KPMG

Bakış

Türkiye ve Dünya Ekonomisinde Makro Gelişmeler

Sayı 9
Ocak 2018

kpmg.com.tr

İçindekiler

Dünya

Küresel ekonomide genel görünüm 5

Fed yeni başkanla yola devam edecek 6

Tartışmalı vergi reformu onaylandı 7

Euro Bölgesi'nde iyileşme devam ediyor 8

Gelişmekte olan ülkeler yüksek büyümeyi sürdürüyor 9

Dünya ticaretinde güçlenme devam ediyor 10

Türkiye

Türkiye ekonomisinde genel görünüm 13

İnşaat ve makine yatırımlarında hızlı artış 14

2018'de büyümede yavaşlama bekleniyor 15

9 ayda 1,2 milyon yeni istihdam 16

Bütçe açığı hedefin altında kaldı 17

Dış ticaret açığı hızlı genişledi 18

Turizm gelirlerinde yüzde 19,4 artış 19

Cari açık yılı 43 milyar doların üzerinde kapatacak 20

Portföy yatırımları önemini koruyor 21

Yurtdışı kredi borcu 235 milyar doları aştı 22

Çekirdek enflasyon yükselişte 23

TÜFE'de tek haneye dönüş gecikebilir 24

Merkez'in hamleleri, TL'de değer kaybını sınırladı 25

Tahvil faizleri hafif geriledi 26

BIST-100'de yıllık kazanç %47,7 oldu 27

Bankacılık sektöründeki büyüme yavaşladı 28

Mevduat ve kredi faizlerinde kayda değer artış 29

Sonuç 30

2018 beklentileri 31

Bakış hakkında 32

KPMG

Genel değerlendirme

Küresel ekonomi, dünya ticaretinde korumacı reflekslerin artmasına rağmen 2017'yi başarılı bir performansla kapattı. ABD, AB ve Çin gibi dünya ekonomisine yön veren pek çok ülke ile birlikte, aralarında Türkiye'nin de olduğu gelişmekte olan ülkeler 2017'de ekonomide yükselen bir ivme tutturdu. Bu durum, henüz ilk günlerini yaşadığımız 2018 yılı için de beklentileri olumlu şekillendiriyor.

2018 yılında dünya ekonomisine ilişkin büyüme tahminini yüzde 3,7 olarak açıklayan Uluslararası Para Fonu (IMF), dünya genelindeki döngüsel büyümenin devam edeceği öngörüsünde bulunuyor. Küresel ticaret hacmi 2017'nin üçüncü çeyreğinde, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,7'lik bir artışa imza attı. Bununla birlikte geçen yıl dünya genelinde hisse senetlerinin değerinde yüzde 20'yi aşan bir artış yaşanırken, gelişmekte olan ekonomilerin hisse senetlerindeki yükseliş yüzde 34,3 gibi önemli bir orana ulaştı.

Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmanın sürmesi, ABD Başkanı Trump'ın en önemli seçim vaatlerinden biri olan vergi reformunun onaylanması ve küresel ekonominin belirleyici kurumlarından biri pozisyonundaki Amerikan Merkez Bankası (Fed) başkanlığına Trump'a yakınlığı ile bilinen Fed başkan yardımcısı Jerome Powell'in atanması, 2017'de dünya piyasaları tarafından yakından izlendi. Yeni dönemde ise jeopolitik gelişmelerin ekonomik aktiviteye etkisi ve küresel dış ticaretin ritmi, yakından izlenmesi gereken parametreler olarak öne çıkıyor.

Türkiye'nin en büyük ticaret ortağı olan Euro Bölgesi de son yıllarda yakaladığı büyüme ivmesini sürdürüyor. 2017 üçüncü çeyrekte Euro Bölgesi GSYH yıllık büyüme hızı ikinci çeyrekteki yüzde 2,4'ten, 2,6'ya yükseldi. Buna karşın bölgede enflasyon ılımlı seyrini koruyor.

Gelişmiş ekonomilerdeki olumlu seyir, gelişmekte olan ülke ekonomilerine de pozitif katkı sağlamaya devam ediyor. 2017 ikinci çeyrekte yüzde 5,2 olan gelişmekte olan ekonomilerin yıllık büyüme hızı, 2017 üçüncü çeyrekte son dört yılın zirvesi olan yüzde 5,4'e yükseldi. Üçüncü çeyreği yüzde 11,1 gibi rekor bir büyüme ile kapatan Türkiye ise 2017 genelinde yüzde 7'nin üzerinde bir büyümeye imza atmaya hazırlanıyor.

Tüm bu veriler, 2018'in küresel ticaret ve piyasalar açısından "olumlu" geçeceğine işaret etse de, halihazırda siyasi ve diplomatik gelişmelerin dünya ekonomisinde tersine bir rüzgar estirmesi ihtimali de mevcut. Piyasa değeri 600 milyar doları bulan kripto para ile birlikte Endüstri 4.0'ın hem ülkemizde hem de dünya ekonomisinde yaratacağı etkileri de takip etmekte fayda var.

Bir önceki sayımızda da vurguladığımız gibi, ABD-Kuzey Kore geriliminin nükleer silahların kullanılmasına ilişkin bir restleşmeye dönüşmesi, İran, Irak ve Suriye'de IŞİD sonrası döneme ilişkin belirsizlikler ve dünya genelinde giderek yaygınlaşan otokratik yönetimlerin siyasette yarattığı kutuplaşma atmosferi, olumlu seyreden ekonomik işleyişin önündeki en önemli fay hatları durumunda. Dolayısıyla 2018 yılı, bir yandan küresel çapta ekonomik faaliyetlerin hızlanacağı, diğer yandan gerilimli bir dış politika ve bölgesel kamplaşmaların yoğunlaşacağı bir yıl olacak gibi gözüküyor.

KPMG Türkiye ailesi olarak, yeni yılda başta ülkemiz olmak üzere tüm dünyada barışın, huzurun ve refahın egemen olmasını diliyoruz.

İyi okumalar diliyorum,

Murat Alsan
KPMG Türkiye Başkanı

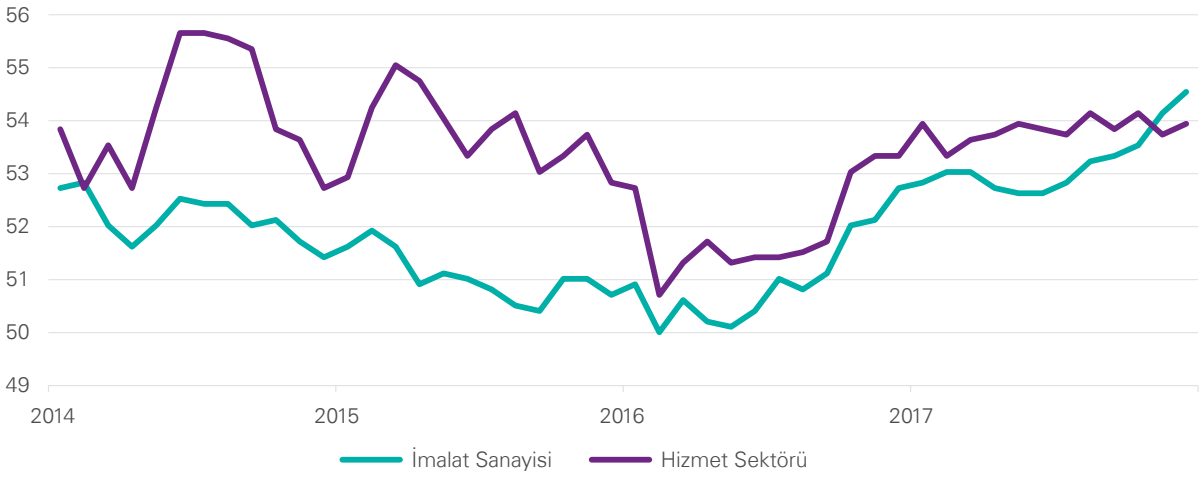
Dünya

KPMG

Küresel ekonomide genel görünüm

- 2017 yılına politik ve jeopolitik belirsizliklerle başlayan dünya ekonomisi, yıl boyunca genel olarak pozitif sinyaller verdi. Korumacı dış ticaret politikalarının artmasına rağmen dünya ticaret hacminde büyüme sürdü. Makroekonomide açıklanan olumlu veriler, sermaye akımlarını desteklese de jeopolitik gerilimler dünya ekonomisindeki iyimserliği kısmen sınırlayan unsur olarak önemini korudu.
- 2017 yılında dünya genelini temsil eden hisse senetleri endeksi yüzde 21,6 değer kazanırken gelişmekte olan ekonomilerin hisse senetlerindeki yükseliş yüzde 34,3 olarak gerçekleşti. Yıl genelinde dolar endeksi yüzde 9,9 gerilerken, gelişmekte olan ekonomilerin para birimleri ortalamada dolar karşısında yüzde 5,7 değer kazandı. Brent tipi ham petrol fiyatı yüzde 17,7 yükselirken küresel büyümenin desteği ile endüstriyel metal fiyatlarında yıllık yükseliş yüzde 31,7'yi buldu.
- Küresel ekonomide yakalanan ivme, 2018 için de beklentilerin iyimser olmasını sağlıyor. Bu doğrultuda, IMF 2018 yılında dünya büyümesinin 2017'deki yüzde 3,6'dan 3,7'ye hafif yükseleceğini ve dünya genelindeki döngüsel büyümenin devam edeceğini öngörüyor. Bununla birlikte IMF, kısa vadedeki makroekonomik ve politik riskler ile uzun vadedeki yapısal sorunların önemini koruduğunu hatırlatarak temkinli olmayı elden bırakmamak gerektiğinin altını çiziyor.

Küresel Satın Alma Yöneticileri Endeksleri (PMI)



Kaynak: Bloomberg, investing.com

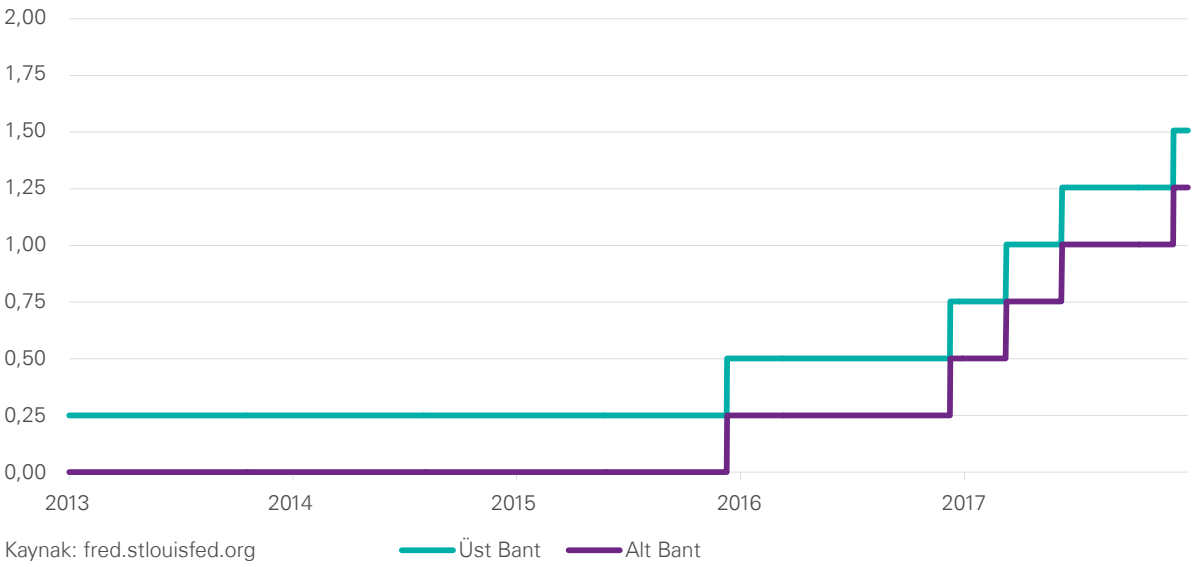
Dolar endeksi

Kaynak: Bloomberg, investing.com

Fed yeni başkanla yola devam edecek

- Uzun tartışmaların ardından Janet Yellen'ın 3 Şubat 2018'de görev süresini doldurmasının ardından ABD Merkez Bankası'nın (Fed) başkanlığına Fed'in başkan yardımcılarından Jerome Powell'ın getirilmesine karar verildi. Fed'de 2012'den bu yana görev alan Powell döneminde para politikasında radikal bir değişiklik beklenmese de Yellen dönemine kıyasla biraz daha şahin olabileceği düşünülüyor.
- Ülkeden son gelen veriler ise ekonomik aktivitedeki canlılığa karşın enflasyonun ılımlı seyrettiğini gösteriyor. GSYH büyüme ivmesi yüzde 3'ün üzerine çıkarken, temel enflasyon göstergeleri yüzde 2'lik hedef ile uyumlu seyrederek agresif bir faiz artırımından ziyade kademeli sıkılaşma patikasını teyit ediyor.
- Bu dinamikler ışığında Fed Aralık toplantısında politika faizlerini 25 baz puan artırdı. Fed başarılı bir iletişimle finansal piyasalarda kalıcı bir oynaklık artışına yol açmadan yıl içindeki üçüncü faiz artırımını gerçekleştirirken, 2018'de de benzer bir politika izleyeceğinin sinyalini veriyor.

Fed politika faizleri

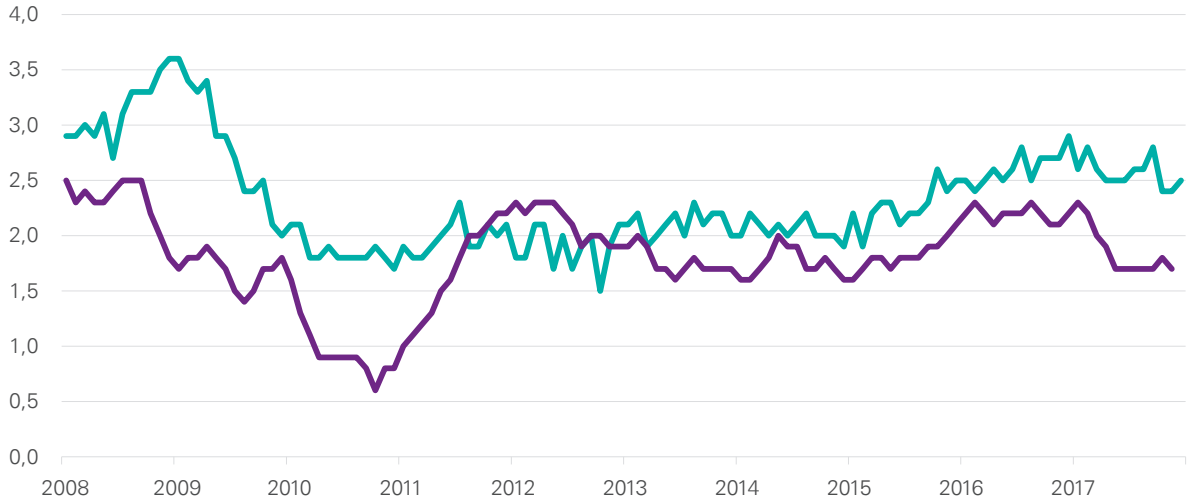


Kaynak: fred.stlouisfed.org

Tartışmalı vergi reformu onaylandı

- ABD'de vergi reformu, Senato ve Temsilciler Meclisi'nde kabul edildikten sonra 2018 başında uygulamaya geçilmek üzere Başkan Donald Trump tarafından onaylandı. Düzenleme ile ABD'de iş dünyası ve hane halkına yönelik birtakım vergisel kolaylık sağlanırken, ABD Ortak Vergi Komitesi (Joint Committee on Taxation) düzenleme ile gelecek 10 yıllık dönemde GSYH'daki büyümenin 0,7 puan yükselebileceğini öngörüyor. Bununla birlikte, bazı önemli akademisyenlerin, özel ve yarı özel kuruluşların düzenlemenin gerçekten de geniş kesimlerin yararına olup olmadığı ve nihai makroekonomik etkisine yönelik hatırı sayılır endişeleri bulunuyor.
- ABD'de büyüme ve işgücü piyasasındaki toparlanmaya karşın ücretlerin ve enflasyonun yeterince artmıyor oluşu, 2017'nin en önemli tartışma konusuydu. Ancak 2018'de ABD'deki vergi reformunun da desteği ile büyüme ve enflasyonun bir miktar hızlanacağı ve buna bağlı olarak Fed'in faiz artırımlarına devam edeceği öngörülüyor. Enflasyonun beklenenden hızlı artması Fed'in de faiz artırımlarını hızlandırmasına yol açabilecekken ABD ve dünya genelinde finansal piyasalarda çalkantılara neden olabilecek bir risk unsuru olarak önemini koruyor.

ABD'de ücretler ve çekirdek TÜFE (yıllık değişimler-%)

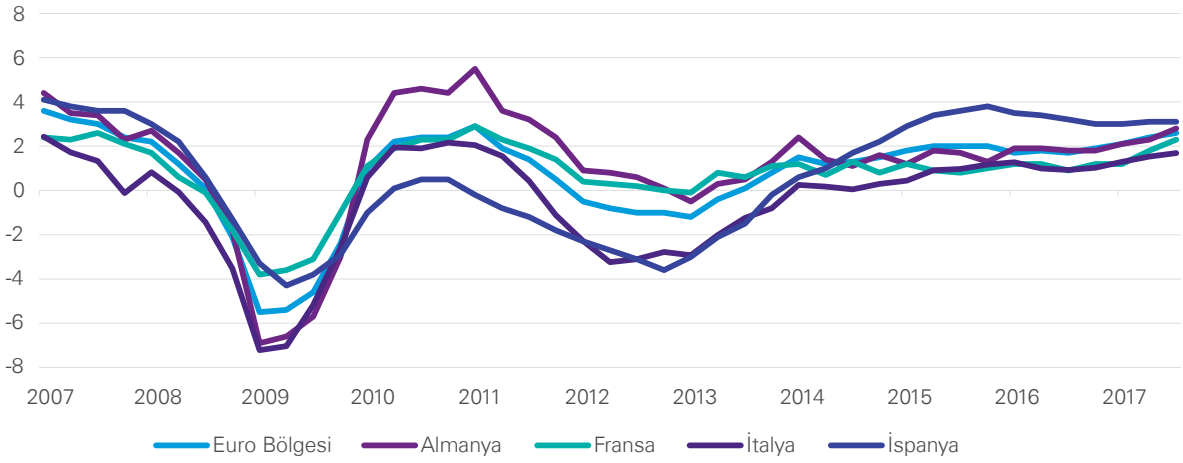


Kaynak: fred.stlouisfed.org — Saatlik Ortalama Ücretler — Çekirdek TÜFE

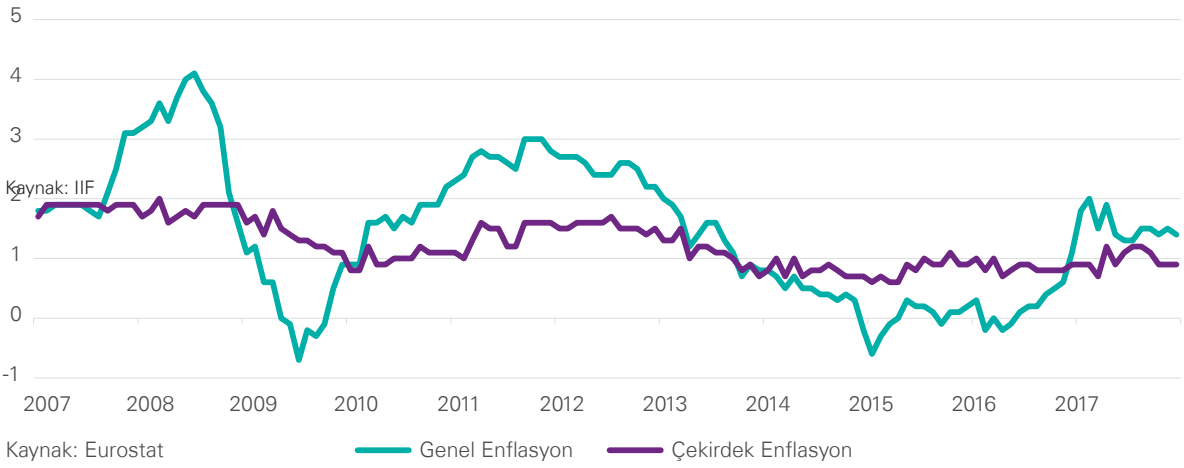
Euro Bölgesi'nde iyileşme devam ediyor

- Euro Bölgesi'nde ekonomilerdeki toparlanma genele yayılmış bir şekilde devam ederken enflasyon dinamikleri hala ılımlı seyrediyor. Bu nedenle Avrupa Merkez Bankası (AMB) para politikası duruşunda temkinli halini koruyor.
- AMB Ekim sonundaki toplantısında beklentiler dahilinde faizleri sabit tutarken, yıl sonuna kadar aylık 60 milyar Euro olarak, sürecek varlık alım programının Ocak 2018'den sonra aylık 30 milyar Euro olarak 2018 Eylül sonuna kadar devam etmesine karar verdi. Ayrıca AMB faizlerin uzun süre düşük tutulacağına yönelik sözlü yönlendirmesini ve vadesi gelecek varlıkların yenileneceğine ilişkin taahhütlerini yineleyerek genişlemeci duruşunu korudu.
- 2017 üçüncü çeyrekte Euro Bölgesi GSYH yıllık büyüme hızı ikinci çeyrekteki yüzde 2,4'ten 2,6'ya yükseldi. Buna karşın bölgede enflasyon ılımlı seyrini koruyor. Genel enflasyon Aralık itibarıyla yüzde 1,4'teyken, çekirdek enflasyon yüzde 0,9 ile hedefle uyumlu patikanın altında seyrediyor.
- Euro Bölgesi'ndeki pozitif seyrin 2018'de devam etmesi bekleniyor. Büyümenin yüzde 2'nin üzerindeki seyrini sürdürmesi öngörülürken, enflasyonda kayda değer bir hızlanma tahmin edilmiyor. Bu nedenle de AMB'nin mevcut destekleyici para politikası duruşunu yıl genelinde koruması bekleniyor.

GSYH yıllık büyüme oranları (%)



Euro Bölgesi yıllık enflasyon oranları (%)



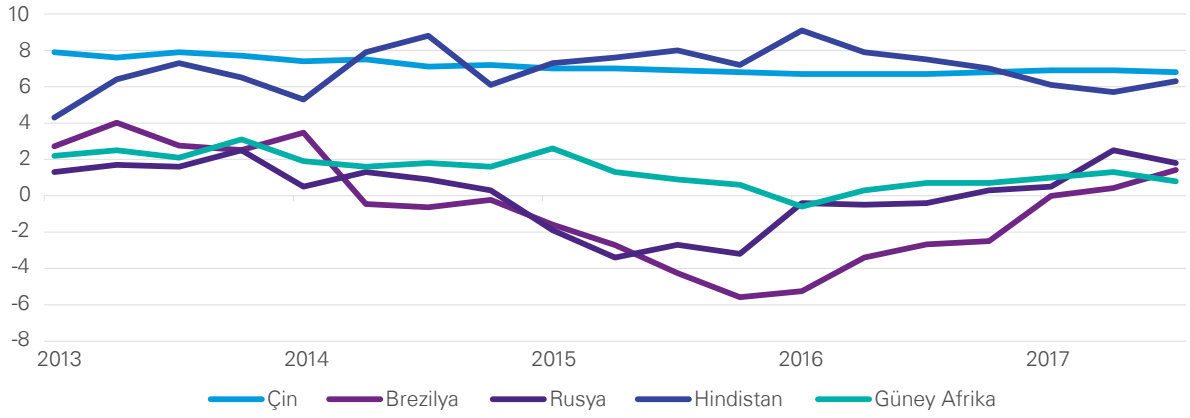
Kaynak: IIF

Kaynak: Eurostat

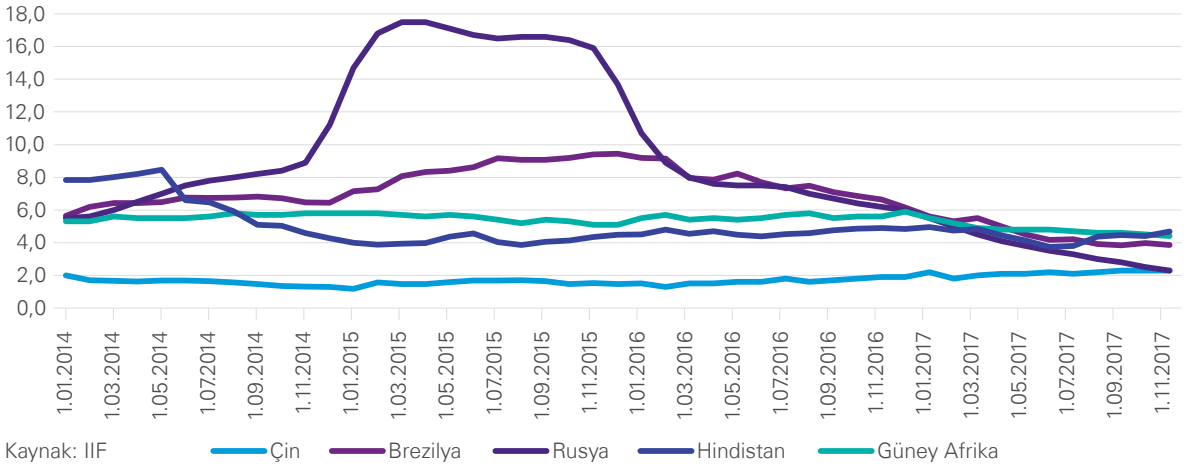
Gelişmekte olan ülkeler yüksek büyümeyi sürdürüyor

- 2016 ortalarından itibaren gelişmiş ekonomilerdeki toparlanma, gelişmekte olan ekonomileri de desteklemeyi sürdürüyor. Bunda emtia fiyatlarında görülen toparlanma ve olumlu seyreden risk iştahının da payı vardı. Gelişmekte olan ekonomilerin büyüme görünümlerindeki iyileşme yıl genelinde bu ülkelere yönelik sermaye akımlarını da hızlandırdı.
- 2017 ikinci çeyrekte yüzde 5,2 olan gelişmekte olan ekonomilerin yıllık büyüme hızı, 2017 üçüncü çeyrekte son dört yılın zirvesi olan yüzde 5,4'e yükseldi. Gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi gelişmekte olan ekonomilerin de pek çoğunda çekirdek enflasyon göstergeleri ılımlı seyrediyor.
- Küresel ticaretteki canlılıkla birlikte, jeopolitik ve politik gerilimlerin derinleşmeyeceği varsayımı ile 2018'de gelişmekte olan ekonomilerin büyüme performanslarını güçlendirmesi bekleniyor. Özellikle Çin ve Hindistan'da büyümenin seyrinin hem bu ülkeler hem de küresel ekonomi açısından kritik önemde olduğu düşünülüyor.

GSYH yıllık büyüme hızları (%)



Çekirdek TÜFE yıllık enflasyon oranları



Kaynak: IIF

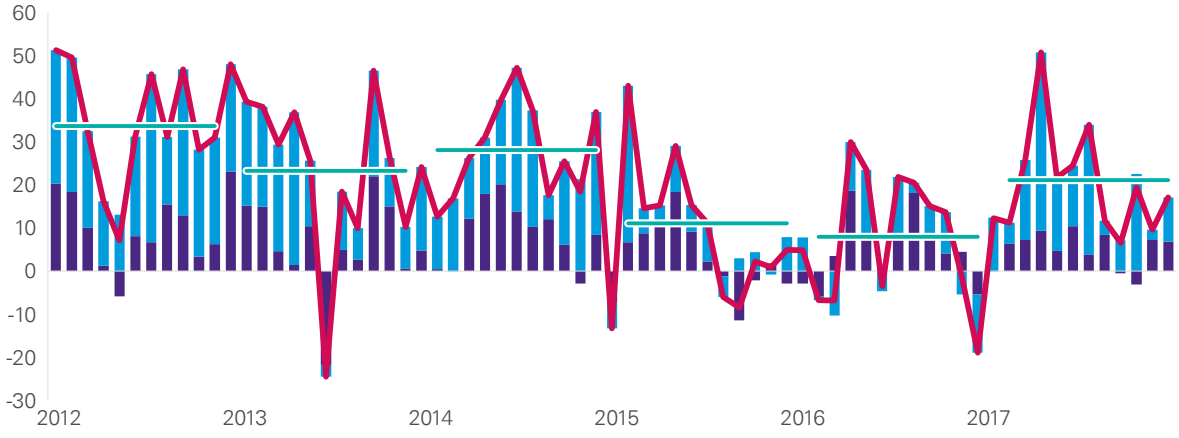
Dünya ticaretinde güçlenme devam ediyor

- 2017 ilk yarıda 2016'nın aynı dönemine göre yüzde 9,2 artan küresel ticaret hacmi, üçüncü çeyrekte daha da güçlenerek yıllık bazda yüzde 10,7 artış kaydetti. Bu dönemde ABD ve Çin'in dış ticaret hacminde bir miktar yavaşlama olsa da Avrupa'daki hızlanmanın kayda değer olduğu görülüyor.
- Dünya ticaretinde korumacı eğilimlerin artmasına ve yüksek seviyedeki jeopolitik gerilimlere rağmen küresel ticaretteki bu canlılık sermaye akımlarını destekliyor. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) nihai olmayan verilerine göre, 2017'nin ilk 11 ayında gelişmekte olan ekonomilere toplamda 231,9 milyar dolarlık portföy yatırımı gerçekleşti. Bunun 60,2 milyar doları hisse senetlerine olurken, 171,6 milyar dolarlık da tahvil ve bono yatırımı yapıldı.
- Mal ve sermaye akımlarındaki bu canlılık dünya büyümesindeki toparlanmanın genele yayılmasını sağlarken, 2018'e ilişkin iyimser beklentileri destekliyor. Büyüme görünümü ve getirilerdeki olumlu beklentilerle sermaye akımlarının 2018'de güçlü seyretmesi öngörülüyor.

	İhracat		İthalat	
	2017 İlk Yarı	2017 Üçüncü Çeyrek	2017 İlk Yarı	2017 Üçüncü Çeyrek
Dünya	**%8,6**	**%10,5**	**%9,8**	**%11,0**
ABD	%6,7	%5,1	%7,2	%4,9
Avrupa	%5,0	%11,6	%5,2	%11,6
Çin	%8,1	%6,5	%18,9	%14,3
Rusya	%29,4	%18,9	%27,2	%20,8

Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü

Gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımları (milyar USD)



Kaynak: Dünya Ticaret Örgütü

Tahvil | Hisse Senedi | Toplam | İlk 11 Ay Ortalamaları

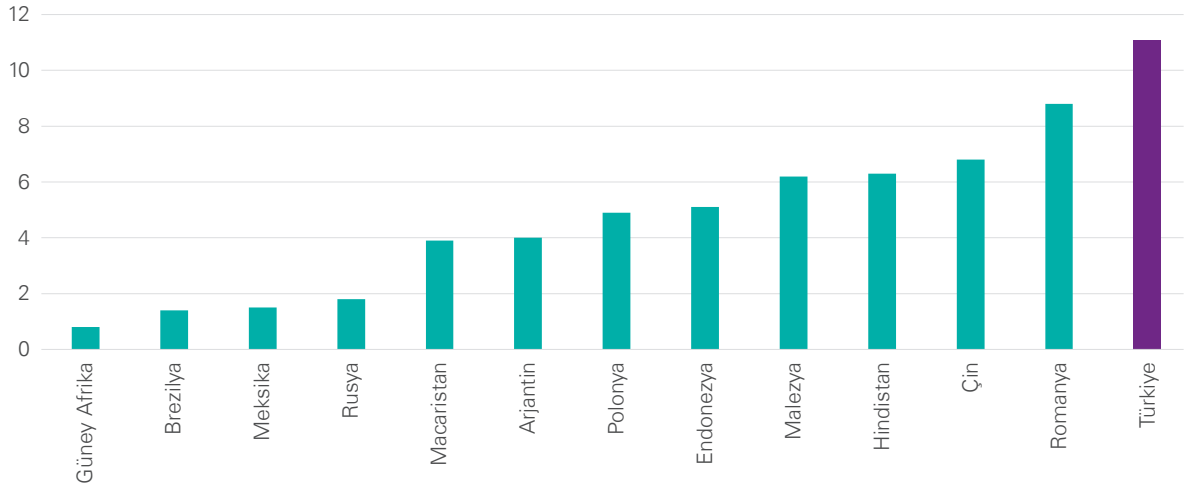
Türkiye

KPMG

Türkiye ekonomisinde genel görünüm

- Türkiye ekonomisi, 2017 yılını beklentilerin oldukça ötesinde güçlü bir şekilde tamamladı. Bunda 2016 sonlarından itibaren alınan tedbirlerin ve küresel ekonominin dayanıklılığının büyük etkisi oldu.
- 2016'daki zayıf büyümenin ardından ilk yarıda büyüme temposunu yüzde 5'in üzerine çıkarmayı başaran Türkiye, üçüncü çeyrekte önceki yılın düşük bazının da etkisi ile yüzde 11,1 ile son altı yılın en hızlı büyümesini yakaladı. Son çeyreğe ilişkin öncü veriler sınırlı bir yavaşlama olsa da yıl genelinde büyümenin yüzde 7'yi aşabileceğine işaret ediyor. 2017'deki performansı ile Türkiye pek çok ekonomiyi geride bırakırken, 2018'de büyümesinin bir miktar yavaşlayarak yüzde 6'nın altına inmesi öngörülüyor.
- Artan dış borç ve cari açık nedeniyle ülkemizin 2018 yılında dış finansman ihtiyacının önemli bir başlık olarak gündemde yerini koruyacağını söyleyebiliriz.
- Ekonomi dışı belirsizlikler yıl genelinde finansal piyasalarda geçici dalgalanmalara yol açsa da büyümedeki bu güçlü sonuçlar ve küresel eğilimlerle hisse senetlerinde yüzde 50'ye yaklaşan artışlar kaydedildi. Ancak döviz kurlarında dış finansman ihtiyacının etkisiyle yukarı yönlü baskı devam etti. Enflasyondaki olumsuz gelişmeler ve Hazine'nin yüklü borçlanmaları nedeniyle faizler yüksek kaldı.
- Büyümedeki hızlanmanın bir diğer sonucu, döviz kurlarındaki oynaklık ve diğer maliyet unsurlarındaki artışlarla birlikte enflasyon cephesinde görüldü. Kasım'da yüzde 13'e dayanan tüketici enflasyonu yılı yüzde 11,92'de tamamladı. Önümüzdeki aylarda geçen yılın yüksek bazı nedeniyle genel enflasyonda iki-üç puan gerileme bekleniyor. Ancak çekirdek göstergeler ve maliyet baskısı 2018'de enflasyondaki iyileşmenin sınırlı kalabileceğine işaret ediyor.

2017 üçüncü çeyrek GSYH büyümeleri (%)

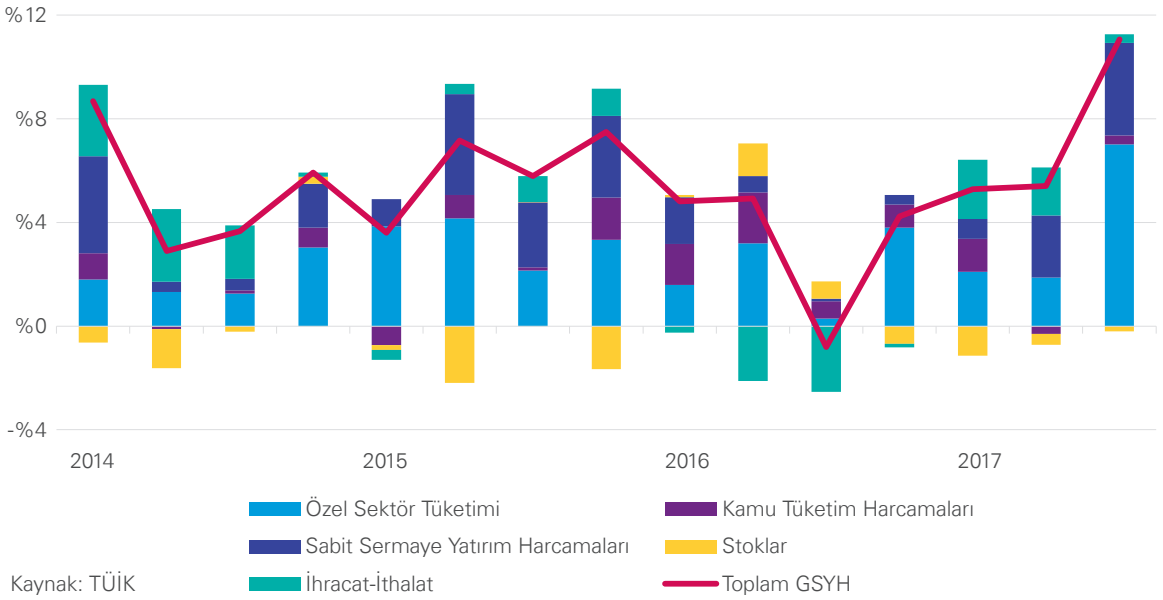


Kaynak: The Economist

İnşaat ve makine yatırımlarında hızlı artış

- Ekonomide geçen yılın düşük bazının etkisiyle tüm alt harcama gruplarında hızlı büyüme kaydedilirken, net dış talepten gelen pozitif katkı üçüncü çeyrek verilerindeki en beklenmedik sonuç oldu.
- Sabit sermaye yatırım harcamaları içerisinde inşaat yatırımlarına ek olarak, makine ve teçhizat yatırımı harcamalarının da hızlı artış göstermesi bir diğer olumlu nokta olarak öne çıktı.
- Ancak yılın ilk 9 ayında belediyelere verilen yapı inşaat ruhsatı ile yapı kullanım (iskan) ruhsatı ve ilk defa satılan konut sayısı arasındaki makasın oldukça açık olduğu görünüyor. 2016 yılının aynı dönemine göre, verilen yapı inşaat ruhsatı sayısı yaklaşık yüzde 57, yapı kullanım ruhsatı sayısı yüzde 11, ilk defa satılan konut sayısı ise yüzde 9 artış gösterdi.
- Sektörel bazda bakıldığında, tarımın yıllık büyümeye 0,4 puan ile sınırlı katkı yaptığı görüldü. Finans ve sigortacılık dışındaki diğer sektörlerin tümünden ise pozitif katkı geldi.
- Böylece ilk üç çeyrekte GSYH, 2016'nın aynı dönemine göre yüzde 7,4 büyüyerek potansiyelinin üzerine yükseldi.

Yıllık büyümeye katkılar

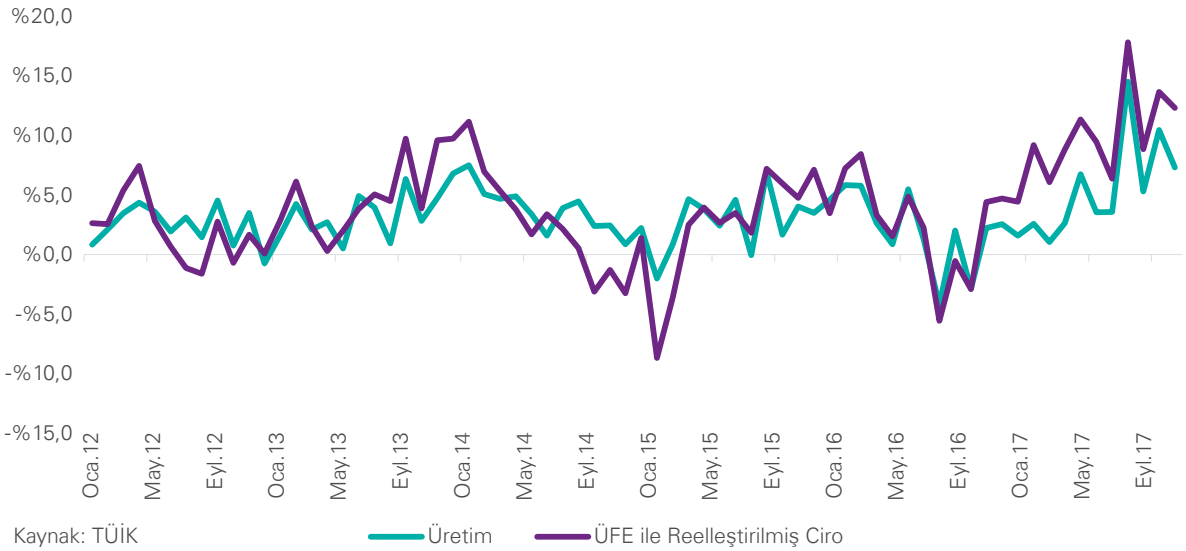


Kaynak: TÜİK

2018'de büyümede yavaşlama bekleniyor

- Üçüncü çeyrekteki bu güçlü sonuçların ardından, son çeyreğe ilişkin veriler ekonomik aktivitede bir miktar yavaşlamaya işaret ediyor.
- Takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre sanayi üretimi Ekim'de bir önceki aya göre yüzde 0,7 arttı. Çalışılan gün sayısına göre düzeltilmiş sanayi üretimi yıllık artış hızı ise üçüncü çeyrek ortalaması olan yüzde 10'dan 7,3'e geriledi.
- Sanayi sektöründe takvim etkisinden arındırılmış ciro endeksi, yıllık bazda yüzde 31,7 artarken, üretici fiyatlarıyla realize edildiğinde yıllık bazda yüzde 12,3 artış meydana geldi.
- Reel ekonomiden gelen diğer öncü verilerin birçoğu da üçüncü çeyreğe kıyasla iktisadi faaliyette sınırlı bir yavaşlamaya işaret ederken, yıl genelinde büyümenin yüzde 7'yi aşabileceğini teyit ediyor. Büyümenin 2018 yılında ise yüzde 6'nın altına gerilemesi bekleniyor.

Sanayi sektör üretimi ve ciro yıllık değişimleri

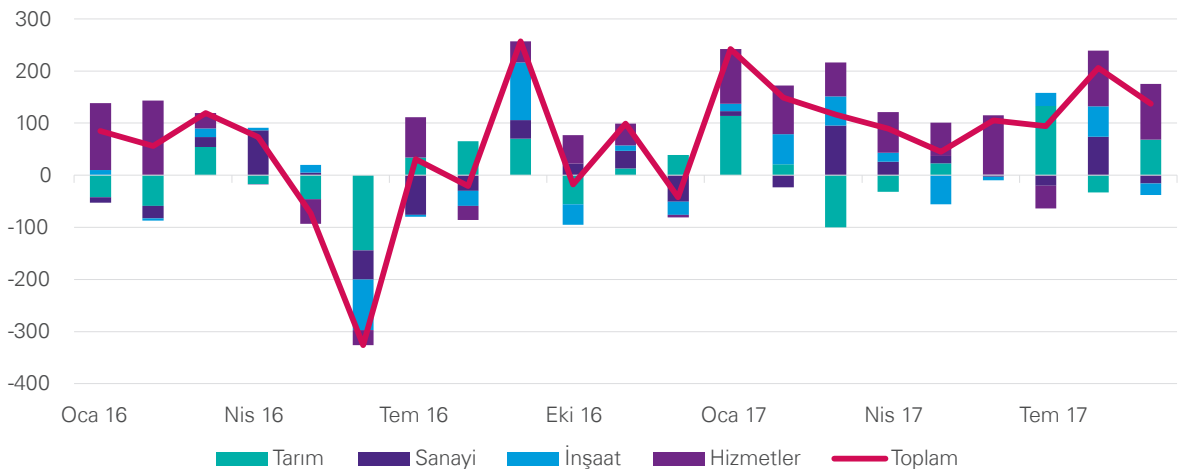


Kaynak: TÜİK

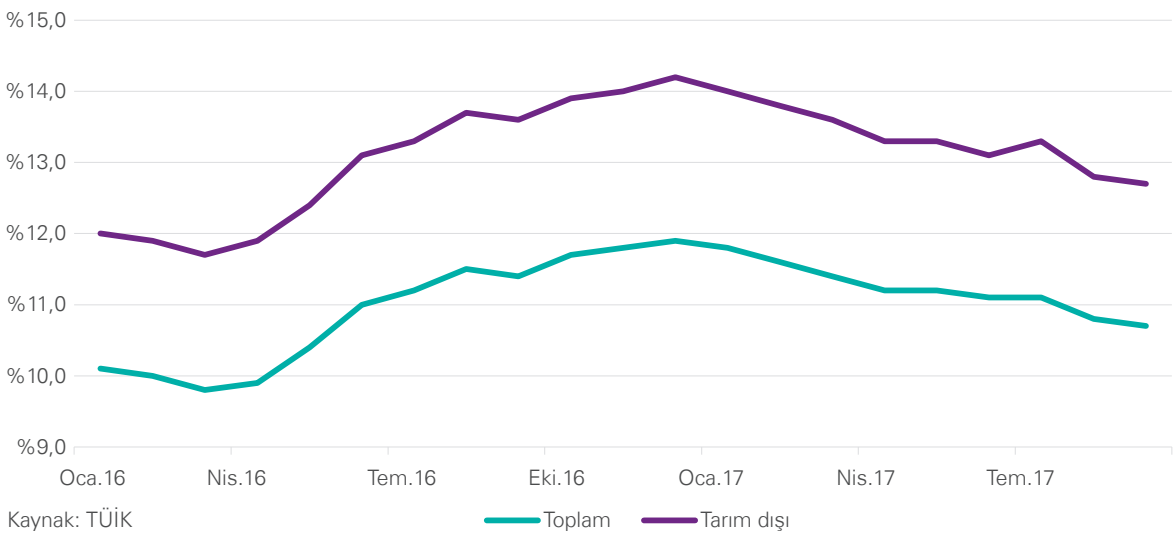
9 ayda 1,2 milyon yeni istihdam

- 2017'de ekonomik aktivitenin hız kazanmasıyla, istihdamda kayda değer bir toparlanma kaydedildi. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, 2017 yılının ilk dokuz aylık döneminde büyümedeki hızlanmaya paralel olarak 1,2 milyon kişilik istihdam artışı sağlandı. Hizmet sektöründe istihdam artışı 689 bin kişiyi bulurken, diğer sektörlerde ılımlı artışlar kaydedildi. 2016 yıl sonuna göre, işsiz sayısı ise 281 bin kişilik azalış kaydetti.
- Bu performans ile 2016 sonunda yüzde 11,9 olan genel işsizlik oranı Eylül dönemi itibarıyla yüzde 10,7'ye geriledi. Tarım dışı sektörlerde işsizlik oranı yüzde 14,2'den 12,7'ye geriledi. Genç nüfusta işsizlik oranı ise yüzde 22,4'ten 20,2'ye indi.

Mevsimsellikten arındırılmış sektörel istihdam değişimleri (aylık, bin kişi)



Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranları



Kaynak: TÜİK

Bütçe açığı hedefin altında kaldı

- 2016 yılı genelinde merkezi yönetim bütçesi 29,9 milyar TL açık vermişti. 2017'de ise bütçe açığı 47,4 milyar TL ile hedefin altında gerçekleşti. Faiz dışı fazla ise 2016'daki 20,3 milyar TL'den 2017'de 9,3 milyar TL'ye geriledi. Bu dönemde vergi gelirleri yüzde 16,8 artarken, faiz dışı harcamalar yüzde 16,3 oranında arttı. 2018 Bütçe Kanunu'ndaki rakamlar bütçenin 2017'de 61,7 milyar TL açık verileceğini gösterirken, faiz dışı dengede 4,2 milyar TL'lik açık oluştuğunu gösteriyordu. Bu hedeflerdeki sapma büyümedeki hızlanma ile tahminlerden hızlı artan vergi gelirlerinden kaynaklandı.
- 2018 hedefleri ise gelirlerdeki artışların bir miktar hızlanacağını, harcamaların ise yavaşlayacağını öngörüyor. Bu doğrultuda bütçe açığının 2017'deki 61,7 milyar TL'den 65,9 milyar TL'ye çıkacağı öngörülürken, faiz dışı dengede 4,2 milyar TL açık yerine 5,8 milyar TL fazla oluşacağı tahmin ediliyor.

Merkezi yönetim bütçe gerçekleşmeleri

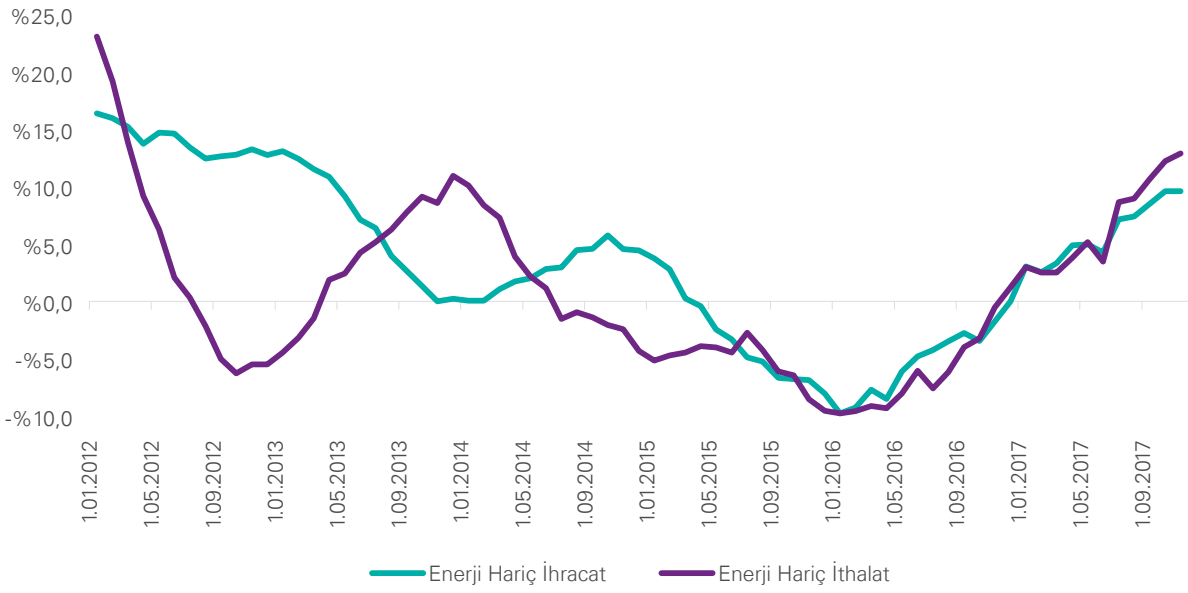
	Ocak - Aralık 2016	Ocak - Aralık 2017		2017 Bütçe Hedefi	2018 Bütçe Hedefi	
			Yıllık Değişim			**Yıllık Değişim**
Gelirler	554,1	630,3	**%13,8**	612,0	696,8	**%13,9**
Vergi Gelirleri	459,0	536,0	**%16,8**	520,5	599,4	**%15,2**
Harcamalar	584,1	677,7	**%16,0**	673,7	762,8	**%13,2**
Faiz Dışı Harcamalar	533,8	621,0	**%16,3**	616,2	691,1	**%12,1**
Faiz Giderleri	50,2	56,7	**%12,9**	57,5	71,7	**%24,7**
Bütçe Dengesi	-29,9	-47,4	**%58,3**	-61,7	-65,9	**%6,9**
Faiz Dışı Denge	20,3	9,3	**-%54,0**	-4,2	5,8	**-%238,9**

Kaynak: T.C. Maliye Bakanlığı

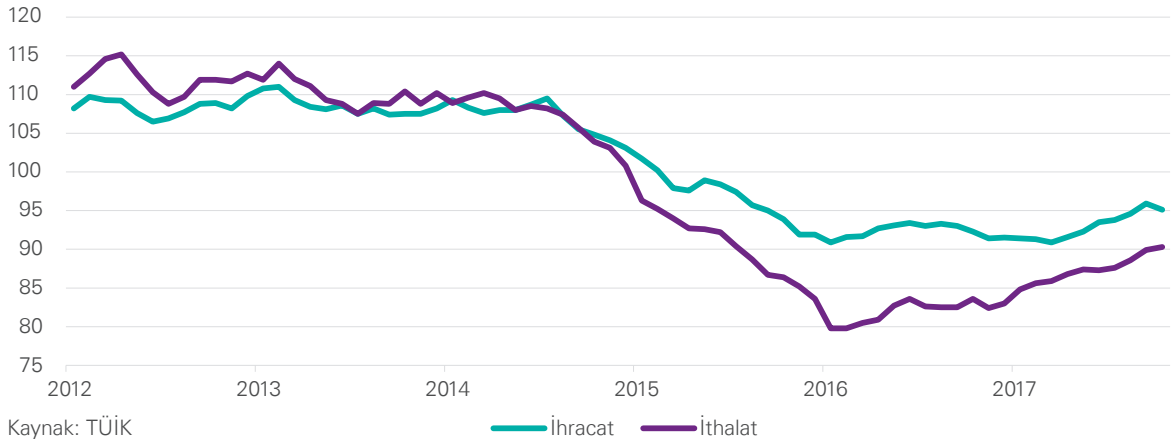
Dış ticaret açığı hızlı genişledi

- Küresel ticaret hacmindeki ve dış ticaret ortağı ekonomilerdeki canlılık sayesinde Türkiye'nin ihracatı 2017 yılı genelinde çift haneli artış kaydetti. Ancak aynı dönemde enerji faturasındaki artış ve altın talebinin gücünü korumasıyla ithalat ve dolayısıyla dış ticaret açığı hızlı arttı.
- Gümrük Bakanlığı verilerine göre, 2017 genelinde toplam ihracat 2016'ya göre yüzde 10,22 artışla 157,1 milyar dolara yükselirken, ithalat aynı dönemde yüzde 17,92 artışla 234,2 milyar dolara çıktı. Böylece ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 71,8'den 67,1'e geriledi. Yıl genelinde toplam dış ticaret açığı ise yüzde 37,5 artışla 77,1 milyar doları buldu.
- Enerji ve altın gibi kalemler hariç tutulduğunda, Türkiye'nin dış ticaret dengesinde kademeli iyileşme sürecinin 2017 ilk yarıda devam ettiği söylenebilir. İkinci yarıda ise iç talep hızlı bir şekilde canlanarak dış denge üzerinde oldukça ciddi bir bozulmaya yol açtı. İhraç malların fiyat endeksi Ekim itibarıyla sene başından bu yana yüzde 3,9 artarken ithalat malların fiyat endeksinde artış yüzde 8,8'e ulaştı.
- 2018'de ihracatın 175 milyar dolara yaklaşacağı tahmin edilirken, ithalatın 270 milyar doları bulabileceği düşünülüyor. Bu nedenle dış ticaret açığının 2017 sonunda 77 milyar dolardan 85 milyar dolara genişlemesi öngörülüyor.

İhracat ve İthalat (12 aylık ortalama yıllık değişimler)



Dış Ticaret Fiyat Endeksleri (2010=100)



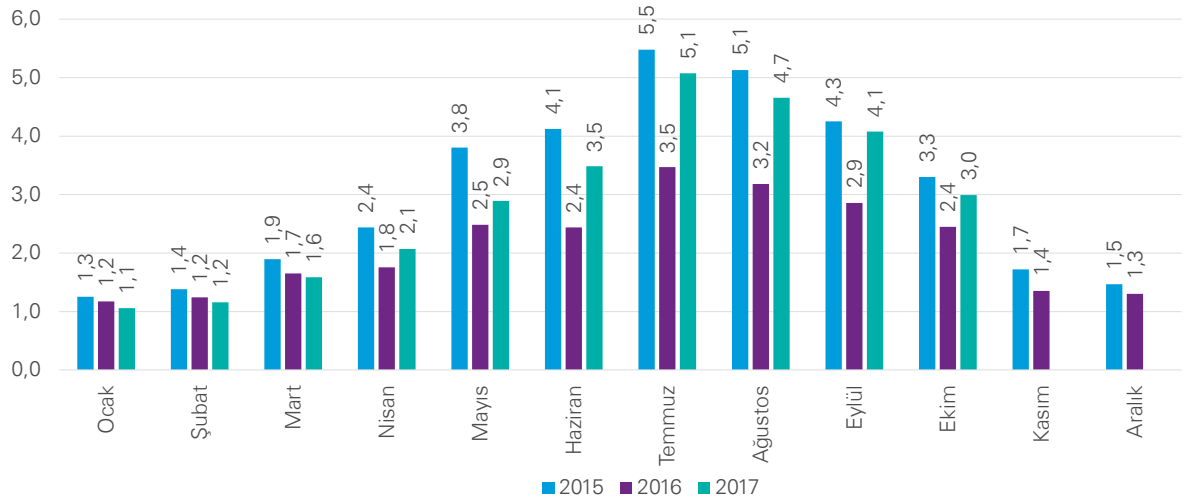
Kaynak: TÜİK

Turizm gelirlerinde yüzde 19,4 artış

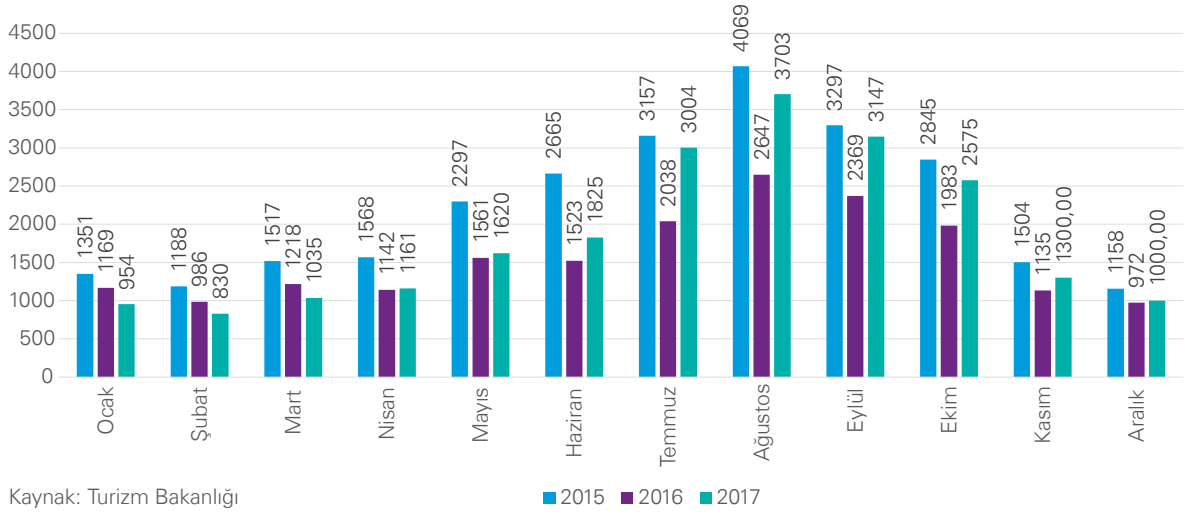
Jeopolitik belirsizlikler ve güvenlik kaygıları ile 2017 yılına da zayıf başlayan turizm sektöründe yaz aylarındaki hızlı toparlanmayla yıl bitmeden hem turist sayısında hem de turizm gelirlerinde 2016 rakamları aşıldı. 2017 ilk 10 aylık dönemde 2016'nın aynı dönemine göre turist sayısı yüzde 28 artarken turizm gelirlerinde de yüzde 19,4'lük gelir artışı kaydedildi.

Bu performans 2018 için de iyimser beklentileri desteklese de turist başına harcamaların düşük seviyesi, sektördeki toparlanmanın kalitesine ve sürdürülebilirliğine yönelik endişeleri canlı tutuyor. Mevcut eğilimler ışığında turizmin 2017 yılını 22 milyar dolar civarında gelir ile tamamlaması beklenirken, 2018'de 25 milyar dolar seviyesi hedefleniyor.

Gelen turist sayısı (milyon kişi)



Turizm gelirleri (milyar dolar)

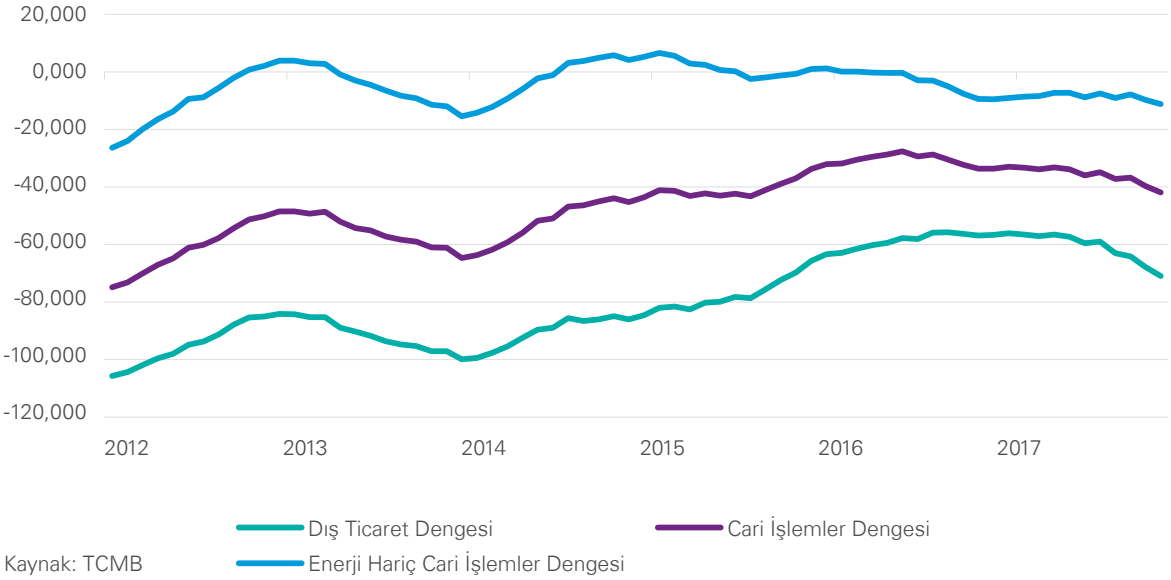


Kaynak: Turizm Bakanlığı

Cari açık yılı 43 milyar doların üzerinde kapatacak

- 2016 ortalarından beri turizmdeki sorunların olumsuz etkisi altında kalan cari açıkta 2017'de daha hızlı bir genişleme yaşandı. 2017'de turizmdeki toparlanmaya karşın dış ticaret dengesindeki genişleme, cari açıktaki artışın temel nedeni olarak öne çıkıyor. Ayrıca Türkiye'ye geçmiş yıllarda yapılan doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının kar ve gelir transferlerini içeren birincil gelir hesabı, cari açığın yapısal olarak artmasına sınırlı da olsa katkıda bulunuyor.
- Bu dinamikler ışığında, 2016 ilk 11 aylık dönemde 28,7 milyar dolar olan toplam cari açık, 2017'nin aynı döneminde 39,4 milyar dolar seviyesini buldu. 12 aylık kümülatif sonuçlara göre, 2016 sonunda 33,0 milyar dolar seviyesindeki cari açık 2017 Kasım itibarıyla 43,8 milyar dolara çıktı. Enerji hariç 12 aylık toplam cari açık bu dönemde 9,1 milyar dolardan 12,0 milyar dolara yükselirken, altın ve enerji hariç açık, 10,8 milyar dolardan 2,5 milyar dolar seviyesine geriledi.
- Önümüzdeki dönemde altın talebinin normal seyrine dönmesi beklenirken, enerji ithalatı ve turizm sektörlerinin cari açık açısından önemini koruyacak unsurlar olduğunu söylemek mümkün. Bu gelişmeler ışığında büyümenin hızını ne ölçüde koruyacağı da önemli olmakla birlikte, 2017'yi 43 milyar doların üzerinde bir seviyede kapatacak cari açığın 2018'de 48 milyar dolara ulaşması bekleniyor.

12 aylık toplamlar (milyar dolar)

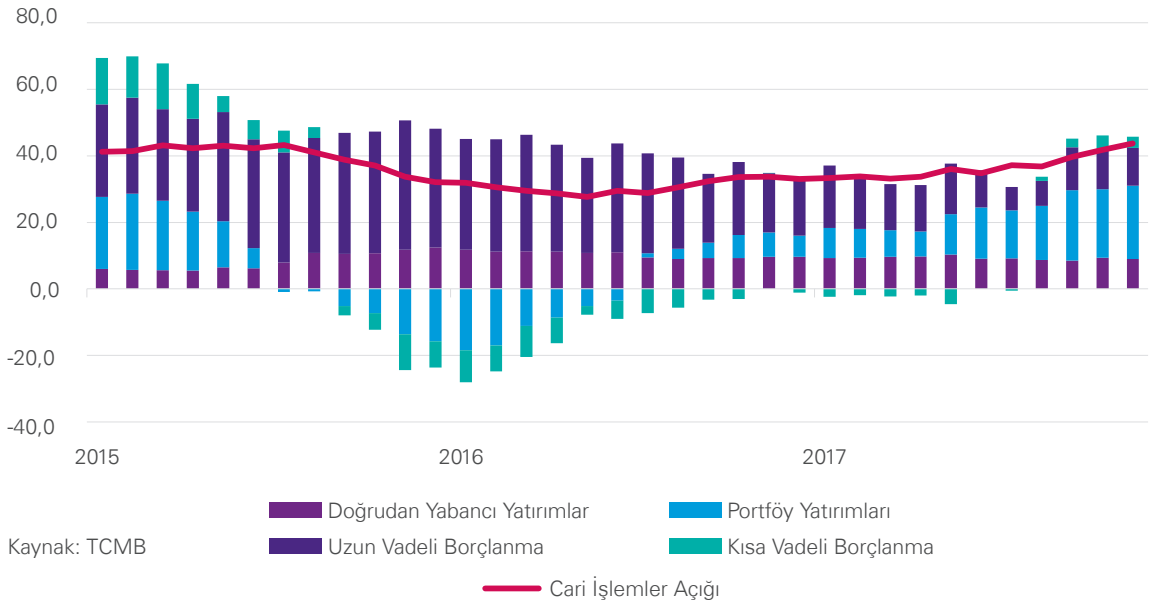


Kaynak: TCMB

Portföy yatırımları önemini koruyor

- Küresel piyasalardaki olumlu seyrin desteği ile 2017 yaz aylarına kadar cari açığın finansmanında portföy yatırımları önemli bir yer tutmuştu. Eylül-Kasım döneminde ise yurtdışı borçlanmanın sınırlı bir toparlanma kaydettiği görülüyor. Yine de 12 aylık toplamlarda portföy yatırımları, cari açığın finansmanında önemli bir yer tutmaya devam ediyor.
- İlk 11 ayda 23,9 milyar dolarlık portföy yatırımı girişi olurken, kısa ve uzun vadeli net dış borçlanma 17,7 milyar dolar seviyesinde kaldı. Böylece 12 aylık toplamlarda 2016 sonunda yüzde 122,1 olan dış borç çevirme oranı, Kasım 2017 itibarıyla yüzde 100,2 seviyesine geriledi.
- Önümüzdeki dönemde altın talebinin normal seyrine dönmesi beklenirken, enerji ithalatı ve turizm sektörlerinin cari açık açısından önemini koruyacak unsurlar olduğunu söylemek mümkün. Bu gelişmeler ışığında büyümenin hızını ne ölçüde koruyacağı da önemli olmakla birlikte, 2017'yi 43 milyar doların üzerinde bir seviyede kapatacak cari açığın 2018'de 48 milyar dolara ulaşması bekleniyor.

Cari açık ve finansman kanalları (12 aylık toplamlar, milyar dolar)

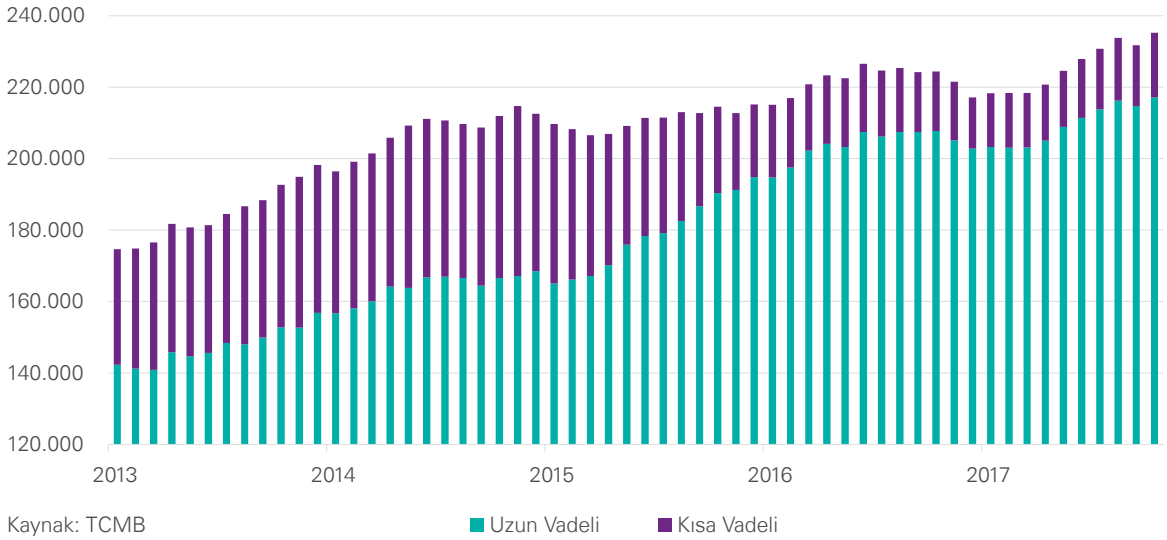


Kaynak: TCMB

Yurtdışı kredi borcu 235 milyar doları aştı

- Özel sektörün yurtdışı kredi borcu, 2017 yıl başından bu yana yeniden artmaya başladı. Önemli bir kısmı uzun vadelilerden oluşan ve 2016 sonunda 217,2 milyar dolar olan özel sektörün toplam kredi borcu, Ekim 2017 itibarıyla 235 milyar doları aştı. Bu borcun 18,2 milyar doları kısa vadeli borçlardan, 217,1 milyar doları ise uzun vadeli borçlardan oluştu.
- Finansal kesim dışındaki açık pozisyon ise daha sınırlı bir eğilimle artıyor. 2016 sonunda 205,7 milyar dolar olan finans dışı kesimin açık pozisyonu, Ekim 2017 itibarıyla 211,9 milyar dolar seviyesine geldi. Açık pozisyondaki bu artış büyük ölçüde yurtdışı borçlanma ve ithalat borçlarından kaynaklandı.
- Önümüzdeki dönemde yurtdışı finansal koşullarda ciddi bir daralma yaşanmaması halinde özel sektörün yurtdışı kredi borcunun artışını sürdürmesi beklenirken, açık pozisyondaki artışın daha sınırlı kalacağı düşünülüyor.

Özel sektörün yurtdışından sağladığı kredi borcu (milyon dolar)

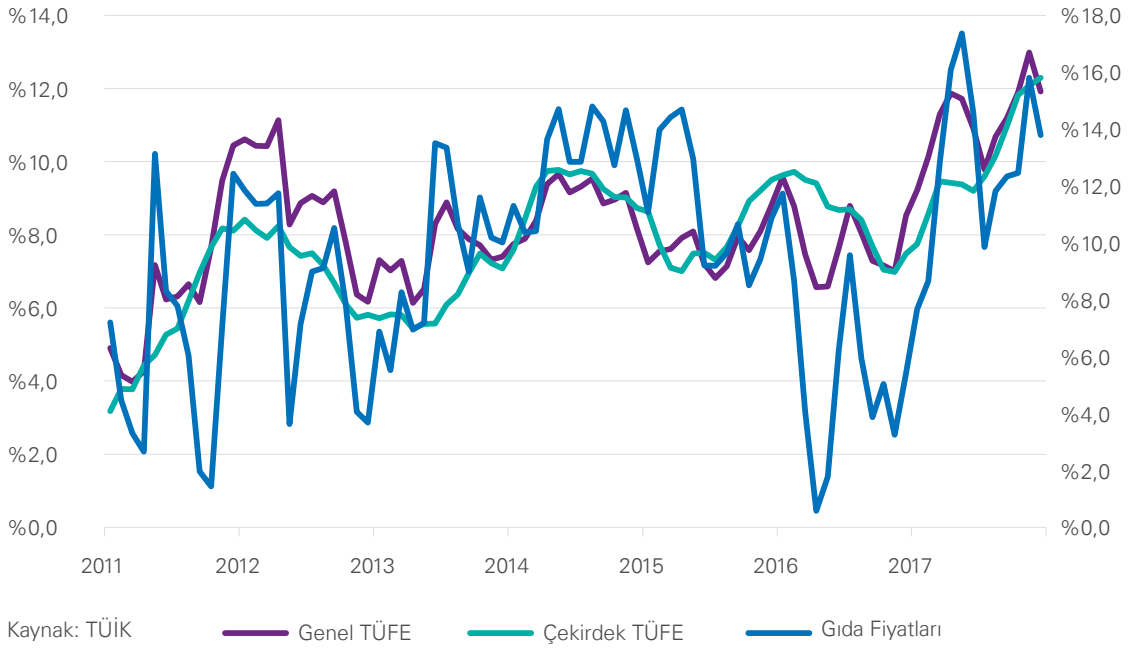


Kaynak: TCMB

Çekirdek enflasyon yükselişte

- Enflasyon 2017 ortasında hafif geri çekildikten sonra gıda fiyatlarındaki oynaklık, döviz kurları ve diğer maliyet kalemlerindeki artışlarla yeniden yükselmeye başlamıştı. Bu dinamiklerle tüketici fiyatları enflasyonunda yıl içinde sadece bir ay tek haneli seviye görülürken, Kasım'da yüzde 12,98 ile Kasım 2003 sonrası en yüksek seviyeye çıkıldı.
- Aralık'ta ise gıda ve enerji gruplarında 2016'nın aynı ayında yaşanan hızlı yükselişin oluşturduğu baz etkisi sayesinde yıllık enflasyon bir miktar geri çekildi. Buna rağmen, TÜFE enflasyonu 2017 yılını yüzde 11,92 seviyesinden tamamladı.
- Ancak çekirdek enflasyonda Haziran'da başlayan yükseliş devam ediyor. Aralık itibarıyla yüzde 12,30'e çıkan çekirdek enflasyonun döviz kurlarında geçtiğimiz aylardaki yükselişlerin gecikmeli etkileri ve iç talepteki yavaşlamanın sınırlı kalması ile artış eğilimini koruyabileceği öngörülüyor. Bu nedenle de genel enflasyonda önümüzdeki dönemde iyileşmenin sınırlı kalabileceğinden endişe ediliyor.

Yıllık değişimler



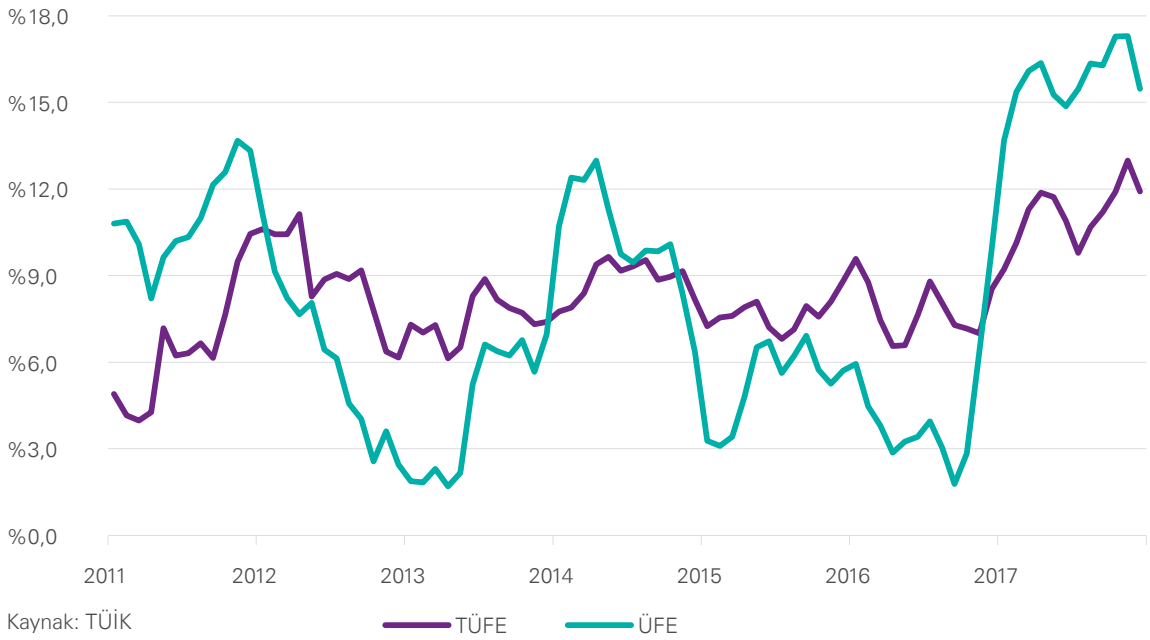
Kaynak: TÜİK

TÜFE'de tek haneye dönüş gecikebilir

- 2017'yi yüzde 15,5 ile tamamlayan ÜFE yıllık enflasyonu, yıl boyunca ortalamada yüzde 15,8 ile TÜFE yıllık enflasyonunun yaklaşık 5 puan üzerinde seyretti. Bu durum firmaların maliyet yükünün ulaştığı boyutun ne kadar yüksek olduğuna işaret ederken, TÜFE yıllık enflasyonundaki iyileşmenin de önümüzdeki dönemde sınırlı kalabileceğini teyit ediyor.

- Uluslararası enerji fiyatları ve döviz kurlarının sakinlemesi halinde ÜFE yıllık enflasyonun hızlı bir şekilde tek haneli seviyelere inmesi beklense de TÜFE'de tek hanelere dönüşün daha geç olabileceği görülüyor. Bu doğrultuda fiyatlama davranışlarındaki bozulma ve maliyetlerin gecikmeli yansımalarıyla 2018 sonunda enflasyonun temkinli bir yaklaşımla yüzde 9-10 aralığında olacağı öngörülüyor. Fakat döviz kurları ve gıda fiyatlarının seyrine bağlı olarak 2018'de de enflasyonun çift haneli seviyelerde kalma riski hala bulunuyor.

Yıllık değişimler

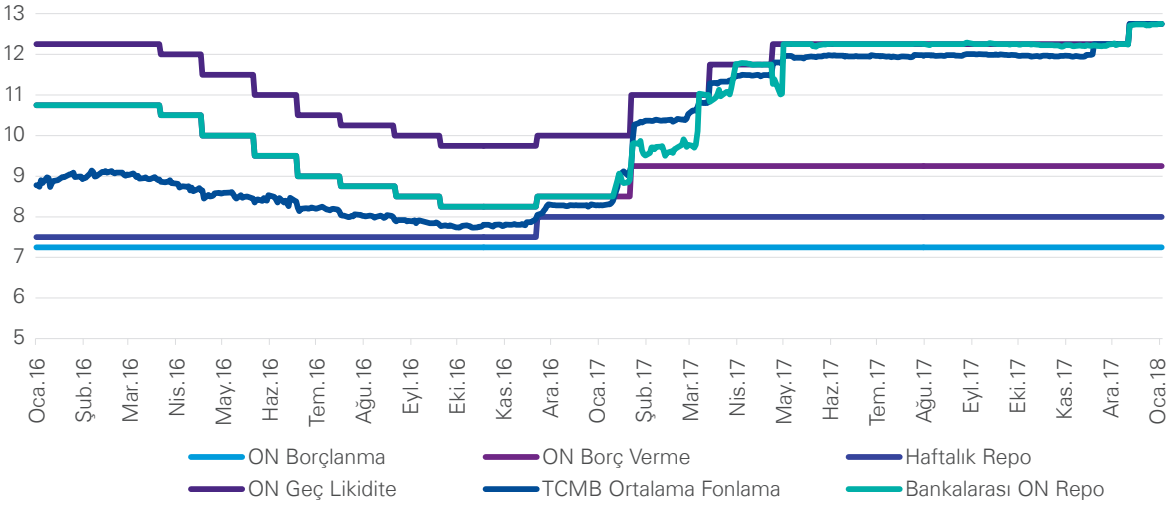


Kaynak: TÜİK

Merkez'in hamleleri, TL'de değer kaybını sınırladı

- Enflasyondaki olumsuz gelişmeler nedeniyle yıl genelinde para politikasını sıkı tutan TCMB, 2017'nin sonuna doğru döviz kurlarındaki oynaklığın artışı ile birlikte enflasyonun son 15 yılın rekor seviyesine çıkması üzerine, para politikası duruşunu daha da sıkılaştırmak zorunda kaldı.
- İlk etapta gecelik borç verme faizinden verdiği likidite ile sağladığı fonlamayı sıfırlarken, TL uzlaşmalı döviz satış ihalelerine başladı. Bu sayede reel sektörün döviz kuru riski yönetimine katkı yapmaya çalıştı. Sonrasında ise TCMB, 14 Aralık'taki toplantısında geç likidite penceresi faizlerinde 50 baz puanlık artırıma gitti. Ayrıca gerekmesi halinde ilave sıkılaştırmaya gidebileceğinin de sinyalini verdi.
- Bu hamlelerle TCMB ortalama fonlama faizi yüzde 12,75'e yükselirken, TL'deki değer kayıpları kısmen sınırlandı. Reel efektif döviz kuru endeksi Kasım'da 84,06 ile yeni bir tarihi dip seviyeyi gördükten sonra Aralık'ta yüzde 0,76'lık kademeli bir toparlanma gösterdi. 2018'de enflasyon dinamikleri ve küresel koşullara bağlı olarak TCMB'nin sıkı duruşunu koruması bekleniyor.

TCMB Faizleri



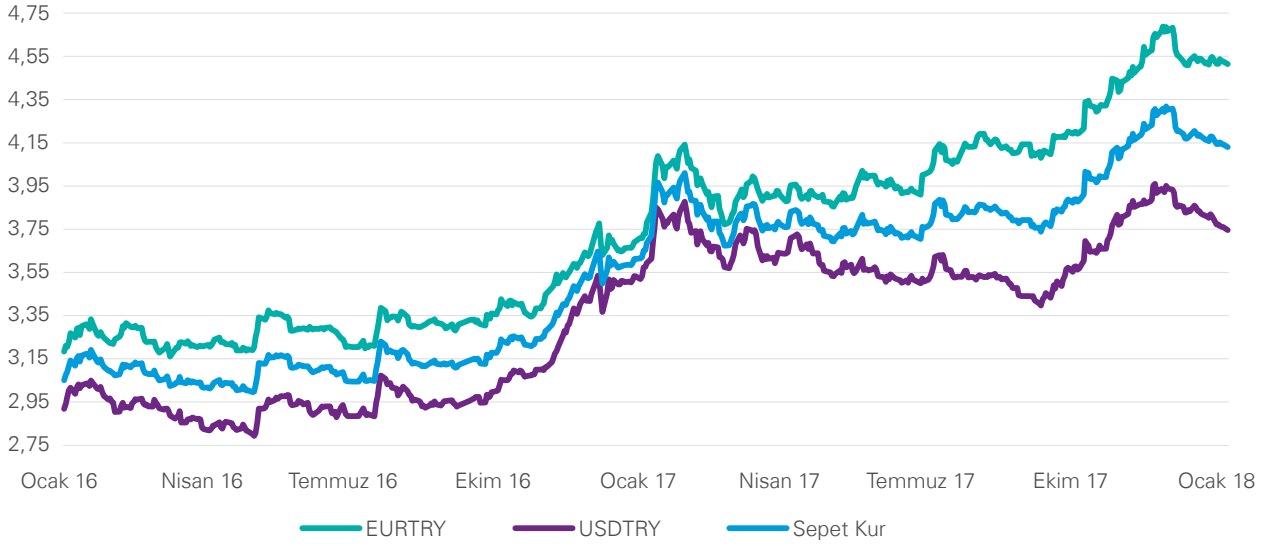
Reel efektif döviz kuru (2003=100)

Kaynak: TCMB

Tahvil faizleri hafif geriledi

- Son çeyrekte TCMB'nin para politikasını kademeli olarak sıkılaştırmasına rağmen, TL ortalama olarak Euro karşısında yüzde 8,3, dolar karşısında ise yüzde 7,9 oranında değer kaybetti. Böylece yıl genelinde ortalama olarak TL'de Euro karşısında yüzde 23,3, dolar karşısında ise yüzde 20,7 değer kaybı yaşandı.
- Küresel faizler yıl genelinde görece sakin kalsa da Türkiye'nin enflasyon dinamiklerindeki olumsuzluklar ve Hazine'nin yüklü borçlanmaları tahvil faizleri üzerinde baskı oluşturdu. Üçüncü çeyrek sonunda yüzde 11,89 olan iki yıllık tahvil faizi TCMB'nin sıkılaştırma adımlarına kadar olan dönemde yüzde 14,34'e, 10 yıllık tahvil faizi ise yüzde 10,97'den 13,18'e kadar çıkmıştı. TCMB'nin adımları risk priminin azalmasını sağlarken Kasım'da genel enflasyonda en kötünün geride kalmış olabileceği beklentileriyle tahvil faizleri gerilemeye başladı ve yıl sonuna kadar 100 baz puan civarında geriledi. Böylece iki yıllık tahvil faizi 2017 yılını yüzde 13,4'ten, 10 yıllık tahvil faizi ise yüzde 11,74'ten tamamladı.

Döviz kurları



TL Tahvil faizleri

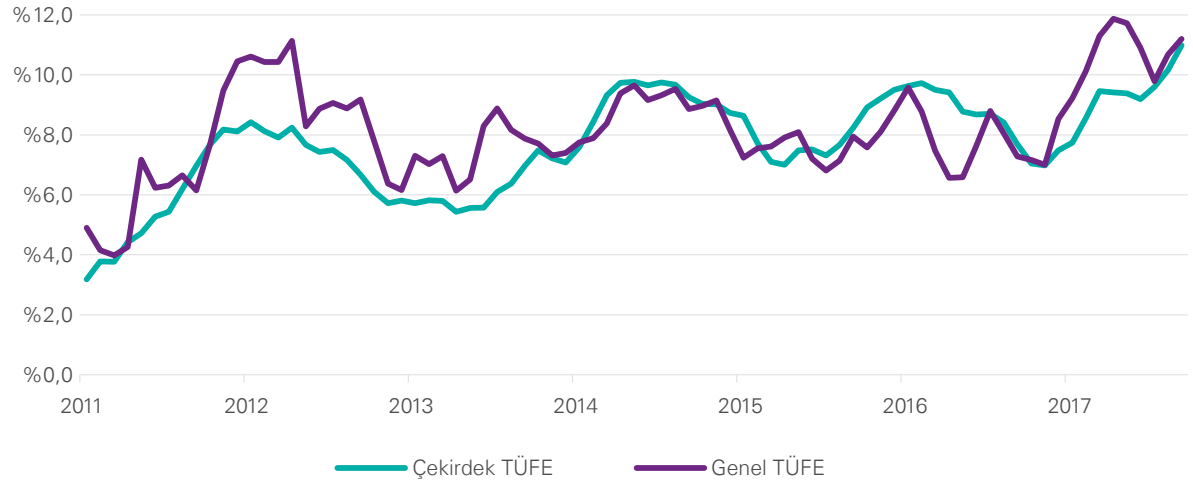
Kaynak: TCMB

BIST 100'de yıllık kazanç %47,7 oldu

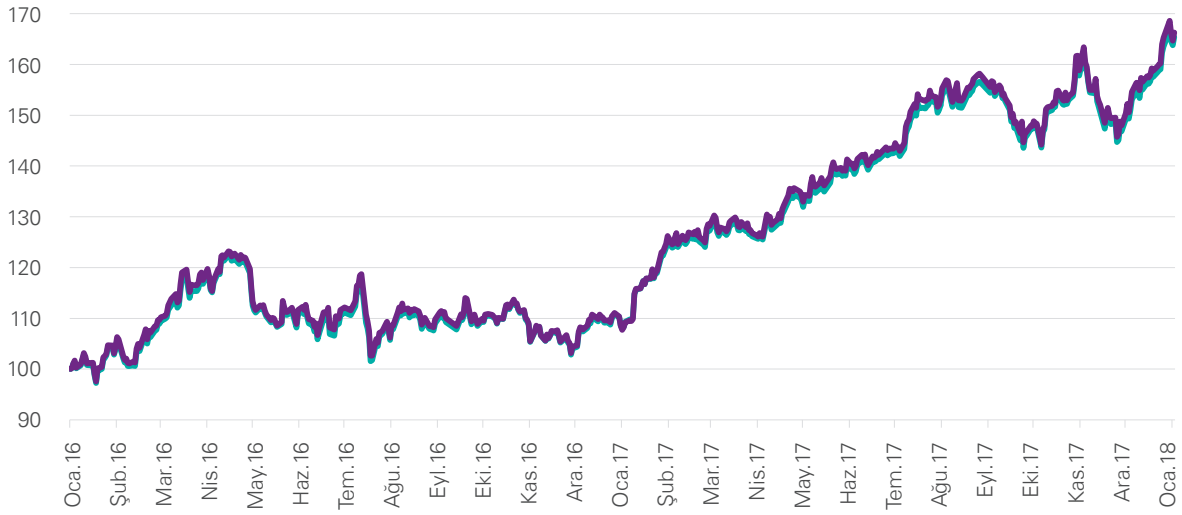
Enflasyondaki olumsuz gelişmeler döviz kurları ve faizler açısından zorlu bir döneme işaret etse de 2017 genelinde hisse senetleri güçlü büyüme ve küresel eğilimlerden destek buldu. Döviz ve faizde olduğu gibi hisse senetleri son çeyrekte dalgalansa da TCMB'nin adımları sonrasında yeniden toparlanarak hem yılın son çeyreğini hem de yılı kayda değer yükselişlerle tamamladı. 2017 son çeyrekte Borsa İstanbul 100 endeksindeki kazanç yüzde 12,1 olurken, yıl genelinde kazanç yüzde 47,7 olarak gerçekleşti. Borsa İstanbul 30 endeksindeki çeyreklik ve yıllık kazançlar ise sırasıyla yüzde 12,7 ve yüzde 48,8 seviyesini buldu.

2018 yılında enflasyondaki iyileşmenin boyutunun faizlerdeki gerilemeyi belirleyeceği düşünülürken, döviz kurlarında oynaklığın yüksek kalabileceği öngörülüyor. 2017'de olduğu gibi, ekonominin direncini koruyabilecek olması sayesinde hisse senetlerinde aynı hızda olmasa bile yükselişlerin devam etmesi bekleniyor.

Yıllık değişimler



Borsa İstanbul Gösterge Endeksleri (2016 Başı=100)

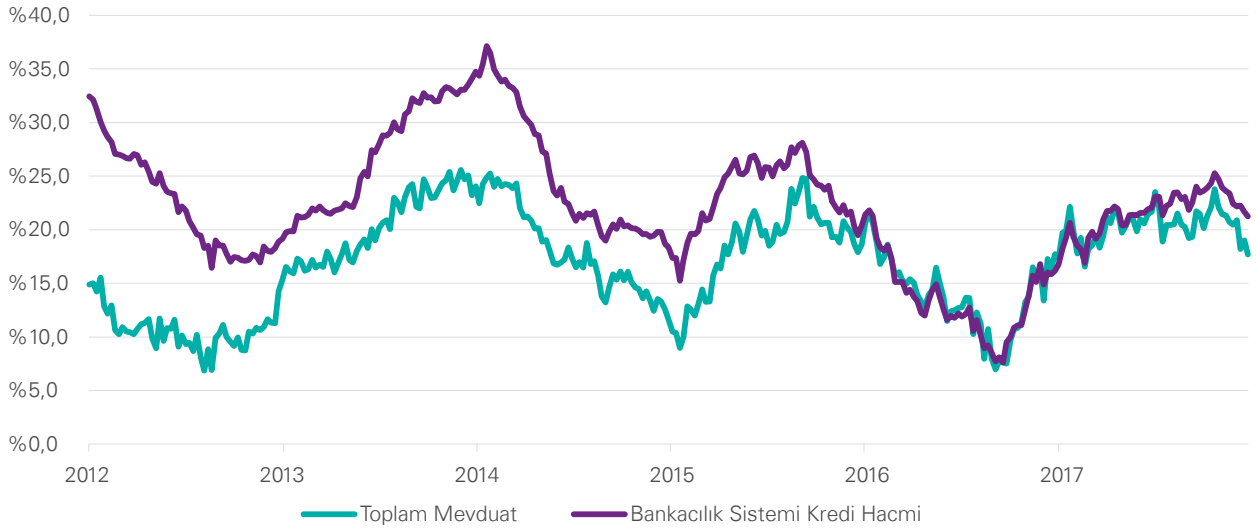


Kaynak: Borsa İstanbul

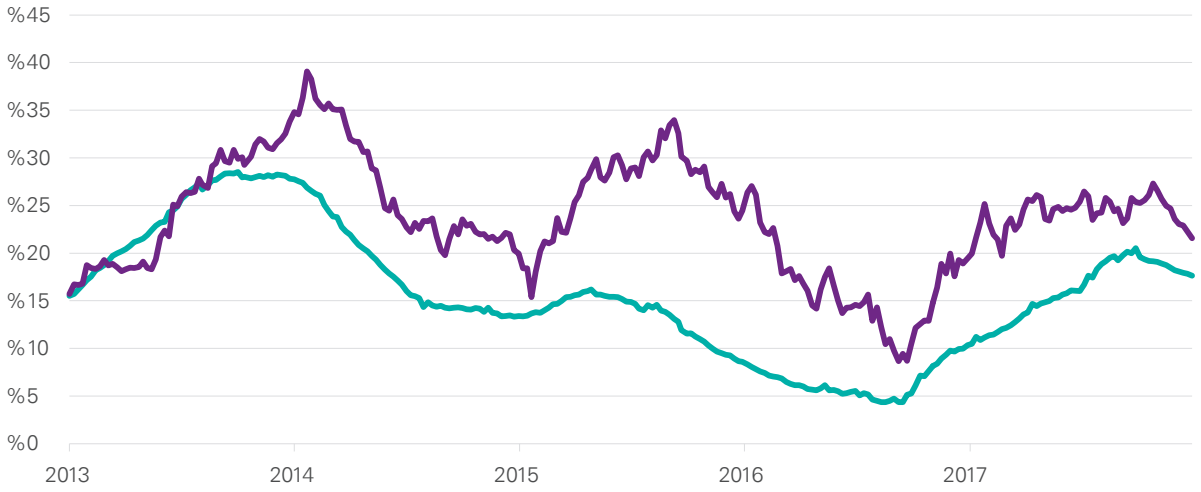
Bankacılık sektöründeki büyüme yavaşladı

- 2017'ye KGF desteği ile toparlanarak başlayan bankacılık sektörü, büyüme açısından en güçlü performansını üçüncü çeyrekte yakalamıştı. Son çeyrek ile birlikte ise ılımlı bir yavaşlama eğilimine girildi. Bu yavaşlamanın nedeni kısmen baz etkisi, kısmen de reel ekonomide finansman ihtiyacının hafiflemesi oldu.
- Sektörde kredi büyüme hızı üçüncü çeyrek sonundaki yüzde 23,5'ten 2017 sonunda yüzde 21,2'ye gerilerken, mevduatların büyüme hızı aynı dönemde yüzde 21,5'ten 17,7'ye indi. Krediler içinde hem tüketici hem de ticari kredilerde kademeli bir yavaşlama dikkat çekerken, mevduatlardaki yavaşlamanın döviz tevdiat hesaplarından kaynaklandığı görülüyor.
- 2018 yılında ise mevduatların büyüme hızı açısından döviz kurlarının seyri büyük önem taşıyacak. Kredi talebinin ise göreceli canlılığını koruması bekleniyor. Bununla birlikte, 2017'deki ivmenin yakalanması zor olsa da sektör, kredi büyüme hızında yüzde 20'yi hedefliyor.

Yıllık değişimler



Yıllık değişimler



Kaynak: BDDK

Tüketici Kredileri

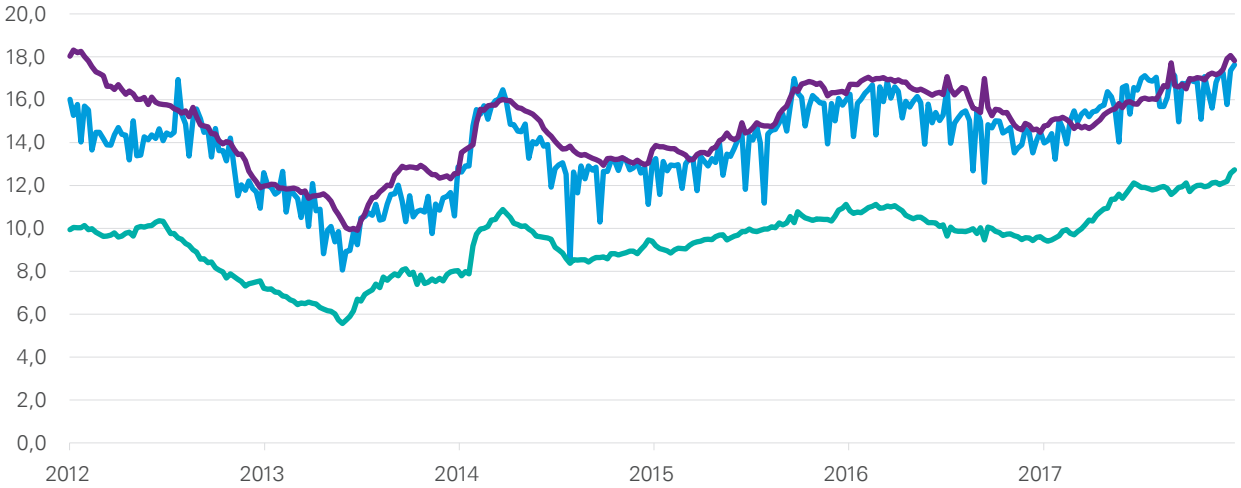
Ticari Krediler

Mevduat ve kredi faizlerinde kayda değer artış

- Bankacılık sektöründe büyüme son çeyrekte bir miktar yavaşlasa da kredi ve mevduat faizleri piyasa koşullarına bağlı olarak arttı. Üçüncü çeyrek sonunda yüzde 16,74 olan ticari kredi faiz oranı yılı yüzde 17,65'ten tamamlarken, tüketici kredi faiz oranı yüzde 16,53'ten yüzde 17,85'e çıktı. Bu dönemde mevduat oranları da yüzde 12,15'ten 12,75'e yükseldi.
- Mevduat faizlerindeki yükseliş sektörün karlılığını olumsuz etkilese de sektörde büyümenin gücünü koruması, takipteki alacakların sınırlı kalması ve kredi faizlerinin daha hızlı artışı ile net etkinin sınırlı kaldığı görülüyor. Son açıklanan Kasım ayı verilerine göre, bankacılık sektöründe net kar 2016'nın aynı ayına göre yüzde 28,9 artarken, sektörün aktif ve özkaynak karlılığı artış eğilimlerini koruyor.
- 2018 yılında sektör büyüme eğilimini korumayı planlasa da mevduat faizlerinin karlılık açısından oldukça önemli olacağı düşünülüyor. Mevduat faizleri açısından ise sermaye girişleri ve enflasyon gelişmeleri önemli olduğundan bir miktar gerileme beklenebilir. Ancak ülkenin tasarruf açığı nedeniyle mevduat faizlerinde düşüşün sınırlı kalabileceği düşünülürken, karlılık artışının 2017'ye kıyasla 2018'de daha sınırlı olacağı tahmin ediliyor.

Tahsili gecikmiş alacakların toplam kredilere oranı

Bankacılık sektörü faiz oranları (%)



Kaynak: BDDK - TCMB — Ticari Kredi Faizi — Tüketici Kredi Faizi — TL Mevduat Faizi

Sonuç

- 2017 yılı küresel talepteki güçlü seyir ve yurtiçindeki KGF etkisiyle büyüme açısından pozitif sürprizlerin yaşandığı bir yıl oldu. Bu eğilimin yavaşlayarak da olsa bir süre daha devam etmesi bekleniyor.
- Döviz kurlarındaki ve diğer maliyet unsurlarındaki yükselişin yanında, ekonomideki bu hızlı büyümenin bir yan etkisi olarak enflasyonda görülen zirve ise TCMB'nin yeniden faiz artırımına gitmesini gerektirdi. Önümüzdeki dönemde enflasyonda baz etkisiyle kademeli bir iyileşme beklense de çekirdek göstergeler ve maliyet baskısı, iyileşmenin sınırlı kalabileceğine işaret ediyor. Bu da TCMB'nin sıkı para politikasını koruması beklentilerini destekliyor.
- 2017'de turizmde 2016'nın kayıpları telafi edilse de enerji faturasındaki artış ve altın ithalatı nedeniyle cari açık hızla genişledi. Cari açığın finansmanında ise portföy yatırımları yıl genelinde etkili oldu. Borçlanma ise son dönemde tekrar toparlanmaya başlarken, görece sağlıklı bir finansman bileşimine doğru gidiliyor. Bununla birlikte dış finansmanın vade yapısı olumlu olsa da ülkenin döviz rezervleriyle karşılaştırıldığında oldukça yüksek seviyede seyrediyor.
- Büyüme dostu tedbirlerin bir kısmının sona ermesiyle ve güçlü vergi tahsilatıyla kamu açıklarında kötüye gidiş bir miktar durmuş görünüyor. Aynı zamanda harcamalardaki kısmi tasarruflar da olumlu görülebilir.
- Küresel eğilimler ve ekonominin dayanıklılığı finansal piyasaları desteklese de ekonomi dışı belirsizlikler kısa vadeli dalgalanmalara yol açıyor. Önümüzdeki döneme ilişkin ise ekonominin büyüme ivmesini ne ölçüde koruyabileceği ve enflasyonda ne kadar iyileşme sağlanabileceği kritik öneme sahip görünüyor. Jeopolitik gerilimler ve ekonomi dışı belirsizlikler devam ederken, ekonominin direncini artıracak yapısal reformlara olan ihtiyaç ise uzun vadeli istikrar açısından önemini koruyor.

2018 beklentileri

Büyüme

2017'yi yüzde 7'nin üzerinde bir büyüme performansı ile tamamlayan Türkiye ekonomisinin 2018'de bir miktar hız kesmesi bekleniyor. Yurtdışı talebin ve büyüme dostu politikaların katkısı azalırken, büyümenin yüzde 6'nın altına gerilemesi öngörülüyor. Tekrar yüzde 7'lere yükselecek büyüme için kamudan ilave destek gelip gelmeyeceği belirleyici olacak.

Enflasyon

2017 sonunda yüzde 11,92 olan genel TÜFE yıllık enflasyonunda önümüzdeki dönemde 2-3 puanlık iyileşme tahmin ediliyor. Ancak 2018 sonundaki seviyesi açısından döviz kurlarının seyri belirleyici olacak. Çift haneli seviyelerde kalma riski bulunan enflasyonun 2018 sonunda yüzde 9,5 seviyesinde olması bekleniyor.

Dış Ticaret

Jeopolitik belirsizliklere rağmen dış ticaret ortağı ekonomilerin olumlu görünümleri ile ihracatın yüzde 10'luk büyüme ile 175 milyar doları yakalaması muhtemel görünüyor. İthalat ise emtia fiyatlarının seyrine bağlı olarak 270 milyar doları bulabilir.

Turizm

2017'deki kadar güçlü bir artış kaydetmesi beklenmese de turizm sektörü iyimserliğini koruyor. Bu çerçevede 2018'de turizm gelirlerinin 2017'deki 22 milyar dolar civarından 25 milyar dolara yükselmesi öngörülüyor.

2017 büyüme beklentisi
%7,2

2017 GSYH beklentisi
852 milyar $

2017 dış ticaret beklentisi
İhracat **160** milyar dolar
İthalat **225** milyar dolar

2018 büyüme beklentisi
%5,4

2018 GSYH beklentisi
910 milyar $

2018 dış ticaret beklentisi
İhracat **175** milyar dolar
İthalat **270** milyar dolar

Piyasalar (yıl ortalaması)

Dolar / TL	: **4,00**
Euro / TL	: **4,80**
Euro / Dolar	: **1,20**
Petrol	: **70 $**

İşsizlik

%11
(yıl ortalaması)

Enflasyon

%10
(yıl ortalaması)

Cari Açık

48
(milyar dolar)

Bakış hakkında

KPMG Türkiye tarafından Türkçe ve İngilizce olarak hazırlanan ve her üç ayda bir okuyucularla buluşan KPMG Bakış, Türkiye ve dünya ekonomisindeki temel makroekonomik göstergelere ve bunların özet yorumlarına yer veriyor.

Bakış 1
Türkçe / İngilizce

Bakış 2
Türkçe / İngilizce

Bakış 3
Türkçe / İngilizce

Bakış 4
Türkçe / İngilizce

Bakış 5
Türkçe / İngilizce

Bakış 6
Türkçe / İngilizce

Bakış 7
Türkçe / İngilizce

Bakış 8
Türkçe / İngilizce

Bakış'ın dağıtım listesine üye olmak istiyorsanız iletişim bilgilerinizi tr-fmmarkets@kpmg.com adresine gönderebilirsiniz.

İletişim:

Detaylı bilgi için:
KPMG Türkiye
Kurumsal İletişim ve Pazarlama Bölümü
tr-fmmarkets@kpmg.com

İstanbul
İş Kuleleri Kule 3 Kat 2-9
34330 Levent İstanbul
T : +90 212 316 6000

Ankara
The Paragon İş Merkezi Kızılırmak Mah. Ufuk
Üniversitesi Cad. 1445 Sok. No:2 Kat:13
Çukurambar 06550 Ankara
T : +90 312 491 7231

İzmir
Heris Tower, Akdeniz Mah. Şehit Fethi Bey Cad.
No:55 Kat:21 Alsancak 35210 İzmir
T : +90 232 464 2045

kpmg.com.tr
kpmgvergi.com

Bu dokümanda yer alan bilgiler genel içeriklidir ve herhangi bir gerçek veya tüzel kişinin özel durumuna hitap etmemektedir. Doğru ve zamanında bilgi sağlamak için çalışmamıza rağmen, bilginin alındığı tarihte doğru olduğu veya gelecekte olmaya devam edeceği garantisi yoktur. Hiç kimse özel durumuna uygun bir uzman görüşü almaksızın, bu dokümanda yer alan bilgilere dayanarak hareket etmemelidir.

© 2018 KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş., KPMG International Cooperative'in üyesi bir Türk şirketidir. Tüm hakları saklıdır. Türkiye'de basılmıştır.

KPMG adı ve KPMG logosu KPMG International Cooperative'in tescilli ticari markalarıdır.