



# BAKIŞ

**Türkiye ve Dünya Ekonomisinde  
Makro Gelişmeler**

Sayı 16  
Ekim 2019

[kpmg.com.tr](http://kpmg.com.tr)





# İçindekiler

## **DÜNYA**

- 1- Küresel Ekonomi'de Genel Görünüm
- 2- Fed faiz indirimlerine devam edebilir
- 3- Avrupa'da ivme kaybı sürüyor
- 4- Gelişmekte olan ekonomiler belirsizlikle mücadele ediyor

## **TÜRKİYE**

- 5- Türkiye Ekonomisi'nde Genel Görünüm
- 6- Yeni Ekonomi Programı (YEP) açıklandı
- 7- Ekonomide daralma sona eriyor
- 8- Toparlanma hızı belirgin değil
- 9- İşsizlik yüksek seviyesini koruyor
- 10- Vergi gelirlerinde düzelmeye sınırlı
- 11- İhracat yavaş da olsa artmaya devam ediyor
- 12- 2019 turizmde rekor yılı olabilir
- 13- Cari işlemler hesabı fazla vermeyi sürdürüyor
- 14- Cari fazla ve kısa vadeli borçlanma ile rezervler arttı
- 15- Kısa vadeli dış borç stoku artıyor
- 16- Enflasyon yeniden tek hanede
- 17- Üretici fiyatlarında düşüş daha hızlı
- 18- TCMB faiz adımlarını küçültecek
- 19- TL hem reel hem de nominal değer kazandı
- 20- Tahvil faizlerinde düşüş sürüyor
- 21- Borsa İstanbul dalgalı ama pozitif seyrinde
- 22- Bankacılık toparlanıyor
- 23- Faiz indirimleri büyük ölçüde piyasaya yansıdı
- 24- SONUÇ
- 25- BEKLENTİLER
- 26- TAHMİNLER



# Genel değerlendirme



Murat Alsan

KPMG Türkiye Başkanı

Dünya ekonomileri, ABD ile Çin ana merkezli devam eden küresel ticaret savaşlarının etkilerini derinden hissettiği bir yılı geride bırakmaya hazırlanıyor. Görünen o ki 2019'a damga vuran iki devin ticari geriliminin ve restleşmelerinin gölgesi, yılın kalan bölümünde de dünya ekonomilerini yakından takip etmeyi sürdürecektir.

Belirsizlikler devam ederken, dünya büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskler önemini koruyacak, ekonomilerdeki ivme kaybı gelişmiş/ gelişmekte ülke ayrımı yapmaksızın telafi edilmesi gereken temel sorun olarak karşımızda duracak.

Bakış'ın elinizdeki sayısında ayrıntıları ile ortaya konan AB ekonomilerindeki ivme kaybı giderek daha belirgin hale geldi. Türkiye açısından AB özellikle de en büyük ticari partner Almanya'daki gelişmeler önümüzdeki dönemde çok daha fazla yakından incelenmeye devam edecek. En büyük ihracatımızı Avrupa'ya yaptığımız gibi en çok yabancı sermayeyi de yine bu bölge ülkelerinden çekiyoruz. En çok turist bu bölgeden gelirken, özel sektörümüzün yurt dışı kredi imkanı da yine açık ara Avrupa finans kuruluşlarından sağlanıyor.

Türkiye, bir taraftan bünyesinden kaynaklı sorunları aşmaya çalışırken, diğer yandan Avrupa'daki olumsuz gelişmelerden ve küresel ticari savaşlardan en az etkilenebileceği gayreti içinde. Yeni pazar ve işbirliği arayışlarında da kuşkusuz doğru rota belirlemeye çalışıyor.

Bu açılardan bakıldığında tarihe ülkemize en uzun süreli ve yoğun mesaili program ile gelen ABD Ticaret Bakanı olarak geçen Wilbur Ross'un ziyaretine ayrı bir parantez açmak gerekiyor. 4 gece 5 gün süren Türkiye ziyaretinde İstanbul ve Ankara'da yoğun görüşme trafiği yürüten, iş dünyası temsilcileri ile başbaşa uzun süreli değerlendirmeler yapan Ross'un, samimi bir ticari partner portresi çizdiğini rahatlıkla söyleyebiliriz.

Öte yandan bu yıl önümüzdeki 5-10 Kasım tarihleri arasında ikincisi düzenlenecek Çin Uluslararası İthalat Fuarı'na dönük Türk iş dünyasının ilgisinin şimdiden geçen yıla oranla katlandığını ifade etmek de bu pazar arayışlarının bir başka yönünü göstermesi açısından son derece anlamlı.

Dünya piyasalarında üçüncü çeyrekte faiz indirimleri adeta dalga dalga yayıldı. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz indirimlerinin Türkiye'ye yatırımda cazibesini artırdığı bir gerçek. Bununla birlikte, Türk finansal varlıkların uzun dönem denge değerlerinin çok altında olması bir başka cazibe unsuru olarak değerlendirilebilir.

Türkiye'ye uzun vadeli sermaye girişini tetikleyebilmek için ise yatırımcı algısını iyileştirecek Yeni Ekonomi Programı'nda da önerilen politika ve tedbirleri hayata geçmesi büyük önem taşıyor.

Geçen Eylül sonunda yayımlanan 2020-2022 dönemi Yeni Ekonomi Programı'nda önerilen politika ve önlemlerin, Türkiye ekonomisini güçlendirmeye dönük yerinde öneriler olarak algılandığını söyleyebiliriz. Programdaki rakamsal hedeflere ise ayrı bir pencere açmakta yarar var. Türkiye ekonomisinin uzun vadede yüzde 5'lik büyüme temposunu yakalamasını zor görmüyoruz. Büyüme temposunu enflasyon ve cari açığı olumlu görünümü koruyarak başarması asıl önemli konu olacak.







Enflasyondaki iyileşme ve finansal piyasalardaki sakin seyir ile TCMB üçüncü çeyrekte politika faizinde hızlı indirimlere gitti. İlk etapta kamu bankalarının olumlu reaksiyon gösterdiği faiz indirimlerinin piyasalarda belirgin bir rahatlama yol açtığı muhakkak. Yeni faiz indirimlerinin, önümüzdeki dönemdeki enflasyondaki seyre bağlı olduğunu söylemek mümkün. Nitekim, TCMB Başkanı'nın açıklamalarından okunduğu kadarı ile kurum, agresif faiz indirimi konusunda daha temkinli hareket edecek.

2019 son çeyreğe giren ekonomimizin, yaşanan gelişmeler ışığında yeni yılda daha olumlu bir tablo ortaya koyacağına olan inancı paylaşanların sayısının gittikçe arttığını ifade etmek gerekiyor.

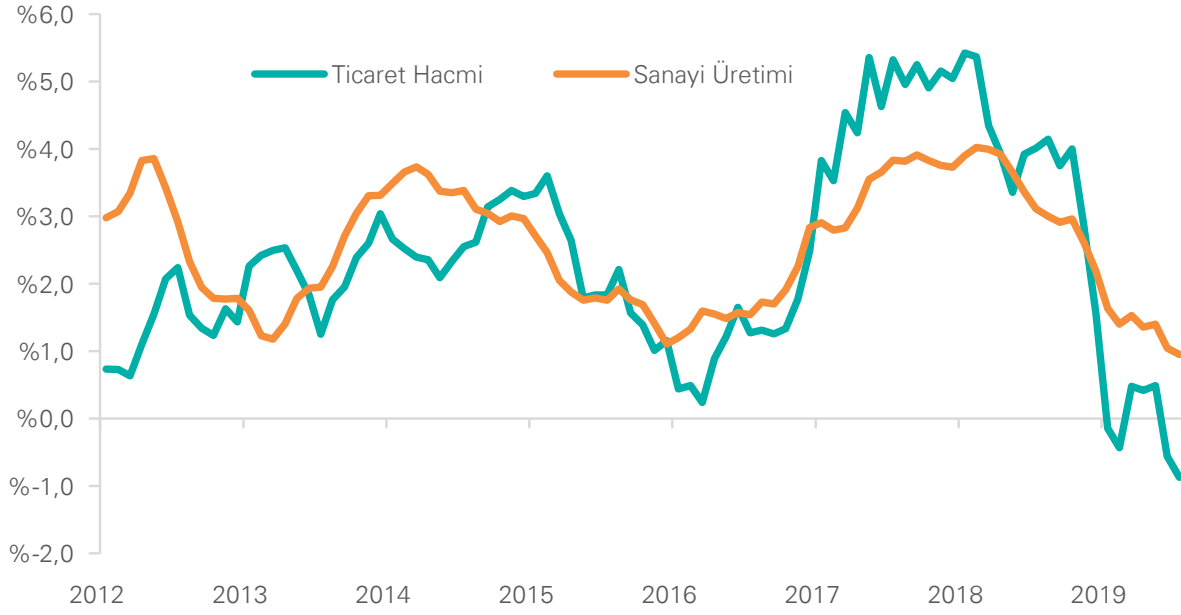
İyi okumalar.

# Dünya

# Küresel ekonomide genel görünüm

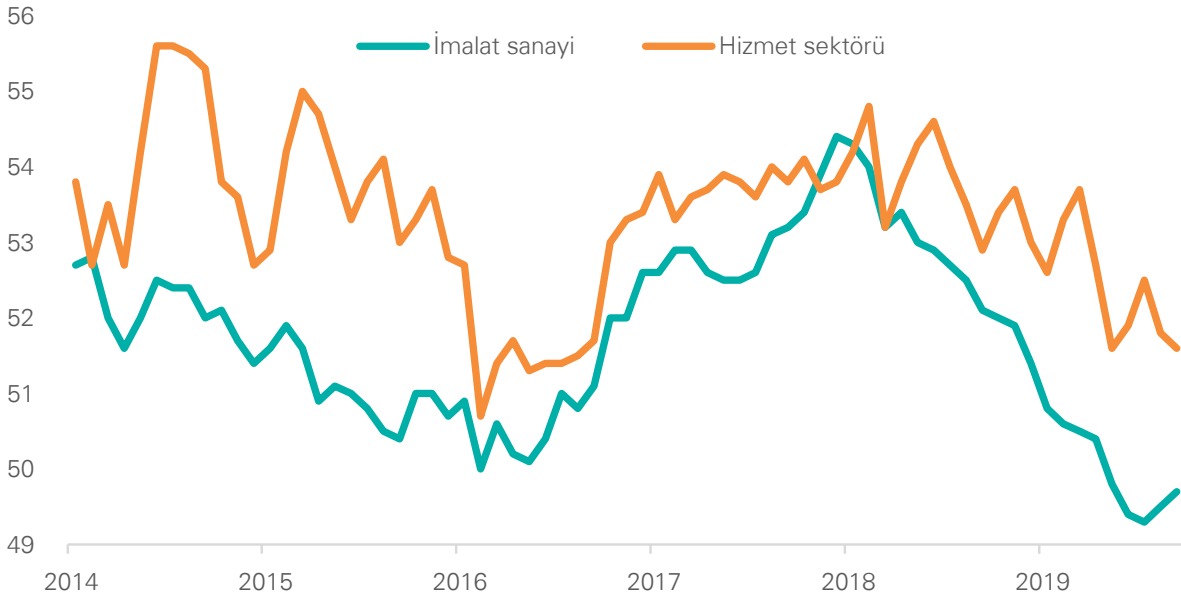
-  Küresel ticaret savaşlarının seyrine yönelik belirsizlikler sürerken dünya büyüme görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskler önemini koruyor. Ekonomilerdeki ivme kaybı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde kendini gösterirken ekonomiler içinde sektörel bazda yavaşlayan ve yavaşlamayan gibi bir ayrışma durumu da ortadan kalkmaya başladı.
-  2019 ilk yarıda 2018'in ilk yarısına kıyasla yataya yakın kalan küresel ticaret hacmi yılın ikinci yarısına bir miktar toparlanarak başladı. Ancak üç aylık ortalamalar hala daha kırılğan bir görünüm ortaya koyarken yıllık bazda yüzde 0,9'luk küçülmeye işaret etti.
-  Ticaretteki bu tablo dünya genelinde sanayi üretiminin de yavaşlamasına neden oluyor. Yılın ilk yarısını yüzde 1,3 büyüme ile tamamlayan dünya sanayi üretimi Temmuz'da bir önceki aya göre yüzde 0,3, yıllık bazda ise yüzde 0,9 oranında yavaş bir hızda büyüdü.
-  Bununla birlikte, öncü verilerin bir kısmı ise dünya genelinde yavaşlamanın son yapılan faiz indirimlerinin desteği ile dengelendiğini gösteriyor. Bu kapsamda dünya geneli için imalat sanayi PMI endeksi Temmuz'da 49,3 değerini aldıktan sonra Ağustos ve Eylül aylarında sırasıyla 49,5 ve 49,7 değerlerini aldı. Endeks hala 50'nin altında kalarak daralma bölgesinde yer alsa da daralmanın hız kesmesi önemli bulundu.
-  Öte yandan, bir süredir yavaşlamakla birlikte, görece güçlü seyreden hizmet sektörü PMI verileri imalat sanayinin aksine Temmuz'daki yükselişin ardından Ağustos ve Eylül aylarında gerileyerek dünya büyümesine yönelik aşağı yönlü riskleri hatırlattı.
-  Bu ortamda politika yapıcılardan gelen adımlar finansal koşulları desteklerken bazı güven endekslerinde toparlanma getirdi. Bu da ekonomik görünüm üzerindeki riskleri bir miktar dengelese de yeni bir şok gelmesi durumunda özellikle para politikası tarafında alanın kalmadığı düşünülüyor. Bu nedenle önümüzdeki dönemde büyümeyi desteklemek üzere başta gelişmiş ülkeler olmak üzere ilave genişleyici mali tedbirlerin daha çok öne çıkması bekleniyor.

### Gelişmiş ekonomilerin ticaret hacmi ve sanayi üretimi (3-aylık ortalama yıllık değişimler)



Kaynak: Central Planning Bureau

### Küresel satın alma yöneticileri endeksleri (PMI)



Kaynak: <https://www.markiteconomics.com/Public/Home/Index?language=en>



# Fed faiz indirimlerine devam edebilir

ABD Merkez Bankası, Temmuz sonundaki ve Eylül ayındaki toplantılarında iki kez faizleri 25'er baz puan indirdi. Yurtiçi ekonomik gelişmelerden daha çok küresel ticaret savaşları kaynaklı belirsizlikleri indirimlere gerekçe olarak belirtse de son dönemde açıklanan veriler ABD ekonomisindeki ivme kaybını belirginleştiriyor.

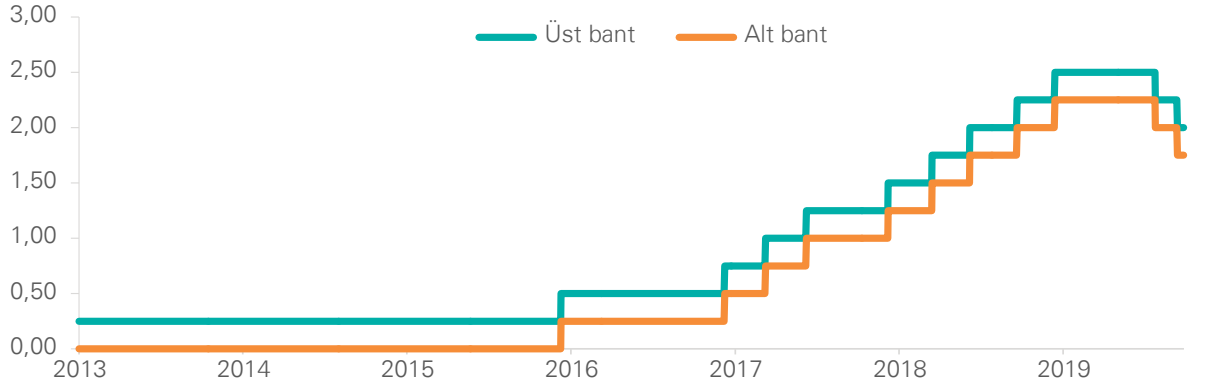
ABD ekonomisinin yıllıklandırılmış büyüme hızı 2019 ilk çeyrekteki yüzde 3,1'ten ikinci çeyrekte yatırımlardaki daralma sonucu yüzde 2,0'a yavaşladı.

2019 Haziran'da 51,7 değerini alan ISM imalat sanayi aktivite endeksi üçüncü çeyrekte devamlı gerileyerek Eylül'de 47,8 ile Haziran 2009 sonrası en düşük seviyeye indi ve sektörde aktivitenin bir önceki döneme göre daralmaya başladığına işaret etti. Benzer şekilde ikinci çeyrek sonunda 55,1 seviyesindeki ISM hizmet sektörü aktivite endeksi 52,6'ya yavaşladı.

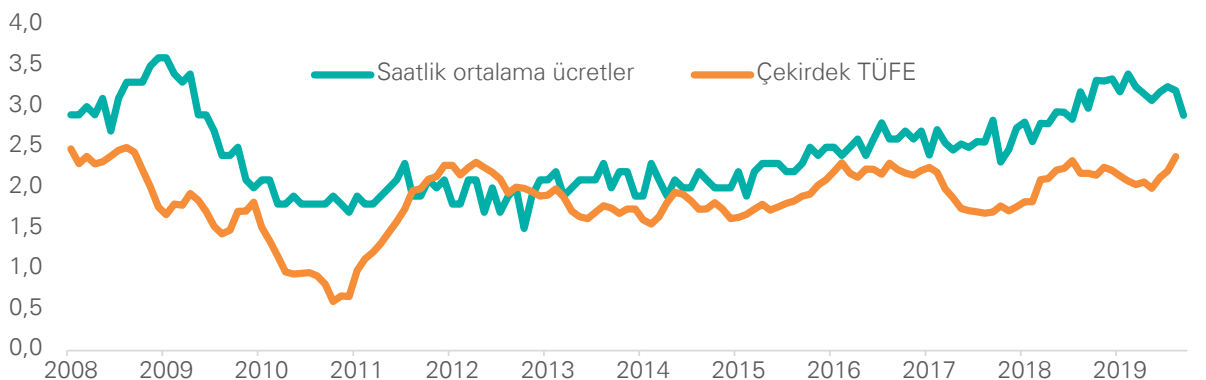
Öte yandan ülkede Eylül ayında işsizlik oranı yüzde 3,7'den yüzde 3,5'e gerilese de tarım dışı istihdam bir önceki aya göre 145 bin kişi olan beklentilerin altında 136 bin kişi arttı. Aynı dönemde saatlik ortalama kazançlar bir önceki aya göre yüzde 0,2 artış beklentilerine karşın yatay kaldı. Saatlik ortalama kazançların yıllık değişimi ise yüzde 3,2'den yüzde 2,9'a yavaşladı. Oysa Eylül ortasında açıklanan son Ağustos verisi ise ülkede çekirdek enflasyonun yüzde 2,4 ile küresel kriz sonrası en yüksek seviyeye ulaştığını ortaya koymuştu.

Son toplantıdan sonraki açıklamaları Fed'in ileri dönük kararları konusunda karışık sinyaller verse de üçüncü çeyrek sonunda açıklanan enflasyon dışındaki veriler faiz indirimlerine devam etmesi yönündeki baskıların sürmesine neden olabilir. Ayrıca küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizliklerin sürmesi ve jeopolitik gerilimler Fed'in önceki indirimlerdeki gerekçelerini teyit eder şekilde devam ediyor.

## Fed politika faizleri









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

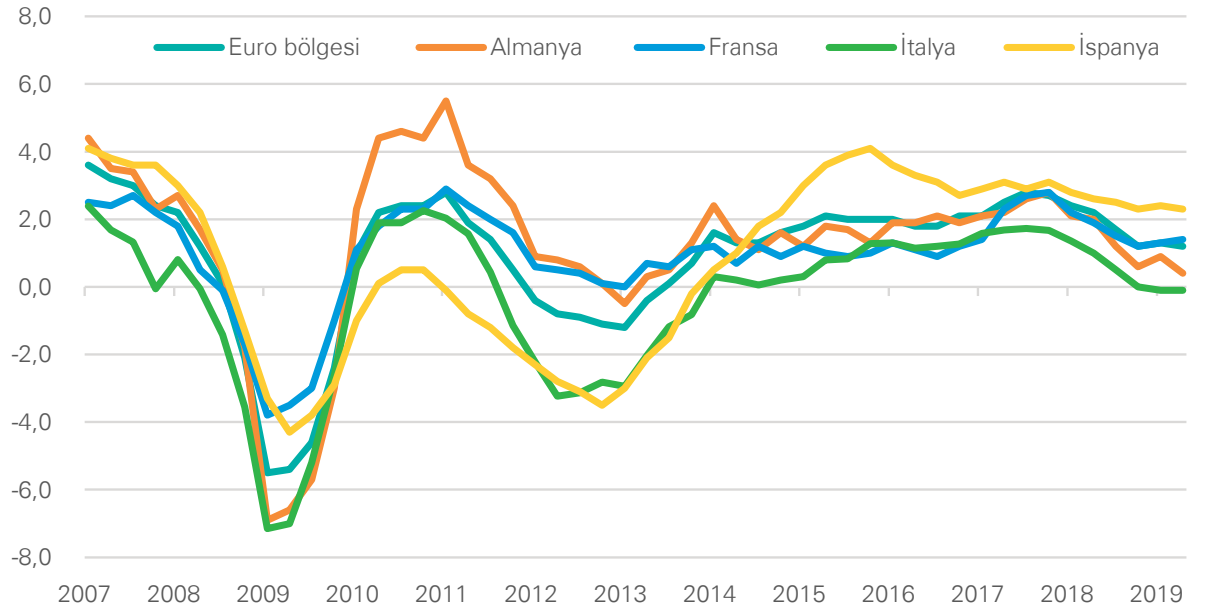


Kaynak: fred.stlouisfed.org

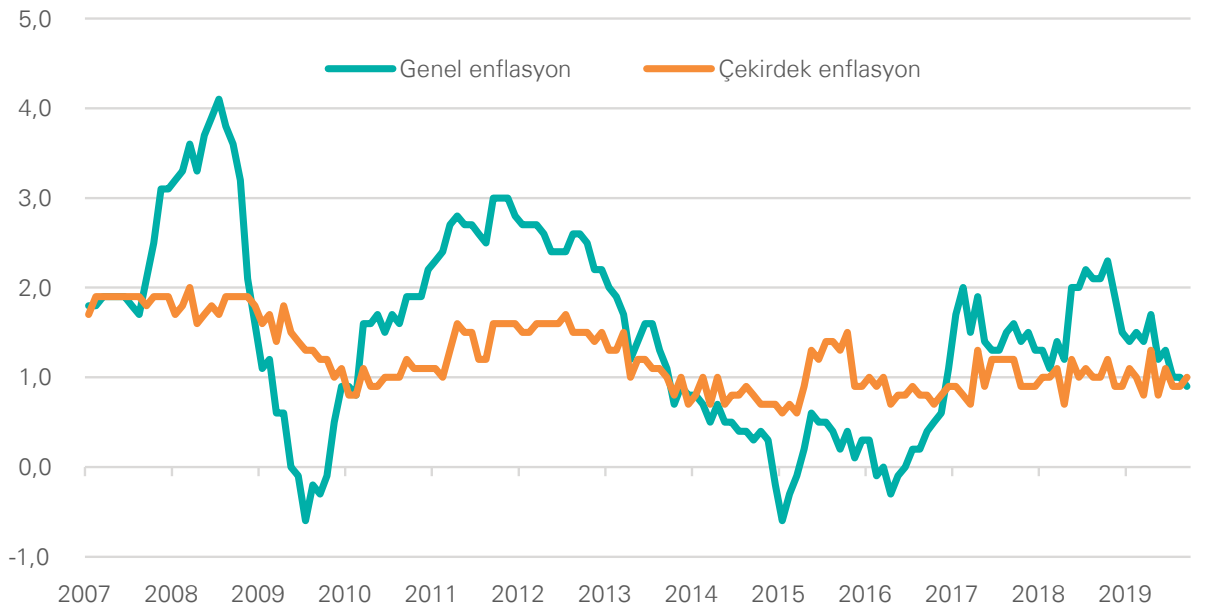
# Avrupa'da ivme kaybı sürüyor

-  Ticaret savaşlarının daha ne kadar derinleşebileceğine ve İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine yönelik belirsizlikler sürerken AB ekonomilerinde ivme kaybının belirginleştiğine yönelik veriler artıyor. İlk yarıdaki büyüme performansı nispeten beklentilerden güçlü olsa da üçüncü çeyreğe ilişkin öncü veriler yavaşlamanın derinleştiğini gösteriyorlar.
-  Üçüncü çeyrek Brexit süreci açısından tartışmaların yoğun olduğu bir dönem olsa da sürecin anlaşılabilir mi anlaşılabilir mi sona ereceği konusunda herhangi bir ilerleme kaydedilemedi.
-  Euro Bölgesi ekonomilerinde GSYH büyümesi ikinci çeyrekte yıllık bazda yüzde 1,2 olarak gerçekleşse de üçüncü çeyreğe ilişkin ilk veriler zayıf geldi. Temmuz ayında sanayi üretimi bir önceki aya göre yüzde 0,7 daralırken sanayi için öncü gösterge niteliğindeki imalat sanayi PMI Eylül'de 45,7 ile Ekim 2012 sonrası en düşük seviyeye geriledi. Özellikle Almanya'da 41,7 değerini alan Eylül ayı imalat sanayi PMI dünya genelinde büyümeye ilişkin kaygıları artırdı. İmalat sanayine ek olarak hizmet sektörü PMI da 2019 üçüncü çeyrekte kayda değer ölçüde gerileyerek yavaşlamanın genele yayılmaya başladığına işaret etti.
-  Bölge'de üçüncü çeyrekte açıklanan enflasyon verileri ise dalgalı bir seyirle geriliyor. Öncü hesaplamalara göre, Haziran'da yüzde 1,3 olan genel TÜFE yıllık enflasyonu Eylül ayında yüzde 0,9'a gerilerken çekirdek TÜFE yıllık enflasyonu yüzde 1,1'den yüzde 1,0'a indi.
-  Bu ortamda Avrupa Merkez Bankası (AMB) beklentiler dahilinde depo faiz oranını 10 baz puan indirerek yüzde -0,50'ye çekerken varlık alım programının 1 Kasım'dan itibaren 20 milyar Euro ile yeniden başlayacağını söyledi. Ayrıca, faizlerin uzun süre düşük tutulacağına ve varlık alımlarının gerektiği müddetçe sürdürüleceğine yönelik sözlü yönlendirmede bulundu.
-  Söz konusu karar sonrasında da ifade edildiği gibi, AMB para politikası ile ekonomiyi desteklemek üzere yapabileceklerinin sınırına gelirken başta Almanya olmak üzere, mali durumu iyi olan AB ekonomilerinden maliye politikası genişlemesi beklentileri artıyor. Önümüzdeki dönemde, Brexit süreciyle birlikte, AB ekonomilerinde ekonomiyi desteklemek üzere atılacak mali genişleme adımlarının daha yakından takip edileceği düşünülüyor.

### GSYH yıllık büyüme oranları (%)



### Euro bölgesi yıllık enflasyon oranları (%)



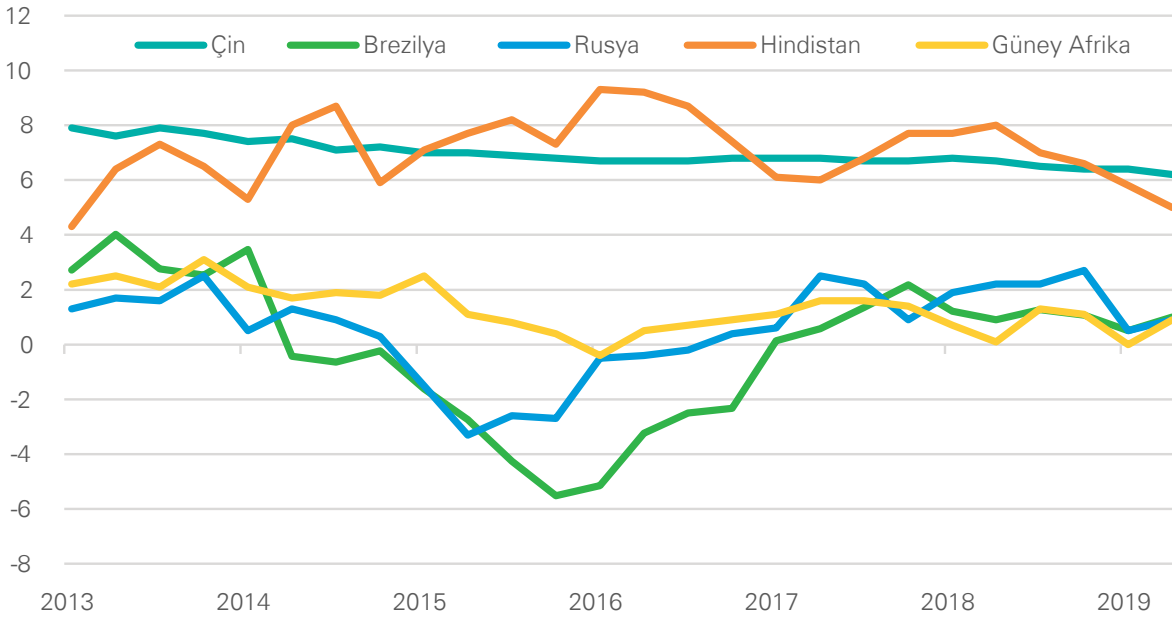
Kaynak: Eurostat

# Gelişmekte olan ekonomiler belirsizlikle mücadele ediyor

- Gelişmekte olan ekonomiler de gelişmiş ekonomiler gibi ticaret savaşlarının seyrine yönelik belirsizliklerle mücadele ediyor. Bu ortamda gelişmiş ülkelerde olduğu gibi pek çok gelişmekte olan ekonomide de merkez bankaları genişlemeci yönde adım atmak durumunda kaldı.
- Çin'de GSYH yıllık büyüme hızı 2019 ilk çeyrekteki yüzde 6,4'ten ikinci çeyrekte yüzde 6,2'ye yavaşlarken Hindistan'da büyüme hızı yüzde 5,8'den yüzde 5,0'a düştü. Buna karşın aynı dönemde, Rusya, Brezilya ve Güney Afrika gibi belli başlı ekonomilerde büyüme hızlarının toparlandığı görüldü.

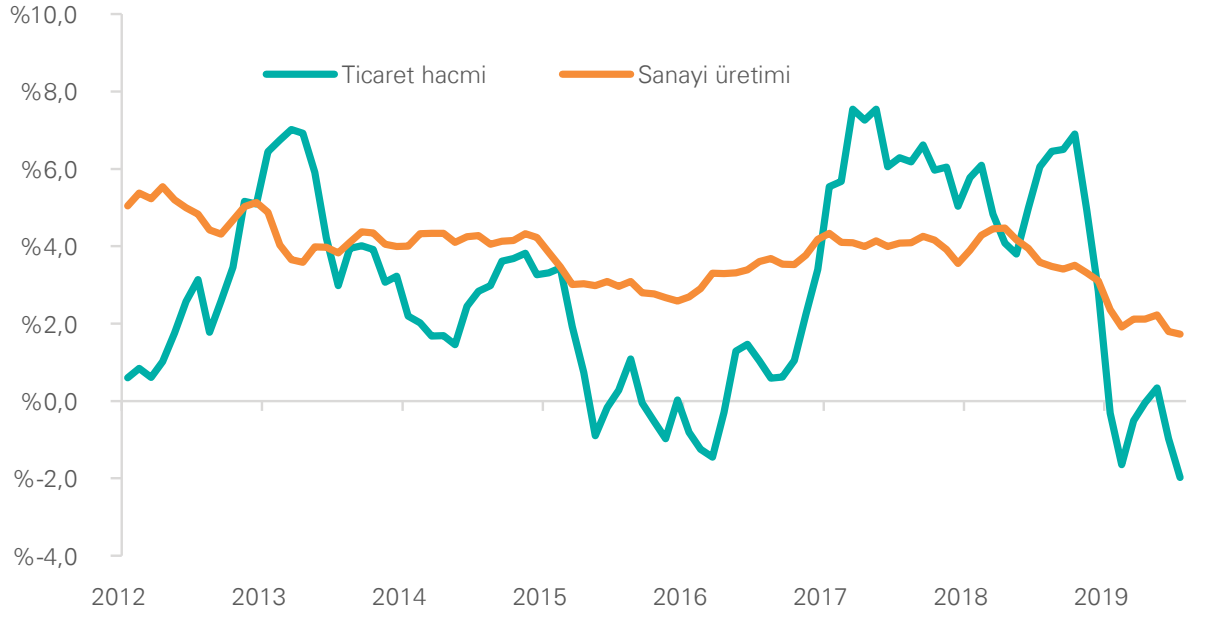
- Gelişmekte olan ekonomilerin ticaret hacmi yılın ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 0,7 daralırken, yılın ikinci yarısına da yüzde 2,2'lik sert bir daralma ile başladılar. Aynı dönemde sanayi üretimi yıllık büyümesi ise gelişmekte olan ekonomilerin genelinde ilk yarıda yüzde 2,0 iken Temmuz'da yüzde 0,3'e yavaşladı.
- Öncü veriler gelişmekte olan ekonomilerin görünümü açısından risklerin aşağı yönlü artmaya başladığına işaret ettiler. Bunun üzerine 2019 üçüncü çeyrekte, Rusya Merkez Bankası 25 baz puan, Brezilya Merkez Bankası 50 baz puan, Güney Afrika Merkez Bankası 25 baz puan indirime gittiler.

## GSYH yıllık büyüme hızları (%)



Kaynak: The Economist

### Gelişmekte olan ekonomilerin ticaret hacmi ve sanayi üretimi (3-aylık ortalama yıllık değişimler)



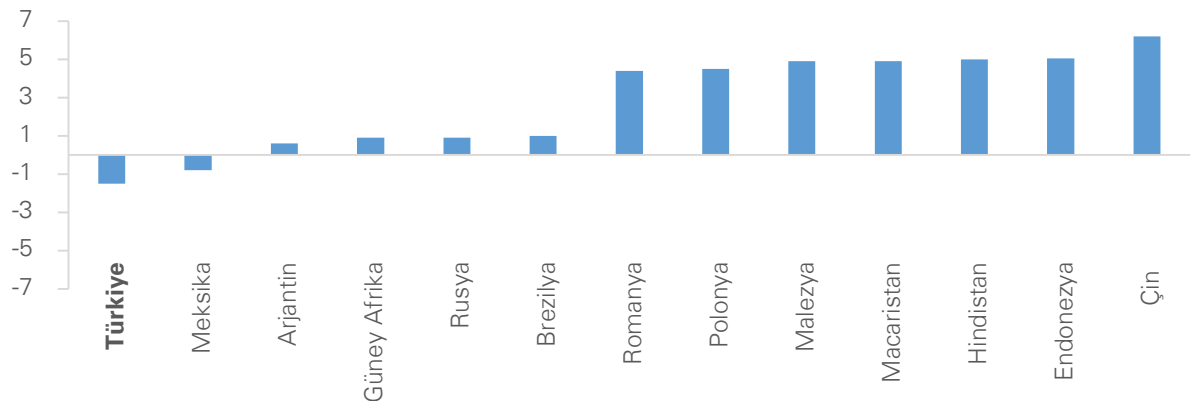
Kaynak: <https://www.cpb.nl/en>

# Türkiye







# Türkiye ekonomisinde genel görünüm

- 2019 yılına büyümeye yönelik kaygılarla başlayan Türkiye ekonomisi yılın ilk yarısında hafif bir daralma göstererek, beklentilerin aksine dengelenmeyi ortaya koydu. İkinci çeyrekte yıllık bazda yüzde 1,5 küçülen Türkiye ekonomisinde ilk yarı genelinde daralma yüzde 1,9 olarak gerçekleşti. Dış talep ekonomiyeye 6 çeyrekte pozitif katkı yaparken bu durum cari açığa ilişkin kaygıların önemli ölçüde hafiflemesini sağladı.
- Üçüncü çeyreğe ilişkin öncü verilerin bir kısmı karışık sinyaller verse de ekonomik aktivitede toparlanma işaretleri daha çok öne çıkıyor. Ayrıca geçen yılın son çeyreğinin zayıf bazı sayesinde bu yılın genelinde GSYH değişiminde pozitif bir sonuç elde etme ihtimali arttı.
- Eylül sonunda açıklanan Yeni Ekonomi Programı ise, gelecek yıllar için iddialı büyüme hedefleriyle öne çıktı. Bununla birlikte, ekonomik görünüm açısından sunduğu bakış açısı iş dünyası açısından olumlu karşılandı.
- Her ne kadar ekonomideki daralma çok sert olmasa da işgücü piyasasında daralma devam ediyor. Bu nedenle genel işsizlik oranı %14 civarında, genç işsizliği ise yüzde 26 ile oldukça yüksek seviyede.
- Büyümeyi destekleyici politikalar ile zayıflayan bütçe performansında ise henüz belirgin bir toparlanma gözlenmiyor. Vergi gelirlerinin iyileşmesi iç talebin toparlanma hızına bağlı iken harcama tasarrufları önem taşıyor. TCMB yedek akçesinin aktarılması ise bütçe performansındaki bozulmayı sınırladı.
- Ekonomideki dengelenme sürecinin sonucu olarak cari işlemler dengesi yaz aylarında turizmin desteği ile fazla vermeye başladı. Bu sayede dış finansmana ilişkin kaygılar ise bir miktar azaldı.
- Döviz kurlarında dalgalanmaların sınırlı kalması ve iç talebin zayıf seyri ile enflasyonda beklenenden hızlı bir iyileşme kaydedildi. Maliyet baskısının hafiflemesiyle tüketici enflasyonu Eylül ayında yüzde 9,26 ile tek haneye indi.
- TCMB'nin faiz indirimlerine finansal piyasalar olumlu tepki verirken üçüncü çeyrekte TL'de reel ve nominal değerlenme gözlemlendi. Tahvil faizleri gerilerken hisse senetleri gelişmekte olan ekonomiler arasında pozitif ayrışan tarafta yer aldı.

## 2019 II. çeyrek GSYH yıllık büyüme oranları (%)



# Yeni ekonomi programı (YEP) açıklandı

-  Geçen yılki program çerçevesinde fiyat istikrarı, finansal istikrar ve cari işlemler dengesinde son bir yılda elde edilen kazanımların korunup geliştirilmesi, üretim ve verimlilik odaklı, sürdürülebilir büyüme ile adaletli paylaşımaya yönelik ekonomik dönüşümün ve değişimin gerçekleştirilmesi temel amacıyla hazırlanan 2020-2022 dönemi Yeni Ekonomi Programı Eylül ayı sonunda yayımlandı.
-  Yeni programla 2019 yıl sonunda yüzde 12 seviyesinde gerçekleşmesi beklenen tüketici enflasyonunun 2020 yılına yüzde 8,5'e inmesi ve program dönemi sonunda yüzde 5'in altına gerilemesi hedefleniyor. Bu hedefe ulaşabilmek için para ve maliye politikalarında eş güdüm, verimlilik artışları ve döviz kuru geçişkenliğini azaltıcı adımlar planlanıyor. Bununla birlikte, gıda fiyatlarında enflasyonu düşürmek için bir dizi tedbir ve teşvik sunulacağı açıklandı.
-  Programda enflasyonla mücadeleyi olumsuz etkileyecek vergi artışlarına gidilmeyeceği izlenimi verilirken maliye politikasında agresif bir sıkılaştırmanın işareti bulunmuyor. Bu nedenle önümüzdeki dönemde merkezi yönetim bütçe açığının milli gelire oranının yüzde 3'ün altında tutulması öngörülürken program dönemi sonunda mali dengede sınırlı bir iyileşme hedefleniyor. 2019 yılı sonunda yüzde 32,8 olabileceği hesaplanan AB tanımlı kamu borç stokunun milli gelire oranının 2020 yılında yüzde 33,2'ye çıktıktan sonra kademeli olarak iyileşmesi ve 2022'de yüzde 32,3 olması bekleniyor. Program süresince vergi tabanının genişletecek ve vergide adaleti sağlayacak politikaların hayata geçirileceği planlanırken kaynakların etkin kullanımı için önemli reformların hayata geçirileceği belirtiliyor.
-  Program dönemi boyunca ekonominin yüzde 5 ile potansiyeline yakın bir hızda büyümesi hedefleniyor. Büyümedeki böylece güçlü bir toparlanmada, ertelenmiş tüketim ile yatırımlar, finansal koşullardaki iyileşme, finansal oynaklık ve belirsizliklerin azalması, enflasyondaki kazanımların devamı, tüketici ve yatırımcı güvenindeki toparlanmanın etkili olacağı belirtiliyor. Bununla birlikte, 2020 yılında iç talepten büyümeye daha çok katkı gelebileceği düşünülse de sonraki yıllarda daha dengeli bir büyüme kompozisyonu olacağı düşünülüyor. Üretim tarafında ise, ihracat sayesinde sanayi ve turizm ile ilgili sektörler üzerinden de hizmetlerin en çok katkı yapacak sektörler olacağı değerlendiriliyor. Ayrıca, tarım sektörünün büyümeye uzun dönem ortalamasının üzerinde, inşaat sektörünün ise sınırlı düzeyde pozitif katkı vermesi bekleniyor.
-  Büyümedeki hızlanma sayesinde işsizlik oranının 2019 yılında ulaşacağı yüzde 12,9'luk zirvenin ardından sonraki yıllarda kademeli olarak gerileyeceği ve program dönemi sonunda yüzde 9,8'e ineceği öngörülüyor.
-  Programda büyümeyi destekleyici adımlar arasında Türkiye Varlık Fonu'nun petrokimya, madencilik ve yerli kaynağa dönük enerji üretimi alanlarında özel sektör iş birliklerine dayanan sabit sermaye yatırımları öne çıkarken, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası'ndan oluşturulan Kalkınma Fonu ile yüksek katma değerli ve teknolojik ürünlerin üretiminin destekleneceği belirtiliyor. Ayrıca, proje bazlı yatırım teşvik sistemi başta olmak üzere; Ar-Ge, yenilikçilik ve teknolojik dönüşüm ile yüksek katma değerli ürünlerin üretimini desteklemeye yönelik uygulamalara, 11. Kalkınma Planı'nda yer alan kimya, ilaç-tıbbi cihaz, makine, elektrikli teçhizat, otomotiv, elektronik ve raylı sistem araçları olarak belirlenen imalat sanayi sektörleri önceliklendirilerek devam edileceği açıklandı.



Ekonomideki hızlanmaya rağmen, yüksek katma değerli ürün ihracatının artırılması, ithalata bağımlılığın azaltılması ve turizm gelirlerinin artırılabileceğiyle cari işlemler dengesinde önemli bir bozulma öngörülüyor. Bu kapsamda 2019 yılında fazla verecek cari işlemler hesabının gelecek yıl milli gelire oran olarak sadece yüzde 1,2 açık vereceği öngörülüyor. Sonrasında ise kalıcı bir iyileşme patikasıyla program dönemi sonunda dengenin sağlanması hedefleniyor. İhracat Ana Planı ve 2023 Türkiye Turizm Stratejisi'nin dış dengenin güçlendirilmesinde önemli bir yer tutacağı görülüyor.

Programın önerdiği politika ve tedbirler Türkiye ekonomisini güçlendirmeye dönük yerinde öneriler olarak görülürken ekonomideki karar alıcılara bir perspektif sunması açısından olumlu değerlendiriliyor. Ancak programdaki rakamsal hedefler genel itibarıyla iddialı bulunuyor. Uzun vadede Türkiye ekonomisinin yüzde 5'lik büyüme temposunu yakalaması zor olmasa da bunu kısa vadede enflasyon ve cari açığa kazanımları koruyarak başarması asıl sınav olacak.

## 11. Kalkınma planının belli başlı makroekonomik hedefleri

Büyüme ve enflasyon					
	2018	2019GT	2020P	2021P	2021P
GSYH büyümesi (%)	2.8	0.5	5	5	5
GSYH (milyar TL, cari fiyatlarla)	3,724	4,269	4,872	5,484	6,070
GSYH (milyar dolar, cari fiyatlarla)	789	749	812	856	900
Kişi başına gelir (GSYH, dolar)	9,693	9,093	9,738	10,144	10,534
TÜFE (yıl sonu, % değişim)	20.3	12.0	8.5	6.0	4.9

Ödemeler dengesi					
	2018	2019GT	2020P	2021P	2021P
İhracat (milyar dolar)	176.9	181.4	190.0	202.0	213.0
İthalat (milyar dolar)	231.2	207.8	231.5	247.0	260.0
Dış ticaret dengesi (milyar dolar)	-54.3	-26.4	-41.5	-45.0	-47.0
Turizm gelirleri (milyar dolar)	25.2	29.0	34.3	40.1	46.5
Cari işlemler dengesi (milyar dolar)	-27.0	1.0	-9.6	-7.0	0.0
Cari işlemler dengesi / GSYH (%)	-3.4	0.1	-1.2	-0.8	0.0

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

## 11. Kalkınma planının belli başlı makroekonomik hedefleri

### İşgücü İyiasası

	2018	2019GT	2020P	2021P	2021P
İstihdam (milyon kişi)	28.7	28.3	29.3	30.5	31.5
İstihdam oranı (%)	47.4	46.0	47.1	48.3	49.1
İşgücüne katılım oranı (%)	53.2	52.8	53.4	54.0	54.5
İşsizlik oranı (%)	11.0	12.9	11.8	10.6	9.8

### Merkezi Yönetim Bütçesi (Milyar TL)

	2018	2019GT	2020P	2021P	2021P
Harcamalar	830.8	992.4	1095.5	1196.9	1295.4
Faiz hariç harcamalar	756.8	889.3	956.5	1037.4	1119
Faiz giderleri	74.0	103.1	138.9	159.5	176.4
Gelirler	758.0	867.4	956.6	1039.3	1135.3
Vergi gelirleri	621.5	667.6	784.6	874.5	963.1
Diğer gelirler	136.5	199.8	172	164.8	172.1
Bütçe dengesi	-72.8	-125.0	-138.9	-157.6	-160.1
Faiz dışı denge	1.2	-21.9	0.1	1.9	16.3

### Kamu Maliyesi (GSYH'ya Oran, %)

	2018	2019GT	2020P	2021P	2021P
Kamu kesimi dengesi	-2.5	-3.2	-3.0	-2.8	-2.6
Merkezi yönetim bütçesi	-2.0	-2.9	-2.9	-2.9	-2.6
Diğer kamu	-0.5	-0.3	-0.1	0.1	0.0
Program tanımlı kamu kesimi dengesi	-2.4	-3.5	-1.7	-0.8	-0.5
Merkezi yönetim bütçesi	-1.5	-3.0	-1.3	-0.8	-0.4
Diğer kamu	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	-0.1

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

# Ekonomide daralma sona eriyor

2019 ilk çeyrekte olduğu gibi, Türkiye ekonomisi mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre ikinci çeyrekte, çeyrekten çeyreğe büyürken arındırılmamış veriler yıllık bazda daralmanın yavaşlayarak sürdüğünü ortaya koydular.

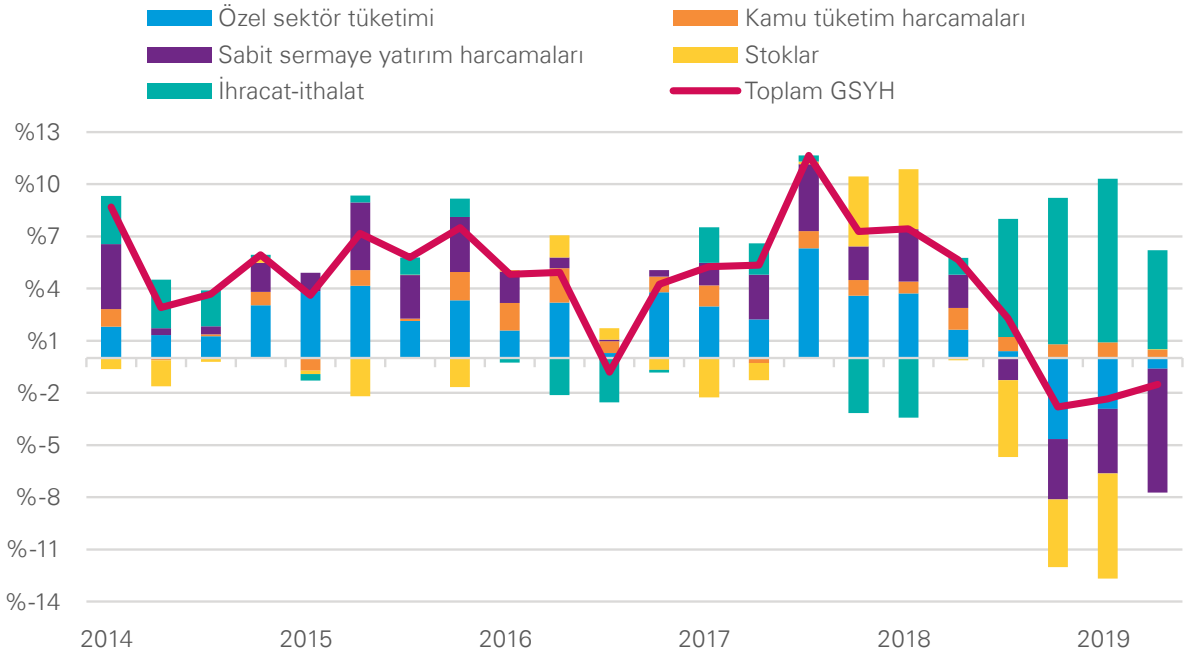
TÜİK tarafından açıklanan rakamlara göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış GSYH ikinci çeyrekte bir önceki döneme kıyasla yüzde 1,2 büyüdü. Buna karşın takvim etkisinden arındırılmış GSYH 2018 ikinci çeyreğe kıyasla yüzde 1,4, hiçbir etkiden arındırılmamış rakamlar ise yüzde 1,5 daralmaya işaret ettiler.

Arındırılmamış GSYH harcama bileşenleri, 2019 ikinci çeyrekte yatırımlardaki daralmanın derinleştiğini gösterirken özel sektör tüketim harcamalarındaki daralma hız kesti. Bununla birlikte, kamunun tüketim harcamalarının ve net dış talebin büyümeyi desteklemesiyle ekonomideki daralmanın yavaşladığı görüldü.

Üretim tarafından bakıldığında ise tarım, finans, kamu yönetimi, bilgi ve iletişim, gayrimenkul gibi sektörlerden gelen ılımlı pozitif katkılara rağmen, sanayi, inşaat ve hizmetler ekonomideki küçülmeye yol açan sektörler olarak öne çıktılar.

Bu sonuçlarla Türkiye ekonomisi 2019 ilk yarı itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,9 küçüldü. Yıllık toplamda Dolar bazında GSYH, 2018 sonundaki 789 milyar Dolar'dan 2019 ilk yarı itibarıyla 722 milyar Dolar seviyesine geriledi. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin ilk veriler pozitif sonuç gelme olasılığına işaret ederken yıl genelinde yataya yakın veya sınırlı pozitif bir büyüme bekleniyor.

## Yıllık büyüme katkıları



Kaynak: TÜİK

# Toparlanma hızı belirgin değil

Yılın ikinci çeyreğinde görülen kademeli toparlanma üçüncü çeyreğe ilişkin öncü verilerin bir kısmında daha belirginleşti. Ancak bazı veriler kırılğan bir görünüm sergileyerek toparlanmanın hızına dair karışık sinyaller veriyorlar.

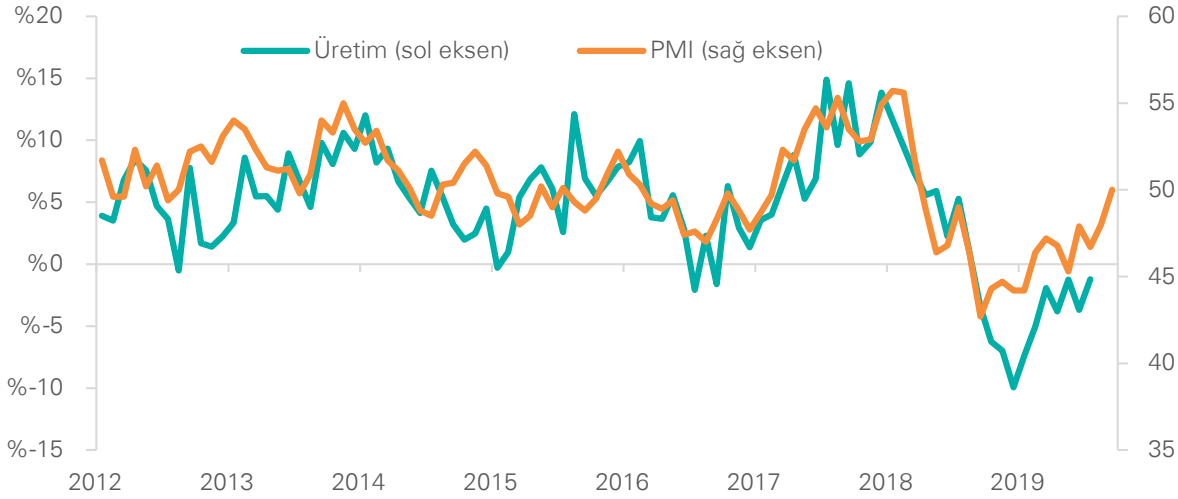
Sanayi üretimi, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilerde Temmuz'da bir önceki aya göre yüzde 4,3'lük hızlı bir artış kaydederken yıllık bazda yüzde 1,2 daralma gösterdi. Öte yandan, aynı dönemde perakende satışlar, bir önceki aya göre yüzde 1,5 azalırken yıllık bazda yüzde 3,7 gerilediler.

Öncü veriler ise üçüncü çeyreğin devamına yönelik karışık sinyaller verdiler. İmalat sanayi PMI, Ağustos ve Eylül aylarında yükselmeye devam ederek sektörde toparlanmanın belirginleştiğini gösterdi. Haziran'da 47,9 olan endeks Eylül'de 50,0 ile son bir buçuk

yılın zirvesine çıktı. Benzer şekilde, hizmet, perakende ve inşaat sektörlerinde de güven endeksleri Ağustos ve Eylül aylarında toparlanmaya devam ettiler. Ancak, reel sektör güven endeksi ve tüketici güven endekslerindeki sonuçlar üçüncü çeyrekte dalgalı bir seyir izledi.

Sektörel güven endekslerindeki toparlanma büyük ölçüde finansal piyasalardaki görece sakin seyri yansıtırken iç ve dış talepteki kırılğanlıklar reel sektör ve tüketici güven endekslerinin de işaret ettiği gibi toparlanmanın hızına dair riskleri canlı tutuyor. Bununla birlikte, baz etkisiyle birlikte, önümüzdeki aylarda üretime ilişkin verilerde pozitif sonuçlar görülebileceği düşünülüyor.

## Sanayi üretimi yıllık değişimi ve imalat sanayi PMI



Kaynak: TÜİK

# İşsizlik yüksek seviyesini koruyor

İstihdam ilk çeyrekte olduğu gibi, ikinci çeyrekte de dalgalı bir seyir izlerken işsizlik oranı üçüncü çeyrek başında hala oldukça yüksek seviyede bulunuyor.

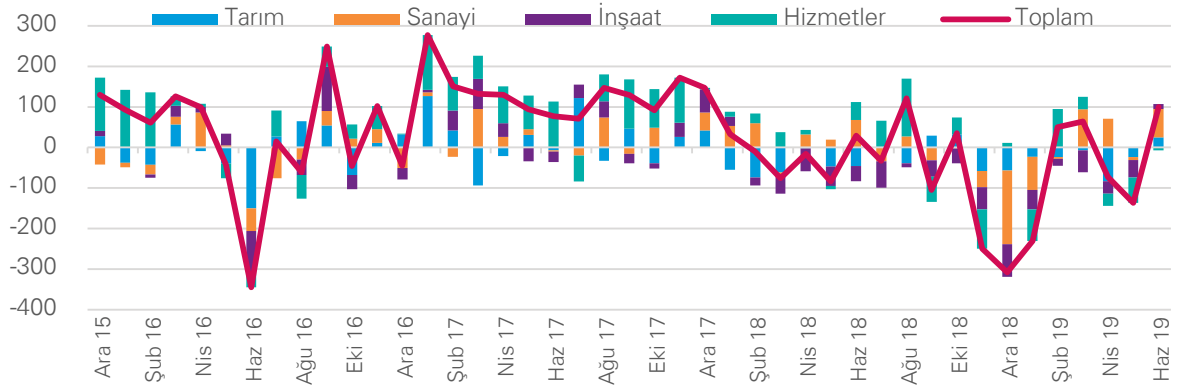
Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, 2019 ilk çeyrekte 117 bin kişi azalan istihdam ikinci çeyrek genelinde de 110 bin kişi azaldı. Sektörel bazda bakıldığında, sanayi dışında istihdam belli başlı sektörlerde daralmaya devam ediyor. İkinci çeyrek genelinde hizmetler sektöründe 100 bin kişi, inşaatta 62 bin kişi ve tarımda 82 bin kişi istihdam azalışı yaşanırken sanayi sektörü istihdamını 134 bin kişi artırdı.

Ülkede toplam işsizlik oranında artış Haziran itibarıyla hız kesmiş görünse de genç işsizlikte artış devam ediyor. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, toplam işsizlik oranı 2019 ilk çeyrek sonundaki yüzde 13,7'den Mayıs'ta yüzde 14,0 yükseldikten sonra hafif gerileyerek Haziran'da yüzde 13,9 değerini

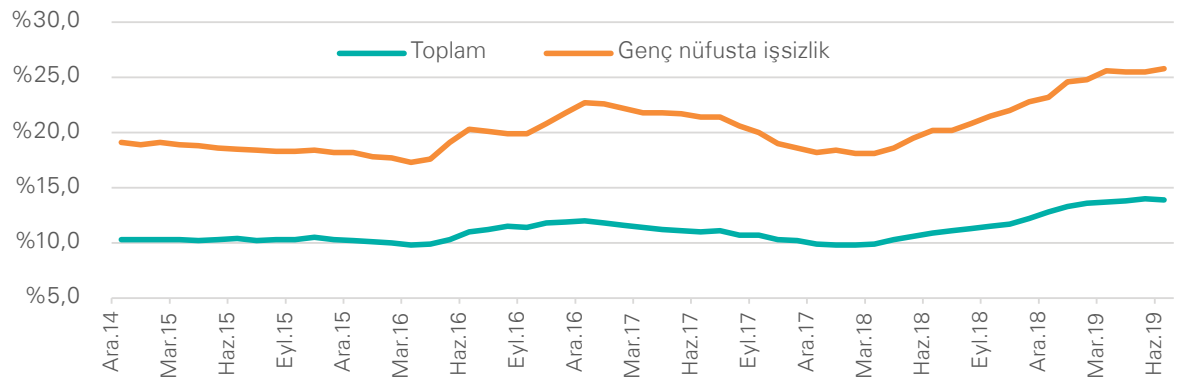
aldı. Genç işsizlik oranı ise Nisan ve Mayıs aylarında hafif geriledikten sonra Haziran'da yeniden yükselerek yüzde 25,8'e çıktı.

Reel sektör güven endeksi içinde istihdama yönelik alt endeksler üçüncü çeyrekte yükselerek ikinci çeyrekte olduğu gibi, sanayi sektörünün istihdamı destekleyebileceğine işaret ediyorlar. Ancak tüketici güven endeksinin detayları hanehalkının işgücü piyasasına yönelik kötümserliğinin derinleşmeyi sürdürdüğünü ortaya koyuyor. Eylül itibarıyla endeks yayımlandığı günden bu yana ki en düşük değerini aldı. Ekonomik aktivitede bir miktar toparlanma olsa da bunun işgücü piyasasına ve işsizlik oranlarına yansımalarının zaman alabileceği düşünülüyor.

## Mevsimsellikten arındırılmış sektörel istihdam değişimleri (aylık, bin kişi)



## Mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranları



# Vergi gelirlerinde düzelme sınırlı

- 2019 ikinci çeyrekte hükümet harcamalarda birtakım tasarruflara gitse de üçüncü çeyrekte harcamaların geçen yılın aynı dönemine göre yeniden hızlandığı görülüyor. Bununla birlikte, vergi indirimlerinin geri çekilmesi sonrasında vergi gelirlerinde kaydedilen toparlanma oldukça yavaş bir tempoda gerçekleşiyor. Bu sonuçlarla bütçe dengesinde bozulma devam ediyor.
- İlk yarıda merkezi yönetim bütçe gelirleri 2018'in aynı dönemine göre sadece yüzde 14 artarken Temmuz-Ağustos döneminde yıllık bazda yüzde 42,1 artış kaydetti. İlk yarıda yıllık bazda yüzde 4,4 artan vergi gelirleri Temmuz-Ağustos döneminde yüzde 8,4 arttı. Vergi dışı kalemlerdeki hızlı artış ise büyük ölçüde TCMB yedek akçesinin bütçeye aktarılmasının etkilerini yansıtıyor.
- Harcamalar tarafında ise faiz dışı giderlerin ilk yarıda yıllık bazda yüzde 17,7 arttıktan sonra Temmuz ve Ağustos aylarında 2018'in aynı dönemine göre yüzde 31,8 arttığı görülüyor. Bu dönemde faiz dışı giderler içinde en belirgin hızlanma cari transferler ve sermaye transferlerinde gerçekleşti. Faiz giderlerinin

ise yılın ilk yarısına kıyasla daha yavaş arttığı görülüyor. 2019 ilk yarıda yıllık bazda yüzde 50,1 artan faiz giderleri Temmuz-Ağustos döneminde yüzde 13,4 arttı.

- Bu sonuçlarla yılın ilk sekiz ayında vergi gelirlerindeki yüzde 5,5'lik sınırlı artışa karşın toplam gelirler yüzde 21,6 arttı. Aynı dönemde faiz dışı giderlerde yüzde 21,2 artış kaydedilirken toplam giderler Ocak-Ağustos döneminde yüzde 22,8 genişledi. Bu sonuçlarla geçen sene ilk sekiz ayda 50,8 milyar TL olan bütçe açığı 2019'un aynı döneminde 60,8 milyar TL'ye çıktı. Geçen sene 0,6 milyar TL açık veren faiz dışı denge ise bu sene 1,2 milyar TL fazla verdi. Ancak TCMB yedek akçesi gibi bir defalık gelirler dışlandığında faiz dışı açığın geçen yıl aynı dönemdeki 29,9 milyar TL'den 95,8 milyar TL seviyesine çıktığı görülüyor.
- Yılın kalan döneminde ekonomik aktivitedeki toparlanmayla vergi gelirlerinde bir miktar artış görülebilir. Ancak faiz dışı giderlerde yavaşlamanın harcama kalemlerindeki katılıktan dolayı görece sınırlı kalabileceği düşünülüyor.

## Merkezi yönetim bütçe gerçekleştirmeleri

	Ocak-Ağustos 2018	Ocak-Ağustos 2019	Yıllık değişim	2018 Gerçekleşme	2019 Program tahmini	Yıllık değişim
Gelirler	485,7	590,7	%21,6	758,0	867,4	%14,4
Vergi gelirleri	410,1	432,7	%5,5	621,5	667,6	%7,4
Harcamalar	536,5	658,8	%22,8	830,8	992,4	%19,5
Faiz dışı harcamalar	486,3	589,5	%21,2	756,8	889,3	%17,5
Faiz giderleri	50,2	69,3	%38,1	74,0	103,1	%39,3
Bütçe dengesi	-50,8	-68,1	%34,2	-72,8	-125,0	%71,7
Faiz dışı denge	-0,6	1,2	%-318,6	1,2	-21,9	%-1925,0

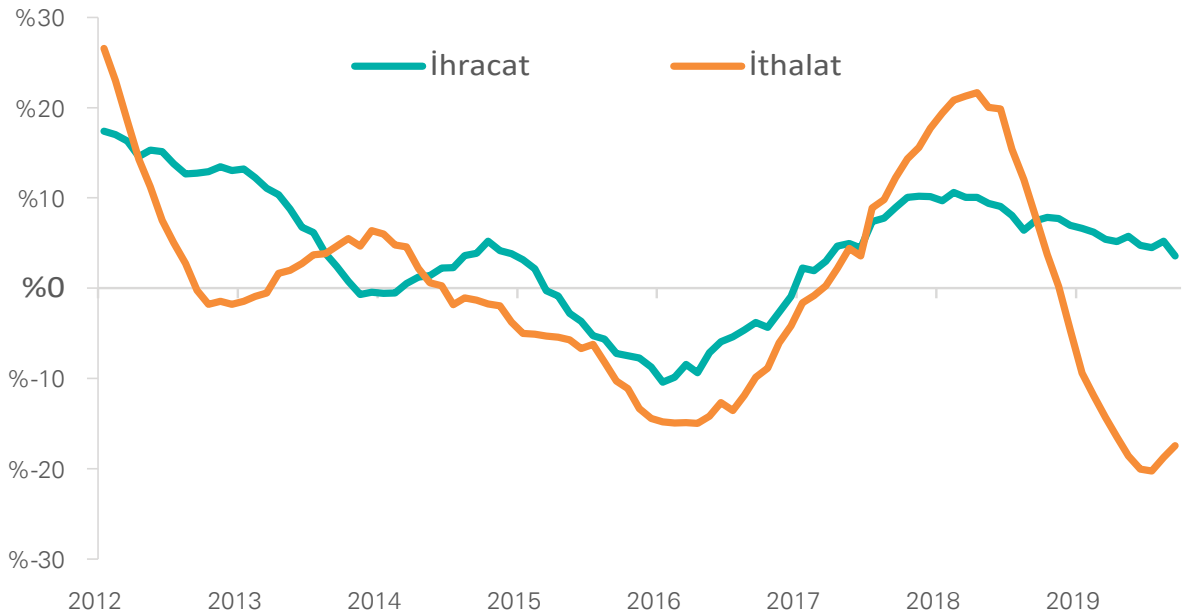
Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

# Ihracat yavaş da olsa artmaya devam ediyor

- 2019 ilk yarıda küresel ticaretteki korumacı eğilimler ve AB ekonomilerindeki ivme kaybına rağmen ihracat yavaş da artmaya devam etti. Aynı zamanda iç talepteki zayıflıkla ithalatın daralması sonucu dış ticaret açığı küçüldü. Üçüncü çeyrekte ise söz konusu eğilimler yavaşlayarak da olsa devam etti.
- 2019 ilk yarıda, 2018'in aynı dönemine göre yüzde 1,9 artan ihracat yılın üçüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde 3,3 büyüdü. Böylece ilk dokuz ayda ihracat 2018'in aynı dönemine göre yüzde 2,3 arttı.
- İlk yarıda yıllık bazda yüzde 19,8 daralan ithalatta ise üçüncü çeyrekte yüzde 2,6'lık sınırlı bir daralma görüldü. Böylece Ocak-Eylül döneminde ithalat yüzde 14,8 oranında küçüldü.
- Bu durumda dış ticaret açığı ilk yarıdaki yüzde 63,5'lik daralmanın ardından üçüncü çeyrekte daha yavaş bir tempoda, yüzde 25,6 geriledi. İlk dokuz ayda ise dış ticaret açığı geçen seneye göre yüzde 55,8 azalarak 22,6 milyar Dolar oldu. Yılın ilk dokuz ayında ihracatın ithalatı karşılama oranı ise geçen seneki yüzde 70,6'dan yüzde 84,8'e yükseldi.

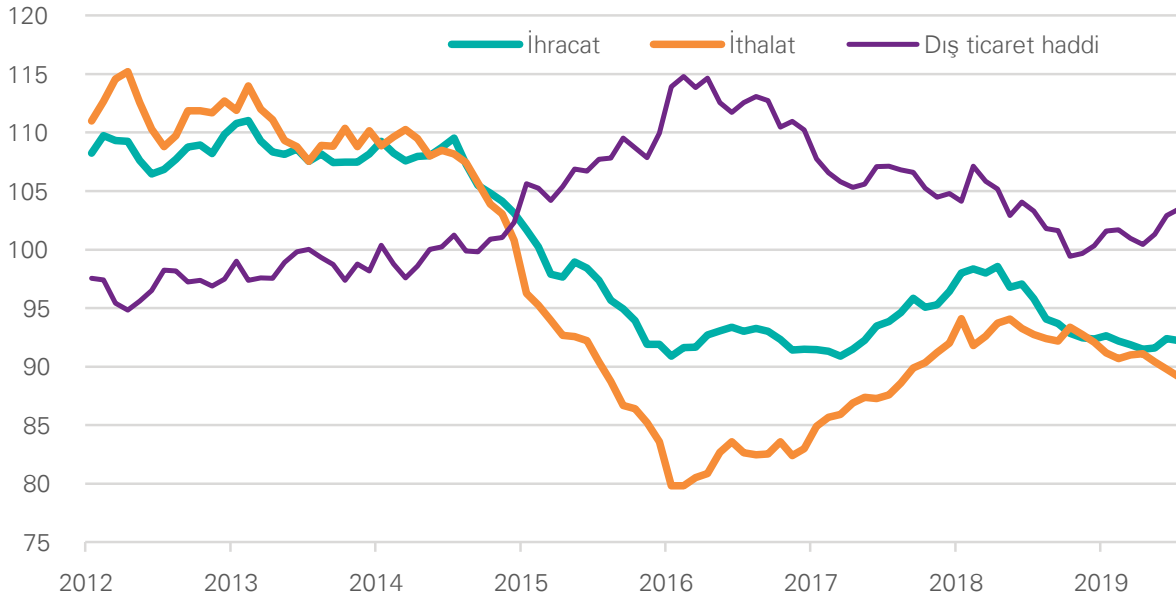
- Ürün ve ülke bazlı ihracat verileri, Türkiye'nin küresel tedarik zincirindeki yeri ve TL'nin rekabetçi seviyeleri sayesinde ihracatın yavaşlayarak da olsa artmaya devam edebileceğini gösteriyor. Bununla birlikte, ithalata yönelik detaylar iç talepteki daralmanın da hız kesmeye başladığını teyit ediyorlar. Bu nedenle yılın son çeyreğinde dış ticaret açığının geçen senenin aynı dönemine göre bir miktar artması bekleniyor.
- Bununla birlikte, ithalat miktar endeksinde düşüş eğilimi Mayıs ayı ile birlikte yeniden düşmeye başlayarak Türkiye'nin dış ticaret hadlerini destekledi. Nisan-Temmuz döneminde yüzde 2,2 düşen ithalat fiyat endeksi Temmuz'da 89,12 ile son iki yılın en düşük değerini aldı. Aynı dönemde ihracat birim değer endeksinde kaydedilen yüzde 0,8'lik artış sonucu Türkiye'nin dış ticaret haddi yüzde 3,0 yükselerek dış dengelenmeye katkıda bulundu.

## Ihracat ve İthalat (12 Aylık Toplamların Yıllık Değişimleri)



Kaynak: TÜİK

## Dış ticaret fiyat endeksleri (2010=100)



Kaynak: TÜİK



# 2019 turizmde rekor yılı olabilir

2017 ve 2018'in ardından Türk turizm sektörü 2019'un ilk sekiz ayını turist sayısında yüksek artışlarla tamamladı. Ancak turizm gelirlerinde artış, kayıt dışı ekonominin artmış olması, ziyaretçi kompozisyonunun değişmesi ve ulusal ve uluslararası piyasadaki yoğun fiyat rekabeti gibi unsurlar nedeniyle görece sınırlı kalmaya devam ediyor.

2019 ilk yarıda 2018'in aynı dönemine göre yüzde 13,2 artan turist sayısı Temmuz ve Ağustos aylarında yıllık bazda sırasıyla yüzde 16,7 ve yüzde 17,2 oranında arttı. Böylece ilk sekiz ayda turist sayısı geçen senenin aynı dönemine göre yüzde 14,7 artarak 31 milyon kişiyi aştı.

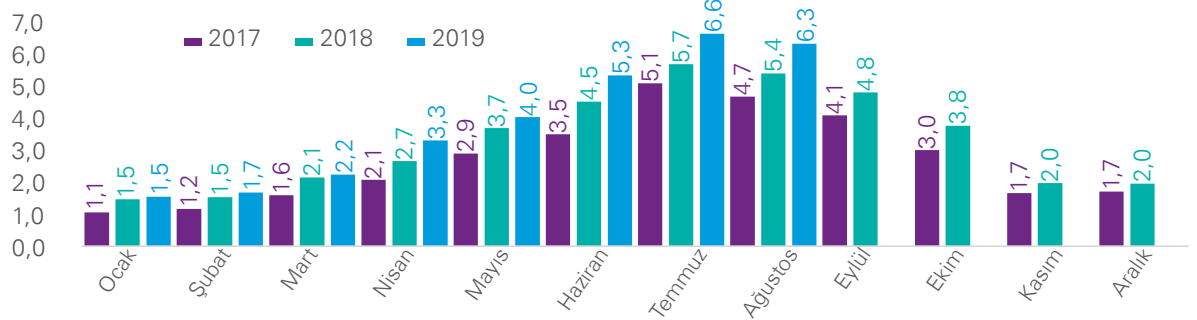
Eylül-Aralık döneminde Türkiye'ye gelecek turist sayısı her ay geçen senenin aynı dönemi ile aynı kalsa bile yıl genelinde toplam turist sayısı 43,5 milyon kişiyi ulaşabilecek.

Bununla birlikte, 2019'un yarısında turizm gelirleri 2018'in aynı dönemine göre yüzde 11,5 artışla 10,8 milyar Dolar olarak gerçekleşti. Temmuz'da ise turizm gelirleri yüzde 21,4 arttı. Böylece ilk yedi ayda turizm gelirleri 2018'in aynı dönemine göre yüzde 13,9 artış kaydetti.

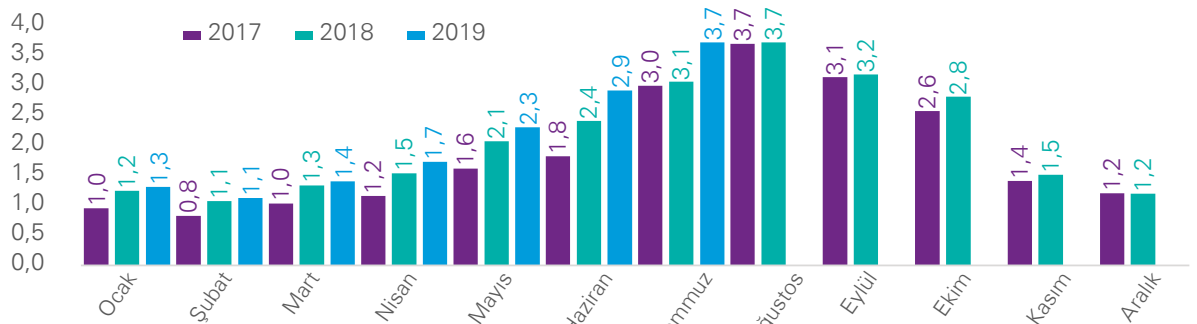
Yılın sonlarına doğru turizm gelirlerinde geçen seneye göre bir artış kaydedilmese bile yıl genelinde turizm gelirleri 27 milyar Dolar seviyesine ulaşarak yeni bir rekor kırabilir.

Öte yandan, Eylül ayı içerisinde dünyanın en büyük tur operatörlerinden olan İngiliz Thomas Cook'un iflas ettiği açıklandı. Bunun üzerine Kültür ve Turizm Bakanı Mehmet Nuri Ersoy, alacakları tehlikeye giren işletmelere 50 milyon Euro büyüklüğünde kredi destek paketi hazırladığını belirtti. Thomas Cook'un iflasının turizm sezonunun sonlarına doğru gerçekleşmesi nedeniyle Türk turizm sektörüne kısa vadede doğrudan etkisinin yönetilebilir ölçüde olacağı değerlendiriliyor.

## Giriş yapan turist sayısı (milyon kişi)



## Turizm gelirleri (milyar dolar)



Kaynak: TCMB, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

# Cari işlemler hesabı fazla vermeyi sürdürüyor

📄 Dış ticaret açığında daralma yavaşlayarak da olsa sürerken turizmdeki olumlu sonuçların etkisiyle hem genel toplamda hem de enerji hariç cari işlemler hesabı yaz aylarında fazla vermeye başladı.

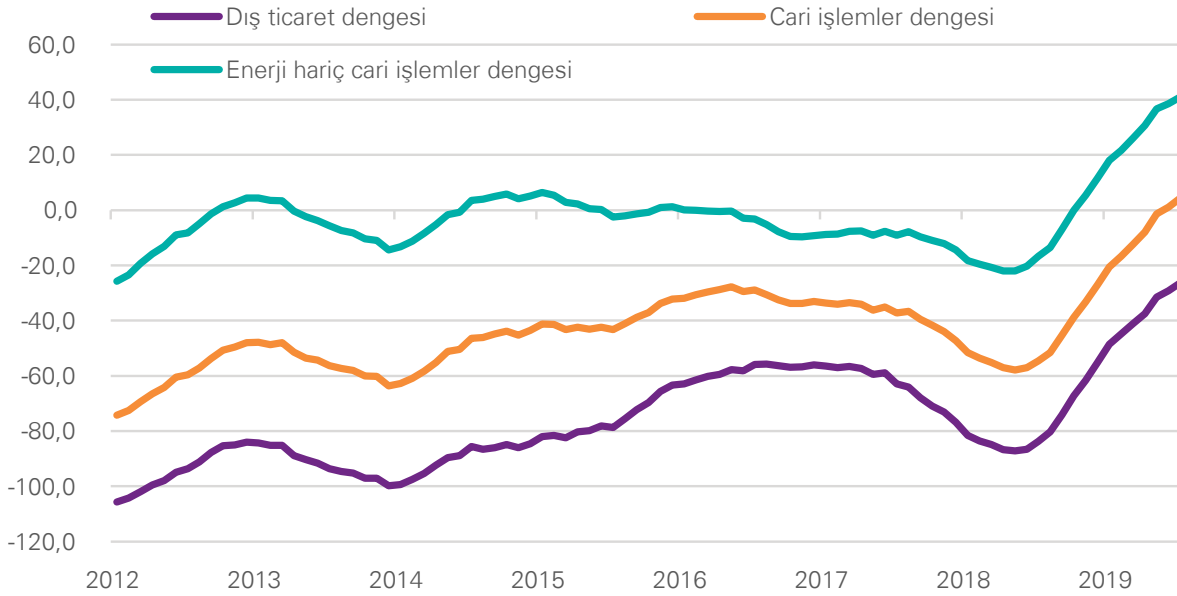
📄 2019 ilk yarıda 2 milyar 853 milyon Dolar'lık sınırlı bir açık veren toplam cari işlemler hesabı enerji ithalatı dışlandığında 14 milyar 692 milyon Dolar fazla vermişti.

📄 Temmuz ayına gelindiğinde ise turizm gelirleri öncülüğünde hizmet gelirleri yıllık bazda yüzde 28,9 artarken cari işlemler hesabı 1 milyar 158 milyon Dolar fazla verdi. Enerji hariç cari işlemler hesabında ise 4 milyar Dolar fazla oluştu. Böylece yıl başından bu yana cari işlemler hesabında sadece 1 milyar 695 milyon Dolar açık oluşurken enerji hariç cari işlemler fazlası 18,7 milyar Dolar oldu.

📄 Dış ticaret ve turizm sektörüne ilişkin öncü veriler cari işlemlerde üçüncü çeyrekte kayda değer bir fazla oluşacağına işaret ediyorlar. Bununla birlikte, düşük enerji maliyetlerinin iç talepte yaşanabilecek toparlanma kaynaklı genişlemeyi dengeleyeceği ve yılın tamamında cari işlemler hesabında fazla oluşacağı tahmin ediliyor.

📄 Gelecek yıl ise, küresel enerji fiyatlarının seyri ve iç talebin hızının cari işlemler açığının büyüklüğünü belirleyeceği düşünülüyor.

## 12 aylık toplamlar (milyar dolar)



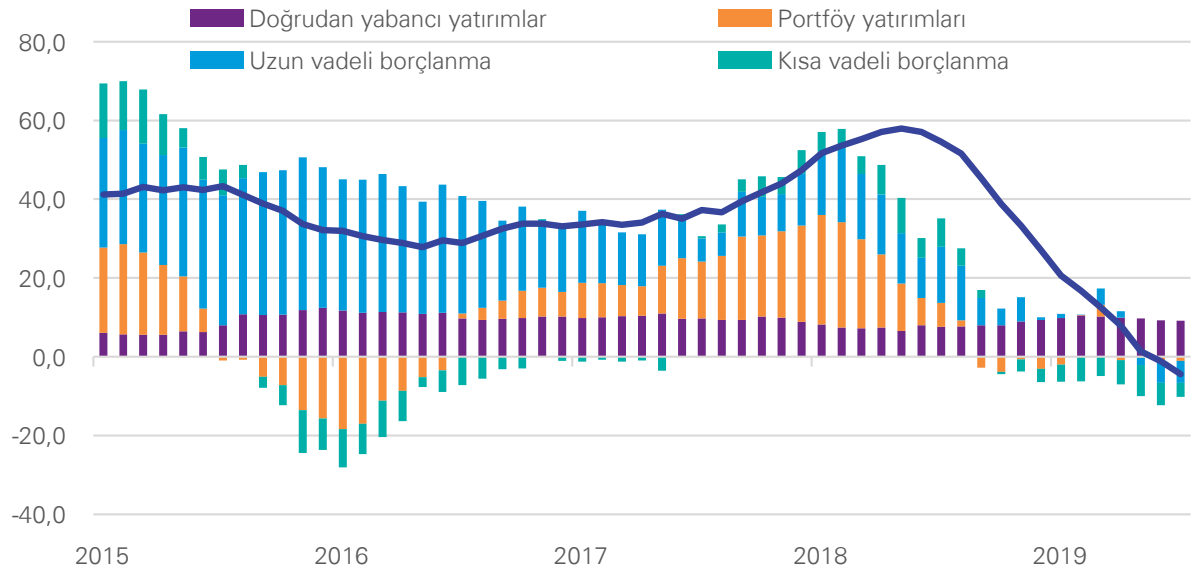
Kaynak: TCMB, TÜİK

# Cari fazla ve kısa vadeli borçlanma ile rezervler arttı

- Küresel belirsizlikler nedeniyle sermaye akımları ve doğrudan yabancı yatırımlarda artışlar sınırlı kalırken cari işlemler hesabındaki pozitif tablo ile finansman tarafında baskı da hafiflemeye devam ediyor.
- 2019'un ilk yarısında 3 milyar 80 milyon Dolar doğrudan yabancı yatırım girişi olurken portföy yatırımlarında 1,5 milyar Dolar'lık giriş kaydedilmişti. Bu dönemde özel sektör uzun vadeli borçlanmada nette 471 milyon Dolar borç ödeyiciyken kısa vadede 2 milyar 59 milyon Dolar net borçlanıcı konumdaydı. Resmi rezervlerde 810 milyon Dolar artış yaşanırken net hata noksan kaleminde 2,4 milyar Dolar çıkış olmuştu.

- Temmuz ayında ise doğrudan yatırım ve portföy yatırımlarından toplamda 754 milyon giriş olurken özel sektörün kısa vadeli dış borçlanmasında yaklaşık 2,9 milyar Dolar'lık artış meydana geldi. Bu sayede de resmi rezervlerde 3,2 milyar Dolar'lık artış kaydedildi.
- Veriler Ağustos ve Eylül aylarında resmi rezervlerde artışın yavaşlayarak olsa olsa sürdüğüne işaret ediyorlar. Ancak özellikle uzun vadeli borçlanmada nette ödeyici eğilimini koruyor olması resmi rezervlerdeki artışı sınırlayabilecek bir faktör olarak duruyor.

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

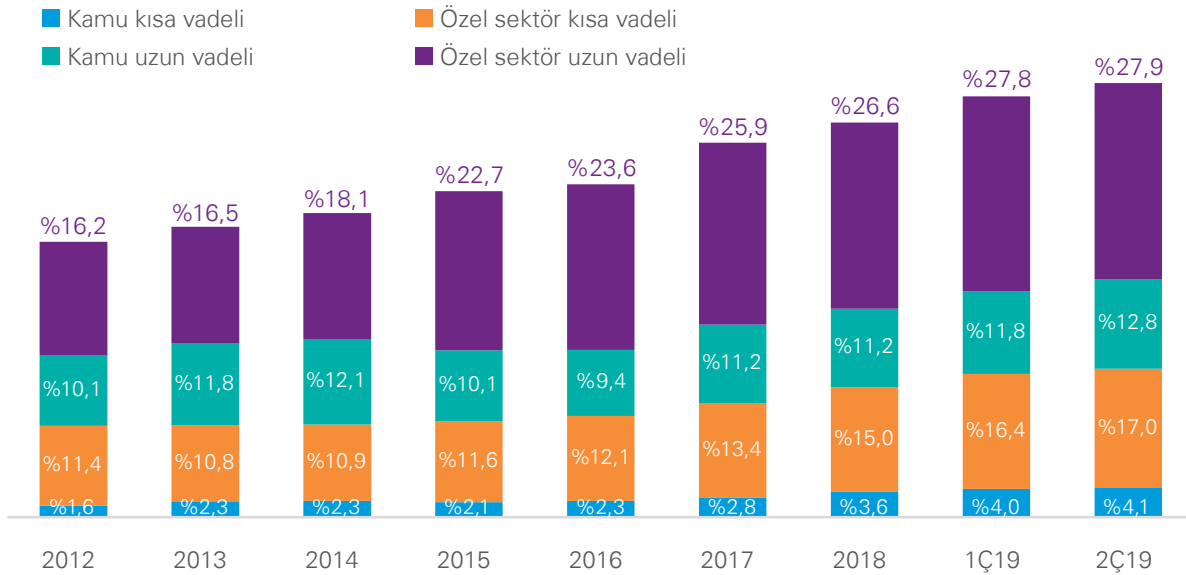


Kaynak: TCMB

# Kısa vadeli dış borç stoku artıyor

- Finans ve finans dışı şirketler vadesi gelen yükümlülüklerini azaltma eğilimlerini korurken ticari kredilerdeki artış nedeniyle kısa vadeli borç stoku artıyor.
- Temmuz 2019 verilerine göre, özel sektörün uzun vadeli kredi borcu 2018 sonuna kıyasla 11,2 milyar Dolar azalarak 198,5 milyar Dolar'a, kısa vadeli kredi borcu ise 2,5 milyar Dolar gerileyerek 12,9 milyar Dolar'a geriledi.
- Ancak 2019 sene başından bu yana, cari açığındaki gerilemeye rağmen Türkiye'nin gelecek 12 ayda ödemesi gereken dış borcu ticari kredilerdeki artış nedeniyle dalgalı bir şekilde artıyor. 2018 sonunda 175 milyar Dolar olan gelecek 12 ayda ödenmesi gereken dış borç Temmuz itibarıyla 179,2 milyar Dolar seviyesine ulaştı.
- Aynı zamanda, Türkiye'de yerleşik finans dışı firmaların özellikle yurtdışından sağladığı kredilerdeki azalışla yabancı para yükümlülüklerinde kayda değer gerileme yaşandı. 2018 sonunda 316,4 milyar Dolar olan finans dışı kesimin döviz yükümlülükleri Temmuz 2019 itibarıyla 304,4 milyar Dolar seviyesinde. Bu sayede finans dışı kesimin net döviz pozisyonu 2018 sonundaki 205,1 milyar Dolar'dan Temmuz 2019 itibarıyla 184,0 milyar Dolar seviyesine geriledi.
- Bu özel sektörün dış borcunun GSYH'ya oranı yükselmeye devam etti. 2018 sonunda yüzde 14,8 olan kamunun dış borç stokunun GSYH'ya oranı 2019 ilk yarı sonu itibarıyla yüzde 17'ye çıkarken özel sektörün dış borç stokunun GSYH'ya oranı yüzde 41,5'ten yüzde 44,9'a yükseldi.
- Böylece Türkiye'nin toplam dış borcunun milli gelire oranı 2018 sonundaki yüzde 56,3'ten 2019 Haziran sonunda yüzde 61,9'a yükseldi.

## Dış borcun GSYH'ya oranı



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

# Enflasyon yeniden tek hanelide

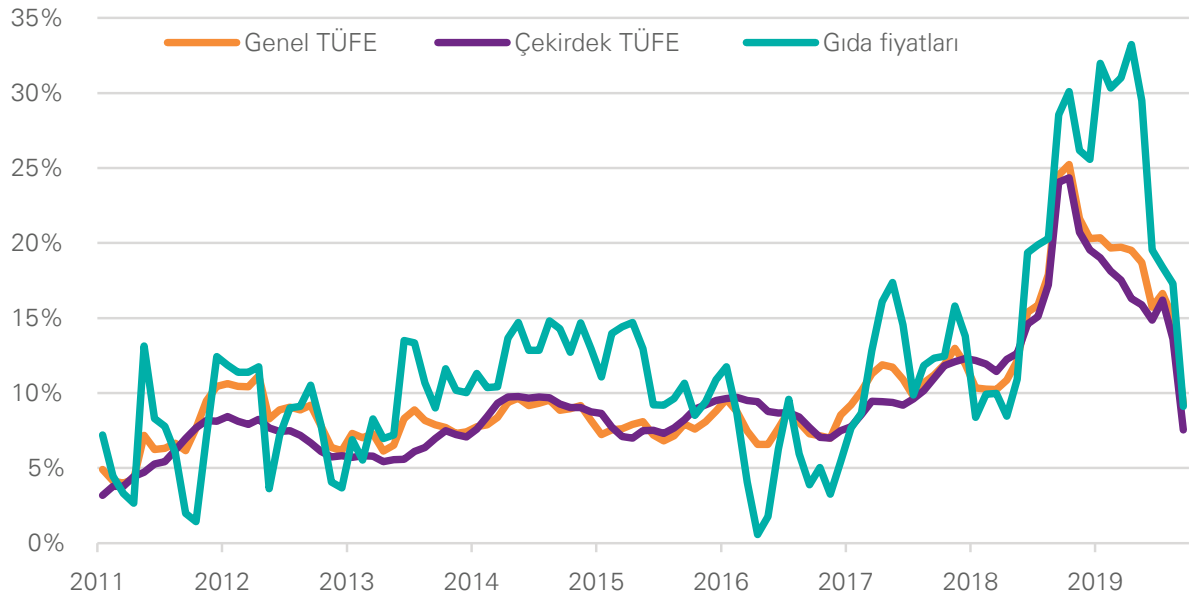
➤ Ağustos 2017 sonrası çift haneli seviyelerde seyreden ve Ekim 2018'de yüzde 25,2 ile yakın tarihin zirvesini yapan genel tüketici fiyatları yıllık enflasyonu Eylül 2019 sonra ilk kez yeniden tek haneli seviyeye indirdi. Zayıf iç talep, TL'deki görece istikrarlı seyir ve maliyet baskısının hafiflemesi gibi faktörler bunda etkili oldu.

➤ 2019 yılına yüzde 20'nin üzerinde başlayan genel TÜFE yıllık enflasyonu ikinci çeyrek sonunda yüzde 15,7 değerini almıştı. Üçüncü çeyrek başında kısa süreli sınırlı bir yükselişten sonra Ağustos ve Eylül'de geçen yılının bazının da etkisiyle yıllık enflasyonda devam etti ve Eylül'de yüzde 9,26'ya geriledi. Benzer şekilde gıda fiyatları işlenmemiş gıda fiyatları öncülüğünde gerilemeye devam ederek Eylül'de yüzde 9,1'e indi.

➤ Döviz kurlarında dalgalanma sınırlı kalırken çekirdek enflasyon da genel enflasyonda olduğu gibi düşüş devam etti. Haziran sonunda yüzde 14,9 seviyesinde olan çekirdek enflasyon Eylül itibarıyla yüzde 7,5 Aralık 2016 sonrası en düşük seviyeye geriledi. Çekirdek enflasyon içinde temel mal fiyatları etkili olurken hizmet fiyatları enflasyonu yüzde 12,54 ile daha sınırlı bir iyileşmeye işaret ediyor.

➤ 2019 üçüncü çeyrekte gıda fiyatlarının normalleşmesi, iç talepteki zayıflık ve küresel petrol fiyatlarındaki düşük seviyeler enflasyondaki iyileşmeyi destekliyor. Enflasyonda düşüş eğiliminin yıl sonuna doğru yavaşlayarak da olsa sürmesi bekleniyor.

## Yıllık değişimler



Kaynak: TÜİK

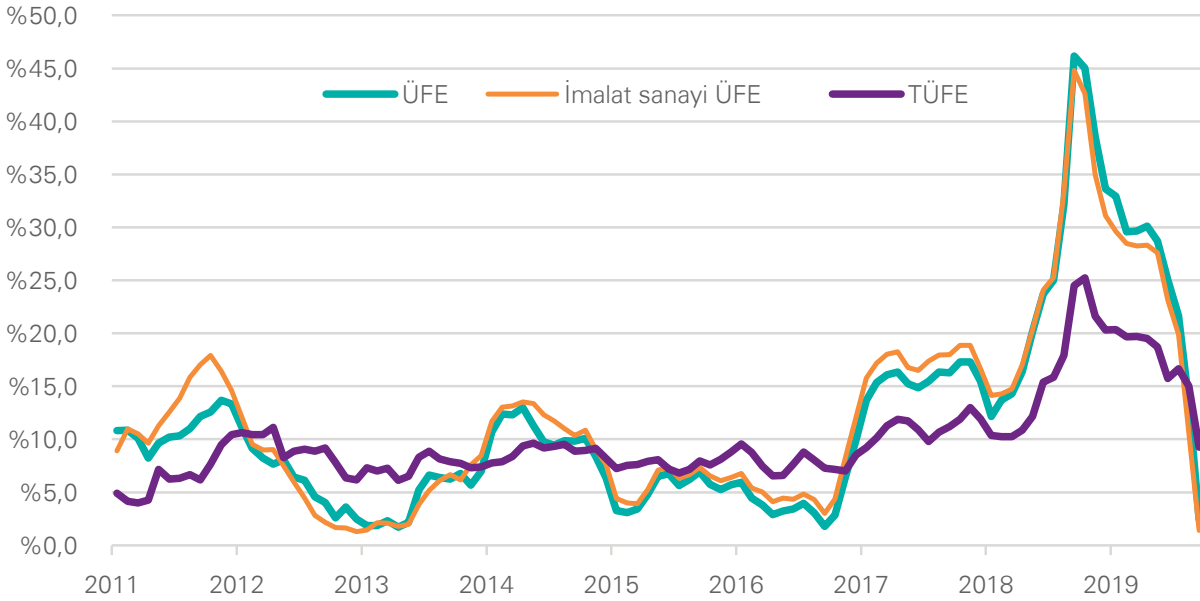
# Üretici fiyatlarında düşüş daha hızlı

2019'un geride kalan döneminde ÜFE'de düşüş TÜFE'dekinden çok daha hızlı gerçekleşti. Bunda baz etkisiyle birlikte, büyük ölçüde döviz kurlarında dalgalanmanın sınırlı kalması ve küresel emtia fiyatlarındaki düşük seviyeler etkili oldu.

İlk yarı sonunda yüzde 25,0 olan genel ÜFE yıllık enflasyonu üçüncü çeyrekte hızla gerileyerek Eylül itibarıyla son üç yılın en düşük seviyesi olan yüzde 2,4'e indi. Benzer şekilde imalat sanayi ÜFE aynı dönemde yüzde 23,2'den Aralık 2012'den sonraki rekor düşük seviye olan yüzde 1,4'e geriledi.

Geçen yıl döviz kurlarındaki hızlı yükseliş ve petrol fiyatlarının etkisiyle ekonomide maliyet baskısının artması sonucu ÜFE yıllık enflasyonu yüzde 45'lere çıkmıştı. Sonrasında ise ekonominin soğuması ve yükselişe neden olan unsurların terse dönmesiyle hızlı bir iyileşme yaşandı. Önümüzdeki dönemde ise ekonomik aktivite hafifçe toparlansa da döviz kurlarına beklenmedik bir şok gelmedikçe dünya ekonomisindeki gelişmelerden dolayı maliyetlerde hızlı bir artış beklenmiyor.

## Yıllık değişimler

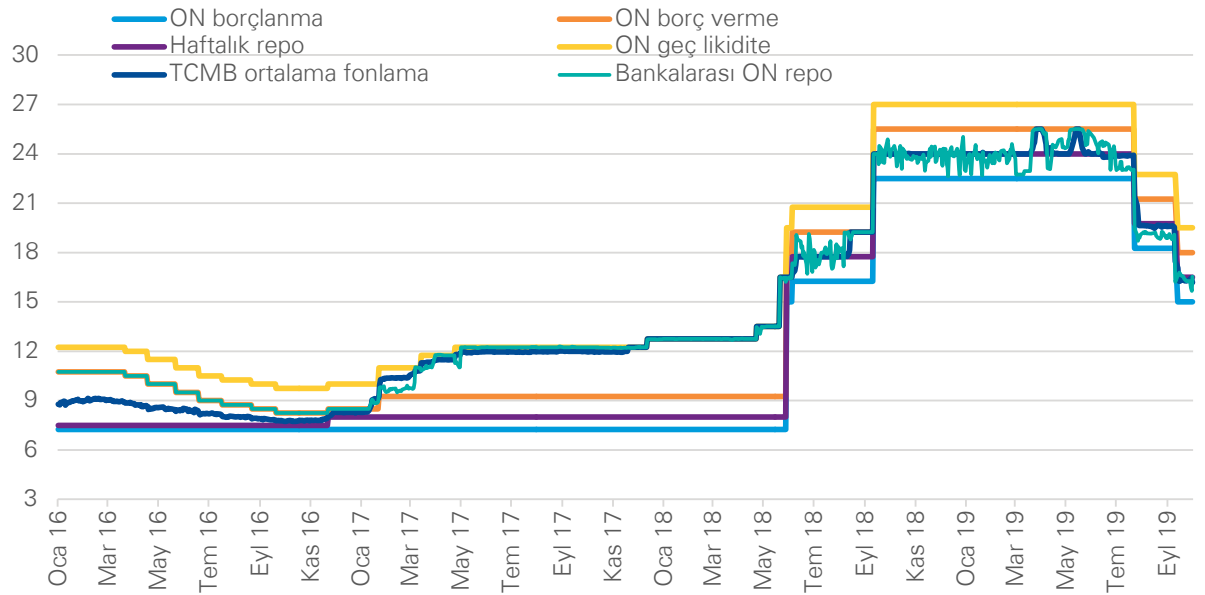


Kaynak: TÜİK

# TCMB faiz adımlarını küçültecek

- Enflasyondaki iyileşme ve finansal piyasalardaki sakin seyir ile TCMB üçüncü çeyrekte politika faizinde hızlı indirimlere giderken, TCMB Başkanı'nın konuşmalarında ve politika metinlerinde önümüzdeki dönemde indirimlere daha yavaş bir hızda devam edeceğinin mesajlarını verdi.
- Eylül 2018'den bu yana sabit tuttuğu yüzde 24,00 seviyesindeki haftalık repo faizi olan politika faizini Temmuz toplantısında yüzde 19,75'e indirmişti. İndirim beklentilerin hafif ötesinde olsa da finansal piyasalarda negatif bir fiyatlama görülmedi. Eylül toplantısında ise 325 baz puan daha indirime giderek politika faizini yüzde 16,50'ye çekti.
- Gerek karar sonrasında yapılan açıklamada gerekse TCMB Başkanı Murat Uysal'ın çeşitli toplantılarda yaptığı açıklamalar, indirimlerin büyük ölçüde önden yüklemeli yapıldığı ve önümüzdeki dönemde yapılabilecek indirimlerin daha yavaş bir tempoda olabileceğine işaret ediyorlar.
- Faiz indirimlerinin yanında TCMB üçüncü çeyrekte, yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduattan ziyade TL'ye yönelmelerini teşvik etmek amacıyla yabancı para zorunlu karşılıklarda tüm vadelerde toplamda 200 baz puan artırım yaptı. Böylece sistemden 4,2 milyar Dolar döviz likiditesi çekildi.
- Bununla birlikte, zorunlu karşılıkların finansal istikrarı destekleyecek şekilde makro ihtiyati bir araç olarak daha esnek ve etkin kullanılmasına karar verdi. Bu kapsamda Türk Lirası zorunlu karşılıklar, kredi yıllık büyüme hızı yüzde 10 ila 20 arasında olan bankaları destekleyecek şekilde düzenlendi.
- TCMB'nin yıl içinde aldığı kararlar genel itibarıyla finansal piyasalarca olumlu karşılanırken önümüzdeki dönemde atılacak adımlar açısından enflasyon dinamiklerinin belirleyici olacağı düşünülüyor.

## TCMB faizleri



Kaynak: TCMB

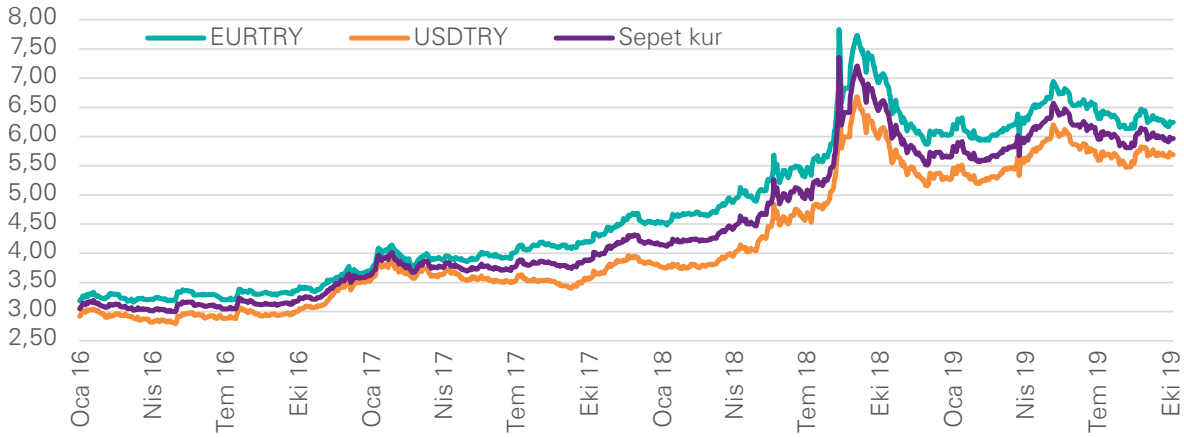
# TL hem reel hem de nominal değer kazandı

Yılın ilk yarısında dalgalı bir seyir izleyen TL, ikinci yarıda küresel belirsizliklere rağmen genel itibarıyla değer kazandı. TCMB'nin hızlı faiz indirimlerine gittiği bu ortamda küresel gelişmeler kaynaklı oynaklıklar sınırlı kalırken enflasyon ve cari açık gibi temel ekonomik göstergelerdeki iyileşmenin bunu sağladığı düşünülüyor.

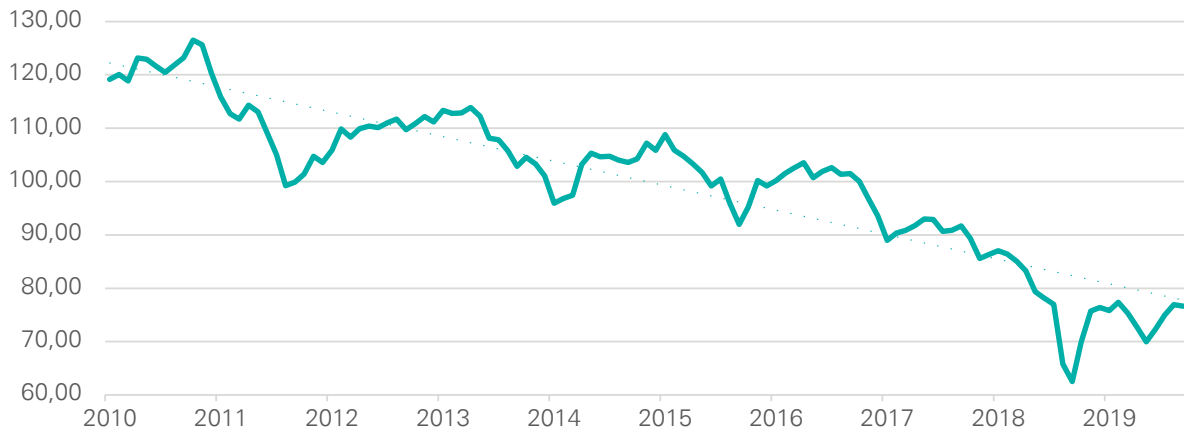
Haziran sonunda 6,56 seviyesindeki Euro/TL kuru, dönem boyunca yüzde 5,7 gerileyerek Eylül sonunda 6,18'den kapandı. Aynı dönemde Dolar/TL kuru 5,77'den yüzde 1,9 gerileyerek 5,66'ya indi. Bu sonuçlarla TL Dolar ve Euro eşit ağırlıklı sepet karşısında yüzde 3,9 değer kazandı.

Benzer şekilde TL reel olarak da üçüncü çeyrekte yüzde 6,0 değer kazanırken TÜFE'ye göre hesaplanan reel efektif döviz kuru endeksi Haziran'daki 72,31'den 76,66'ya yükseldi.

## Döviz kurları





## Reel efektif döviz kuru (2003=100)




Kaynak: TCMB



# Tahvil faizlerinde düşüş sürüyor

-  Küresel eğilimlerin yanında, yurtiçinde enflasyonun beklentilerden hızlı gerilemesi ve TCMB'nin faiz indirimlerine yavaş da olsa devam edecek olması ile tahvil faizleri gerilemeye devam ediyor.
-  2019 Haziran sonunda yüzde 19,68 olan iki yıllık tahvilin bileşik faizi Eylül sonuna kadar olan döneme yüzde 13,88'e geriledi. Benzer şekilde 10 yıllık tahvilin bileşik faizi ise aynı dönemde yüzde 16,73'ten yüzde 13,58'e geriledi.

-  Önümüzdeki dönemde TCMB'nin faiz indirimlerine devam edebilecek olması kısa vadeli faizlerde düşüşün devam etmesini sağlayabilecekken uzun vadeli faizlerin geri çekilmesinin daha çok küresel eğilimlere bağlı olacağı düşünülüyor.

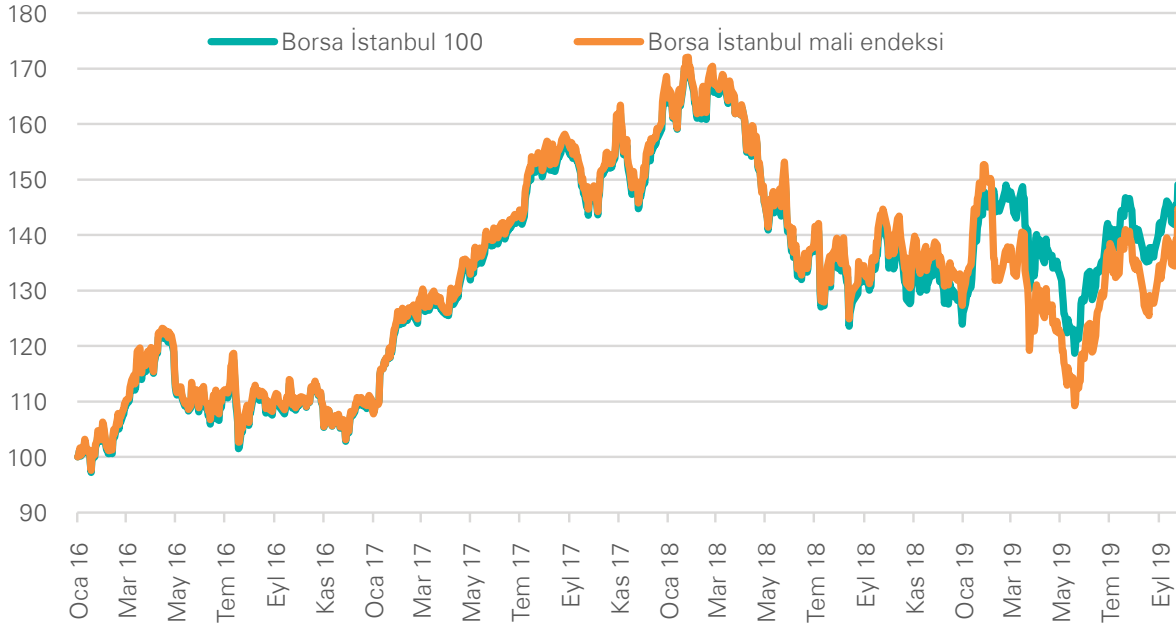
# Borsa İstanbul dalgalı ama pozitif seyirde

2019 yılına yükselişle başlayan Türk hisse senetleri gösterge endeksleri sonrasında küresel belirsizliklerin etkisiyle dalgalı bir başlangıç yapmıştı. 2019 ikinci yarıda da benzer eğilim devam etse de üçüncü çeyrekteki performansı ile gelişmekte olan ekonomilerin ortalamalarına göre pozitif ayrılmış görünüyor.

2019 Haziran sonuna göre Borsa İstanbul 100 endeksi Eylül sonunda yüzde 8,9 yukarıda bulunurken mali sektör endeksi aynı dönemde yüzde 10,1 yükseldi.

Gelişmekte olan ekonomilerin finansal varlıklarında dalgalı bir seyrin hakim olduğu bu dönemde Türk finansal varlıklardaki bu pozitif seyirde enflasyon ve cari açığı olumlu gelişmelerin yanında çok ucuz kalmış olmalarının etkili olduğu düşünülüyor. Mevcut makroekonomik görünümde bu dinamiklerin desteği ile Türk hisse senedi piyasalarının görece güçlü seyrini sürdürmesi bekleniyor.

## Borsa İstanbul gösterge endeksleri (2016 başı=100)

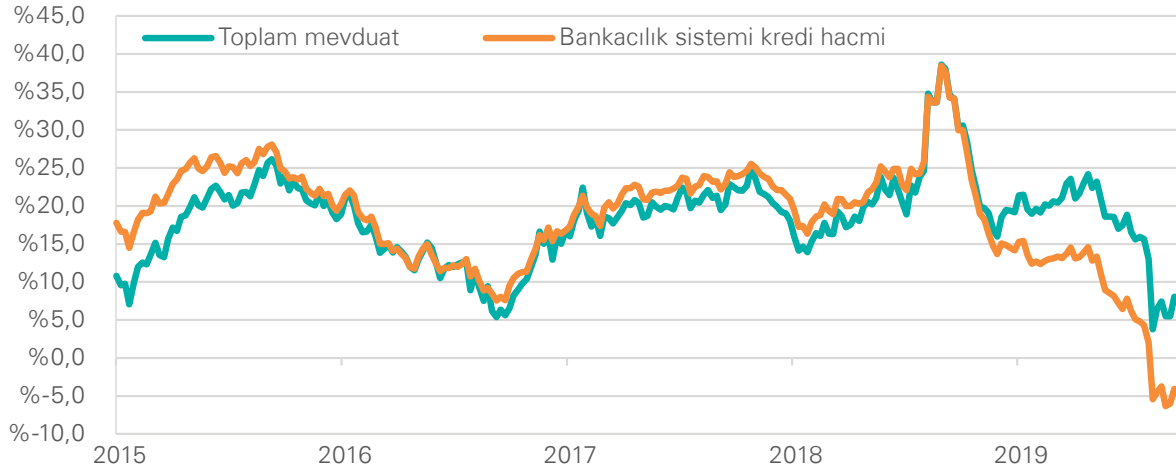


Kaynak: TCMB

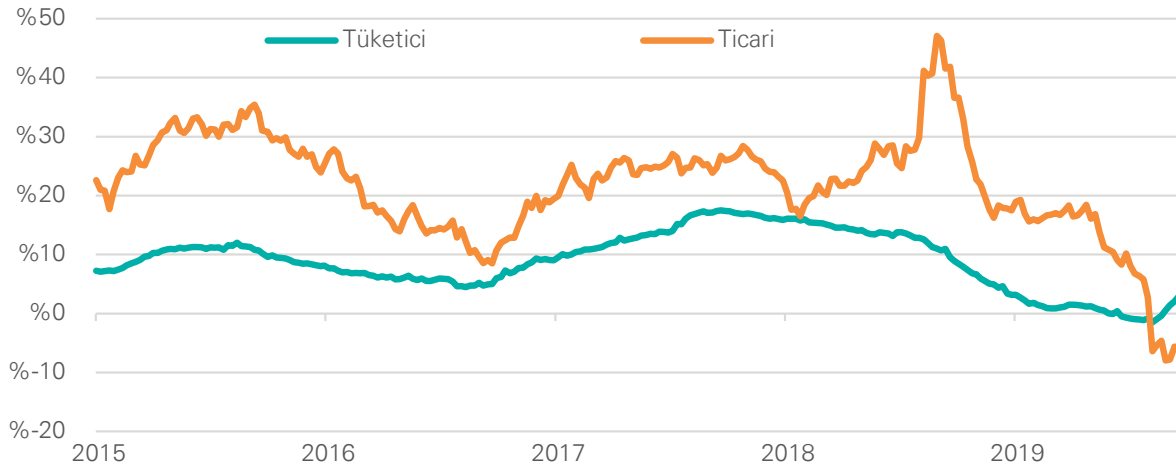
# Bankacılık toparlanıyor

- 📄 Türk bankacılık sektöründe büyüme oranları TCMB'nin faiz indirimleri sayesinde geçen yılın olumsuz bazını geride bırakarak 2019 üçüncü çeyrekte toparlanma eğilimine girdi.
- 📄 Geçen finansal piyasalarda yıl yaşanan oynaklık nedeniyle bankacılık sektörünün temel göstergeleri olan kredi ve mevduatta büyüme oranlarında rekor seviyeler görünmüştü. Bu nedenle 2019'un aynı döneminde yıllık bazda yapılan karşılaştırmalarda sektörde çok belirgin bir ivme yaşanmış gibi görünüyor. Eylül ayı sonlarından itibaren ise bu etkinin yavaş yavaş ortadan kalktığını görüyoruz. Bu süreçte TCMB'nin güçlü faiz indirimleri de destek oldu.
- 📄 2019 ikinci çeyrek sonunda yüzde 18,8 olan mevduat yıllık büyüme hızı baz etkisiyle Ağustos başına kadar yüzde 3,8'e kadar yavaşlamıştı. Sonrasında ise toparlanarak Eylül sonu itibarıyla yüzde 11,3'lük bir yıllık büyümeye işaret ediyorlar.
- 📄 Benzer şekilde krediler Haziran sonundaki yıllık bazda yüzde 7,8'lik büyümeden Ağustos sonuna doğru yüzde 6,3'lük daralma işaret eder bir duruma gelmişti. Baz etkisinin hafiflemesiyle sektörde yıllık bazda kredi büyümesi Eylül sonu itibarıyla yüzde 2,2'lik bir ılımlı daralmaya işaret ediyor.
- 📄 Kredilerin tüketici ve ticari ayrımına baktığımızda benzer bir eğilimi görüyoruz. Neredeyse tamamı TL cinsi olan tüketici kredileri TCMB'nin faiz indirimleri ve sektörde yapılan kampanyalarla Ağustos sonrası kademeli bir şekilde canlanmaya başladı. Ticari kredilerde ise 2019 üçüncü çeyrek sonundan itibaren daralmanın hız kestiğini görüyoruz.
- 📄 Sektörde takipteki alacaklar ise ekonomik aktivitede 2018 son çeyrek ile başlayan daralma sürecinin gecikmeli etkileri ile artmaya devam ediyor. Haziran sonunda yüzde 4,6 olan bankacılık sektörü takipteki alacaklarının toplam kredilere oranı, Eylül sonunda yüzde 5,0 olarak gerçekleşti.
- 📄 Bununla birlikte, 2019 üçüncü çeyrekte BDDK, Türk Bankacılık sektöründe takipteki alacaklarda sınıflanması gerektiğini değerlendirdiği 46 milyar TL tutarında kredi tespiti yaptığını açıkladı. Buna göre, çoğunlukla enerji ve inşaat sektörlerinde faaliyet gösteren bu firmaların takipteki alacaklar sınıfında yer alması halinde, bankacılık sektörünün takipteki alacaklar oranının yüzde 6,3'e çıkacağı öngörülüyor. Buna karşın söz konusu adımın bankacılık sermaye yeterliliğine etkisinin 50 baz puan gibi sınırlı bir seviyede kalması beklenirken sektörün güçlü ve sağlıklı sermaye yapısını koruması sayesinde aktif kalitesi kaynaklı riskleri rahatlıkla yönetebilecek seviyede olduğu değerlendiriliyor.

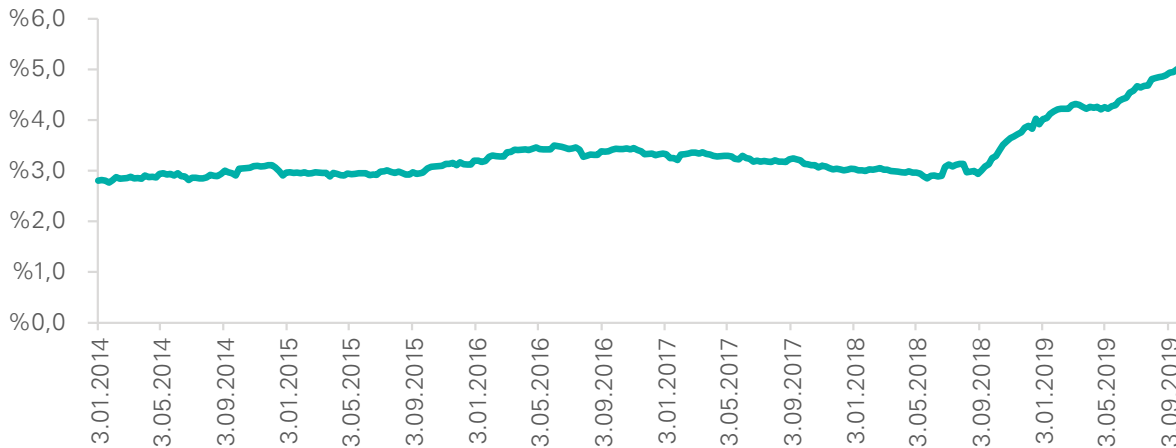
## Yıllık değişimler (%)



## Yıllık değişimler



## Tahsili gecikmiş alacakların toplam kredilere oranı



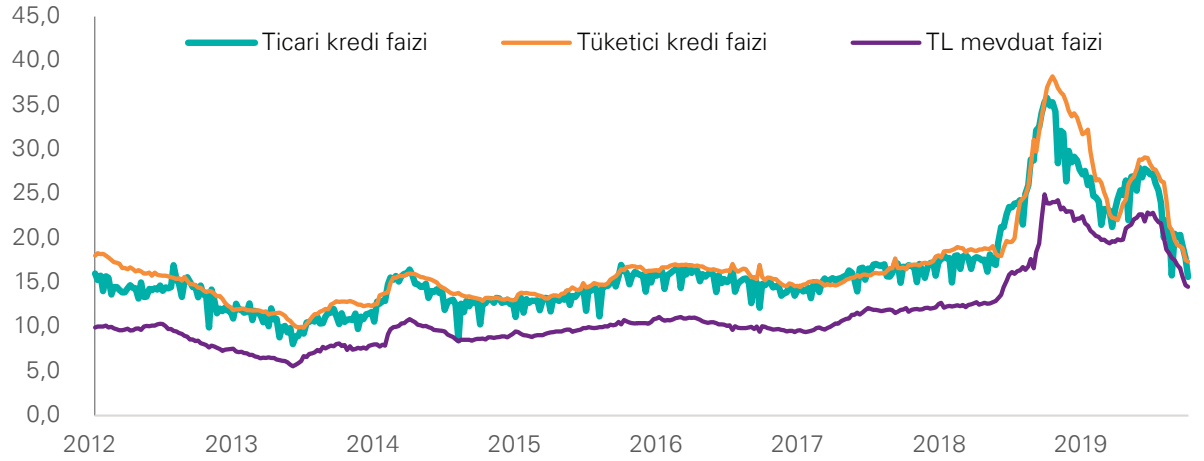
Kaynak: BDDK

# Faiz indirimleri büyük ölçüde piyasaya yansıdı

- \* Yurtiçi finansal piyasalarda küresel eğilimlerin de etkisiyle faizlerde belirgin düşüşlere tanık olunurken bankacılık sektöründe kredi ve mevduat faizleri TCMB'nin faiz indirimleri ile hızlı gerilediler.
- \* 2019 ikinci çeyrek sonunda yüzde 22,89 seviyesinde olan bankacılık sektörü TL ortalama mevduat faizi, üçüncü çeyrekte devamlı olarak gerileyerek Eylül sonunda yüzde 14,56'ya indi. Benzer şekilde sektörde tüketici kredi faizleri yüzde 27,86'dan yüzde 17,41'e geriledi. Ticari kredi faizleri ise aynı dönemde yüzde 27,31'den yüzde 15,64'e düştü.

- \* Bununla birlikte, sektörde faizlerdeki bu hızlı gerilemeye rağmen kredi talebinin çok güçlü olmadığı gözleniyor. Kredi talebinin canlanması için ise ekonomik birimlerin güveninin belirgin olarak toparlanması gerektiği düşünülüyor. Özellikle işsizlik oranının bulunduğu seviyeler ve iç talepteki kırılganlık sektörde büyümeyi sınırlayan unsurlar arasında üst sıralarda değerlendiriliyor.

## Bankacılık sektörü faiz oranları (%)



Kaynak: TCMB



# Sonuç

- 2019 ilk yarıda ekonomideki daralmanın endişe edildiği kadar sert olmaması bazı ekonomik birimlerin beklentilerini bir miktar iyileştirdi. Finansal piyasaların küresel eğilimlerle birlikte sakin seyri bu süreci destekleyen bir diğer unsur olarak öne çıkıyor.
- Ancak işsizlik oranının yüksekliği ve satın alma gücünün zayıflığı, reel sektör ve tüketici güven endekslerinde zayıflık olarak karşımıza çıkarken yatırım ve tüketim kararlarının ertelenmesine sebep oluyor.
- Bununla birlikte, Türkiye ekonomisi içinden geçmekte olduğu dengelenme sürecinde cari açıkta ve enflasyon görünümünde önemli kazanımlar elde etti. Talepteki zayıflık ve küresel gelişmelerin desteği ile cari işlemler açığında ve enflasyonda yakın dönemde bir hızlanma olma olasılığı düşük görülüyor. Ancak bütçe tarafında ve mali disiplinde iyileşme için fiyat ayarlamalarından daha çok vergi reformu gibi gelir artırıcı yapısal adımların atılması gerektiği düşünülüyor.
- Geçtiğimiz dönemdeki küresel gelişmeler ve ileri dönük verilen sinyaller Türkiye ekonomisi için önemli fırsatları sunan bir tablo sunuyor. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki faiz indirimleri Türkiye'nin sunduğu yüksek getiri küresel sermaye akımlarını çekici bir unsur olabilir. Bununla birlikte, Türk finansal varlıkları uzun dönem denge değerlerinin çok altında olması bir başka cazibe unsuru olarak değerlendirilebilir.
- Tüm bunların hayata geçerek Türkiye'ye uzun vadeli sermaye girişini tetikleyebilmek için ise yatırımcı algısını iyileştirecek Yeni Ekonomi Programı'nda da önerilen politika ve tedbirleri hayata geçmesi büyük önem taşıyor

# 2019 beklentileri

- 2019 ilk yarıdaki daralmanın ardından Türkiye ekonomisinin yılın ikinci yarısında büyümeye geçmesi bekleniyor. Ancak yıl genelinde sınırlı da olsa büyüme kaydedilebilmesi için dış talepten katkının gelmeye devam etmesi gerekiyor. Mevcut öncü veriler büyüme görünümü üzerindeki iki yönde de risklerin sürdüğünü teyit ediyorlar. Bu nedenle yıl genelinde büyüme beklenmezken gelecek yıl ekonomik performans açısından finansal koşullarda yeni bir sıkışma yaşanıp yaşanmaması kritik öneme sahip görülüyor.
- Baz etkisi, TL'deki istikrarlı seyir, petrol fiyatlarındaki düşük seviyelerle enflasyonda sağlanan iyileşme kısa vadede sürebilir. Ancak talep koşullarındaki kırılganlıklar ve küresel eğilimler orta vadede de maliyet baskısını sınırlasa da enflasyon beklentilerinin yeterli ölçüde iyileşmemesini sınırlıyor. Ayrıca kamu fiyat ayarlamaları enflasyonist beklentileri olumsuz etkiliyor. Bu nedenle yıl sonunda enflasyonun yüzde 13 gibi bir seviyede gerçekleşmesi bekleniyor. 2020'de ise enflasyonda dalgalanmanın devam etmesi ve yıl sonunda yüksek seviyede tek hanede kalması öngörülüyor.
- 2019'da turizmdeki yüksek performans ve dış ticaret açığındaki daralma ile cari işlemler hesabında fazla oluşması muhtemel görünüyor. Gelecek yıl ise iç talebin bir miktar toparlanmasıyla dış ticaret açığında ve cari işlemlerde genişleme yaşanabilir. Bu durumda ise cari dengenin 20 milyar Dolar gibi yönetilebilir bir açık vermesi mümkün görünüyor.
- 2019'un kalan döneminde işsizlik oranında yeni bir yükseliş olacağı beklenmezken yıl genelinde ortalamının yüzde 13'te kalması öngörülüyor. Gelecek yıl ise büyümenin potansiyeline yakınsaması zor olmakla birlikte, işgücü yoğun sektörlerde yaşanabilecek bir canlılık işsizlik oranında sınırlı da olsa bir iyileşme sağlayabilir.
- 2019'un kalan döneminde ve 2020 yılında Türk finansal varlıklar, jeopolitik ve makroekonomik dengelerde ciddi bir bozulma olmayacağı varsayımı ile düşük bir oynaklık sergileyebilirler. Bu nedenle de TL'de reel olarak sınırlı bir toparlanma görülebilir. Nominal bazda ise küresel risk iştahının zayıfladığı dönemlerde ılımlı değer kayıpları yaşanabilir.



# 2019 tahminleri

2019 GSYH büyümesi

**%0**

2019 GSYH

**700**  
milyar \$

2019 Turizm geliri

**25**  
milyar \$

2019 dış ticaret beklentisi

İhracat **180** milyar dolar  
İthalat **210** milyar dolar

## Piyasalar



2019 yıl ortalamaları

Dolar / TL : **5,75**

Euro / TL : **6,40**

Euro / Dolar: **1.11**

Brent petrol: **68 \$**

2019 yıl sonları

Dolar / TL : **5,90**

Euro / TL : **6,67**

Euro / Dolar: **1,13**

Brent petrol: **65 \$**

## İşsizlik

**%13**

(2019 yıl ortalaması)

## Enflasyon

**%13**

(2019 yıl sonu)

**%16**

(2019 yıl ortalaması)

## Cari denge

**2,5**

(milyar dolar)  
fazla

# 2020 tahminleri

2020 GSYH büyümesi

**%3,5**

2020 GSYH

**735**  
milyar \$

2020 Turizm geliri

**25**  
milyar \$

2020 dış ticaret beklentisi

İhracat **190** milyar dolar  
İthalat **250** milyar dolar

## Piyasalar



2020 yıl ortalamaları

Dolar / TL : **6,25**

Euro / TL : **7,19**

Euro / Dolar: **1.15**

Brent petrol: **72 \$**

2020 yıl sonları

Dolar / TL : **6,50**

Euro / TL : **7,48**

Euro / Dolar: **1,15**

Brent petrol: **75 \$**

## İşsizlik

**%12,5**

(2020 yıl ortalaması)

## Enflasyon

**%9**

(2020 yıl sonu)

**%11**

(2020 yıl ortalaması)

## Cari denge

**20**

(milyar dolar)  
açık





# 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 9

Türkçe / İngilizce



## Bakış 10

Türkçe / İngilizce



## Bakış 11

Türkçe / İngilizce



## Bakış 12

Türkçe / İngilizce



## Bakış 13

Türkçe / İngilizce



## Bakış 14

Türkçe



Bakış'ın dağıtım listesine üye olmak istiyorsanız iletişim bilgilerinizi [tr-fmmarkets@kpmg.com](mailto:tr-fmmarkets@kpmg.com) adresine gönderebilirsiniz.



# Gündem ve Bakış Turkcell Dergilik ve Türk Telekom e-dergi'de



## İletişim:

### Detaylı bilgi için:

KPMG Türkiye  
Clients & Markets  
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](http://kpmg.com.tr)  
[kpmgvergi.com](http://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 garantisizdir. Hiç kimse özel durumuna uygun bir uzman görüşü almaksızın, bu dokümanda yer alan bilgilere dayanarak hareket etmemelidir.

© 2019 KPMG Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş., KPMG International Cooperative'in üyesi bir Türk şirkettir. Tüm hakları saklıdır. Türkiye'de basılmıştır.

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