak kullanıma sunulmasına karşın stok büyüme hızında bir miktar yavaşlama izlenmiştir. Türkiye'de şu an yaklaşık 1,5 milyonluk konut stoku bulunduğu hesaplanmaktadır. Ancak faiz oranlarındaki artışla birlikte değişen piyasa şartlarında yapı ruhsatındaki artış yarı yarıya hız kesmiş, alınan ruhsatlara rağmen sektörde yeniden proje arzında temkinli yaklaşım sürmüştür. TÜİK'in Yapı İzin İstatistikleri'ne göre; yapı ruhsatı verilen daire sayısı 2021 yılının ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine kıyasla %49,8 artarak 328 bin 42 olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde ruhsat alımında daire sayısına göre yıllık bazda artış %105,6 olmuştu. Yapı kullanım izni verilen daire sayısı ise 2021 yılı Ocak-Haziran döneminde geçen yılın aynı dönemine oranla %3,4 artarak 279 bin 635 olarak açıklanmıştır.

Esasen Türkiye'nin yıllık 800 bin civarında konut ihtiyacı bulunmakta ve mevcut konut stokunun doğru politikalarla eritilebileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte içinden geçilen finansal şartlarda konut satışlarında 2021 yılının geri kalanı için de ortaya konan beklentiler sınırlıdır.

Özellikle geçen yıl başlayan konut fiyat artışının hızlanarak devam etmesi öne çıkmıştır. TCMB tarafından kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimlerini izlemek amacıyla hesaplanan Konut Fiyat Endeksi (KFE) Temmuz ayında 185,3 seviyesine ulaşmıştır. Endeks aylık bazda %2,8, yıllık bazda nominal olarak %31,2 ve reel olarak %10,2 oranında artmıştır. “Markalı konut” olarak da adlandırılanlar için açıklanan REIDINGYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi de Ağustos ayında 208,8 değerini almıştır. Aylık %0,48 ve yıllık %3,73 oranında artış kaydeden endeksin başlangıç dönemi olan 2010 yılı Ocak ayına göre ise nominal artış %108,80 olmuştur.

Küresel çapta da konut fiyatlarının Haziran itibarıyla yıllık %9,2 artışla 2005 yılından bu yana en hızlı yükselişini kaydettiğini açıklayan uluslararası emlak danışmanlık şirketi Knight Frank, özellikle ABD, Kanada, Türkiye, Yeni Zelanda ve Avustralya'da %16'nın üzerindeki nominal fiyat artışlarına dikkat çekmiştir. Küresel çapta yaşanan artışın, daha çok düşük faiz oranlarının tasarrufların konut alımına dönüşüne izin vermesiyle gerçekleştiği değerlendirilmektedir. OECD de Eylül ayında açıkladığı ara dönem raporunda, salgın etkisiyle 2019 yılı son çeyreği ile 2021 yılı ikinci çeyrek dönemi arasında konut fiyatlarındaki hızlı artışa dikkat çekmiştir.

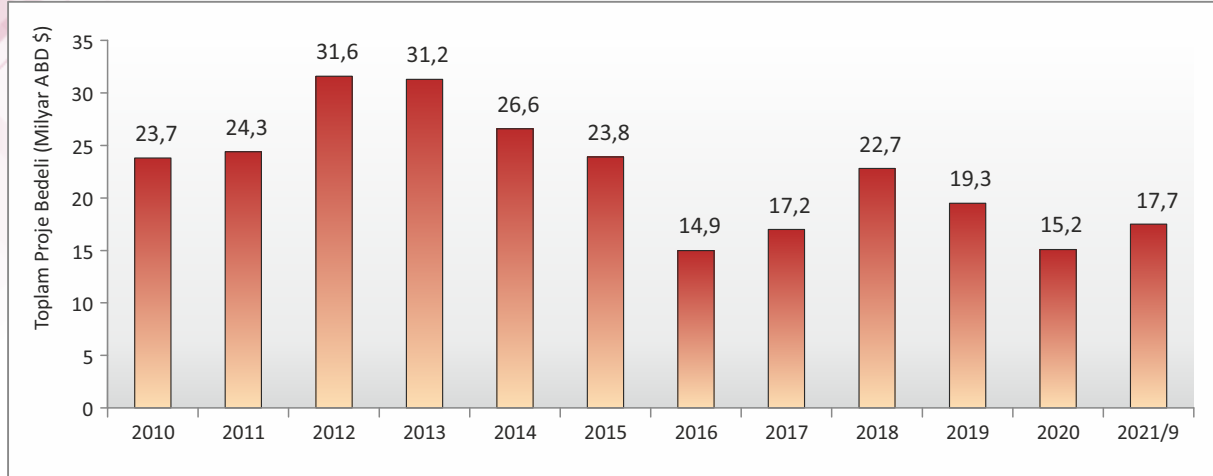
Türkiye'de ise Merkez Bankası ekonomistlerinin geçen aylarda yaptığı bir çalışma dikkat çekicidir. Buna göre; yıllık faiz oranlarında 1 puanlık düşüş yapan bir kampanya başladığı ilk ayda konut kredisi talebini %6,6 ve ortalama konut fiyatlarını da %2,1 artırmakta; kampanyanın bu etkileri devam eden aylarda kademeli olarak azalmaktadır. Konut piyasasında ayrıca düşen alım gücü, inşaat girdi maliyetlerinde yükseliş, salgın belirsizliğinin etkileri öne çıkmaktadır. Bu unsurlar dışarıda tutulduğunda fiyatlardaki bazı fahiş artışlarda piyasada salgın kayıplarının telafisi için ortaya konan bazı subjektif davranışların etkisi izlenmektedir. Paralelinde fiyatlardaki artışların birkaç aylık gecikmeyle kiralarda artış yarattığı görülmüştür ve Betam'ın Ağustos ayı verilerine göre; ülke genelinde yıllık kira artış hızı %34,6'dır.

Konut fiyatlarındaki artışlara önlem olarak, arsa payının konut üretim maliyeti içerisindeki büyük payının azaltılması ihtiyacı çerçevesinde adım atılması ve özellikle dar gelirli için alternatif gayrimenkul finansman modelleri geliştirilmesine yönelik çalışma yapılması gerekmektedir. TÜİK verilerine göre; Türkiye'de konut sahipliği oranı 2019'da %58,8 iken geçen yıl ise gerçekleştirilen kampanyalara ve düşük faiz ortamına rağmen bu oranın %57,8'e inmesi dikkat çekicidir.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetleri: Türkiye, “devler ligi”nde yine ilk 3'te

Yurtdışı faaliyetlerinde de ekonomiye döviz ve istihdam katkısı veren inşaat sektörü, uluslararası projelerinde başta salgın kaynaklı olmak üzere oluşan sorunlar ile başatmenin yollarını aramaktadır. Dünya inşaat sektöründe Covid-19 salgınının etkisiyle zayıflayan ekonomileri ayağa kaldırmak amacıyla açılacak büyük altyapı paketlerinin bir “süper döngü” yaratacağı beklentisi bu kapsamda öne çıkmakta, Türk müteahhitlerin bu döngüden yararlanabilmesi için çeşitli adımlara ihtiyaç olduğu değerlendirilmektedir.

### Yurtdışı Müteahhitlik Hizmetlerinde Yıllık Proje Tutarı (2010-2021/9 Ay)



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Sektör, yurtdışında 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 19,3 milyar ABD Doları ve 15,2 milyar ABD Doları büyüklüğünde proje üstlenmişti. 2021 yılı için ise yurtdışında yeni proje tutarında yeniden 20 milyar ABD Doları seviyesini yakalamak üzere çalışmaya devam etmektedir. Ticaret Bakanlığı'nın son verilerine göre; Türk müteahhitlerin yılın ilk 9 ayında üstlendiği 167 yeni projenin toplam tutarı 17,7 milyar ABD Doları olmuştur. Dolayısıyla 2021 yılı rakamları TMB öngörülerini teyit etmekte ve ortaya konan hedefin yakalanması beklenmektedir. Böylece bugüne kadar yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinde 1972 yılından bugüne kadar 129 ülkede 439,7 milyar ABD Doları değerinde 10.860 proje üstlenilmiştir.

Bu yılın ilk 9 ayında en fazla proje üstlenilen ilk 10 ülke sırasıyla; Rusya (toplam 6,9 milyar ABD Dolarlık 7 proje), Irak (toplam 3,1 milyar ABD Dolarlık 12 proje), Zambiya (toplam 1,3 milyar ABD Dolarlık 1 proje),



Kazakistan (toplam 808 milyon ABD Dolarlık 10 proje), Slovenya (toplam 748 milyon ABD Dolarlık 2 proje), Polonya (toplam 617 milyon ABD Dolarlık 2 proje), Cezayir (toplam 602 milyon ABD Dolarlık 25 proje), Azerbaycan (toplam 548 milyon ABD Dolarlık 13 proje), Ukrayna (toplam 418 milyon ABD Dolarlık 2 proje) ve Romanya (toplam 343 milyon ABD Dolarlık 1 proje) olmuştur.

Türk inşaat sektörü, yurtdışında salgın öncesinde ortaya koyduğu kısa vadede 20 milyar ABD Doları büyüklüğünde yıllık yeni projeye ulaşma hedefini korurken, orta vadede bu rakamın 50 milyar ABD Doları seviyesine çekilmesi amaçlanmaktadır. Bu süreçte Türkiye'nin bölgesindeki ülkelerle siyasi ilişkilerde iyileşme sağlanması önem taşımaktadır. Jeopolitik gelişmeler emtia ile petrol fiyatları üzerindeki etkileriyle de projeleri ve finansman imkanlarını etkilemektedir. Geçen aylarda hızlı bir yükseliş içine giren petrol fiyatlarının seyri, sektörün yurtdışı faaliyetlerini etkilemektedir. Son iki yılın en yüksek seviyelerinde olan petrol fiyatları, petrol üreticisi ve ihracatçısı bölge ülkelerinde güçlü olan Türk müteahhitler için yeni yatırımlar açısından potansiyel yaratabilecektir.

Yaşanan salgın ortaya çıkan mutasyonlar ile halen projelerde belirsizlik ve engeller de yaratabilmektedir. Diğer taraftan gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz politikalarında atacağı sıkılaştırma adımlarıyla birlikte proje finansmanı konusundaki zorlukların artması beklenmektedir. Bu çerçevede finansman kaynakları konusunda TMB, başta Türk Eximbank olmak üzere uluslararası kalkınma bankaları ve ihracat kredi kuruluşları ile üçüncü ülkelerle finansman konusunda ortaklık için temaslar sürdürmektedir. Türk Eximbank'ın imkânlarının artırılması, sunduğu ürünlerin rekabetçi hale getirilmesi sektör için büyük önem taşımaktadır. Ayrıca yurtdışında, Türk bankalar tarafından verilen teminat mektupları ve kontr-garantilerin kabulünde yaşanan sıkıntıların ülkemiz diplomasisinin üst düzey ikili temaslarında gündeme alınması ihtiyacı artmıştır.

Mevcut tablo, Türk müteahhitlerin yurtdışında rekabet gücünü koruması için yeni yaklaşımlar ortaya koymasını da gerektirmektedir. Özellikle dünya inşaat sektöründe giderek artan dijitalleşme, rekabeti daha da zorlaştırmakta ve katma değeri daha yüksek projeler için sektörün daha büyük bölümünde inovatif çalışmaların faaliyetlere adaptasyonu büyük önem taşımaktadır. Gerçekleştirilmiş projelerde ortalama bedel 2000'lerin başında 21 milyon ABD Doları iken, 2015 yılında 83,3 milyon ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. 2019 ve 2020 yılında ise ortalama proje bedeli, konjonktürel nedenler ile küçük çaplı projeler de üstlenilmesi sebebiyle sırasıyla 37 ve 43 milyon ABD Doları seviyelerinde gerçekleşmiştir. Yüksek teknoloji kullanımına ihtiyaç ve buna ek olarak, sektör için iş modellerinde bir değişim gerekliliği mevcuttur. Kimi zaman tek sözleşmede milyar dolarlık projeler üstlenen Türk müteahhitlerin başarılarını sürdürmeleri için salgın sonrası dönemde dijitalleşme yarışına katılmalarını sağlayacak bir ekosisteme ivedilikle ihtiyaç bulunmaktadır. Dijitalleşme yarışında "İnşaat 4.0 ve sonrası" çerçevesinde sektörün yurtdışında öne çıkan rakibi Çin'in büyük motivasyonu ve hedefe kilitlenmiş çalışmaları bu kapsamda kritiktir.

Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri, ülke istihdamına katkısı ile teknoloji transferi, makine parkı ve dışa açılma süreçlerine etkisi açısından da önem taşımaktadır. TMB, son dönemde yurtdışı müteahhitlik hizmetlerinde Türk işgücü sayısının artırılmasına yönelik çalışmalarını hızlandırmıştır. Yurtdışı projelerde istihdam edilen ve yaklaşık 35 bin olarak ifade edilen Türk işgücü sayısının salgının ardından 100 bine çıkarılması öncelikli hedeflerden biri olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda, ilgili bakanlık, kurum ve kuruluşlarla başlatılan çalışmaların, özellikle yurtdışında istihdam edilen işgücüne yönelik gelir vergisi muafiyeti talebinin ivedilikle karşılanması önem taşımaktadır.

TMB son olarak, dünyada bir marka haline gelen "Türk Müteahhitliği" kavramının temsil kabiliyeti en yüksek kuruluşu olarak Ticaret Bakanlığı ile ortak bir akreditasyon sistemi kurulmasına talip olmuştur. Kamu-özel sektör işbirliğiyle müteahhitlik firmalarını mali, teknik ve performansa dayalı objektif kriterler ve standartlar çerçevesinde sınıflandıracak bir "Akreditasyon Sistemi" önerilmektedir.

### “Dünyanın En Büyük 250 Uluslararası Müteahhidi Listesi” Açıklandı

Türkiye, uluslararası inşaat pazarında salgın şokuyla 2020 yılında yaşanan %11,1'lik daralmaya rağmen dünya çapında ekonomi çevrelerince ilgiyle takip edilen “Dünyanın En Büyük 250 Uluslararası Müteahhidi” listesinde 34'ü TMB üyesi olmak üzere toplam 40 firma ile yer almayı başarmıştır.

Uluslararası inşaat sektörü dergisi ENR (Engineering News Record) tarafından açıklanan ve müteahhitlerin bir önceki yılda ülkeleri dışındaki faaliyetlerinden elde ettikleri gelirleri esas alarak yayımladığı listede Türkiye, firma sayısı ile üçüncü sırada yer almıştır. İlk iki sırada 78 firma ile Çin ve 41 firma ile ABD bulunmaktadır. Listede Türkiye firma sayısı ile on yılı aşkın süredir Çin'in ardından ikinciliği korumaktaydı. Uluslararası proje gelirlerine göre 2021 yılı listesinde ilk 100 firma arasına giren Türk müteahhitlerin sayısı 7 olmuştur. Bir Türk müteahhitlik firması ilk 30 uluslararası müteahhitlik firması arasında yer almıştır. Türk inşaat firmalarının elde ettikleri 18,3 milyar ABD Doları tutarında gelir ile ise Türkiye, küresel pazardan yüzde 4,4 pay alarak ülkeler sıralamasında sekizinci olmuştur. Türk firmaların faaliyetleri lider pazar Rusya'nın da dahil edilerek değerlendirildiği Avrupa (8 milyar ABD Doları) ve ardından Orta Doğu (5,9 milyar ABD Doları) bölgesinde yoğunlaşmıştır.

ENR, listenin yer aldığı “Toparlanmaya Giden Yolu Açmak” başlıklı bülteninde, listenin en tepesindeki firmaların bile zorluklarından kaçamadığı Covid-19 salgınının ortaya çıktığı 2020 yılında uluslararası inşaat pazarının bir önceki yılki 473,1 milyar ABD Doları seviyesinden 420,4 milyar ABD Doları'na gerilediğini kaydetmiştir. Pazarda yaşanan bu daralmanın listenin yayımlanmaya başladığı 2003 yılından bu yana yıllık bazda yaşananların en büyüğü olduğuna ayrıca dikkat çekilmiştir. Bültende, salgınla geçen 1,5 yılın ardından birçok uluslararası müteahhitlik firmasının operasyonlarını daha esnek hale getirecek adımlar attığı belirtilmiştir. Dünya ekonomisinde büyümeye dönüş beklentileri kapsamında küresel inşaat pazarında ortaya çıkacak fırsatlara da işaret edilirken, ekonomiler toparlanırken altyapı yatırımlarının pazarı destekleyebileceğine, ancak uluslararası müteahhitlerin bazıları için öngörülemez risklerin halen büyük engel oluşturduğuna dikkat çekilmiştir.

İlerleyen dönemde dünya ekonomisinde büyümeye dönüş çerçevesinde zor sürece rağmen yurtdışındaki olumlu imajı sayesinde Türk inşaat sektörünün hayata geçirilecek özellikle ABD, Rusya ve Avrupa'da bahsi geçen büyük altyapı projelerinde önemli rol oynayabileceği değerlendirilmektedir. Başta Sahra-altı Afrika ve Asya ülkelerinde olmak üzere gündemde olacak kalkınma planları çerçevesinde de Türk müteahhitlerin çetin koşullarda faaliyet gösterebilme kapasitesi öne çıkmaktadır.





## UFUK TURU

**Nouriel ROUBINI**, Eylül 2021, Project Syndicate

**Ekonomist**

Piyasa analistleri ve politika yapımcıların büyük bir çoğunluğu en pembe senaryoya inanıyor ancak ben aşırı ısınma senaryosunun daha belirgin hale gelmesinden korkuyorum. Bugünün gevşek parasal, mali ve kredi politikaları düşünüldüğünde, Delta varyantının ve ona bağlı tedarik darboğazlarının hafiflemesi ekonomiyi aşırı ısıtacak ve merkez bankalarını iki arada bir derede bırakacak. Borç kaparı ve hedeflerin üstünde seyreden enflasyonla çok büyük olasılıkla destekleri geri çekmek konusunda ağırdan alacak. Hisselerde yükseliş bir süre devam etse de enflasyon beklentilerindeki yükselişle birlikte tahvilde reel getiriler artarak hisselerde düzeltmeye neden olacak.

**Erinç YELDAN**, 13 Ekim 2021, erincyeldan.net

**Ekonomist**

Türkiye'de iklim krizi ile mücadelenin gelir kaybına neden olacağı ve kalkınma hedefleriyle çelişeceği kanısı yaygın. Oysaki orta-uzun zaman ufkunu kapsayan birçok çalışmamız Türkiye'nin yenilebilir enerji kaynaklarına ve tarım ile sanayide yeşil dönüşümü gerçekleştirmeye yönelik adımların, karbonun gerçek fiyatlaması ile birleştirilerek atılması durumunda milli gelirden yüzde 7'ye varan bir artış sağlayabileceğini ve bunun da ötesinde coğrafi anlamda bölgesel eşitsizliklerin azaltıldığı ve enerjide ulusal güvenliğin sağlandığı bir üretim deseni yaratılabileceğini öngörüyor.

**Servet YILDIRIM**, 28 Eylül 2021, Dünya Gazetesi

**Köşe Yazarı**

Türkiye ekonomisi faiz indiriminin kur artışına, kur artışının enflasyon yükselişine, enflasyon yükselişinin ise faiz artışına neden olduğu bir döngüye sıkışıp kalıyor. Bu nedenle Türkiye'nin önceliği acilen TL'de istikrarının sağlanmasıdır. Bu, fiyat istikrarının sağlanması için de elzemdir.

**Hakan KARA**, 25 Eylül 2021, Bloomberg Tv

**Ekonomist**

Enflasyonun genel anlamda kontrolden çıktığı, çıpanın kaybolduğu ve ikincil etkilerin başladığı bir ekonomide çekirdek enflasyondan, geçici-kalıcı etkilerden bahsetmek ne kadar faydalı tartışılır. Burada dikkat edilmesi gereken kısa vadeli enflasyonun yönüdür. Orada da görünüm pek iyi değil, önümüzdeki aylar için de yukarı yönlü ciddi riskler devam ediyor. Doğalgaz fiyatlarına artış geliyor ve bu elektrik fiyatlarına da yansiyabilir. Tütünde bekleyen zam gereksinimi, hizmet sektöründe Ekim'de sona erecek vergi indirimi söz konusu... Bu görünüm içinde Merkez Bankası'nın faiz indirmesi talihsiz bir durum olmuştur.

**Ege CANSEN**, 24 Eylül 2021, Bloomberg Tv

**Ekonomist**

Bu kararın (TCMB faiz indirimi) amacı TL'nin değerlendirilmesine izin verilmeyeceği sinyali vermektir. Bunun iç piyasayı canlandırmakla ilgisi yoktur. Döviz fiyatlarının artmasını TL faizini biraz indirmek etkiler. Dolayısıyla burada sinyal etkisi söz konusudur.

**Fatih ÖZATAY**, 23 Eylül 2021, yetkinreport.com  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Para politikasının olumlu yönde ekonomiye bir katkı vermesi için politika faizine doğru yönde yapılacak dokunuşlar bile artık hiç mi hiç yeterli değil. Birkaç nedenle... Birincisi, önemli ekonomik sorunlar var ve bunları sadece para politikası ile çözmek mümkün değil. Türkiye'ye ilişkin risk algılamasını kalıcı biçimde düşürecek bir program gerekiyor. İkincisi, TCMB bir enflasyonu ön plana çıkarıyor bir cari açığı. Bundan önceki iki PPK kararında da cari işlemlere özel bir ağırlık vermişti. Hangi makro değişkene odaklanıyorsa onu apaçık belirtmesi gerekiyor. Cari açığa cari açık, enflasyonsa enflasyon, her ikisiyse her ikisi; nedenlerini ikna edici bir biçimde açıklayan temel bir politika metnine ihtiyaç var. Bu çerçevede, hangi politika araçlarının kullanılacağı da metinde yer almalı. Bana sorarsanız cari işlemler dengesi üzerine bir hedef koymak doğru bir para politikası değil. Hedef yine enflasyon olmalı ama %5 hedefini daha gerçekçi hale getirmeli. Ama önemli olan benim ne düşündüğüm değil. Para politikasının hiç olmazsa içinde bulunduğu karmaşadan çıkması.

**Güven SAK**, 20 Eylül 2021, Dünya Gazetesi  
**Ekonomist ve Köşe Yazarı**

Bugünkü eşitsiz gelişme süreci virüsün yol açtığı hem arz hem de talep yönlü şoklardan kaynaklandı. Mesela uzaktan çalışmanın kolaylıkla mümkün olduğu alanlarda intibak hızla gerçekleşti. Bazı sektörlerde virüsü dikkate alan bir dizi yatırımla toparlanma süreci başladı. Bazı alanlarda ise toparlanma daha fazla zamana yayıldı. Şimdi virüs sonrası toparlanma için iklim değişikliği gündemine dayalı Yeşil Mutabakat politikalarından bahsediyoruz. Hem dijital hem de yeşil bir dönüşüm sürecinden bahsediyoruz. Kaynaklar bir sektörden diğerine doğru yeniden dağıtılacak. Bizi yine eşitsiz bir intibak süreci bekliyor. Adil geçiş talebi bu çerçevede, ekonominin şoklara karşı dayanıklılığı artırmaya öncelik vermeyi gerektirecek. Böyle bir ortamda ise, bugünkü genişletici para ve maliye politikalarını hızla terk etmenin kolay olmayacağı bir döneme gireceğiz bir nevi... Değişene nasıl intibak edeceğimizi ise bugünden kapsamlı bir biçimde düşünmek gerekiyor.

**Osman AROLAT**, 15 Eylül 2021, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Türkiye'nin yeni OVP'de öngörülen yüzde 5 büyümeyi sağlaması için her yıl toplam gelirin yüzde 20'sinin tasarrufa yönlendirilmesine ihtiyaç var. Bunun sağlanamaması halinde geçmiş dönemlerde olduğu gibi geriye dış borçlanma ya da kısa vadeli fon hareketleri kalıyor. Dış borç ve kısa vadeli sermaye girişi dış borcun artmasına, cari dengenin bozulmasına neden oluyor. Buna karşılık bu kaynak yabancı sermaye girişi olarak geldiğinde, yatırımları geliştirirken, cari açığı artırmıyor, dış borcu yükseltmiyor... Bilmeliyiz ki ne kamudan tasarruf yaparak, ne de yurtiçi tasarruf oranını yeterli düzeye getirmemiz kısa vadede sürdürülebilir büyüme için mümkün değil. Dünyadaki yatırım furçasını ülkemize doğrudan çekecek, "saydam ve hesap verilebilirliğin" esas olduğu yeni bir "hikâye" ye ihtiyacımız olduğu açık. Bu hikâyenin özü bir ekonomik reform programı. Yeni OVP'de ne yazık ki göremediğimiz bu çok yönlü ekonomi reform programının gerekleri, aslında yaklaşık 4 yıldır hazır ama uygulanmayı bekliyor, olay bu...



**Selva DEMİRALP**, 9 Eylül 2021, Btc Türk Röportajı  
**Ekonomist**

Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının faiz artış süreciyle ilgili olarak örneğin Meksika'nın geride kalmasının para birimi açısından çok da büyük bir endişe yaratmadığı, çünkü ülke ekonomisine güvenin söz konusu olduğu belirtiliyor. Biz ise dönüp dolaşıp "Türkiye'de Merkez Bankası faizleri artırsın ya da düşürmesin, aksi takdirde ekonomiden çok ciddi dolar çıkışı yaşanarak bu da kur üzerindeki riskleri artırabilir" diyoruz. Bunu söylüyoruz, çünkü mevcut hikâyede parayı koruyabilecek fazla şey kalmamış durumda... İdeal olanı; faizi artırmaya gerek kalmadan da sizin kurumsal güven sağlayarak yabancı parayı ülkenize çekebilmeniz, bir hikâye sunup ona güven sağlayabilmeniz... Biz de hikâye sürekli erozyona uğruyor.

**Mahfi EĞİLMEZ**, 2 Eylül 2021, mahfiegilmez.com  
**Ekonomist**

Türkiye, iyi bir geri dönüşle 2020 yılının ikinci çeyreğinde karşılaştığı kaybı bu yılın ikinci çeyreğinde fazlasıyla geri almıştır. Buna karşılık bu toparlanmada baz etkisinin büyük rolü olduğu ve diğer ekonomilerin de yaşadıkları küçülmeyi aynı yolla telafi ettikleri bir gerçektir. Bununla birlikte Türkiye için asıl olan yüzde 5 dolayında bir büyüme oranını sürdürülebilir kılmak ve ondan da önemlisi ekonomik büyümeyi demokrasiyi geliştirmek, hukukun üstünlüğünü geçerli kılabilmek ve çok daha iyi ve kaliteli bir eğitimi sağlamak gibi gelişme parametreleriyle destekleyebilmektir. Büyüyen ama gelişemeyen bir ekonomi er ya da geç kazanımlarını yitirmek gerçeğiyle karşılaşır.

**Alaattin AKTAŞ**, 15 Eylül 2021, Dünya Gazetesi  
**Köşe Yazarı**

Yılın ilk sekiz ayındaki ilk el toplam satış ve ilk el ipotekli satış şimdiye kadarki en düşük düzeyde gerçekleşti. Bunda en büyük etken hem kredi faizinin yüksekliği, hem alım gücünün düşmesi. Konut maliyetlerini daha da yukarı itecek ve satışların daha da hız kesmesine yol açacak etkenler var. Konut fiyatları son bir yılda yüzde 30 dolayında arttı ama inşaat maliyetlerindeki artış yüzde 45'i buldu. Bu maliyet konut fiyatlarına yansıdığına ne olacak?

Birlik Mahallesi, Doğukent Bulvarı, 447. Sokak 4, 06610, Çankaya-ANKARA • Tel: (312) 440 81 22 • Faks: (312) 440 02 53

@ tmb@tmb.org.tr

www.tmb.org.tr

/company/tmborgtr

/TMB\_TCA

/TMB\_TCA