

# COFACE EKONOMİ YAYINLARI

## MERCEK ALTINDA

Hazırlayan: Seltem İYİGÜN  
Coface Ekonomisti, İstanbul

## Türkiye: Etkileyici büyüme, ancak dış etkenler karşısında artan kırılganlık

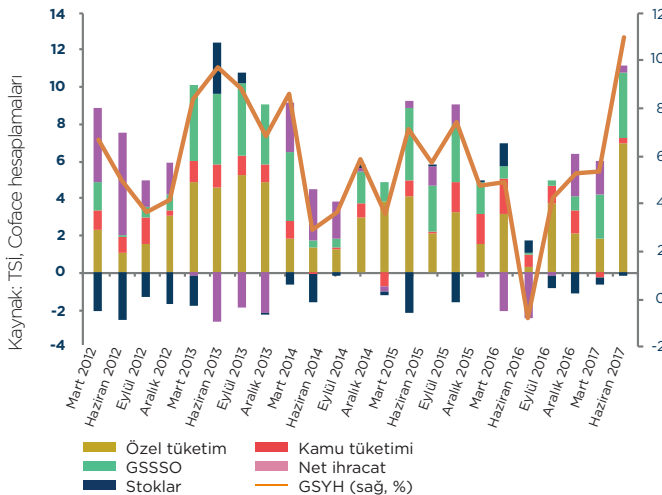
### Büyümenin ardında yatan sebepler

Türkiye ekonomisi 2017 yılının ilk üç çeyreğinde önemli bir performans göstererek bir önceki yıla göre yüzde 7,4 büyüme kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte ekonomi bir önceki yıla göre yüzde 11,1 büyümüştür; bu G20 ülkeleri arasındaki en hızlı büyüme performansidir. Özellikle geçtiğimiz yıl ekonomik faaliyeti etkileyen olumsuzlukları göz önüne aldığımızda, bu artış piyasa beklentilerinin oldukça üzerindedir. Bu yılki büyümede temel olarak devlet desteği ile artan yatırımlar ve ihracat belirleyici rol oynamıştır.

Özel tüketimdeki toparlanma da büyüme performansına güçlü bir şekilde katkıda bulunmuştur. Coface ekonominin 2017 yılında yüzde 6,5 ve 2015 yılında yüzde 5,2 büyüyeceğini tahmin etmektedir.

Türkiye'nin 2016 yılında siyasi ve ekonomik istikrarını ve güvenliğini tehdit eden bir dizi şok edici olay yaşadığı göz önüne alındığında, ülkenin ekonomik performansı özellikle etkileyicidir. Bu şoklar 2016 yılının üçüncü çeyreğinde ülkenin negatif büyüme kaydetmesine yol açarken, işletme güveni dibe vurmuş ve lira ABD doları karşısında yüzde 20 değer kaybetmişti. Hükümet daha sonra küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansmana erişimlerini kolaylaştırmak için kredi garanti fonunun (KGF) büyüklüğünü arttırarak konjonktür karşıtı önlemler almaya karar verdi. Finansal olmayan şirketlerin kredi başvurularında Devlet garantör olmuştur ve kredi garanti fonunun büyüklüğü on kattan fazla artarak 250 milyar liraya ulaşmıştır (yaklaşık 64 milyar \$). Ekim 2017 itibarıyla, KGF 219 milyar liralık kredi için garanti sağlamış durumdadır. Bu kredi arzı şokunun ikinci çeyrek büyüme oranı üzerindeki etkisi +0,7 puan olarak tahmin edilmektedir. Ancak bu katkı, 2017 yılının ilk üç çeyreğinde sadece yüzde 3 (yıllık bazda) artan kamu tüketimi artış rakamlarında kendini göstermemiştir. Hükümetin ekonomiyi destekleme yönündeki önlemlerinin çoğu KGF ve vergi indirimleri (örneğin beyaz eşya ve mobilya için) şeklinde olmuştur. Artan yatırımlar da ekonomiyi desteklemiştir. 2016 yılının ilk üç çeyreğinde yatırımlar yıllık bazda yüzde 2,7 artmış iken, bu yılın aynı döneminde yatırımlarda yıllık bazda yüzde 7,9'luk artış kaydedilmiştir. Ekonomide yapılan toplam yatırımlarda üçüncü çeyrekte inşaat yatırımlarında yaşanan yüzde 12'lik artış ile makine ve

**GRAFİK 1**  
GSYH'ya katkılar, % puan

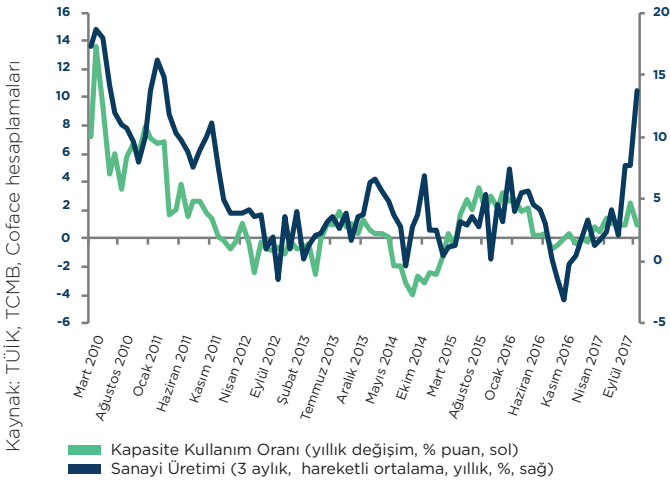


1 - Türkiye: Kredi Şoku ve Ekonomi, BBVA, Ekim 2017

**DiĞER TÜM GRUP EKONOMİ YAYINLARI:**  
<http://www.coface.com/Economic-Studies>

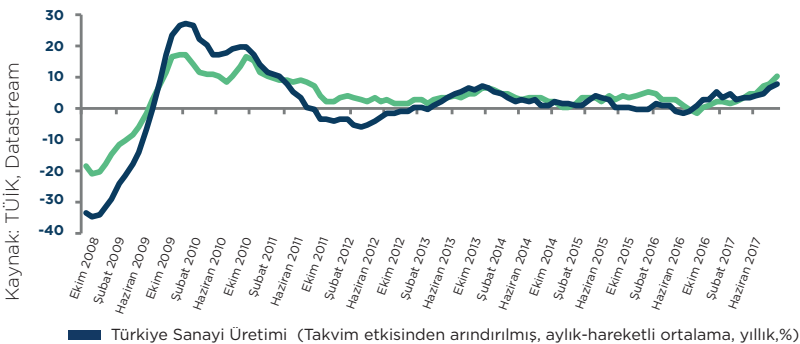
ekipman yatırımlarında (ki bu üretim kapasitesindeki artışın öncül bir göstergesidir) kaydedilen yüzde 15,3'lük artış öne çıkmıştır. Makine ve ekipman yatırımları üst üste dört çeyrek boyunca daralma kaydettikten sonra üçüncü çeyrekte önemli bir artış göstermiştir. Siyasi arka plandaki gürültüler ve kurdaki oynaklıklar özel sektörün uzun vadeli projelere yatırım yapma isteksizliğine katkıda bulunmuştur. İmalat sektöründe kapasite kullanım oranının artık yüzde 80'e yaklaştığı göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde yatırımların üretim kapasitesini arttırmaya devam etmesi oldukça muhtemeldir.

**GRAFİK 2**  
Sanayi üretimi ve kapasite kullanımı



2017 yılının ilk üç çeyreğinde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 13 artan mal ve hizmet ihracatı ekonomiyi güçlü bir şekilde desteklerken, ithalat yıllık bazda sadece yüzde 5,6 artmıştır. Net ihracatın GSYH'ya katkısı yılın ilk üç çeyreğinde 1,4 puan, üçüncü çeyrekte ise 0,3 puan olarak gerçekleşmiştir. Avrupa'daki toparlanma Türkiye'nin ihracat performansını güçlendirmeye devam etmektedir. Ocak - Ekim 2017 döneminde, Türkiye'nin AB-28 ülkelerine ihracatı yıllık bazda yüzde 7 oranında artmıştır; öte yandan ülkenin toplam ihracatı içerisinde AB-28 ülkelerinin payı hafif bir düşüşle yüzde 48,5'ten yüzde 46,9'a inmiştir. Türkiye'nin toplam ihracatında Kuzey Amerika ülkelerinin payı yüzde 5,1'den yüzde 6,2'ye yükselirken, Asya ülkelerine gerçekleştirilen ihracatın payı yüzde 6,7'den yüzde 7,1'e çıkmıştır. Bu sağlam ihracat performansında, liradaki zayıflama ile Türk üreticilerin ihracat piyasası hedeflerini uyarlama bakımından gösterdikleri esneklik de etkili olmuştur. Avrupa krizi sonrasında, ihracatçılar odaklarını Orta

**GRAFİK 3**  
Türkiye'nin sanayi üretimi ve Alman imalat siparişleri



2- İstanbul Sanayi Odası, Türkiye PMI İmalat Endeksi, Kasım 2017

3- ÖTV desteğiyle Ağustos'ta rekoru kıran beyaz eşya sektöründe toplam satışlar ilk sekiz ayda %9,2 büyüdü, yılsonu tahmini %7,2, Reuters, 19/09/2017

Doğu ve Afrika ülkelerine kaydırmıştı. Artık Avrupa ekonomilerinin toparlanması ve bölgede gerginliklerin artması ile birlikte, ihracatçılar yeniden Avrupa ve Kuzey Amerika'ya yönelmektedir.

Bununla birlikte, Orta Doğu ve Afrika'ya yapılan ihracat halen toplam ihracat içerisinde yüzde 23'lük bir paya sahiptir.

2017 yılının üçüncü çeyreğinde özel tüketim de sağlam performansını sürdürmüştür. Yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,1 arttıktan sonra, özel tüketim üçüncü çeyrekte yüzde 11,7'lik bir sıçrama kaydetmiş ve GSYH artışına 7 puanlık bir katkıda bulunmuştur. Daha ayrıntılı bir analiz, bir önceki yıla göre yüzde 31 artan dayanıklı tüketim mallarının tüketiminde bir toparlanma olduğunu göstermektedir. Bu, beyaz eşya ve mobilya için getirilen vergi indirimlerinin hanehalkı tüketimi üzerinde yarattığı olumlu etkiyi yansıtmaktadır.

Üretim tarafında, üçüncü çeyrekte sanayi ve inşaat faaliyetleri hızlanırken, hizmetler (GSYH'nın yüzde 22,3'ünü oluşturmaktadır) yıllık bazda yüzde 20,7'lik bir artış kaydetmiştir. 2017 yılının üçüncü çeyreğinde imalat faaliyetleri yıllık bazda yüzde 15,2 gibi sağlam bir büyüme kaydetmiştir. Önümüzdeki dönemde, güçlü sanayi üretimi ve sektörler arasında artan kapasite kullanımının, iyileşen iş beklentileri ile birlikte büyümeyi sürdürmesi beklenmektedir. (her ne kadar büyüme hızı biraz ivme kaydetse de)

Bu beklentileri destekleyen bir şekilde, Ocak - Ekim 2017 döneminde sanayi üretimi yıllık bazda yüzde 6 artış göstermiştir. Kasım ayında imalat PMI endeksinin 52,9 olarak gerçekleşmesi imalatçılar arasında iş koşullarının üst üste dokuz aydır iyileşmeye devam ettiğini göstermektedir. Bu, 2014 yılından bu yana kaydedilen en uzun aralıksız dönemdir. Yeni siparişlerdeki sağlam artış bu olguyu daha da güçlendirmiştir. Raporlar şirketlerin artan ürün taleplerini karşılamak için kapasitelerini arttırdıklarını göstermektedir. Motorlu taşıtlar, elektrikli makine, kimya, kağıt ve ağaç, tekstil ve hazır giyim sektörlerinde Kasım 2017 itibarıyla yüzde 80'i geçen kapasite kullanım oranları bu durumu teyit etmektedir. Avrupa'daki toparlanma otomotiv sektöründeki üretimi özellikle desteklemiştir. Ocak - Ekim 2017 döneminde, toplam otomotiv üretimi yıllık bazda yüzde 17 artarken, ihracat yıllık bazda yüzde 21 artmıştır. Türkiye'nin yıllık 26 milyon adetlik üretim hacmi ile Çin'den sonra ikinci en büyük üretici konumunda olduğu beyaz eşya sektöründe, dört ana ürün grubunda (buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi ve fırın) yurt içi satışlar 2017 yılının ilk sekiz aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 18,2'lik artış kaydetmiştir. Satışlardaki bu artışta Hükümet'in Şubat ayında almış olduğu, beyaz eşyalarda yüzde 6,7'lik özel tüketim vergisinin Eylül sonuna kadar kaldırılması kararı etkili olmuştur. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği'ne (BESD) göre, satışlar 2017 yıl sonuna kadar artmaya devam edecek ve yıllık artış oranı yüzde 7'nin üzerine çıkacaktır.

Hükümetin destekleyici önlemleri sayesinde kredi hacimleri de artmıştır ve işletmelerin nakit akışları üzerindeki baskıyı bir nebze hafifletmiştir. Ekim 2017 ortası itibarıyla, yıllık kredi artışı yüzde 17,9 olarak gerçekleşmiştir (döviz etkilerinden arındırılmıştır). Ticari krediler (spot ve ticari krediler) yıllık bazda yüzde 36 artarken, bireysel krediler yüzde 17 artmıştır. Kurdaki oynaklığın ve siyasi tartışmaların dinmesi güven endekslerini yukarı çekmiştir. Aralık 2016'da 63,4 puan ile dibe vurduktan sonra, tüketici güven endeksi Mayıs 2017 itibarıyla 72,8 puana kadar çıkmış, Kasım ayında ise 65,2 puana düşmüştür. İşletmeler arasındaki güven de önemli ölçüde artmış ve Ekim 2017 itibarıyla son dört yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Gelecekteki

üretim hacimleri, toplam siparişler ve ihracat siparişleri ile ilgili beklentiler önemli ölçüde iyileşmiştir. Bu durum, Türkiye'nin 2017 başından bu yana yükselen ara mal ithalatı ile uyumludur. Ocak - Ekim döneminde, ara mal ithalatı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 28 artarak 140 milyon \$'a yükselmiştir. Bu göstergeler tüketim, üretim ve ihracat dinamiklerinin sağlam olduğunu ve büyümenin 2018 yılının ilk yarısı boyunca güçlü performansını sürdüreceğini göstermektedir. Bununla birlikte, hükümetin teşvik önlemlerinin sona ermesi 2018 yılında büyüme hızını bastırabilir. Ancak, 2019 yılında yapılması planlanan yerel, genel ve cumhurbaşkanlığı seçimleri düşünüldüğünde Hükümet seçimler öncesinde ekonomik faaliyeti desteklemek amacıyla daha fazla önlemleri uygulamaya koymaya karar verebilir.

Ocak 2017'de yüzde 13 ile zirveye ulaşan işsizlik oranı Ağustos itibarıyla yüzde 10,6'ya inmiştir. Ülke nüfusundaki hızlı artış yüksek bir işsizliğe sebep olmuştur. Ağustos 2016'dan bu yana işgücü 1,3 kişi artarken 1,4 milyon kişi iş bulabilmiştir. Sonuç olarak, işsiz sayısı 89.000 kişi azalmıştır. Artan işgücüne katılım oranı ile birlikte (Ağustos 2016'da yüzde 52,6 iken Ağustos 2017'de yüzde 53,7), ekonomi böyle kısa bir zaman aralığı içerisinde yeterli istihdam yaratmaya çalışmaktadır.

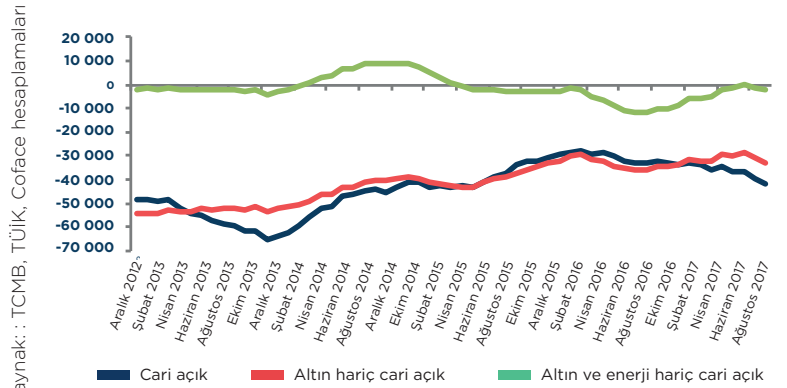
## Dış kırılganlıklar ekonomide aşırı ısınma riski gösteriyor

Türkiye'nin yapısal bir sorunu olan tasarruf eksikliği önümüzdeki yıllarda ekonominin yumuşak karnı olmaya devam edecek ve yüksek seviyelerde cari açıklara sebep olacaktır. Hükümetin KGF programı bankaları kredi vermeye teşvik etmiş ve bankacılık sektörünün kredi/mevduat oranını 2017 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 125'lere kadar çıkarmıştır. Bu durum bankacılık sektöründeki riskleri artırmanın yanı sıra, döviz kurları ile ilgili riskleri de yükseltmekte ve ülkenin dış açığındaki yeniden dengelenme sürecini baskılamaktadır (ithalatı arttırdığı için). İç tüketimdeki toparlanma ve enerji fiyatlarında son zamanlarda yaşanan artış önümüzdeki dönemde yüksek bir cari açığa yol açabilir. Cari açığın GSYH'ya oranının 2017 yılı için yüzde 4,6 ve 2018 yılı için yüzde 4,3 olması beklenmektedir. Bu durum ekonomiyi dış finansmana bağımlı ve döviz kurundaki oynaklıklar karşısında kırılgan hale getirecektir. Önde gelen merkez bankalarının çıkış stratejileri ve artan bölgesel gerginlikler yatırımcı güvenini hızlı bir şekilde tersine çevirebilir, bu da önümüzdeki yıllarda doğrudan yabancı yatırımların sınırlı kalması anlamına gelir.

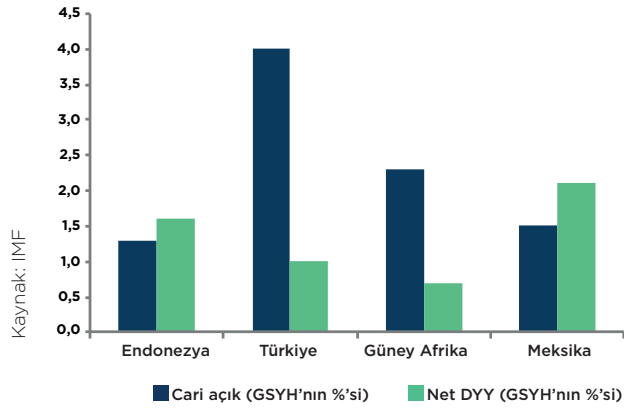
2016 yılının ilk on aylık döneminde 26,4 milyar ABD\$ olarak gerçekleşen cari açık 2017 yılının aynı döneminde 35,3 milyar ABD\$ olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, neredeyse 20 milyar \$'a ulaşan turizm gelirleri açığın daraltılmasına yardımcı olurken, 46,4 milyar ABD\$ düzeyindeki ticaret açığı dış açığı arttırmıştır. Cari açık içerisinde en büyük pay altın ve enerji ticareti ile ilgilidir. Yılın ilk on aylık döneminde, Türkiye enerjide 26,1 milyar \$, altın ise 7,9 milyar \$ ticaret açığı bildirmiştir. Bu etkiler hesaba katılmadığında, Türkiye'nin cari açığı 1,3 milyar \$'a inmektedir. Altın Türkiye'de hanehalkları için bir tasarruf aracı olarak özellikle önemlidir. Hanehalkları yükümlülüklerini yerine getirmek için paraya ihtiyaç duyduklarında altının yüksek düzeydeki nakde dönüştürülebilirliğinden faydalanmaktadır. Hanehalklarının bu talebi, 2017 yılının başlarından bu yana altın ithalatında bir artışa yol açmıştır.

Cari açık ile ilgili temel kırılganlık finansman tarafından. Cari açık büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmektedir. Ocak - Ekim 2017 döneminde, açığın neredeyse yüzde 65'i,

GRAFİK 4  
Türkiye'nin cari hesaplar dengesi



GRAFİK 5  
Cari hesaplar dengesi ve FYY (12 aylık kümülatif, GSYH'nin %'si)



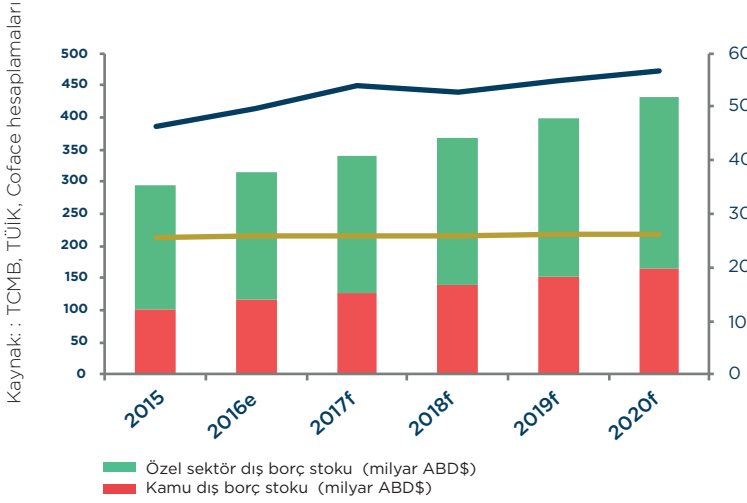
25,3 milyar \$'a ulaşan (2016 yılının aynı döneminde 11 milyar \$ idi) portföy yatırımlarından finanse edilmiştir. 2016 yılının ilk on aylık döneminde 7,5 milyar \$ olan doğrudan yabancı yatırımlar 2017 yılının aynı döneminde 6,3 milyar dolara inmiştir. Eğer doğrudan yabancı yatırımlarda daha fazla düşüş olsaydı, Türkiye dış açığını kapatmada kısa vadeli sermayeye daha fazla bağımlı hale gelebilirdi. Bu durum ülkenin küresel finansal yatırımcılara bağımlılığını ve döviz kurundaki soklara karşı kırılganlığını artırır.

Dolayısıyla, bankacılık sektörü için dışarıdan sağlanan finansman ekonomi için önemli bir finansman kaynağı olmaya devam edecektir. Ancak, iç ve bölgesel istikrarsızlıkların yoğunlaşması halinde bu girişler çok oynak hale gelebilir. Bununla birlikte, merkez bankasının sıkı para politikasının ülkeye faiz arbitrajı kaynaklı girişleri desteklediği düşünüldüğünde, şu an için bu risklerin kontrol altında olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin dış faktörlere karşı kırılganlığı Güney Afrika, Endonezya ve Meksika ile benzerlikler göstermektedir. Tüm bu ülkelerin cari açığı bulunmaktadır ancak Türkiye'nin açığı bunlara göre daha yüksektir. 2017 yılının ilk çeyreğinde, Güney Afrika doğrudan yabancı yatırım şeklinde 2 milyar dolarlık net çıkış yaşamıştır. Öte yandan çektiği toplam 5,5 milyar dolar düzeyindeki portföy yatırımları 3,7 milyar dolarlık dış açığını finanse etmesine yardımcı olmuştur. Bu bakımdan, cari açığının GSYH'ya oranı yüksek seviyelerde olan Türkiye'nin dış hesaplarının Güney Afrika ile benzer bir yapı sergilediği görülmektedir. Ancak, Güney Afrika'nın aksine, Türkiye halen doğrudan yabancı





**GRAFİK 6**  
Türkiye'nin dış borç tahmini

yatırım çekebilmektedir ve bu cari açığını kısmen finanse etmesine yardımcı olmaktadır.

Buna rağmen, Türkiye'nin dış borcu artmaktadır ve 2017 yılının ikinci çeyreği sonu itibarıyla ülkenin gayrisafi dış borç stoku 532,4 milyar dolara (GSYH'nin yüzde 51,8'ine eşdeğer). Bu oran 2010 sonunda yüzde 37,8 idi. Bu durum liranın daha fazla değer kaybetmesi halinde büyüme üzerinde baskı yaratabilir. Türkiye'nin dış borcunun yüzde 25'i kısa vadeli (yani bir yıldan daha kısa vadeli) ve yükselen piyasa standartlarına göre bu yüksek bir orandır.

Banka kredilerinde yükselen faiz oranları ülkenin yatırım dinamikleri için bir başka zorluk oluşturmaktadır. Hazine'nin artan borçlanma düzeyleri, yükselen piyasalarda volatil risklerden kaçınma ve merkez bankasının sıkı para politikası duruşu faiz oranlarında yükselmeye yol açmaktadır. Aralık 2016'da yüzde 12,9 olan ticari kredi ağırlıklı ortalama faiz oranı Ekim 2017 sonu itibarıyla yüzde 15,8'e ulaşmıştır. Aynı dönemde, bireysel kredilere uygulanan faiz oranları yüzde 14,8'den yüzde 17,1'e kadar yükselmiştir. Bu yüksek faiz oranı seviyeleri şirketler kesiminde nakit akışı yönetimini sekteye uğratabilir ve işletmelerin yeni yatırım yapma heyecanını bastırabilir. Bu aynı zamanda merkez bankasının 2016 sonunda yüzde 8,3 olan ortalama fonlama maliyetlerini Ekim 2017 sonu itibarıyla yüzde 11,95'e çıkararak politika önlemlerinden de kaynaklanmaktadır.

Yükselen fiyatlar ve artan vergiler satın alma gücünü azaltarak özel tüketimi bastırabilir. Artan enflasyonist baskı merkez bankasının politikalarını sıkılaştırmaya itmiştir. Kasım 2017'de, tüketici fiyatları aylık bazda yüzde 1,49 artarken, yıllık enflasyon yüzde 12,98'e

yükselmiştir. Artan gıda fiyatlarının, zayıflayan liranın, güçlü ekonomik faaliyetin ve talep odaklı dinamiklerin (kredilerdeki artış ve beyaz eşya ve mobilyadaki vergi indirimi gibi) etkisiyle enflasyon artmaya devam etmiştir.

Yıllık enflasyonunu mevcut seviyesi merkez bankasının yüzde 5'lik hedefinin ve yüzde 9,8'lik 2017 yıl sonu tahmininin oldukça üzerindedir<sup>4</sup>. Yıllık bazda, Ekim ayında yüzde 11,82 olan çekirdek enflasyon Kasım ayında yüzde 12,08'e yükselmiştir. Bu son birkaç yıldaki en yüksek orandır. Liranın dolar ve avro karşısında son zamanlarda kaybettiği değer sebebiyle enflasyonun yüksek seviyelerde kalması beklenmektedir. Dayanıklı tüketim mallarının çoğu avro olarak ithal edildiğinden dolayı, bu malların fiyatları liranın avro karşısındaki değer kaybına karşı özellikle hassastır. Ancak üreticiler için liranın dolar karşısındaki değeri daha önemlidir çünkü emtia ithalatının çoğunluğu dolar olarak gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, liranın bu iki para birimi karşısında Eylül ayından bu yana yaşadığı değer kaybı (dolar karşısında yaklaşık yüzde 12, avro karşısında yaklaşık yüzde 11) hem tüketici hem de üretici fiyatları bakımından enflasyon için yukarı yönlü bir baskı yaratabilir (baz etkisi sebebiyle 2018 ilk birkaç ayında tüketici fiyatlarında geçici bir gevşeme beklenmesine rağmen). Diğer yandan, enflasyon beklentilerindeki bir kötüleşme önümüzdeki dönemde fiyatlandırma davranışlarını da kötüleştirebilir. Dolayısıyla, merkez bankasının para politikası duruşunu sıkı tutması gerekecektir; bu da faiz oranlarının yüksek kalacağı anlamına gelmektedir. Merkez bankası Mayıs ayının başlarından bu yana yüzde 12'ye yakın bir oranda bankacılık sistemine likidite sağlamaktadır. Banka ortalama fonlama oranını arttırarak para politikasını daha da sıkılaştırabilir. Aralık 2017'de gerçekleştirdiği para politikası toplantısı sırasında, banka geç likidite penceresinin borç verme oranını 50 baz puan artışla yüzde 12,75'e çıkarmış ve enflasyon görünümü hedefler ile uyumlu hale gelinceye kadar para politikasındaki sıkı duruşun devam ettireceğini açıklamıştır. Banka ayrıca ihtiyaç duyulması halinde daha fazla parasal sıkılaştırma uygulayabileceğini de açıklamıştır.

Özet olarak, Türkiye'nin kısa vadedeki büyüme performansının önündeki risklerin kontrol altına alındığı ve borç seviyelerinin yönetilebilir durumda olduğu görünmektedir. Ancak, yükselen enflasyon, işsizlik ve son zamanlardaki vergi zamları özel tüketimi baskılayabilir. Orta vadede, iç ve bölgesel gerilimlerin yükselmesi halinde, ülkenin açıklarının yönetilmesi üzerindeki baskı artacaktır. Küresel finansal piyasaların yükselen piyasalardaki riskten kaçınma tutumu ve önde gelen merkez bankalarının para politikaları da izlenmesi gereken önemli faktörler olacaktır. Döviz kurları da yine izlenmesi gereken önemli göstergeler arasında yer almaktadır ve lirada yaşanabilecek sert bir değer kaybı çok olumsuz sonuçlar doğurabilir.

4 - Enflasyon Raporu IV, Kasım 2017, TCMB

#### ÇEKİNCE BEYANI

Bu belge yazıldığı tarihte mevcut bilgilere göre Coface Ülke Riski ve Ekonomik Çalışmalar Bölümünün görüşlerini yansıtmaktadır ve hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut bilgileri esas almıştır. Herhangi bir zamanda önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. Bu belgede yer alan bilgi, analiz ve görüşler, güvenilir ve ciddi olduğuna inanılan çok sayıda kaynaktan derlenmiştir. Bununla birlikte, Coface hiçbir koşulda, burada yer alan verilerin doğruluğunu, tamliğini veya gerçekliğini garanti etmez. Bilgi, analiz ve görüşler sadece bilgi verme amaçlıdır ve okuyucunun başka yerlerde bulabileceği bilgileri destekleyici niteliktedir. Coface'in araçsal bir sorumluluk dışında hiçbir satın alma yükümlülüğü bulunmamaktadır ve bu belgedeki bilgi, analiz ve görüşlerin kullanılmasından veya bunların esas alınmasından kaynaklı zararlarıdan herhangi bir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu belge ve içeriğindeki analizler ve görüşler Coface'in değerli fikri mülküdür. Okuyucu verileri bozmamak ve değiştirmek kaydıyla, dokümanın yazarı olarak Coface'in adını açıkça belirterek ve yalnızca dahili kullanım için verilerden bazılarını indirebilir. Coface'in önceden yazılı izni alınmadan, herhangi bir kamuoyu açıklaması yapmak veya başka bir ticari amaçla verilerin kullanılması, alınması veya çoğaltılması yasaktır. Yasal uyarılar için Coface web sitesine bakınız.

Fotoğraf: © Fotolia

#### COFACE SA

1, place Costes et Bellonte  
CS 20003  
92276 Bois-Colombes  
France  
www.coface.com