



Ağustos 2019

İktisadi Araştırmalar Bölümü

İzlem Erdem
Başekonomist
izlem.erdem@isbank.com.tr

Alper Gürler
Birim Müdürü
alper.gurler@isbank.com.tr

H. Erhan Gül
Müdür Yardımcısı
erhan.gul@isbank.com.tr

İlker Şahin
Uzman
ilker.sahin@isbank.com.tr

Gamze Can
Uzman
gamze.can@isbank.com.tr

Ayşim Kalkan
Uzman Yardımcısı
aysim.kalkan@isbank.com.tr

Küresel Ekonomi

İki ülke arasındaki müzakerelerin yeniden başlamasına rağmen ABD-Çin ticaret savaşına ilişkin endişeler artıyor. ABD yönetimi, 1 Eylül'den itibaren Çin'den ithal edilen 300 milyar USD'lik ürüne %10 oranında ek gümrük vergisi uygulanacağını duyurdu.

Temmuz ayı toplantısında öngörülere paralel olarak politika faizini 25 baz puan indiren Fed, bilanço küçültmeye son verdiğini açıkladı. Toplantı sonrası konuşan Fed Başkanı Powell, yapılan indirimin faiz oranlarında uzun süreli bir indirim sürecinin başladığı anlamına gelmediğini söyledi.

ECB, Temmuz ayı toplantısında faiz oranlarını değiştirmemesine karşın, izleyen dönemde genişlemeci adımların atılacağı sinyalinin verdi.

İngiltere'de Boris Johnson'ın Başbakanlık görevine başlamasıyla birlikte anlaşmasız Brexit ihtimali güçlendi.

Ticaret savaşlarından olumsuz etkilenen Asya ülkeleri başta olmak üzere gelişmekte olan ülke merkez bankaları da faiz oranlarını indirerek ekonomik aktiviteye destek oluyor.

Çin ekonomisindeki yavaşlama eğilimi yılın ikinci çeyreğinde belirgin hale geldi. Ülke ekonomisi bu dönemde %6,2 ile 27 yıldan uzun sürenin en yavaş büyümesini kaydetti.

Uluslararası Para Fonu küresel büyüme beklentilerini 2019 ve 2020 için aşağı yönlü revize etti. Gelişmekte olan ülkelere ilişkin büyüme beklentilerini önemli ölçüde düşüren Kuruluş, küresel ticaret hacmi için yaptığı artış hızı tahminini bu yıl için 0,9 puan indirdi.

Ticaret savaşında tansiyonun yükselmesi talep kaynaklı endişeleri tetikleyerek petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı yaratıyor. Güvenli liman alımlarından ve parasal genişleme beklentilerinden destek bulan altın fiyatları ay ortasında 6 yılın zirvesine yükseldikten sonra doların değer kazanmasıyla bir miktar geriledi.

Türkiye Ekonomisi

Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı Nisan'da %13,8 ile son 10 yılın en yüksek düzeyine çıkarken, genç nüfusta işsizlik oranı %25,5 seviyesinde gerçekleşti.

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi Mayıs'ta bir önceki yılın aynı ayına göre %1,3 düşüş kaydetti. Öte yandan, mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksinin aylık bazda yükselmesi ekonomik aktivitenin ikinci çeyrekte ilk çeyreğe kıyasla daha olumlu bir görünüm sergilediğine ilişkin görüşleri destekledi.

Temmuz ayında 46,7 düzeyinde gerçekleşen imalat PMI (satın alma yöneticileri endeksi) sektördeki yavaşlamanın sürdürüğüne işaret etti.

Dış ticaret açığındaki daralma eğilimi Haziran ayında da devam etti. İhracat hacmi bu dönemde bayram tatili nedeniyle işgünü sayısındaki azalmaya da bağlı olarak yıllık bazda %14,3 daralırken, ithalat hacmi %22,7 geriledi. Böylece, dış ticaret açığı geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %42,5 azaldı.

Ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi Mayıs ayında da sürdü. Geçtiğimiz yılın Mayıs ayında 6,2 milyar USD açık veren cari işlemler dengesi bu yılın aynı ayında 151 milyon USD fazla verdi.

Merkezi yönetim bütçe açığı Haziran ayında 12,1 milyar TL oldu. Yılın ilk yarısında ise bütçe açığı 78,6 milyar TL ile tarihi yüksek düzeyde gerçekleşti.

Temmuz'da TÜFE aylık bazda %1,36 oranında artış kaydetti. Yıllık TÜFE enflasyonu aynı dönemde %16,65 düzeyinde gerçekleşti. 25 Temmuz'da gerçekleştirdiği toplantısında TCMB, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %24'ten %19,75'e indirdi. TCMB, 31 Temmuz'da yayımladığı Enflasyon Raporunda, yılsonu enflasyon tahminini %13,9'a düşürdü. 2020 enflasyon tahminini ise %8,2 olarak korudu.

Fitch, Türkiye'nin kredi notunu BB- seviyesine indirdi.

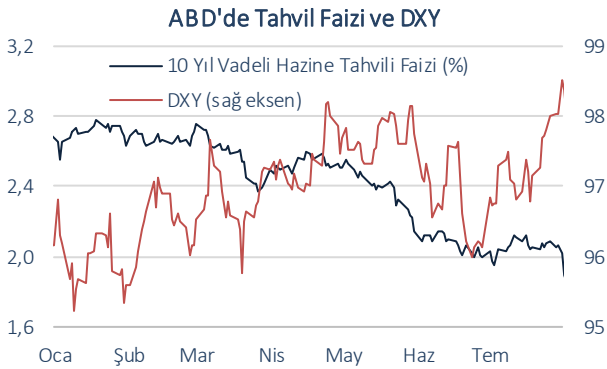
Küresel Ekonomi	2
Türkiye Ekonomisi	
Makro Göstergeler.....	4
Finansal Piyasalar	6
Bankacılık Sektörü.....	7
Genel Değerlendirme	8
Grafikler.....	9
Özet Tablolar.....	11

Ticaret savaşında gerilim yeniden artıyor.

ABD ve Çin devlet başkanları, Haziran sonunda G20 zirvesinde yaptıkları toplantıda ticaret müzakerelerine tekrar başlamaya karar vermişti. Bu çerçevede, ABD'li ve Çinli yetkililer Temmuz ayında yeniden bir araya geldi. Görüşmeler öncesinde etkili olan olumlu hava görüşmelerin başlaması ve tarafların yaptığı açıklamalarla yerini karamsarlığa bıraktı. Çin'in büyük miktarda tarım ürünü alma yönündeki taahhüdünü yerine getirmediğini ifade eden ABD Başkanı Donald Trump 1 Eylül 2019 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Çin'den ithal edilen 300 milyar USD'lik ürüne %10 oranında ek gümrük vergisi uygulanacağını duyurdu. Ek tarife daha önce %25 oranında vergilendirilen 250 milyar USD tutarındaki ürünü kapsamıyor. Çinli yetkililer ABD'nin bu hamlesine karşılık verileceğini belirtiyor.

Fed politika faizini 25 baz puan indirdi.

ABD Merkez Bankası (Fed) 31 Temmuz'da sona eren toplantısında politika faizini öngörüler paralelinde 25 baz puan indirerek %2,00-2,25 bandına çekti. Fed ayrıca, daha önce Eylül ayında son vereceğini açıkladığı bilanço küçültme operasyonlarını da Ağustos ayı itibarıyla sonlandırma kararı aldı. Fed Başkanı Powell, faiz indirim kararına gerekçe olarak küresel ekonominin ivme kaybettiğine yönelik sinyalleri ve ticaret gerilimini gösterirken, Fed'in düşük seyreden enflasyonu yükseltme isteğini de vurguladı. Powell, yapılan faiz indiriminin uzun süreli bir faiz indirim sürecine girildiği anlamına gelmediğini ifade etti. Powell'ın yaptığı açıklamalar piyasa beklentilerini karşılamazken, ABD doları Temmuz ayını hızlı değer kazancıyla tamamladı.

**ABD'de büyüme ikinci çeyrekte ivme kaybetti.**

ABD ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde yıllıklandırılmış bazda bir önceki çeyreğe göre %2,1 oranında büyüdü. GSYH verisi beklentilerin üzerinde gerçekleşse de ABD ekonomisinin ikinci çeyrekte ivme kaybettiğini teyit etti. Ayrıca, söz konusu veri ABD'de 2017 yılının ilk çeyreğinden bu yana kaydedilen en düşük büyüme oranı olarak kayda geçti. Bu dönemde büyümeyi yukarı çeken yegane bileşen tüketim harcamaları oldu. Özel tüketim harcamaları büyümeye 2,85 yüzde puan katkıda bulunurken, kamu harcamalarından gelen katkı 0,85 yüzde puan oldu.

ABD'de istihdam piyasası gücünü koruyor.

ABD'de tarımdışı istihdam Temmuz ayında 164 bin kişi artış kaydetti. Bu dönemde işsizlik oranı da %3,7 ile düşük kalmaya devam etti. İstihdam piyasasının güçlü görünümüne paralel olarak tüketici güveni Temmuz'da hızlı biçimde yükselerek bu yılın zirvesine çıktı. Öte yandan, bir yıldır ivme kaybeden ISM imalat endeksi Temmuz ayında 51,2'ye gerileyerek Ağustos 2016'dan bu yana en zayıf performansını kaydetti.

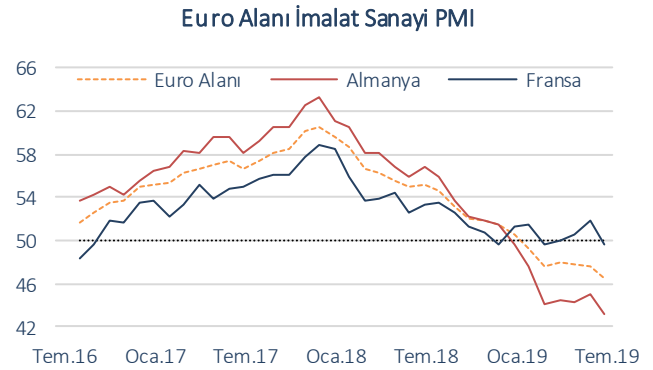
ECB para politikasında gevşeme sinyali verdi.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) 25 Temmuz'daki toplantısında politika faizinde değişikliğe gitmezken, önümüzdeki dönemde para politikasının gevşetileceğinin sinyalini verdi. Faiz oranlarının en azından 2020 yılının ilk yarısının sonuna kadar mevcut ya da daha düşük seviyede olacağını kaydedilmesi ve %2'lik enflasyon hedefinin politika metninden çıkarılması faiz indirim beklentilerinin güçlenmesine neden oldu. Yapılan yazılı açıklamada, ilgili birimlerden para politikasının daha da gevşetilmesi için seçenekler hazırlamalarının talep edildiğinin yer alması mevcut para politikasının faiz indirimlerinin yanı sıra varlık alım programı gibi diğer genişleyici önlemlerle desteklenebileceği şeklinde yorumlandı.

Euro Alanı ekonomisinde zayıf görünüm...

Euro Alanı'nda ivme kaybı yılın ikinci çeyreğinde belirginleşti. Bölge ekonomisinde ilk çeyrekte çeyreklik bazda %0,4 olan büyüme oranı ikinci çeyrekte %0,2'ye geriledi. Bölgede çekirdek enflasyonun da yıllık bazda %0,9'a gerileyerek ECB hedefinden uzaklaşması dikkat çekti.

Euro Alanı ekonomisine ilişkin veriler zayıf bir tablo çiziyor. İmalat PMI Temmuz ayında 46,5 düzeyine gerileyerek sektördeki daralmanın altıncı ayına taşındığına işaret etti. Bölgenin lokomotifini konumundaki Almanya'da imalat PMI verisi hızlı düşüşünü sürdürerek 43,2 düzeyine indi.



BoE büyüme beklentilerini revize etti.

İngiltere Merkez Bankası (BoE) 1 Ağustos'taki toplantısında para politikasında değişiklik yapmadı. Anlaşmasız Brexit endişelerine ve küresel ekonomideki yavaşlamaya dikkat çeken BoE, diğer merkez bankalarının aksine para politikasında gevşemeye gidebileceğine ilişkin sinyal vermekten kaçındı. Öte yandan BoE, Brexit'le ilgili artan belirsizliğin yatırımları aşağı çektiği ve küresel ticaretteki zayıflamanın İngiltere ekonomisine olumsuz yansıdığı değerlendirilmesinde bulundu. Bu çerçevede, 2019 ve 2020 yılına ilişkin büyüme beklentileri sırasıyla 0,2 ve 0,3 puan aşağı yönlü revize edilerek her iki yıl için de %1,3 düzeyinde açıklandı.

Anlaşmasız Brexit ihtimali güçleniyor.

İngiltere'de iktidardaki Muhafazakâr Parti'nin yeni başkanı olarak seçilerek başbakanlık koltuğuna oturan Boris Johnson, Brexit sürecinin 31 Ekim'de tamamlanacağını söyledi. Johnson'un Brexit anlaşmasını revize etmek isteyeceği, ancak bunun kabul görmemesi halinde AB'den anlaşma olmadan ayrılmayı tercih edebileceği görüşlerinin güç kazanmasıyla sterlin Mart 2017'den bu yana en düşük düzeyine geriledi. Anlaşmasız Brexit'in gerçekleşmesi durumunda ekonomik aktivitenin oldukça olumsuz etkileneceği, BoE'nin faizleri indirmek zorunda kalabileceği değerlendirmelerinin öne çıkması da sterlin üzerindeki baskıyı artırıyor.

BoJ para politikasında değişikliğe gitmedi.

Japonya Merkez Bankası (BoJ) 30 Temmuz'da sona eren toplantısında para politikasında bir değişikliğe gitmeyerek politika faizini -%0,1 seviyesinde, 10 yıllık tahvil faizi hedefini %0'da tuttu. BoJ ekonominin %2 enflasyon hedefine ulaşmakta güçlük çekmesi halinde para politikasını gevşetmekte tereddüt etmeyeceğini belirtti. Öte yandan, enflasyonda %2 seviyesinin henüz görünürde olmadığı ifade edilirken, çekirdek enflasyonun Mart 2022'de sona erecek mali yıl için %1,6 seviyesinde gerçekleşebileceği öngörülüyor. BoJ, bu mali yıl için enflasyon tahminini de %1,1'den %1'e çekti.

Çin ekonomisinde ivme kaybı sürüyor.

Çin ekonomisi 2019 yılının ikinci çeyreğinde yıllık bazda %6,2 oranında büyüdü. Bu oran mevcut büyüme verisinin açıklanmaya başladığı tarih olan 1992 yılından bu yana kaydedilen en düşük büyüme oranı olarak kayda geçti. Ülkede Temmuz ayında imalat PMI 49,9 seviyesinde gerçekleşerek ekonomik aktivitedeki zayıflığın yılın üçüncü çeyreğinde de sürdüğüne işaret etti.

Gelişmekte olan ülkelerde de faiz indirimleri gündemde...

Gelişmiş ülke merkez bankalarının yanı sıra gelişmekte olan ülkelerde de para politikasında gevşeme adımları atılıyor. Bu gelişmede, ticaret savaşlarının başta Asya ekonomileri olmak üzere gelişmekte olan ekonomilere olumsuz etkisi önemli rol oynuyor. Bu çerçevede, Türkiye'nin yanı sıra Brezilya, Güney Kore, Endonezya,

Güney Afrika, Ukrayna ve Rusya merkez bankaları Temmuz ayı içinde faiz indirim kararı aldı.

IMF küresel büyüme tahminlerini düşürdü.

Uluslararası Para Fonu (IMF) Küresel Ekonomik Görünüm raporunun Temmuz ayı güncellemesinde 2019 ve 2020 yılları için küresel büyüme tahminini 0,1'er puan düşürerek sırasıyla %3,2 ve %3,5 seviyesine indirdi. Söz konusu yıllara ilişkin gelişmekte olan ekonomilerin büyüme öngörülerinde de sırasıyla 0,3 ve 0,1 puan aşağı yönlü güncelleme yapan IMF, 2019 yılı için küresel ticaret hacmine ilişkin artış tahminini 0,9 puan indirdi. Raporda ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşının küresel ekonomi üzerindeki olumsuz etkisinin artacağına dikkat çeken Kuruluş, anlaşmasız Brexit olasılığının küresel büyümeyi ve yatırımları yavaşlatma riski taşıdığını belirtti.

IMF Tahminleri

	Temmuz ayı Tahminleri (%)		Değişim* (% puan)	
	2019	2020	2019	2020
Büyüme				
Dünya	3,2	3,5	-0,1	-0,1
GE	1,9	1,7	0,1	0,0
ABD	2,6	1,9	0,3	0,0
Euro Alanı	1,3	1,6	0,0	0,1
İngiltere	1,3	1,4	0,1	0,0
Japonya	0,9	0,4	-0,1	-0,1
GOE	4,1	4,7	-0,3	-0,1
Rusya	1,2	1,9	-0,4	0,2
Çin	6,2	6,0	-0,1	-0,1
Brezilya	0,8	2,4	-1,3	-0,1
Enflasyon				
GE	1,6	2,0	0,0	-0,1
GOE	4,8	4,7	-0,1	0,0
Dünya Ticaret Artışı	2,5	3,7	-0,9	-0,2

(*) Nisan ayı tahminlerinden farkı

(GE) Gelişmiş ekonomiler
(GOE) Gelişmekte olan ekonomiler

Altın fiyatları Temmuz ayı içinde 6 yılın zirvesini gördü.

Ekonomik aktivitenin küresel ölçekte ivme kaybetmesinin talep kaynaklı endişeleri artırmasıyla petrol fiyatları Temmuz ayında aşağı yönlü baskı altında kaldı. Temmuz ayının son haftasında ABD ile Çin arasında yeniden başlayan ticaret müzakerelerinde ilerleme sağlanamaması da bu durumu destekledi. Öte yandan, İran kaynaklı jeopolitik risklerin artması petrol fiyatlarındaki düşüşü sınırlandıran bir faktör oldu. Temmuz ayında %5,2 gerileyen Brent türü ham petrolün varil fiyatı ayı 63,8 USD düzeyinden tamamladı.

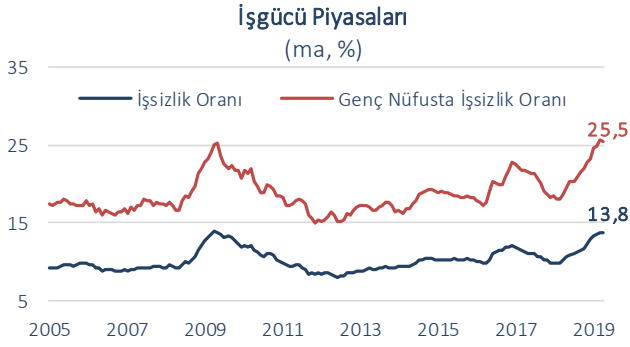
Altın fiyatları ise güvenli liman alımlarından ve parasal gevşeme beklentilerinden destek bularak ay ortasında 6 yılı aşkın sürenin zirvesine yükseldi. İzleyen günlerde dolardaki yükselişin baskı altına aldığı altın fiyatları Temmuz ayını 1.414 USD/ons düzeyinden tamamladı.

Kaynak: Datastream

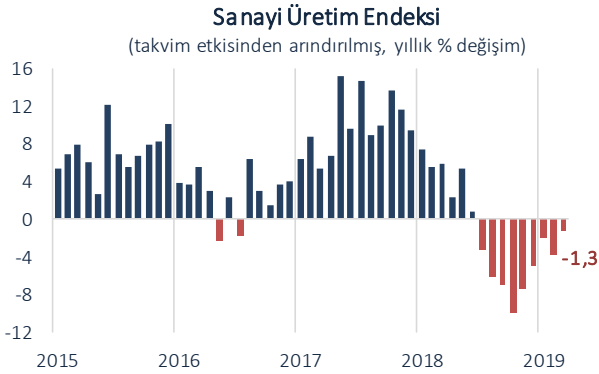
Türkiye Ekonomisi - Makro Göstergeler

Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı son 10 yılın en yüksek düzeyinde...

İşsizlik oranı Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına kıyasla 3,4 puan artarak %13 düzeyinde gerçekleşti. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı bu dönemde %13,8 ile son 10 yılın en yüksek düzeyine çıkarken, genç nüfusta işsizlik oranı %25,5 seviyesinde gerçekleşti. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre istihdam edilen kişi sayısı aylık bazda tarım, inşaat ve hizmetler sektörlerinde azalırken, sanayi sektöründe arttı.

**Sanayi üretimi beklentilerden olumlu...**

Takvim etkisinden arındırılmış verilere göre Mayıs ayında yıllık bazda %1,3 oranında düşüş kaydeden sanayi üretimi beklentilerden olumlu bir görünüm sergiledi. Bu dönemde, imalat sanayi ile madencilik ve taşocakçılığı alt endeksleri gerilerken, elektrik, gaz ve buhar sanayiinde üretim artış kaydetti. Böylece, yılın ilk çeyreğinde endekste kaydedilen %4,7'lik yıllık düşüş, Nisan-Mayıs döneminde %2,6 düzeyine indi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre sanayi üretim endeksinin Mayıs'ta aylık bazda %1,3 oranında yükselmesi de ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın ikinci çeyrekte ilk çeyreğe kıyasla ivme kaybettiğine ilişkin görüşleri destekledi.

**İmalat sanayi PMI Temmuz'da 46,7 düzeyine geriledi.**

Haziran ayında 47,9 seviyesinde gerçekleşen imalat PMI Temmuz'da 46,7 düzeyine gerileyerek sektördeki yavaşlamanın 16 aydır sürdüğüne işaret etti. Bu dönemde iç pazar koşullarının etkisiyle toplam yeni siparişler gerilemesini sürdürürken, yeni ihracat siparişleri bir

önceki aya kıyasla yatay seyretti. Girdi maliyetleri ve nihai ürün fiyatlarındaki artış ise bir miktar hız kesti.

Perakende satış hacmi Mayıs'ta da geriledi.

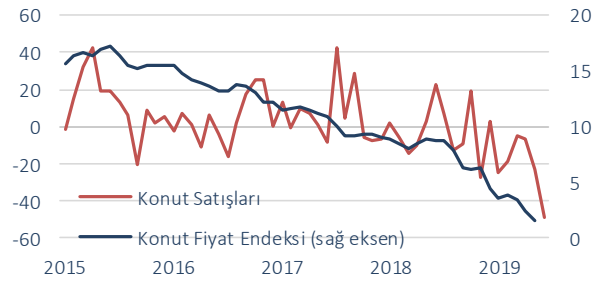
Ekonomik aktivitedeki zayıf seyre bağlı olarak perakende satış hacmindeki olumsuz tablo devam ediyor. Takvim etkilerinden arındırılmış sabit fiyatlarla perakende satış hacmi Mayıs'ta bir önceki yılın aynı ayına göre %3,7 azalarak düşüşünü dokuzuncu aya taşıdı. Bu dönemde gıda, içecek ve tütün satışları %3, otomotiv yakıtı hariç olmak üzere gıda dışı satışlar %2,3, otomotiv yakıtı satışları da %7,8 azaldı.

Reel kesim güveni Temmuz'da geriledi.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, reel kesim güven endeksi Temmuz ayında bir önceki aya göre 3 puan düşüşle 96,6 seviyesine geriledi. Aynı dönemde mevsim etkilerinden arındırılmış kapasite kullanım oranı da aylık bazda 0,7 puan azalarak %75,9 düzeyine indi. Tüketici güven endeksi de Temmuz ayında bir önceki aya göre 1,1 puan azalarak 56,5 seviyesine geriledi.

Konut satışlarındaki düşüş eğilimi devam ediyor.

Konut piyasasındaki olumsuz görünüm sürüyor. Yurt genelinde konut satışları Haziran'da bir önceki yılın aynı ayına göre %48,6 oranında geriledi. Bu dönemde ipotekli konut satışları %84,6 azalırken, diğer satışlar %24,7 düştü. Ülke genelinde ilk defa satılan konut sayısı yıllık bazda %59,2 düşüşle 23.265 adet olurken, ikinci el konut satışları %38,9 azalarak 38.090 adete indi. Diğer taraftan, yabancıların konut talebindeki güçlü seyrin bu dönemde de sürdüğü gözlemlendi.

Yurt İçi Konut Satışları ve Konut Fiyat Endeksi
(yıllık % değişim)

Konut talebinde gözlenen sert düşüş fiyatlara da yansıyor. TCMB tarafından kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimlerini izlemek amacıyla hesaplanan Konut Fiyat Endeksi Mayıs ayında bir önceki aya göre %0,5 oranında artış kaydetti. Yıllık bazda endeksin %1,6 oranında yükselmesiyle aynı dönemde reel bazda fiyatlar %14,4 oranında düşüş kaydetti.

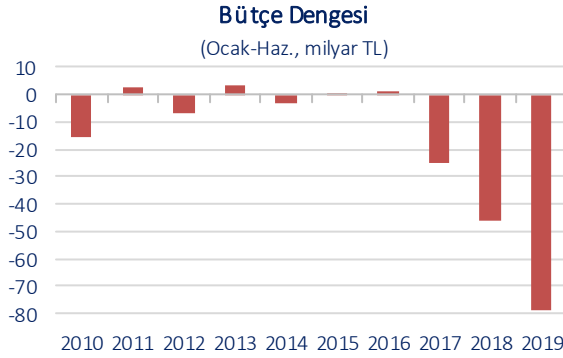
Yılın ilk yarısında bütçe açığı tarihi yüksek düzeyde..

Merkezi yönetim [bütçe açığı](#) Haziran'da 12,05 milyar TL oldu. Bütçe, geçtiğimiz yılın aynı ayında 25,6 milyar TL açık vermişti. Bu dönemde bütçe gelirleri %7,6 ile sınırlı düzeyde artış kaydederek 55,5 milyar TL olurken, bütçe

Türkiye Ekonomisi - Makro Göstergeler

harcamaları %12,5 düşüşle 67,5 milyar TL oldu. 2018'in Haziran ayında 23,2 milyar TL düzeyinde olan faiz dışı açık bu yılın aynı ayında 7,7 milyar TL oldu.

Yılın ilk yarısında ise bütçe gelirlerinin nispeten zayıf performansı merkezi yönetim bütçe açığının yıllık bazda %70,5 yükselmesine neden oldu. Böylece 6 aylık bütçe açığı 78,6 milyar TL ile tarihi yüksek düzeyde gerçekleşti. Faiz dışı açık da bu dönemde %126,6 artışla 27,8 milyar TL oldu.



Haziran'da dış ticaret açığı 3,2 milyar USD oldu.

Haziran ayında ihracat hacmi Ocak 2016'dan bu yana en hızlı gerileyişini kaydederek yıllık bazda %14,3 oranında daraldı. Aynı dönemde ithalat hacmi de %22,7 düşüşle 14,3 milyar USD'ye indi. Söz konusu düşüşlerde 9 günlük bayram tatilinin etkili olduğu görüldü. Böylece, dış ticaret açığı geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %42,5 azalarak 3,2 milyar USD seviyesinde gerçekleşti. Geçtiğimiz yılın Haziran ayında %70,1 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı bu dönemde %77,7'ye yükseldi.

(milyar USD)	Haziran		Değişim (%)
	2018	2019	
İhracat	12,9	11,1	-14,3
İthalat	18,4	14,3	-22,7
Dış Ticaret Dengesi	-5,5	-3,2	-42,5
Karşılama Oranı (%)	70,1	77,7	-

12 aylık kümülatif verilere göre ihracat hacmi Haziran ayında %4,8 artışla 169,5 milyar USD'ye ulaşırken, ithalat hacmi %20 gerileyerek 198,7 milyar USD seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde, ihracatın ithalatı karşılama oranı %85,3 ile tarihi yüksek düzeye çıktı.

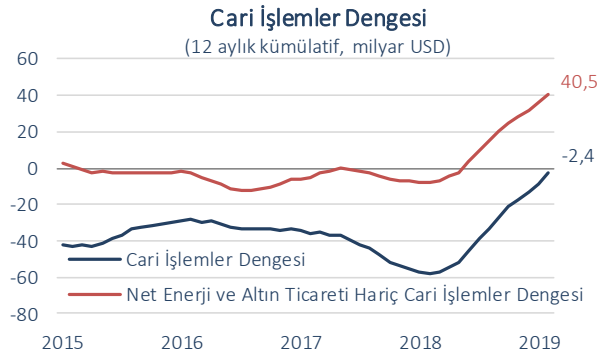
Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici verilere göre Temmuz ayında ihracat yıllık bazda %8,3 artarken, ithalat %8 oranında geriledi. Böylece dış ticaret açığı yıllık bazda %46,5 daraldı.

Mayıs'ta cari denge 151 milyon USD fazla verdi.

Ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın cari denge üzerindeki etkisi Mayıs ayında da sürdü. Geçtiğimiz yılın Mayıs ayında 6,2 milyar USD açık veren cari işlemler dengesi bu yılın aynı ayında 151 milyon USD fazla verdi. Söz konusu gelişimde dış ticaret dengesinin seyri ve

turizm gelirlerindeki artış belirleyici oldu. Ödemeler dengesi tanımlı verilere göre dış ticaret açığı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %89,2 oranında azalarak 706 milyon USD olurken, net seyahat gelirleri yıllık bazda %16,2 artış kaydederek cari dengeye 1,8 milyar USD'lik katkı sağladı.

Mayıs ayında da gerilemeyi sürdüren 12 aylık kümülatif cari açık 2,4 milyar USD ile Şubat 2003'ten bu yana en düşük seviyesine indi. Net enerji ve altın ithalatı hariç 12 aylık cari fazla da 40,5 milyar USD'ye ulaşarak tarihi yüksek düzeye çıktı.



Temmuz'da TÜFE aylık bazda %1,36 arttı.

Temmuz'da TÜFE aylık bazda %1,36 oranında artış kaydetti. Reuters anketine göre TÜFE'deki aylık artışın %1,6 olması bekleniyordu. Yurt içi ÜFE (Yİ-ÜFE) ise bu dönemde %0,99 oranında geriledi.

Temmuz (değişim %)	TÜFE		Yurt İçi ÜFE	
	2018	2019	2018	2019
Aylık	0,55	1,36	1,77	-0,99
Yılsonuna Göre	9,77	6,44	17,56	7,02
Yıllık	15,85	16,65	25,00	21,66
Yıllık Ortalama	12,00	19,91	17,41	32,34

Haziran ayında %15,72 ile bir yılın en düşük seviyesine inen yıllık TÜFE enflasyonu Temmuz'da hafif yükselerek %16,65 düzeyinde gerçekleşti. Yİ-ÜFE enflasyonu ise %21,66 ile Mayıs 2018'den bu yana en düşük düzeye geriledi.

Temmuz ayında giyim ve ayakkabı ile gıda dışında tüm ana harcama gruplarında fiyatların yükseldiği izlendi. Aylık bazda en hızlı fiyat artışları ulaştırma (%4,5) ve ev eşyası grubunda (%4,2) gerçekleşti. Söz konusu gelişimde vergi indirimlerinin sona ermesi etkili oldu. Ayrıca, elektrik fiyatlarındaki artışın etkisiyle konut grubu tüketici enflasyonunu 44 baz puan yukarı çekti. Diğer taraftan, taze meyve ve sebze fiyatlarında görülen düşüşün etkisiyle gerileyen gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları aylık enflasyonu 27 baz puan düşürücü yönde etkiledi. Aylık bazda %3,2 gerileyen giyim ve ayakkabı fiyatları da enflasyonu 21 baz puan sınırlandırdı.

	28.Haz	31.Tem	Değişim
5-Y CDS Primi (baz puan)	397	360	-37 bp ▼
2-Y Gösterge Tahvil Faizi	%19,68	%15,98	-370 bp ▼
BIST-100	96.485	102.082	%5,8 ▲
USD/TL	5,7873	5,5854	-%3,5 ▼
EUR/TL	6,5857	6,1806	-%6,2 ▼
Döviz Sepeti*	6,1865	5,8830	-%4,9 ▼

(*) (0,5 USD/TL + 0,5 EUR/TL)

TCMB politika faizini 425 baz puan indirdi.

TCMB, 25 Temmuz'da gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu Toplantısında politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %24'ten %19,75'e indirdi. Toplantı sonrasında yayımlanan metinde, son dönemde iktisadi faaliyetin ılımlı bir toparlanma sergilediği belirtilirken, enflasyondaki düşüş eğilimi ve finansal koşullardaki kısmi iyileşmeyle birlikte ekonomideki kademeli toparlanmanın önümüzdeki dönemde devam edeceği ifade edildi.

TCMB yılın üçüncü enflasyon raporunu yayımladı.

TCMB, 31 Temmuz'da yayımladığı 2019'un üçüncü Enflasyon Raporunda, yılsonu enflasyon tahminini Nisan ayındaki tahmine kıyasla 0,7 puanlık düşüşle %13,9'a indirdi. 2020 enflasyon tahminini ise %8,2 olarak korudu. Nisan Enflasyon Raporu'nda 2019 yılsonu için %16 olan gıda enflasyonu tahmini bu raporda %15'e çekildi. Petrol fiyatları tahmini ise 2019 yılı için ortalama 67,2 USD'den 65 USD'ye, 2020 yılı için ortalama 66,2 USD'den 62,6 USD'ye revize edildi. Raporun tanıtım toplantısında konuşan yeni TCMB Başkanı Murat Uysal faiz indirimi konusunda kayda değer manevra alanı olduğunu ifade ederken, para politikasındaki hareket alanının belirlenmesinde enflasyonun ana eğilimini ve makul bir reel getiri oranını gözettiklerini kaydetti.

Fitch, Türkiye'nin kredi notunu indirdi.

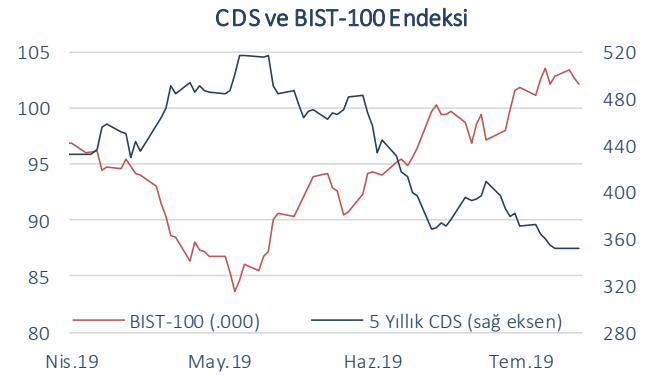
Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, TCMB Başkanı Murat Çetinkaya'nın görevden alınmasını gerekçe göstererek Türkiye'nin kredi notunu bir kademe düşürdü. Kredi notunu BB- olarak belirleyen Kuruluş kredi notu görünümünü de negatifte tuttu. Çetinkaya'nın görevden alınmasının halihazırda zayıf olan iç piyasa güvenine zarar verme riski taşıdığına dikkat çeken Kuruluş, yapısal reformlar ve kamu finansmanı yönetimine ilişkin belirsizliklerin de arttığını vurguladı.

Yurt içi piyasalar...

Gelişmekte olan ülkelere yönelik artan risk iştahı, TCMB'nin güçlü faiz indirimine gideceği beklentisi ve faiz kararının ardından önümüzdeki dönemde de faiz indirimlerinin kademeli olarak devam edeceği öngörüsü Temmuz ayında yurt içi piyasaları destekledi. Diğer taraftan; ABD ile ilişkilerin geleceğine dair belirsizlikler, TCMB Başkanı Murat Çetinkaya'nın görevden alınması,

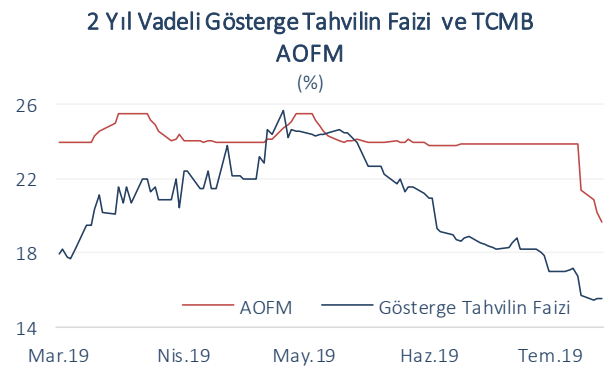
Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu indirmesi ve AB'nin Türkiye'ye yönelik yaptırımları gündemine alması piyasalardaki olumlu havayı sınırlandırdı. Bu gelişmeler çerçevesinde Temmuz ayında dalgalı bir seyir izleyen Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi Haziran sonuna göre 37 baz puan düşüş kaydederek 31 Temmuz'da 360 oldu.

Genel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının Temmuz ayında iyileşmesi hisse senedi piyasasında alışları da beraberinde getirdi. TCMB'nin politika faizini düşürmesinden de destek bulan BIST-100 endeksi 25 Temmuz'da gün içinde 104 bin seviyesini aşarak yaklaşık 4 ayın en yüksek düzeyine çıktı. Endeks Temmuz ayını %5,8 yükselerek 102.082 düzeyinden tamamladı.



Temmuz'da dalgalı bir seyir izleyen USD/TL aylık bazda %3,5 oranda düşüş kaydederek 5,5854 düzeyinde gerçekleşti. EUR/TL de aynı dönemde 6,1806 seviyesine indi.

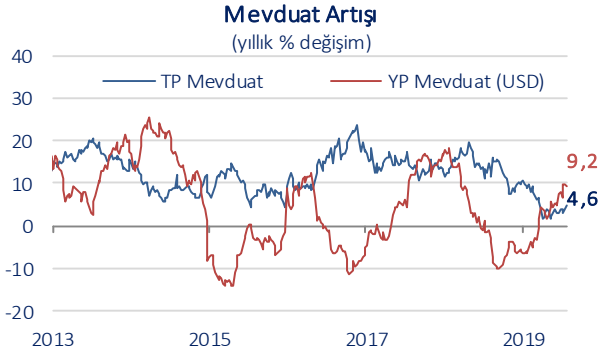
Haziran ayının ikinci yarısından bu yana hızlı gerileyen Hazine tahvil faiz oranları Temmuz ayında TCMB'nin faiz indirimine gideceğine yönelik beklentilerin güçlenmesi ile aşağı yönlü seyrini sürdürdü. 25 Temmuz'daki faiz indiriminin ardından faiz indirimlerinin önümüzdeki dönemde de süreceği beklentisiyle gerilemeye devam eden 2 yıl vadeli gösterge tahvilin bileşik faizi 31 Temmuz itibarıyla %15,98 oldu.



Türkiye Ekonomisi - Bankacılık Sektörü

TP mevduat hacmindeki yıllık artış %4,6 düzeyinde...

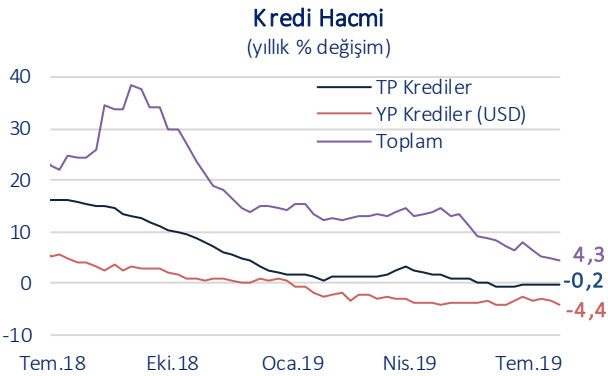
BDDK tarafından yayımlanan Haftalık Bülten verilerine göre, 26 Temmuz itibarıyla mevduat hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,7, 2018 sonuna göre de %12,3 oranında artarak 2.296 milyar TL düzeyine ulaştı. 2019 başından bu yana zayıf bir görünüm sergileyen TP mevduat hacmi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %4,6 artarken, yılsonuna göre %2,9 yükseldi. Son iki aydır 214-216 milyar USD bandında dalgalanan USD bazında YP mevduat hacmindeki yılsonuna göre kaydedilen artış 26,3 milyar USD oldu.



Kredi hacmi artışındaki zayıf seyir sürüyor.

Yıllık kredi artış hızı düşmeye devam ediyor. BDDK tarafından yayımlanan Haftalık Bülten verilerine göre, 26 Temmuz haftasında toplam kredi hacmi yıllık bazda %4,3 oranında genişleyerek 2009 sonundan bu yana en yavaş artışını kaydetti. 26 Temmuz itibarıyla yılsonuna göre %5 artan toplam kredi hacmi 2.512 milyar TL oldu.

TP krediler 26 Temmuz itibarıyla yıllık bazda %0,2 gerileyerek 1.513 milyar TL düzeyinde gerçekleşti. Yılbaşından bu yana yıllık bazda gerileyen USD bazında YP krediler aynı dönemde %4,4 düşüş kaydederek 177 milyar USD oldu. Yılsonuna göre değerlendirildiğinde ise, TP kredi hacminin %5,2 arttığı, USD bazında YP kredi hacminin ise %2,7 oranında gerilediği görülüyor.

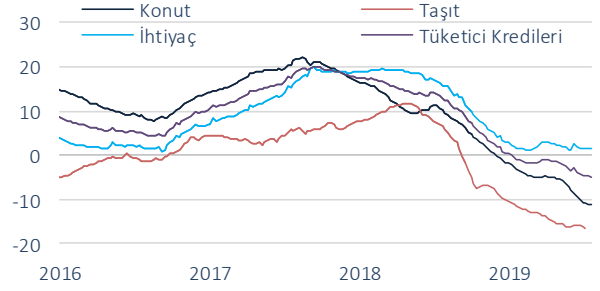


Kur etkisinden arındırılmış göstergeler...

Kur etkisinden arındırılmış verilere göre, 26 Temmuz itibarıyla mevduat hacmindeki yıllık artışın %6,8 olduğu görülüyor. Kredi hacmi ise bu dönemde %1,7 geriledi.

Tüketici kredileri yıllık bazda gerilemeye devam etti.

Bireysel kredi kartları hariç tüketici kredilerinde yılbaşından bu yana görülen daralma hızlanarak devam ediyor. 26 Temmuz itibarıyla tüketici kredileri yıllık bazda %4,8 oranında daraldı. Bu dönemde otomotiv pazarındaki olumsuz görünümün devam etmesine paralel taşıt kredilerindeki düşüş derinleşerek %16,7 düzeyinde gerçekleşirken, konut kredilerindeki gerileme %11,2 oldu.

Tüketici Kredileri
(yıllık % değişim)

Takipteki alacaklar oranı %4,47 seviyesinde...

Takipteki alacaklar oranındaki yükselme eğilimi 26 Temmuz haftasında da sürdü. Takipteki alacaklar oranı bu dönemde %4,47 ile Haziran 2010'dan bu yana en yüksek seviyesine çıktı. Aynı tarih itibarıyla söz konusu oran bireysel kredilerde %3,77, ticari kredilerde %4,65 olarak kaydedildi.

Takipteki Alacaklar Oranı
(%)

Yabancı para net genel pozisyonu...

Yabancı para net genel pozisyonu 26 Temmuz itibarıyla bilanço içi kalemlerde (-)45.136 milyon USD, bilanço dışında ise (+)48.360 milyon USD oldu. Böylece, bankacılık sektörü yabancı para net genel pozisyonu (+)3.223 milyon USD düzeyinde gerçekleşti.

Genel Değerlendirme

Temmuz ayının son haftasında ABD ile Çin arasındaki müzakerelerin yeniden başlamasıyla ticaret savaşına ilişkin gelişmeler gündemde ön plana çıktı. Sürdürülen görüşmelere rağmen, ABD Hükümetinin Çin'den yapılan 300 milyar USD tutarındaki ithalata %10 ilave vergi getireceğini açıklaması ve ardından Çinli yetkililerin söz konusu hamleyi karşılıksız bırakamayacaklarını belirtmesi görüşmelere ilişkin karamsarlık yarattı. Öte yandan, küresel ekonomiye ilişkin artan endişelere karşılık Fed'in faiz indirimi ve ECB'nin gevşeme sinyalleri risk algısındaki bozulmayı sınırlandırdı. Bu çerçevede, küresel likidite koşullarına ilişkin iyimser beklentilerin desteğiyle gelişmekte olan ülke merkez bankaları da faiz oranlarında indirimde gidiyor. 25 Temmuz'daki toplantısıyla TCMB de faiz indiren gelişmekte olan ülke merkez bankaları arasındaki yerini aldı.

Yurt içinde iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama ivme kaybetmekle birlikte sürüyor. Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında işgücü piyasasındaki bozulmanın devam ettiği görülüyor. Temmuz'da imalat PMI endeksi eşik seviyenin altındaki seyrini 16. ayına taşıırken, Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici verilere göre ithalat hacmindeki düşüş devam etti. İç talepteki zayıf görünüm ve olumlu ihracat verileri, 12

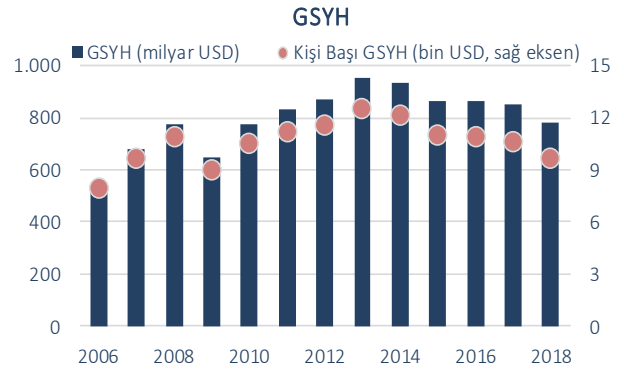
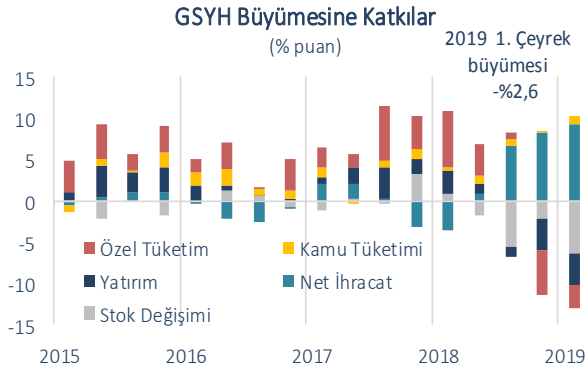
aylık cari dengenin önümüzdeki birkaç ay fazla verebileceğine işaret ediyor. Öte yandan, bütçe dengesi yılın ilk yarısı itibarıyla zayıf bir görünüm sunuyor. Hazine ve Maliye Bakanlığı bütçe açığının GSYH'ye oranının yılsonunda hedefin üzerinde ancak %3'ün altında gerçekleşeceğini tahmin ediyor.

Enflasyon göstergeleri de yakından izleniyor. Temmuz'da bir miktar yükselen yıllık TÜFE enflasyonunun önümüzdeki aylarda tek haneli seviyelere yakınsayacağı; ancak, yılın son aylarında yeniden yükselme eğilimine gireceği öngörülüyor. TCMB'nin 31 Temmuz'da yayımladığı Enflasyon Raporu'nda %13,9 olarak aşağı yönlü revize ettiği yılsonu enflasyon tahmininin erişilebilir olduğunu değerlendiriyoruz.

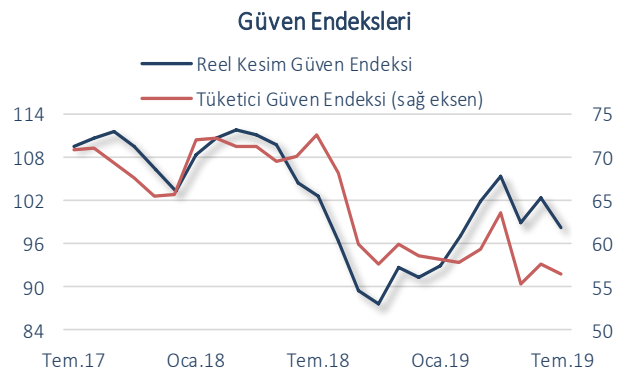
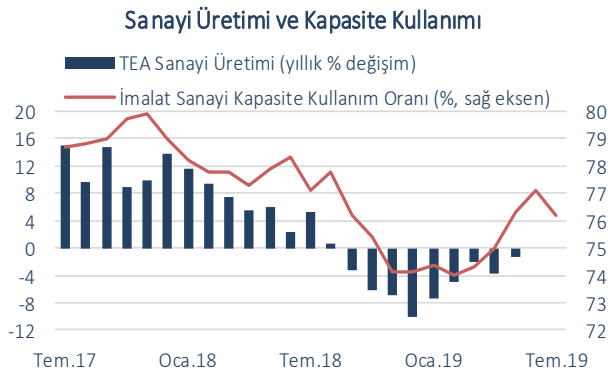
Tahminlerimiz (%)	2018 (G)	2019
Büyüme	2,6	1,0
Cari Açık/GSYH	3,5	1,5
Enflasyon (yılsonu)	20,3	14,0

(G) Gerçekleşme

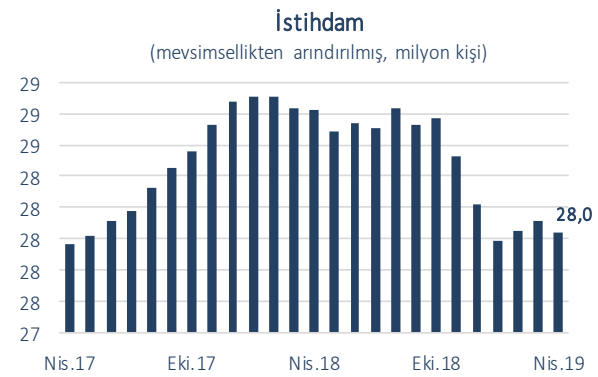
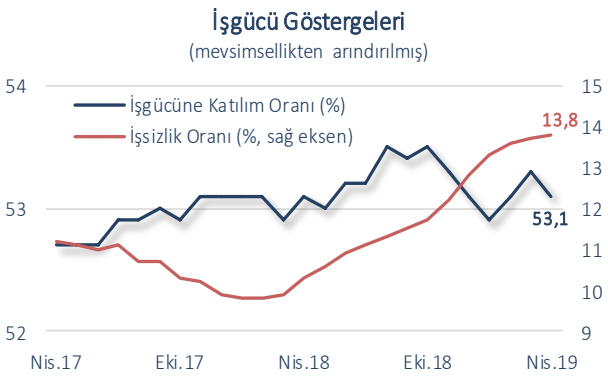
Büyüme



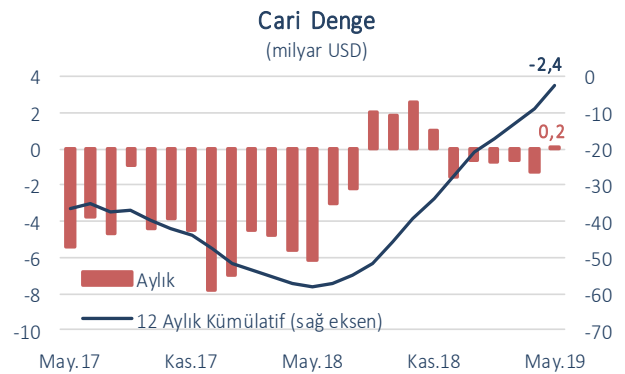
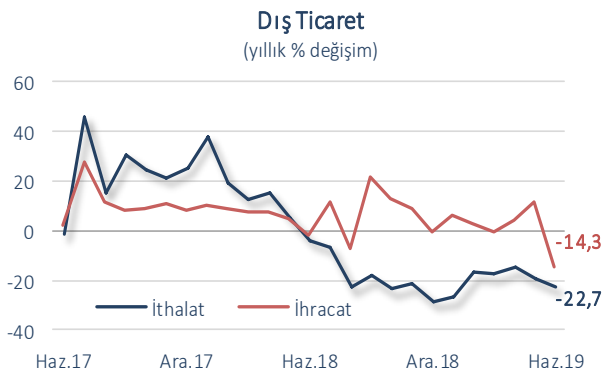
Öncü Göstergeler



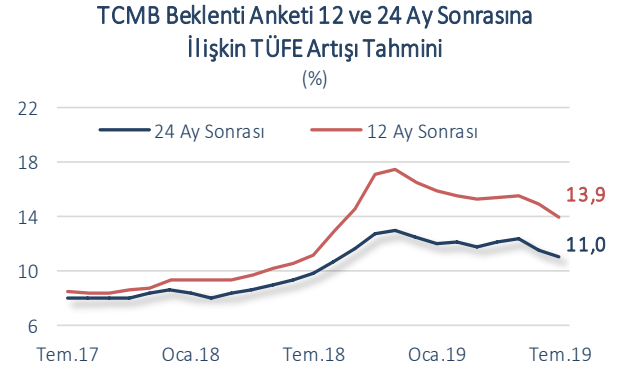
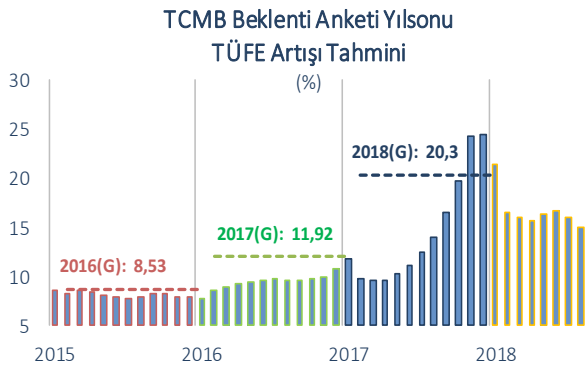
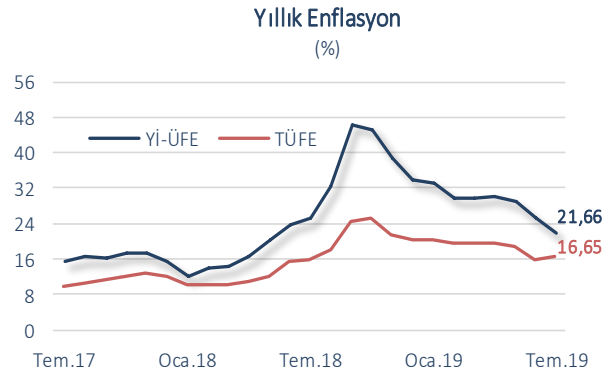
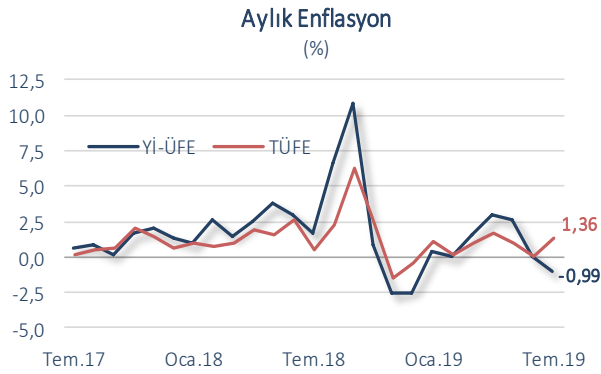
İşgücü Piyasaları



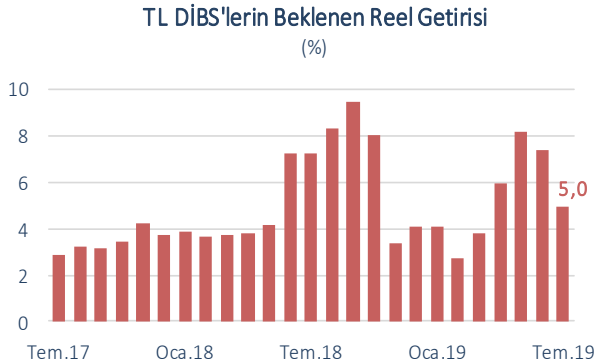
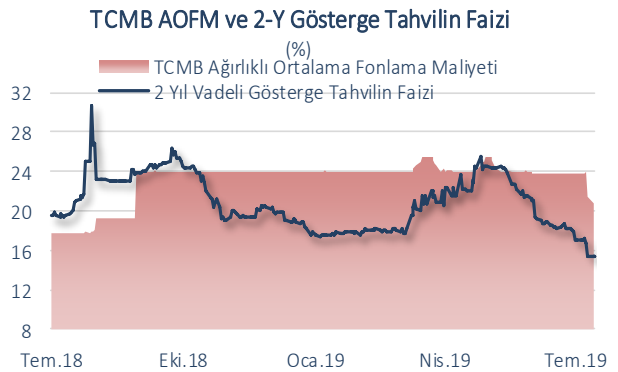
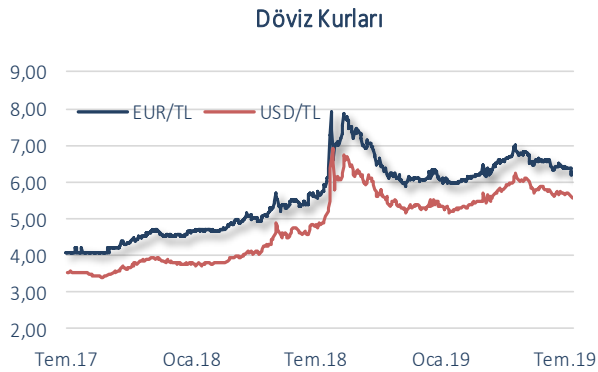
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi



Enflasyon Göstergeleri



Döviz ve Tahvil Piyasaları



Türkiye Ekonomisi - Makroekonomik Göstergeler

Büyüme	2014	2015	2016	2017	2018	19-Ç1			
GSYH (milyar USD)	935	862	863	851	784	170			
GSYH (milyar TL)	2.045	2.339	2.609	3.107	3.701	915			
Büyüme Oranı (%)	5,2	6,1	3,2	7,4	2,6	-2,6			
Enflasyon (%)						May.19	Haz.19	Tem.19	
TÜFE (yıllık)	8,17	8,81	8,53	11,92	20,30	18,71	15,72	16,65	
Yurt İçi ÜFE (yıllık)	6,36	5,71	9,94	15,47	33,64	28,71	25,04	21,66	
Mevsimsellikten Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri						Şub.19	Mar.19	Nis.19	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,2	12,0	9,9	12,8	13,60	13,70	13,80	
İşgücüne Katılım Oranı (%)	51,0	51,7	52,4	53,1	53,1	53,10	53,30	53,10	
Döviz Kurları						May.19	Haz.19	Tem.19	
TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	105,9	99,2	93,6	86,3	76,4	69,8	72,1		
USD/TL	2,3378	2,9189	3,5176	3,7916	5,3199	5,8357	5,7840	5,5618	
EUR/TL	2,8288	3,1708	3,7102	4,5530	6,0815	6,5030	6,5868	6,1925	
Döviz Sepeti (0,5*EUR+0,5*USD)	2,5833	3,0448	3,6139	4,1723	5,7007	6,1693	6,1854	5,8771	
Dış Ticaret Dengesi ⁽¹⁾ (milyar USD)						Nis.19	May.19	Haz.19	
İhracat	157,6	143,8	142,5	157,0	167,9	169,6	171,3	169,5	
İthalat	242,2	207,2	198,6	233,8	223,0	207,1	202,8	198,6	
Dış Ticaret Dengesi	-84,6	-63,4	-56,1	-76,8	-55,1	-37,5	-31,5	-29,2	
Karşılama Oranı (%)	65,1	69,4	71,8	67,1	75,3	81,9	84,5	85,3	
Ödemeler Dengesi ⁽¹⁾ (milyar USD)						Mar.19	Nis.19	May.19	
Cari İşlemler Dengesi	-43,6	-32,1	-33,1	-47,3	-27,3	-13,0	-8,7	-2,4	
Finans Hesabı	-43,2	-22,7	-22,0	-46,7	-9,9	-3,8	3,4	7,0	
Doğrudan Yatırımlar (net)	-6,3	-14,2	-10,8	-8,8	-9,2	-10,2	-10,1	-10,1	
Portföy Yatırımları (net)	-20,2	15,5	-6,3	-24,5	2,9	-3,2	0,6	0,0	
Diğer Yatırımlar (net)	-16,2	-12,1	-5,7	-5,2	6,8	18,6	27,5	25,9	
Rezerv Varlıklar (net)	-0,5	-11,8	0,8	-8,2	-10,4	-9,0	-14,6	-8,8	
Net Hata ve Noksan	0,5	9,5	11,1	0,6	17,3	9,1	12,0	9,4	
Cari İşlemler Açığı/GSYH (%)	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-3,5	-	-	-	
Bütçe Gerçekleşmeleri ⁽²⁾⁽³⁾ (milyar TL)						Nis.19	May.19	Haz.19	
Harcamalar	448,8	506,3	584,1	678,3	830,5	330,4	414,0	481,6	
Faiz Harcamaları	49,9	53,0	50,2	56,7	74,0	38,4	46,4	50,7	
Faiz Dışı Harcamalar	398,8	453,3	533,8	621,6	756,5	292,0	367,6	430,8	
Gelirler	425,4	482,8	554,1	630,5	757,8	276,0	347,5	403,0	
Vergi Gelirleri	326,2	352,5	407,8	459,0	536,6	203,0	262,9	307,7	
Bütçe Dengesi	-23,4	-23,5	-29,9	-47,8	-72,6	-54,5	-66,5	-78,6	
Faiz Dışı Denge	26,5	29,5	20,3	8,9	1,3	-16,0	-20,1	-27,8	
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-1,1	-1,0	-1,1	-1,5	-2,0	-	-	-	
Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (milyar TL)						Nis.19	May.19	Haz.19	
İç Borç Stoku	414,6	440,1	468,6	535,4	586,1	653,1	664,5	676,2	
Dış Borç Stoku	197,9	238,1	291,3	341,0	480,6	557,4	556,6	543,6	
Toplam Borç Stoku	612,5	678,2	760,0	876,5	1.067,1	1.210,6	1.221,1	1.219,8	

(1) 12 aylık kümülatif

(2) Yılbaşından itibaren kümülatif

(3) Veriler Merkezi Yönetim Bütçesi'ne göre.

BDDK Tarafından Açıklanan Aylık Bülten Verilerine Göre Bankacılık Sektörü

(milyar TL)	2014	2015	2016	2017	2018	May.19	Haz.19	Değişim ⁽¹⁾
AKTİF TOPLAMI	1.994	2.357	2.731	3.258	3.867	4.270	4.234	9,5
Krediler	1.241	1.485	1.734	2.098	2.395	2.548	2.540	6,0
TP Krediler	881	1.013	1.131	1.414	1.439	1.505	1.508	4,8
Pay (%)	71,0	68,2	65,2	67,4	60,1	59,1	59,4	-
YP Krediler	360	472	603	684	956	1.043	1.032	8,0
Pay (%)	29,0	31,8	34,8	32,6	39,9	40,9	40,6	-
Takipteki Alacaklar (brüt)	36,4	47,5	58,2	64,0	96,6	111,4	116,2	20,3
Takipteki Alacaklar Oranı (%)	2,9	3,1	3,2	3,0	3,9	4,2	4,4	-
Menkul Değerler	302	330	352	402	478	577	586	22,6
PASİF TOPLAMI	1.994	2.357	2.731	3.258	3.867	4.270	4.234	9,5
Mevduat	1.053	1.245	1.454	1.711	2.036	2.269	2.273	11,6
TP Mevduat	661	715	845	955	1.042	1.031	1.041	0,0
Pay (%)	62,8	57,4	58,1	55,8	51,2	45,4	45,8	-
YP Mevduat	391	530	609	756	994	1.238	1.231	23,9
Pay (%)	37,2	42,6	41,9	44,2	48,8	54,6	54,2	-
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	89	98	116	145	174	210	204	17,3
Bankalara Borçlar	293	361	418	475	563	584	565	0,4
Repodan Sağlanan Fonlar	137	157	138	99	97	163	161	66,4
ÖZKAYNAKLAR TOPLAMI	232	262	300	359	421	439	449	6,8
Net Dönem Kârı/Zararı	24,6	26,1	37,5	49,1	53,5	19,7	24,8	-
RASYOLAR (%)								
Krediler/GSYH	60,7	63,5	66,5	67,6	64,7			
Krediler/Aktifler	62,2	63,0	63,5	64,4	61,9	59,7	60,0	-
Menkul Kıymet/Aktifler	15,2	14,0	12,9	12,3	12,4	13,5	13,8	-
Mevduat/Pasifler	52,8	52,8	53,2	52,5	52,6	53,1	53,7	-
Krediler/Mevduat	117,9	119,2	119,3	122,6	117,6	112,3	111,8	-
Sermaye Yeterliliği	16,3	15,6	15,6	16,9	17,3	17,1	17,7	-

(1) Yılsonuna göre % değişim

Kaynak: BDDK, TÜİK

Bütün yayınlarımıza <https://ekonomi.isbank.com.tr> adresinden erişebilirsiniz.**YASAL UYARI**

Bu rapor Bankamız uzmanları tarafından güvenilir olduğuna inanılan kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılmak suretiyle, sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde finansal enstrümanların alım veya satımı konusunda tavsiye veya finansal danışmanlık hizmeti sağlanması olarak yorumlanmamalıdır. Bu raporda yer verilen görüş ve değerlendirmeler, hiçbir şekilde Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurumsal yaklaşımını yansıtmamakta olup, raporu kaleme alan uzmanların kişisel görüş ve değerlendirmeleridir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgi, görüş ve değerlendirmelerin doğru, değişmez ve eksiksiz olması konusunda herhangi bir şekilde garanti vermemektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgilerde herhangi bir bildirimde bulunmaksızın değişiklik yapma hakkına sahiptir. Bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan Türkiye İş Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir.

İşbu rapor üzerinde Bankamızın telif hakkı olup, Bankamızın yazılı izni alınmaksızın herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayımlanamaz. Tüm haklarımız saklıdır.