



Eylül 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

Ağustos ayında ABD ve Çin'in karşılıklı aldığı yeni kararlar ticaret savaşı geriliminin yükselmesine neden oldu. Son olarak iki ülke arasındaki görüşmelerin Ekim ayında devam edeceğinin açıklanması gerilimi bir miktar hafifletti.

Fed Başkanı Powell, Jackson Hole konuşmasında faiz politikasına ilişkin sinyal vermekten kaçındı. Ancak, piyasalar Fed'in faiz indirimlerine devam edeceğini fiyatlamaya devam ediyor.

Euro Alanı'nda ekonomik aktivitedeki zayıflık sürüyor. Bölge genelinde arz ve talep göstergeleri zayıflığın yılın üçüncü çeyreğinde sürdüğüne işaret ediyor. Söz konusu durum ECB'nin Eylül ayı toplantısından itibaren genişletici politikaları devreye alacağı beklentisini güçlendiriyor.

İngiltere'de Brexit belirsizliği sürüyor. Son olarak muhalif milletvekilleri anlaşmasız bir Brexit'i engelleyecek bir yasal düzenleme yapma fırsatı elde etti.

Çin'de ekonomik aktivitedeki ivme kaybı karşısında politika yapımcılar yeni tedbirler alıyor.

Ticaret savaşı küresel talep üzerindeki soru işaretlerini artırarak petrol fiyatları üzerinde baskı yaratırken, altın fiyatları güvenli liman alımlarının desteğiyle 6 yıldan uzun bir sürenin zirvesine çıktı.

Türkiye Ekonomisi

Türkiye ekonomisi zincirlenmiş hacim endeksine göre yılın ikinci çeyreğinde yıllık bazda %1,5 oranında daraldı. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise ekonomi çeyreklik bazda %1,2 genişledi.

İstihdam piyasasındaki olumsuz görünüm Mayıs'ta da devam etti. Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı bu dönemde %14'e yükseldi.

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi Haziran ayında yıllık bazda %3,9 oranında geriledi. Mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksi aylık bazda da %3,7 oranında daralarak Temmuz 2016'dan bu yana en kötü performansını sergiledi.

Temmuz ayında 46,7 düzeyine gerileyen imalat PMI (satın alma yöneticileri endeksi) Ağustos ayında 48 seviyesine çıktı.

Ekonomik aktivitedeki zayıf görünümle birlikte dış ticaret açığı yılın ikinci yarısına da yıllık bazda düşüşle başladı. Dış ticaret açığı Temmuz'da geçtiğimiz yılın aynı ayına kıyasla %46,9 daraldı. Bu dönemde, ihracat hacmi %7,9 oranında genişleyerek 15,2 milyar USD düzeyine yükselirken, ithalat hacmi %8,5 gerileyerek 18,4 milyar USD'ye indi.

Cari açık Haziran ayında 548 milyon USD ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti. 12 aylık kümülatif verilere göre ise 2002'den bu yana ilk kez cari fazla verildi.

Merkezi yönetim bütçesi Temmuz ayında 9,9 milyar TL fazla verdi. Yılın ilk yedi ayında ise bütçe açığı 68,7 milyar TL düzeyinde gerçekleşti.

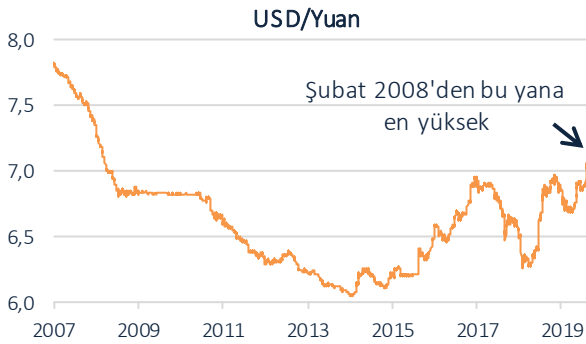
Ağustos'ta TÜFE aylık bazda %0,86 oranında artış kaydetti. Yıllık TÜFE enflasyonu aynı dönemde %15,01 düzeyinde gerçekleşti.

Küresel Ekonomi	2
Türkiye Ekonomisi	
Makro Göstergeler.....	4
Finansal Piyasalar	7
Bankacılık Sektörü.....	8
Genel Değerlendirme	9
Grafikler.....	10
Özet Tablolar.....	12

Ticaret savaşında gerilim yükseliyor.

ABD ile Çin arasında süregelen ticaret savaşına ilişkin gelişmeler Ağustos ayında küresel ekonominin gündeminde üst sıralarda yer almaya devam etti. ABD'nin Çin'den ithal ettiği 300 milyar USD'lik ürüne koyduğu ek vergilerin bir kısmı Eylül ayı başında yürürlüğe girerken, kalanının Aralık ayında devreye girmesi bekleniyor. Söz konusu uygulamalar karşısında Çin Hükümeti ilk olarak kamu kesiminin ABD'den tarım ürünü alımlarını erteleme kararı verdiğini duyurdu. Çin ayrıca, ABD'den ithal edilen aralarında tarım ürünleri, otomotiv ve petrolün de bulunduğu 75 milyar USD tutarındaki ürüne de ilave gümrük vergisi getirileceğini açıkladı. Söz konusu açıklamanın ardından ABD Başkanı Trump, Çin'den ithal edilen 550 milyar USD değerinde ürüne %5 ek gümrük vergisi getirileceği açıklamasında bulunarak ticaret savaşında gerilimin artmasına neden oldu. Öte yandan izleyen günlerde iki taraftan gelen ılımlı açıklamalar ve Eylül ayının ilk haftasında Çin Ticaret Bakanlığı'nın ABD ve Çin arasındaki görüşmelerin Ekim ayında devam edeceğini açıklaması ticaret savaşlarının piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini bir miktar hafifletti.

Yuanın seyri küresel piyasalarca yakından izleniyor. Ağustos ayında Çin Merkez Bankası USD/yuan kuruunu 2008'den bu yana ilk kez 7 seviyesinin üzerinde belirledi. Karar karşısında ABD Hazine Bakanlığı bu ülkeyi döviz kuru yoluyla haksız rekabete yol açmakla suçlayarak döviz manipülatörü ilan etti. 26 Ağustos'ta USD/yuan kuru Çin piyasasındaki işlemlerde 7,15 ile Şubat 2008'den bu yana en yüksek seviyesini gördü. Kur, offshore piyasalarda da işlem görmeye başladığı 2010'dan bu yana zirve noktası olan 7,1850'ye kadar yükseldi.



Ticaret savaşlarının küresel ekonomi üzerindeki etkisi özellikle Asya ülkelerinde belirgin biçimde hissediliyor. Bu çerçevede, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's aralarında Çin, Japonya ve Güney Kore'nin de bulunduğu 16 Asya ülkesi için büyüme tahminini düşürdü. Moody's, söz konusu 16 ülkeden ihracat odaklı olanların yılın ilk 6 ayında keskin biçimde ivme kaybettiği değerlendirilmesinde bulundu.

ABD'de açıklanan veriler karışık bir görünüm sergiliyor.

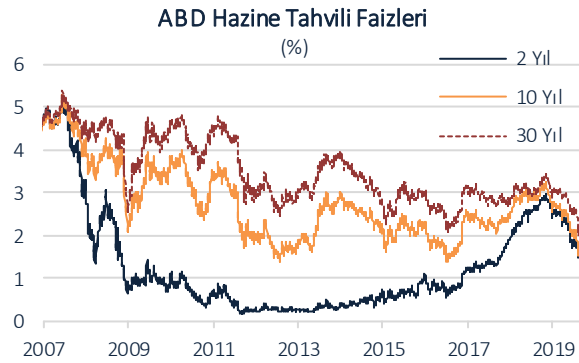
ABD'de açıklanan veriler ekonomik görünüme ilişkin karışık bir tablo çizdi. Temmuz ayında sanayi üretimi artış beklentilerinin aksine gerilerken, imalat sanayi PMI Ağustos ayında 50,3 ile imalat sanayiinin daralmanın eşiğine geldiğine işaret etti. PMI endeksindeki düşüşte ihracat siparişlerinin son 10 yılın en düşük düzeyine inmesinin yanı sıra gelecek döneme ilişkin beklentilerin bozulma kaydetmesi belirleyici oldu. Talep tarafında ise Temmuz'da son dört ayın en hızlı yükselişini kaydeden perakende satışlar tüketim harcamalarının büyümeye katkısının üçüncü çeyrekte devam edeceği öngörüsünü destekledi. Artan resesyon kaygıları ve ticaret savaşlarının derinleşeceği endişeleriyle Ağustos'ta hızlı gerileyen Michigan tüketici güven endeksi ise tüketici talebinin önümüzdeki dönemde kırılğan bir görünüm sergileyebileceğine işaret ediyor.

Powell faiz politikası konusunda ipucu vermektan kaçındı.

Fed Başkanı Jerome Powell, Jackson Hole sempozyumunda yaptığı konuşmada Fed'in izleyeceği para politikası hakkında ipucu vermektan kaçındı. Powell, ticaret savaşında son dönemde yaşanan gelişmeleri, Almanya ve Çin başta olmak üzere küresel ekonomideki ivme kaybını ve artan anlaşmazlık Brexit ihtimali ile Hong Kong'da yükselen tansiyon gibi jeopolitik gelişmeleri izlediklerini ifade etti. Powell, söz konusu gelişmelere dayanarak, güçlü bir işgücü piyasası ve %2'lik enflasyon hedefiyle uyumlu bir büyümeyi sürdürmeye uygun şekilde hareket edeceklerini söyledi.

ABD uzun vadeli tahvil getirilerindeki düşüş sürüyor.

ABD ekonomisinde kaydedilen ivme kaybının Fed'in para politikasını genişlemeci yönde etkileyeceği beklentisiyle uzun vadeli tahvil getirilerinde kaydedilen düşüş Ağustos ayında devam etti. Ülkede 10 yıllık tahvilin getirisi yaklaşık 12 yılın ardından ilk defa 2 yıllık tahvilin getirisinin altına geriledi. Ayrıca, ABD'nin 30 yıllık tahvilinin getirisi de 28 Ağustos'ta gün içinde %1,9050 ile tarihi düşük seviyeye indi.



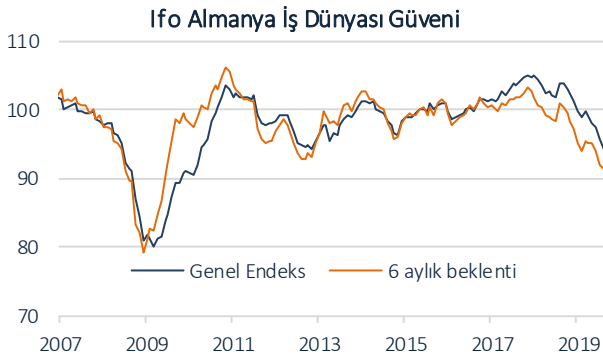
Euro Alanı'ndaki zayıflık sürüyor.

Euro Alanı'nda iktisadi faaliyetteki zayıflığın sürdüğü izleniyor. Bölgede sanayi üretimi Haziran'da aylık bazda %1,6 oranında azalırken, sermaye malı üretimindeki düşüşün aynı dönemde %4 seviyesinde gerçekleşmesi izleyen süreçte üretimdeki zayıflığın süreceğine işaret ediyor. Üçüncü çeyreğe ilişkin açıklanan veriler de söz konusu değerlendirmeyi destekliyor. Bölgede tüketici güveni zayıf kalmaya devam ederken, 47 değerini alan imalat PMI endeksindeki düşüş Ağustos'ta 7. aya taşındı. Bu gelişmeler, ECB'nin Eylül ayı toplantısında ekonomiyi destekleyici yönde bir adım atacağı yönündeki beklentilerin güçlenmesine neden oluyor.

Almanya ekonomisi ikinci çeyrekte küçüldü.

Almanya ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,1 daralırken, yıllık büyüme oranı %0,4 ile 2013 yılından bu yana en düşük seviyeye indi. Avrupa'nın en büyük ve dünyanın dördüncü büyük ekonomisi konumundaki Almanya, otomotiv sanayisinde yaşanan sorunların, ticaret savaşlarının ve Brexit'e yönelik belirsizliklerin ihracatı olumsuz etkilemesiyle ikinci çeyrekte küçülmüş oldu. Bu dönemde net ihracatın büyümeyi 0,5 puan aşağı çekmesi söz konusu küçülmeye belirleyici oldu.

Ülkede yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan veriler de ekonomik aktivitedeki daralmanın devam edebileceğine işaret ediyor. Ülkede imalat PMI verisi Ağustos ayında aldığı 43,5 ile imalat sanayindeki olumsuz görünümün sürdüğünü gösterdi. Ifo tarafından açıklanan verilere göre yatırımların seyri açısından gösterge kabul edilen iş dünyası güven endeksi de Ağustos ayında 94,3 ile Kasım 2012'den bu yana en düşük düzeye indi. İzleyen 6 aylık döneme ilişkin beklentinin de küresel krizden bu yana en düşük seviyeye gerilemesi bir diğer olumsuzluk olarak öne çıktı.



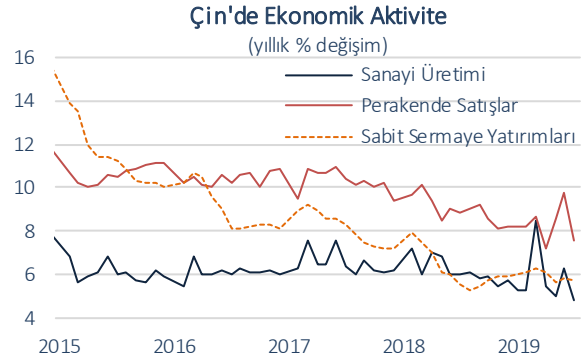
Brexit belirsizliği sürüyor.

31 Ekim'e ertelenen ve Başbakan Boris Johnson'un anlaşmaz dahi olsa gerçekleşeceğini ifade ettiği Brexit'in yeniden ötelenmesi gündeme geldi. Johnson'ın Brexit'i söz konusu tarihte gerçekleştirmek için Parlamento'yu askıya alması karşısında muhalif parlamenterler Parlamento gündemini kontrol edebilmelerini sağlayan

oylamayı kazandı. Böylece, milletvekilleri, anlaşmaz bir Brexit olmasının önüne geçecek bir yasal düzenleme yapma fırsatı elde etmiş oldu.

Çin ekonomisinde yavaşlama işaretleri...

Çin'de sanayi üretimi Temmuz'da yıllık bazda %4,8 ile 17 yıl aşkın bir sürenin en yavaş yükselişini gerçekleştirirken sabit sermaye yatırımlarının artış hızındaki zayıflığın sürdüğü izlendi. Aynı dönemde perakende satışlardaki yıllık artış da tahminlerin altında kaldı. Verilerin beklentileri karşılayamaması ticaret savaşının büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin bir işareti olarak değerlendirilirken, Çin'in önümüzdeki dönemde ekonomisine daha fazla destek vermesi bekleniyor. Bu çerçevede, Çin Merkez Bankası'nın kredi faiz oranının belirlenmesinde kullanılan yöntemin değiştirilmesi yönündeki adımıyla, şirketler için borçlanma maliyetlerinin düşürülmesinin hedeflendiği ifade ediliyor. Diğer taraftan, Çin Devlet Konseyi önümüzdeki dönemde otomobil alımlarındaki kısıtlamaların gevşetileceği ve yeni enerji araçları ile akıllı ev aletleri alımları için kredi desteği sağlanacağını açıkladı.



Altın fiyatları yükselirken, petrol geriliyor.

Ekonomik aktivitenin küresel ölçekte ivme kaybetmesiyle baskı altında kalan petrol fiyatları, ticaret savaşlarının daha da sertleşebileceğine işaret eden gelişmelerin ardından Ağustos ayına düşüşle başlayarak 7 ayın en düşük seviyelerine indi. İzleyen günlerde ticaret savaşları geriliminin gündemde arka plana itilmesi ve İran ile yaşanan jeopolitik gerilimin sürmesi petrol fiyatlarına destek oldu. Bu gelişmelerle Brent türü petrol Ağustos ayını %4,5 kayıpla 61,1 USD/varil düzeyinden tamamladı.

Altın fiyatlarındaki hızlı yükseliş Ağustos ayında da devam etti. Başlıca merkez bankalarının "güvercin" adımlarının desteklediği altın, ticaret savaşına yönelik endişelerin artmasıyla Ağustos ayı boyunca yukarı yönlü bir performans sergiledi. Öte yandan, ay ortasında ABD dolarında yaşanan değerlenme altın fiyatlarındaki yükselişi bir miktar sınırladı. 26 Ağustos'ta 1.555 USD/ons ile Nisan 2013'ten bu yana en yüksek düzeye çıkan altın fiyatları, ayı %7,5 primle 1.520 USD/ons'tan tamamladı.

Türkiye Ekonomisi - Makro Göstergeler

İkinci çeyrekte beklentilerin altında bir daralma kaydedildi.

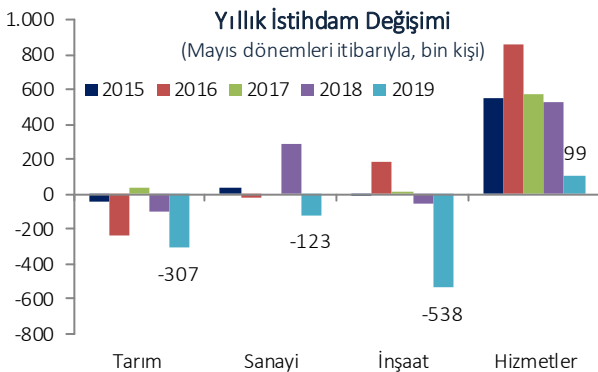
Türkiye ekonomisi zincirlenmiş hacim endeksine göre yılın ikinci çeyreğinde yıllık bazda %1,5 oranında daraldı. Piyasa beklentisi ekonomideki küçülmenin %2 olacağı yönündeydi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre çeyreklik bazda bakıldığında ise ekonominin ilk çeyrekteki %1,6'lık büyümenin ardından ikinci çeyrekte %1,2 genişlediği izlendi.

2019'un ikinci çeyreğinde özel tüketim harcamalarındaki gerileme yıllık büyümeyi 0,6 puan ile önceki iki çeyreğe kıyasla negatif yönde daha az etkilerken, kamu tüketim harcamalarının büyümeye desteği devam etti. Böylece toplam tüketim harcamaları bu dönemde büyümeyi 0,2 puan ile sınırlı bir oranda aşağı çekti. 2018'in ikinci çeyreğinden bu yana büyümeyi güçlü bir şekilde destekleyen net ihracat yılın ikinci çeyreğinde de yıllık GSYH artışına 5,7 puan katkı sağladı. Yatırım harcamaları 2019'un ikinci çeyreğinde büyümeyi 7,1 puan ile güçlü bir şekilde aşağı çekti.

	Harcamalar Yöntemiyle Büyümeye Katkılar (% puan)				
	2017	2018	2019		
	Yıllık	Yıllık	Ç1	Ç2	6 Ay
Tüketim	4,5	0,9	-2,0	-0,2	-1,0
Özel	3,8	0,0	-2,9	-0,6	-1,7
Kamu	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7
Yatırım	2,4	-0,2	-3,7	-7,1	-5,5
Stok Değişimi	0,4	-1,5	-6,0	0,1	-2,9
Net İhracat	0,1	3,6	9,4	5,7	7,5
İhracat	2,5	1,7	2,0	1,8	1,9
İthalat	-2,4	1,9	7,4	3,9	5,5
GSYH	7,5	2,8	-2,4	-1,5	-1,9

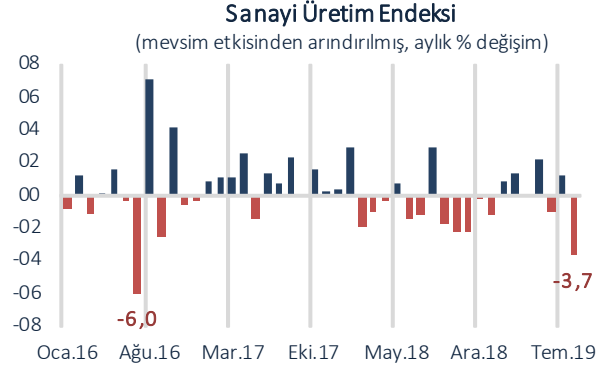
İstihdam göstergelerindeki bozulma sürüyor.

Yurt içinde işsizlik oranı Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 3,1 puan yükselerek %12,8 seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranı da %14 oldu. Son bir yılda ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın etkisiyle istihdam inşaat sektöründe 538 bin, tarımda 307 bin ve sanayide 123 bin kişi azaldı. Hizmetler sektöründeki istihdam artışı ise 99 bin kişi ile oldukça zayıf bir seviyede gerçekleşti.



Sanayi üretimi yıllık bazda %3,9 oranında daraldı.

Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi Haziran'da yıllık bazda %3,9 daraldı. Böylece, yılın ilk çeyreğinde endekste kaydedilen %4,7'lik yıllık daralma, ikinci çeyrekte %3 düzeyine geriledi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre ise sanayi üretim endeksi Haziran'da aylık bazda %3,7 oranında daralarak darbe girişiminin yaşandığı Temmuz 2016'dan bu yana en olumsuz performansını sergiledi. Böylece, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %0,5 artmış oldu.



İmalat PMI Ağustos ayında yükseldi.

Temmuz ayında 46,7 düzeyine gerileyen imalat PMI Ağustos ayında 48 seviyesine çıktı. Bu dönemde yeni siparişlerdeki ivme kaybının son 17 ayın en ılımlı düzeyinde kaydedilmesi önümüzdeki döneme ilişkin iyimser beklentilere destek olurken, enflasyondaki düşüşe bağlı olarak girdi maliyetleri ve nihai ürün fiyatlarındaki artış ivme kaybetti.

Reel kesim güveni Ağustos'ta iyimserliğe işaret etti.

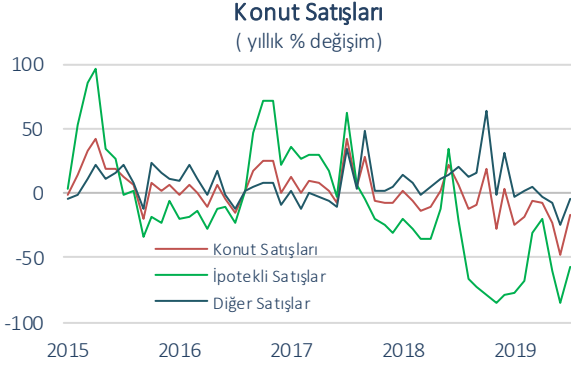
Mevsimsellikten arındırılmış reel kesim güven endeksi Ağustos ayında bir önceki aya kıyasla 5,5 puan artarak 102,1 ile Haziran 2018'den bu yana en yüksek seviyesinde gerçekleşti. Mevsim etkilerinden arındırılmış imalat sanayii kapasite kullanım oranı da aylık bazda 0,3 puan artarak %76,2 düzeyine çıktı. Sektörel güven endekslerinde de toparlanma görülürken, tüketici güven endeksi bir önceki aya göre %3,1 artarak 58,3'e yükselse de düşük seviyelerdeki seyrini sürdürdü.

Konut satışlarındaki daralma hız kesti.

Haziran ayında yıllık bazda %48,6 daralan konut satışları Temmuz'da %17,5 oranında geriledi. Bu dönemde ipotekli konut satışları %57 düştü. Toplam konut satışları içinde ipotekli satışların payı %12,8 olarak gerçekleşti. Öte yandan, yabancılara yapılan konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %46,7 artarak 4.192 adet oldu.

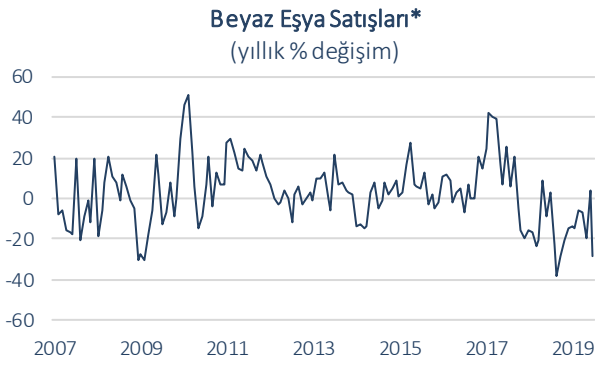
Haziran'da reel konut fiyatlarındaki düşüş trendi sürdü. Bu dönemde konut fiyatları bir önceki yılın aynı ayına göre %1,7 artarken, reel bazda %12,1 oranında düştü. Endeksin İstanbul ve Ankara'da sırasıyla %2,29 ve %0,73 oranlarında gerilediği, İzmir'de ise %0,3 arttığı gözlemlendi.

Türkiye Ekonomisi - Makro Göstergeler



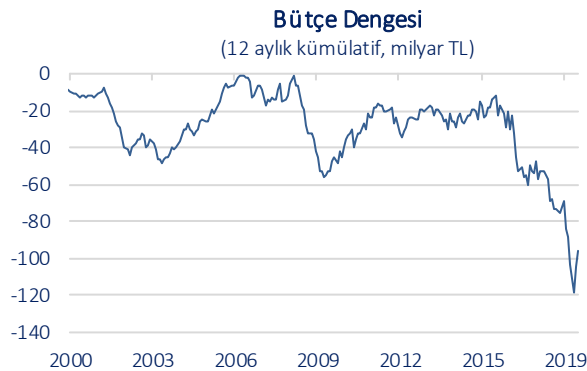
Vergi indirimlerinin sona erdiği Temmuz ayında beyaz eşya satışlarındaki daralma sürdü.

TÜRKBESD verilerine göre, yurt içinde beyaz eşya satışları Temmuz'da yıllık bazda %31 gerilerken, Ocak-Temmuz döneminde kaydedilen yıllık düşüş %12 oldu. Öte yandan, sektörün ihracatı hem Temmuz ayında hem de Ocak-Temmuz döneminde yıllık bazda %1 ile sınırlı artış kaydetti.



Temmuz'da bütçe 9,9 milyar TL fazla verdi.

Merkezi yönetim bütçesi Temmuz'da 9,9 milyar TL fazla verdi. Bütçe, geçtiğimiz yılın aynı ayında 1,1 milyar TL fazla vermişti. Bu dönemde bütçe gelirleri %51,1 ile hızlı artarak 93,4 milyar TL olurken, bütçe harcamaları da %37,6 artışla 83,5 milyar TL düzeyinde gerçekleşti. 2018'in Temmuz ayında 9,3 milyar TL düzeyinde olan faiz dışı fazla bu yılın aynı ayında 17,6 milyar TL oldu.



Yılın ilk 7 ayına bakıldığında, bütçe gelirlerinin nispeten zayıf performansına bağlı olarak merkezi yönetim bütçe açığı yıllık bazda %52,8 artış kaydetti. Böylece Ocak – Temmuz döneminde bütçe açığı 68,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Faiz dışı açık da bu dönemde hızlı yükselerek 10,2 milyar TL oldu.

Dış ticaret açığı Temmuz'da %46,9 daraldı.

Ekonomik aktivitedeki zayıf görünümle birlikte dış ticaret açığı yılın ikinci yarısına da yıllık bazda düşüşle başladı. Dış ticaret açığı Temmuz'da geçtiğimiz yılın aynı ayına kıyasla %46,9 daraldı. Bu dönemde, ihracat hacmi %7,9 oranında genişleyerek 15,2 milyar USD düzeyine yükselirken, ithalat hacmi %8,5 gerileyerek 18,4 milyar USD'ye indi. İhracatın ithalatı karşılama oranı da geçtiğimiz yıla kıyasla 12,6 puan yükselerek %82,6 oldu.

12 aylık kümülatif verilere göre ihracat hacmi Temmuz sonu itibariyle 170,6 milyar USD olurken, ithalat hacmi 196,9 milyar USD'ye geriledi. Böylece, ihracatın ithalatı karşılama oranı %86,6 ile yeni tarihi yüksek düzeyine çıktı.

Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan geçici verilere göre Ağustos ayında ihracat yıllık bazda %1,5 artarken, ithalat %1,1 yükseldi. Böylece dış ticaret açığı yıllık bazda %0,9 ile sınırlı oranda daraldı.

Dış Ticaret Dengesi

(milyar USD)

	Ağustos		Δ (%)	Ocak-Ağustos		Δ (%)
	2018	2019		2018	2019	
ihracat	12,3	12,5	1,5	108,5	111,4	2,6
İthalat	14,8	15,0	1,1	157,8	131,9	-16,4
Dış Ticaret Dengesi	-2,5	-2,5	-0,9	-49,3	-20,5	-58,4
Karşılama Oranı (%)	83,3	83,6	-	68,8	84,4	-

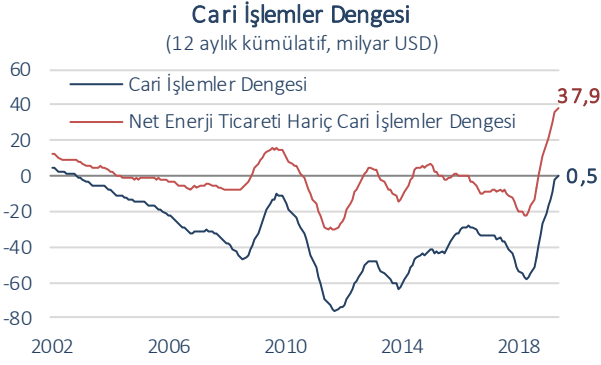
12 aylık kümülatif verilere göre 2002'den bu yana ilk kez cari fazla verildi.

TCMB tarafından açıklanan verilere göre Haziran ayında cari açık geçtiğimiz yılın aynı ayına kıyasla %81,8 oranında daralarak 548 milyon USD ile beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Reuters anketine göre cari açığın 265 milyon USD olması bekleniyordu. Dış ticaret dengesinin seyri ve turizm gelirlerindeki artış cari açıktaki yıllık daralmada belirleyici oldu. Haziran ayında dış ticaret açığı geçtiğimiz yılın aynı ayına kıyasla %41,2 oranında (1,8 milyar USD) azaldı. Aynı dönemde net seyahat gelirlerinin %34,3 (646 milyon USD) yükselmesi de cari açıktaki kaydedilen düşüşte öne çıktı.

Ekonomik aktivitede yaşanan daralmanın bir sonucu olarak Haziran 2018'den bu yana iyileşme eğiliminde olan 12 aylık kümülatif cari denge, söz konusu seyrini Haziran ayında sürdürerek Kasım 2002'den bu yana ilk defa fazla verdi. Net enerji ithalatı hariç 12 aylık cari fazla da 37,9 milyar USD'ye ulaşarak tarihi yüksek düzeye çıktı.

(* Veriler dört temel beyaz eşyanın (fırın, buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi) satışlarını kapsamaktadır.

Türkiye Ekonomisi - Makro Göstergeler

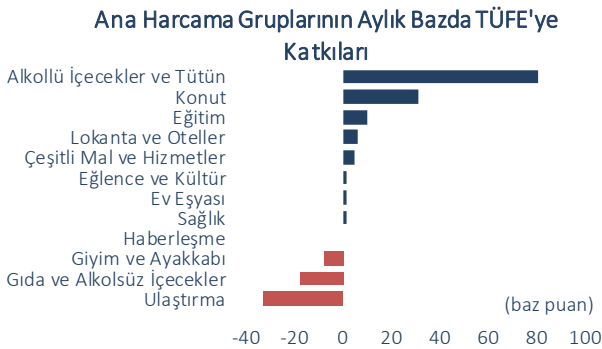
**TÜFE Ağustos ayında beklentilerin altında...**

Ağustos'ta TÜFE'deki aylık artış %0,86 ile %1,3 olan piyasa beklentisinin altında gerçekleşti. Yurt içi ÜFE (Yİ-ÜFE) ise bu dönemde %0,59 oranında geriledi.

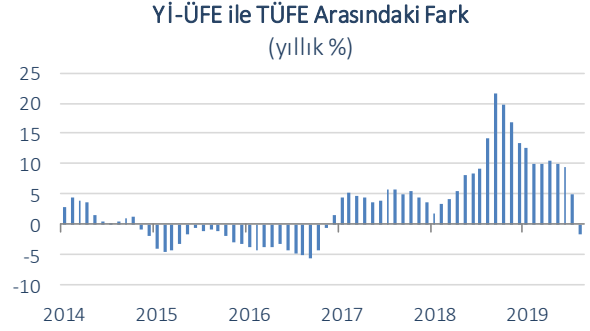
Yıllık TÜFE artışı Ağustos ayında baz etkisinin de desteğiyle %15,01'e geriledi. Yİ-ÜFE'deki yıllık artış da bu dönemde %13,45 ile son 1,5 yılın en düşük düzeyine indi.

Ağustos (değişim %)	TÜFE		Yurt İçi ÜFE	
	2018	2019	2018	2019
Aylık	2,30	0,86	6,60	-0,59
Yılsonuna Göre	12,29	7,35	25,32	6,39
Yıllık	17,90	15,01	32,13	13,45
Yıllık Ortalama	12,61	19,62	18,78	30,51

Ağustos ayında ulaştırma, gıda ile giyim ve ayakkabı dışında tüm ana harcama grupları enflasyonu yukarı yönlü etkiledi. Ağustos ayı içerisinde sigaraya yapılan fiyat artışının etkisiyle alkollü içecekler ve tütün grubunda fiyatlar aylık bazda %19,11 yükseldi. Söz konusu grup aylık tüketici enflasyonunu 90 baz puan yukarı çekti. Konut kalemi de doğalgaz fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak aylık TÜFE artışını 29 baz puan yukarı yönlü destekledi. Ayrıca, eğitim grubunda fiyatlar özel üniversite ücretlerindeki artışın etkisiyle %4,26 oranında yükseldi. Öte yandan, ulaştırma grubu, yakıt ücretleri ve motorlu araç fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak aylık TÜFE enflasyonunu 34 baz puan sınırladı. Giyim ve ayakkabı ile gıda grubu fiyatlarında kaydedilen düşüşte mevsimsel faktörlerin etkili olduğu görülüyor.



Yıllık değişimlere bakıldığında; Mayıs ayından bu yana gerileyen yıllık Yİ-ÜFE artışı Ağustos'ta da bu seyrini korudu. Böylece, son bir yıllık süreçte 21,63 puan düzeyine kadar yükselen Yİ-ÜFE ile TÜFE arasındaki farkın kapandığı; yıllık TÜFE artışının, yıllık Yİ-ÜFE artışının üzerine çıktığı görülüyor. Bu durum TÜFE üzerindeki maliyet baskısının hafiflediğine işaret ediyor.



	31.Tem	30.Ağu	Değişim
5-Y CDS Primi (baz puan)	355	422	66 bp ▲
2-Y Gösterge Tahvil Faizi	%15,98	%16,49	51 bp ▲
BIST-100	102.082	96.718	-%5,3 ▼
USD/TL	5,5618	5,8263	%4,8 ▲
EUR/TL	6,1925	6,4162	%3,6 ▲
Döviz Sepeti*	5,8771	6,1212	%4,2 ▲

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

Zorunlu karşılıklara ve döviz karşılığı TL swap işlemlerine dair yeni düzenlemeler...

TCMB Ağustos ayının ilk haftasında yaptığı açıklamayla, YP zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimlerinde 100 baz puan artırdığını duyurdu. Banka ayrıca, USD cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara uygulanan faiz oranını 1 puan indirerek %1 olarak belirledi. Bu kararlar ile piyasadan 2,1 milyar USD çekilmesi hedeflenirken, Aynı gün açıklanan bir başka kararla, Merkez Bankası döviz karşılığı TL swap işlemlerinde vade farklılaştırmasına gitti. İlgili piyasada mevcut durumda kotasyon yöntemiyle 1 hafta vadeli olarak gerçekleştirilmekte olan döviz karşılığı TL swap işlemleri, geleneksel ihale yöntemiyle 1, 3 ve 6 ay vadeli olarak da gerçekleştirilebilecek. Bu kararlar TL ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin artırılması amaçlanıyor.

TCMB ayrıca, 19 Ağustos'ta Türk lirası zorunlu karşılıklar uygulamasında da kapsamlı bir değişikliğe gitti. Buna göre, TL kredi büyümesi %10 ile %20 arasında olan bankalar için TL zorunlu karşılık oranlarının, 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduat/katılım fonu ve 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler hariç tüm vade dilimlerinde %2 olarak uygulanacağı belirtildi. Uygulanan oranlar diğer bankalar için vadesiz ve 3 aya kadar vadeli mevduata ve 1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler için %7, 6 aya kadar vadeli mevduat için %4, 3 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler için %3,5 düzeyinde olmaya devam edecek. Ayrıca, mevcut durumda Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanan %13 faiz/nema oranının, kredi büyümesi %10 ile %20 arasında gerçekleşen bankalar için %15, diğer bankalar için %5 olarak dikkate alınacağı ifade edildi. Yeni uygulama ile ilk aşamada piyasaya yaklaşık 5,4 milyar TL ve 2,9 milyar USD karşılığı altın ve döviz likiditesi verildiği tahmin ediliyor.

Küresel risk algısında kötüleşme...

Ticaret savaşı, ABD'nin resesyona gireceği yönündeki endişeler ile Hong Kong ve Arjantin'deki siyasi gelişmeler Ağustos ayı genelinde risk algısının olumsuz seyretmesine neden oldu. Öte yandan, Arjantin'de hükümetin ülkede faaliyet gösteren şirketlere piyasadan döviz alması ve ülke dışına para çıkarması için merkez bankasından izin alma zorunluluğu getirmesinin etkisi oldukça sınırlı kaldı.

Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi Ağustos'ta 66 bp yükseldi.

Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi Ağustos ayında 66 baz puan yükselerek 422 düzeyine çıktı. Ticaret savaşı endişelerindeki artışın ve 19 Ağustos'taki zorunlu karşılık düzenlemesinin de etkisiyle ay ortasında satış baskısı altında kalan TL, izleyen günlerde risk iştahındaki artışla birlikte kayıplarını büyük ölçüde telafi etti. Bu gelişmelerle TL döviz sepeti karşısında Ağustos ayını %4,2 kayıpla tamamladı.

BIST-100 endeksi 100 binin altına geriledi.

Temmuz ayı sonundan itibaren küresel risk iştahındaki sert düşüş paralelinde BIST-100 endeksi gerileme eğilimine girdi. 22 Ağustos'ta 94.349 ile son 2 ayın en düşük seviyesine indikten sonra gelen alımlarla kayıplarını bir miktar telafi eden endeks, Ağustos ayını %5,3 kayıpla 96.718 düzeyinde tamamladı.

BIST-100 ve GOÜ Borsaları Endeksi

(31.12.18=100)

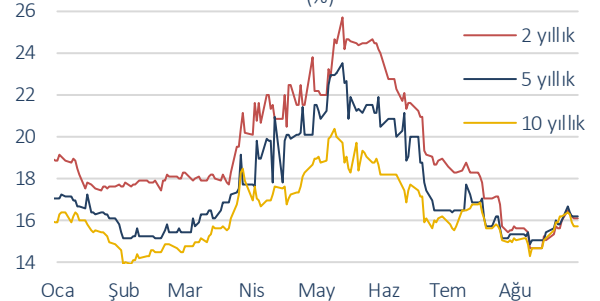


Gösterge tahvilin faizi Ağustos'ta yükseldi.

Mayıs ayından itibaren aşağı yönlü bir seyir izleyen tahvil getirilerinin bu seyri Ağustos ayında sona erdi. TCMB'nin kredi büyümesini teşvik eden zorunlu karşılık adımının yanı sıra Suriye'de artan jeopolitik gerilim de tahvil piyasasında satışları beraberinde getirdi. Böylece, 2 yıl vadeli gösterge tahvilin bileşik faizi Ağustos ayını 51 baz puanlık yükselişle %16,49 düzeyinden tamamladı.

Gösterge Tahvil Faiz Oranları

(%)



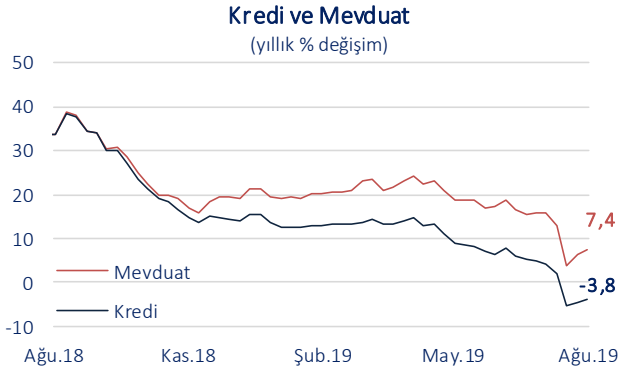
Mevduat hacmi 2.334 milyar TL düzeyinde gerçekleşti.

BDDK tarafından yayımlanan Haftalık Bülten verilerine göre, 23 Ağustos itibarıyla mevduat hacmi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %7,4, 2018 sonuna göre %14,2 artış kaydederek 2.334 milyar TL düzeyine çıktı. Mevduat hacmindeki yıllık artışın bu dönemde YP mevduattaki ivme kaybına bağlı olarak zayıf kaldığı görüldü. TP mevduat hacmi aynı dönemde %4,6 oranında yükselirken, USD bazında YP mevduatı %14,1 arttı.

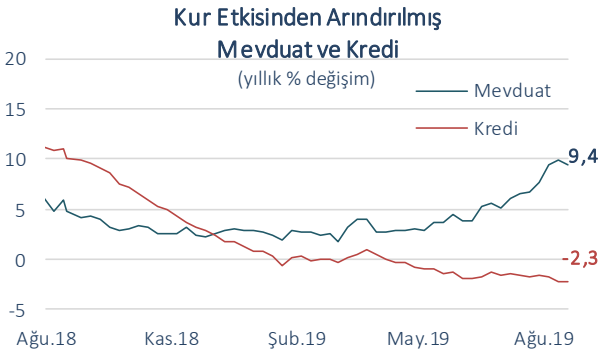
Kredi hacmi yıllık bazda geriliyor.

Mayıs ayından bu yana gerileyen yıllık kredi hacmindeki artış hızı Ağustos ayı itibarıyla negatife döndü. BDDK tarafından yayımlanan Haftalık Bülten verilerine göre, 23 Ağustos haftasında toplam kredi hacmi yıllık bazda %3,8 oranında daralarak 2.515 milyar TL'ye geriledi. Bu dönemde TP krediler %0,6 ile sınırlı oranda düşerken, yılbaşından bu yana gerileyen USD bazında YP krediler %4,6 azalışla 176 milyar USD oldu.

Yılsonuna göre toplam kredi hacmi %5,1 yükselirken, TP krediler %4,8 artış kaydetti. USD bazında YP kredilerdeki düşüş hızlanarak %3,3 düzeyine çıktı.

**Kur etkisinden arındırılmış veriler...**

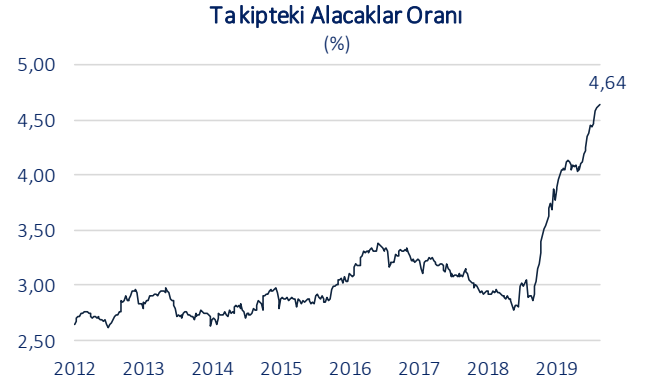
Kur etkisinden arındırılmış verilere göre, 23 Ağustos itibarıyla mevduat hacmi yıllık bazda %9,4 yükseldi. Kredi hacmi ise aynı dönemde %2,3 gerileyerek serinin en hızlı düşüşünü kaydetti.

**Taşıt kredilerindeki yıllık düşüş %17,2'ye ulaştı.**

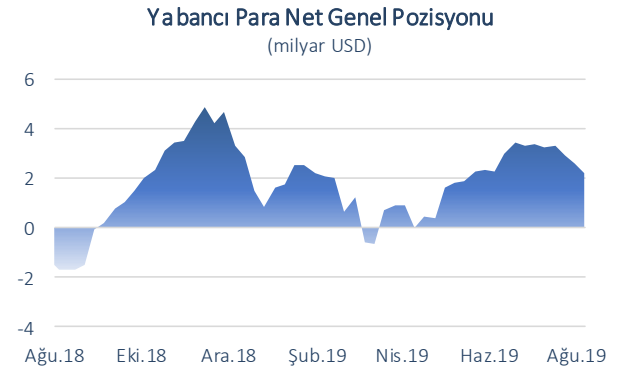
Bireysel kredi kartları hariç tüketici kredilerinde yılbaşından bu yana görülen daralma Ağustos ayında da devam etti. 23 Ağustos itibarıyla tüketici kredileri yıllık bazda %3,5 oranında geriledi. Tüketici kredilerinin alt kalemleri incelendiğinde, otomobil pazarındaki zayıf görünümün etkisiyle taşıt kredilerindeki düşüşün hız kazanarak %17,2 düzeyine çıktığı, konut kredilerindeki daralmanın %10,1 olduğu gözlemlendi. Öte yandan ihtiyaç kredilerinin toparlanma sürdü. Nitekim ihtiyaç kredileri yıllık bazda %3,2 ile 2018 sonundan bu yana en hızlı artışını kaydetti.

Takipteki alacaklar oranı Mayıs 2010'dan bu yana en yüksek seviyede...

Takipteki alacaklar oranındaki yükselme eğilimi 23 Ağustos haftasında da sürdü. Söz konusu oran bu dönemde %4,64 ile Mayıs 2010'dan bu yana en yüksek düzeye çıktı. Aynı tarih itibarıyla söz konusu oran bireysel kredilerde %3,79, ticari kredilerde %4,85 olarak kaydedildi.

**Yabancı para net genel pozisyonu...**

Yabancı para net genel pozisyonu 23 Ağustos itibarıyla bilanço içi kalemlerde (-)43.026 milyon USD, bilanço dışında ise (+)45.215 milyon USD oldu. Böylece, bankacılık sektörü yabancı para net genel pozisyonu (+)2.190 milyon USD düzeyinde gerçekleşti.



Genel Değerlendirme

Ağustos ayında ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşına ilişkin gelişmeler gündemde ön plana çıktı. ABD ve Çin Hükümetleri tarafından karşılıklı olarak alınan yeni kararlar gerilimin artmasına neden olurken, iki ülke arasındaki görüşmelerin Ekim ayında devam edeceğinin açıklanması olumlu bir gelişme olarak kayda geçti.

Eylül ayında Fed ve ECB'nin yapacağı toplantılar yakından izlenecek. Temmuz ayında 11 yılın ardından politika faizini indiren Fed'in Eylül ayı toplantısında da faiz oranını 25 baz puan indireceği tahmin ediliyor. ECB'nin de Eylül'deki toplantısında ekonomiyi canlandırmak amacıyla faiz indirimi, sözlü yönlendirmede değişiklik ve bankaları negatif faizden koruyacak bir destek mekanizması üzerinde çalıştığı ifade ediliyor.

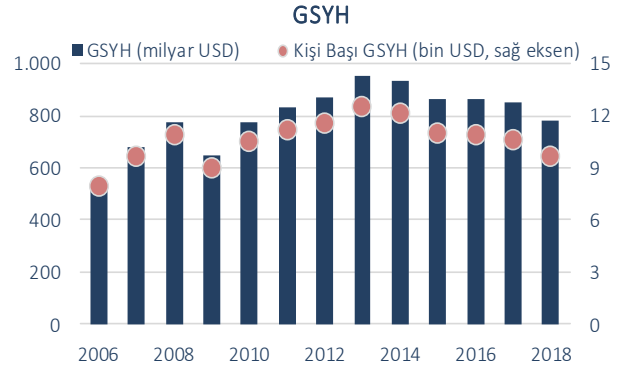
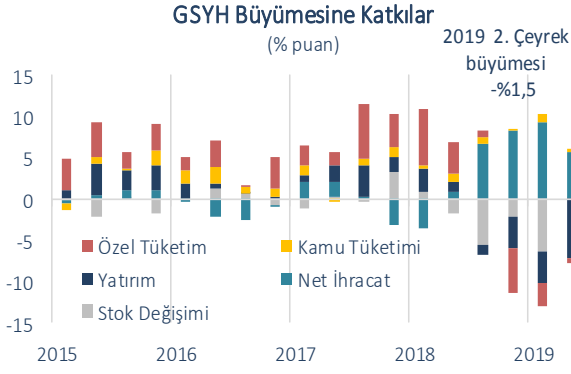
Yurt içinde iktisadi faaliyetteki daralma ivme kaybetmekle birlikte yılın ikinci çeyreğinde de sürdü. Bu dönemde, net ihracat büyümeye en yüksek katkıyı söylerken, yatırım harcamalarındaki düşüşün hız kazanması dikkat çekti. Yatırım harcamalarındaki zayıf seyir fiyat istikrarının sağlanmasının önemine işaret ediyor.

Ağustos ayında enflasyonda aşağı yönlü seyrin devam etmesi olumlu bir gelişme olarak kayda geçti. Yıllık TÜFE enflasyonunun önümüzdeki aylarda tek haneli seviyelere yakınsayacağı; ancak, yılın son aylarında yeniden yükselme eğilimine gireceği öngörümüzü koruyoruz. Ayrıca, geçici dış ticaret verilerine göre dış ticaret açığındaki genişleme Ağustos ayında önemli ölçüde azaldı. Buna paralel olarak, 12 aylık cari dengenin birkaç ay daha fazla verdikten sonra yeniden açık vermeye başlayacağı anlaşılıyor.

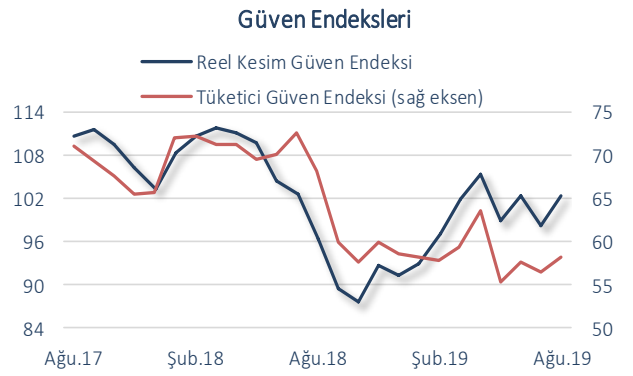
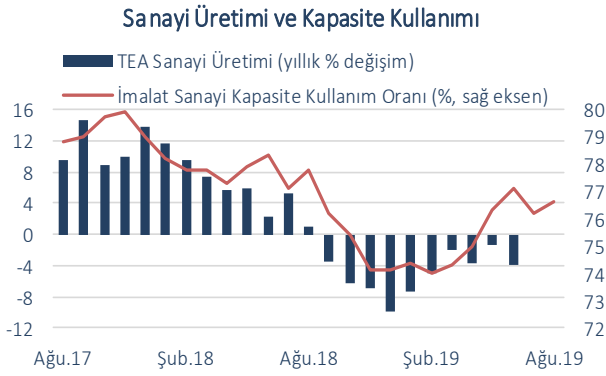
Tahminlerimiz (%)	2018 (G)	2019
Büyüme	2,6	1,0
Cari Açık/GSYH	3,5	1,5
Enflasyon (yılsonu)	20,3	14,0

(G) Gerçekleşme

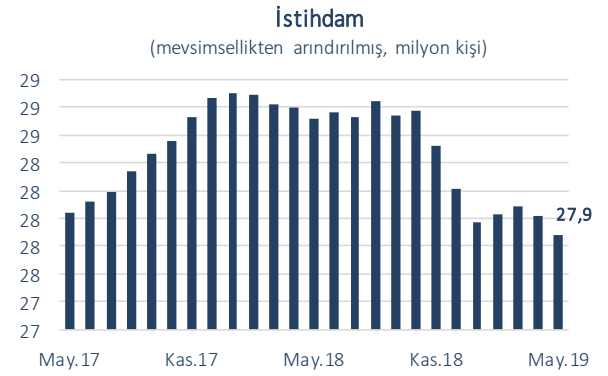
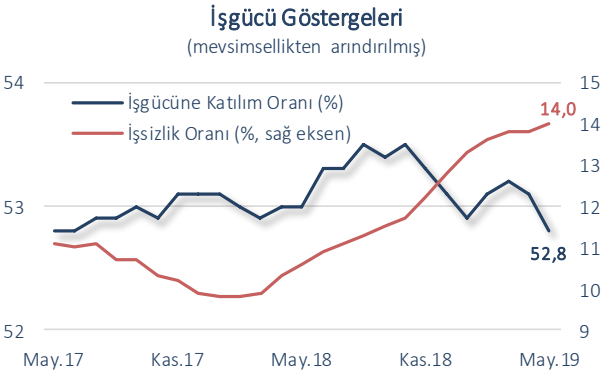
Büyüme



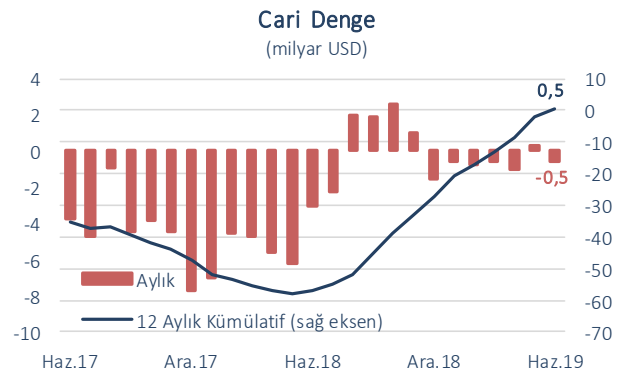
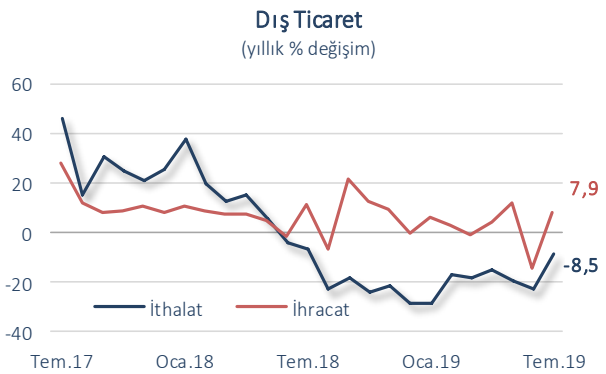
Öncü Göstergeler



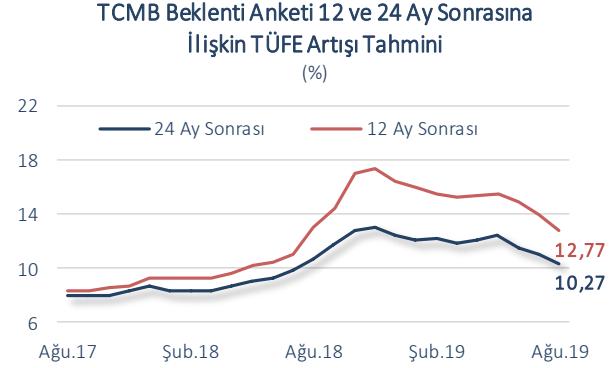
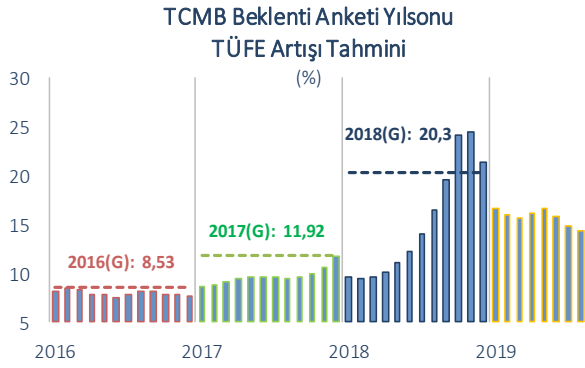
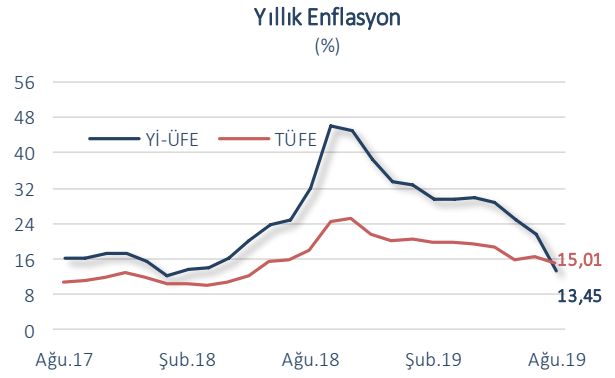
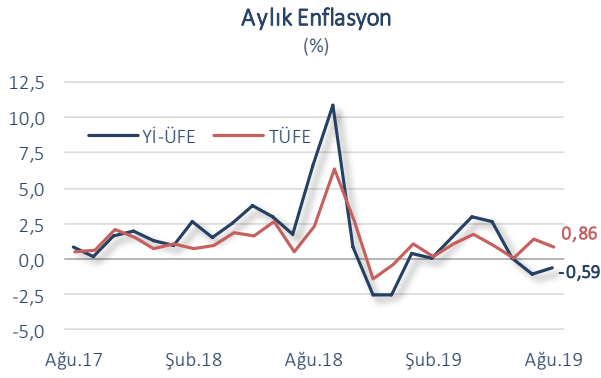
İşgücü Piyasaları



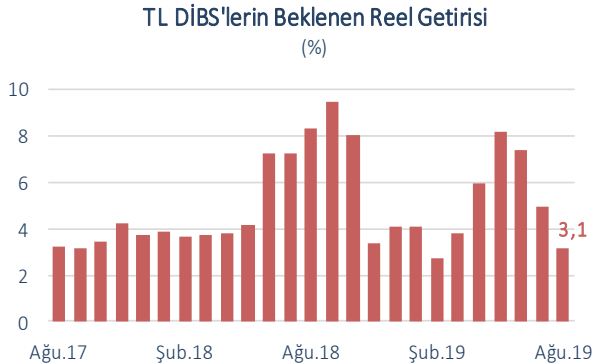
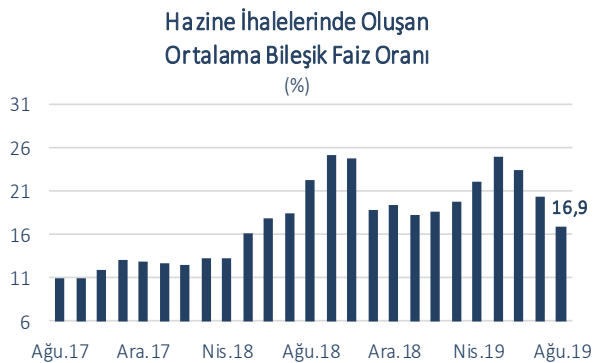
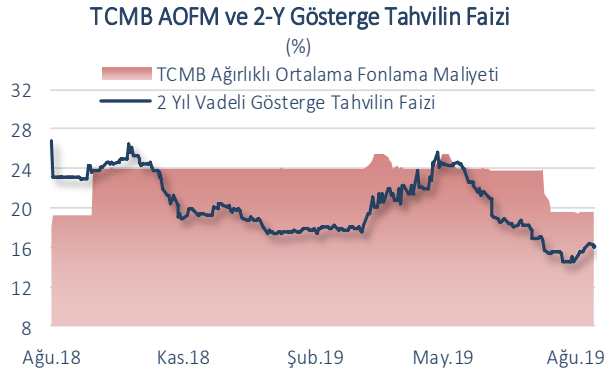
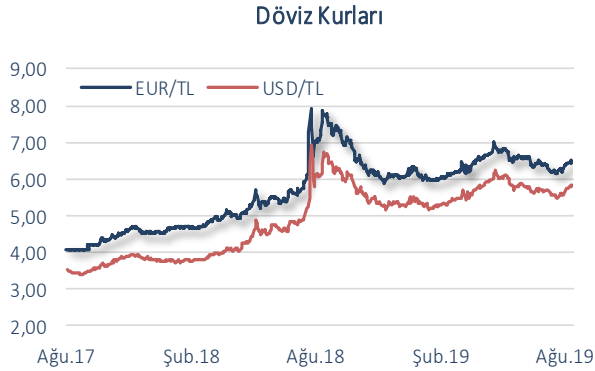
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi



Enflasyon Göstergeleri



Döviz ve Tahvil Piyasaları



Türkiye Ekonomisi - Makroekonomik Göstergeler

Büyüme	2014	2015	2016	2017	2018	19-Ç1	19-Ç2	
GSYH (milyar USD)	935	862	863	853	789	172	175	
GSYH (milyar TL)	2.045	2.339	2.609	3.111	3.724	921	1.024	
Büyüme Oranı (%)	5,2	6,1	3,2	7,5	2,8	-2,4	-1,5	
Enflasyon (%)						Haz.19	Tem.19	Ağu.19
TÜFE (yıllık)	8,17	8,81	8,53	11,92	20,30	15,72	16,65	15,01
Yurt İçi ÜFE (yıllık)	6,36	5,71	9,94	15,47	33,64	25,04	21,66	13,45
Mevsimsellikten Arındırılmış İşgücü Piyasası Verileri						Mar.19	Nis.19	May.19
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,2	12,0	9,9	12,8	13,80	13,80	14,00
İşgücüne Katılım Oranı (%)	51,0	51,7	52,4	53,1	53,1	53,20	53,10	52,80
Döviz Kurları						Haz.19	Tem.19	Ağu.19
TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	105,9	99,2	93,6	86,3	76,4	72,2	74,9	76,8
USD/TL	2,3378	2,9189	3,5176	3,7916	5,3199	5,7840	5,5618	5,8263
EUR/TL	2,8288	3,1708	3,7102	4,5530	6,0815	6,5868	6,1925	6,4162
Döviz Sepeti (0,5*EUR+0,5*USD)	2,5833	3,0448	3,6139	4,1723	5,7007	6,1854	5,8771	6,1212
Dış Ticaret Dengesi ⁽¹⁾ (milyar USD)						May.19	Haz.19	Tem.19
İhracat	157,6	143,8	142,5	157,0	167,9	171,3	169,4	170,6
İthalat	242,2	207,2	198,6	233,8	223,0	202,8	198,6	196,9
Dış Ticaret Dengesi	-84,6	-63,4	-56,1	-76,8	-55,1	-31,5	-29,2	-26,4
Karşılama Oranı (%)	65,1	69,4	71,8	67,1	75,3	84,5	85,3	86,6
Ödemeler Dengesi ⁽¹⁾ (milyar USD)						Nis.19	May.19	Haz.19
Cari İşlemler Dengesi	-43,6	-32,1	-33,1	-47,3	-27,3	-8,4	-1,9	0,5
Finans Hesabı	-43,2	-22,7	-22,0	-46,7	-8,1	7,3	11,1	9,9
Doğrudan Yatırımlar (net)	-6,3	-14,2	-10,8	-8,8	-9,4	-10,0	-9,8	-9,3
Portföy Yatırımları (net)	-20,2	15,5	-6,3	-24,5	3,1	0,8	0,2	1,4
Diğer Yatırımlar (net)	-16,2	-12,1	-5,7	-5,2	8,5	31,0	29,4	22,0
Rezerv Varlıklar (net)	-0,5	-11,8	0,8	-8,2	-10,4	-14,6	-8,8	-4,3
Net Hata ve Noksan	0,5	9,5	11,1	0,6	19,0	15,6	13,0	9,3
Cari İşlemler Açığı/GSYH (%)	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-3,5	-	-	-
Bütçe Gerçekleşmeleri ⁽²⁾⁽³⁾ (milyar TL)						May.19	Haz.19	Tem.19
Harcamalar	448,8	506,3	584,1	678,3	830,5	414,0	481,6	565,1
Faiz Harcamaları	49,9	53,0	50,2	56,7	74,0	46,4	50,7	58,5
Faiz Dışı Harcamalar	398,8	453,3	533,8	621,6	756,5	367,6	430,8	506,6
Gelirler	425,4	482,8	554,1	630,5	757,8	347,5	403,0	496,4
Vergi Gelirleri	326,2	352,5	407,8	459,0	536,6	262,9	307,7	366,1
Bütçe Dengesi	-23,4	-23,5	-29,9	-47,8	-72,6	-66,5	-78,6	-68,7
Faiz Dışı Denge	26,5	29,5	20,3	8,9	1,3	-20,1	-27,8	-10,2
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-1,1	-1,0	-1,1	-1,5	-1,9	-	-	-
Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (milyar TL)						May.19	Haz.19	Tem.19
İç Borç Stoku	414,6	440,1	468,6	535,4	586,1	664,5	676,2	680,8
Dış Borç Stoku	197,9	238,1	291,3	341,0	480,6	556,6	543,6	535,0
Toplam Borç Stoku	612,5	678,2	760,0	876,5	1.067,1	1.221,1	1.219,8	1.215,8

(1) 12 aylık kümülatif

(2) Yılbaşından itibaren kümülatif

(3) Veriler Merkezi Yönetim Bütçesi'ne göredir.

BDDK Tarafından Açıklanan Aylık Bülten Verilerine Göre Bankacılık Sektörü

(milyar TL)	2014	2015	2016	2017	2018	Haz.19	Tem.19	Değişim ⁽¹⁾
AKTİF TOPLAMI	1.994	2.357	2.731	3.258	3.867	4.234	4.170	7,8
Krediler	1.241	1.485	1.734	2.098	2.395	2.540	2.490	3,9
TP Krediler	881	1.013	1.131	1.414	1.439	1.508	1.512	5,1
Pay (%)	71,0	68,2	65,2	67,4	60,1	59,4	60,7	-
YP Krediler	360	472	603	684	956	1.032	977	2,2
Pay (%)	29,0	31,8	34,8	32,6	39,9	40,6	39,3	-
Takipteki Alacaklar (brüt)	36,4	47,5	58,2	64,0	96,6	116,2	119,6	23,8
Takipteki Alacaklar Oranı (%)	2,9	3,1	3,2	3,0	3,9	4,4	4,6	-
Menkul Değerler	302	330	352	402	478	586	590	23,4
PASİF TOPLAMI	1.994	2.357	2.731	3.258	3.867	4.234	4.170	7,8
Mevduat	1.053	1.245	1.454	1.711	2.036	2.273	2.260	11,0
TP Mevduat	661	715	845	955	1.042	1.041	1.073	3,0
Pay (%)	62,8	57,4	58,1	55,8	51,2	45,8	47,5	-
YP Mevduat	391	530	609	756	994	1.231	1.187	19,4
Pay (%)	37,2	42,6	41,9	44,2	48,8	54,2	52,5	-
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	89	98	116	145	174	204	194	11,4
Bankalara Borçlar	293	361	418	475	563	565	551	-2,2
Repodan Sağlanan Fonlar	137	157	138	99	97	161	121	24,5
ÖZKAYNAKLAR TOPLAMI	232	262	300	359	421	449	455	8,0
Net Dönem Kârı/Zararı	24,6	26,1	37,5	49,1	53,5	24,8	28,2	-
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	60,0	59,7	-
Menkul Kıymet/Aktifler	15,2	14,0	12,9	12,3	12,4	13,8	14,1	-
Mevduat/Pasifler	52,8	52,8	53,2	52,5	52,6	53,7	54,2	-
Krediler/Mevduat	117,9	119,2	119,3	122,6	117,6	111,8	110,1	-
Sermaye Yeterliliği	16,3	15,6	15,6	16,9	17,3	17,7	18,2	-

(1) Yıllonuna 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.