

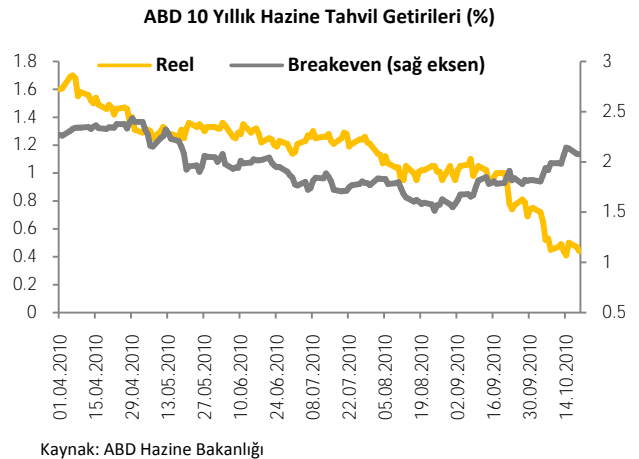
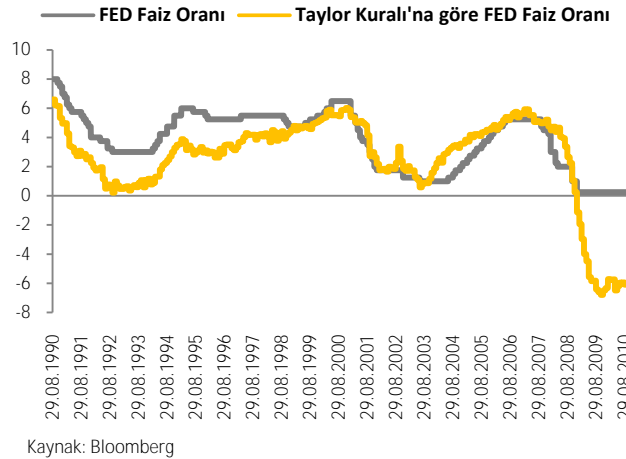
FED'in Niceliksel Genişleme Politikasının Olası Etkileri

Amerikan Merkez Bankası FED'in küresel finans krizi nedeniyle aldığı parasal önlemler kapsamında uyguladığı niceliksel genişleme (Quantitative Easing) politikasında ikinci aşamaya (QE2) Kasım ayından itibaren geçeceği beklentisi giderek artmaktadır. Bu çalışmada, 27 Eylül 2010 tarihinde yayınladığımız raporumuzun devamı olarak, niceliksel genişleme politikasının ABD ekonomisini ve son dönemde artan fon akımları ile dikkat çeken Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) ekonomilerini ve piyasalarını ne şekilde etkileyeceği incelenmektedir.

QE2 ve ABD Ekonomisi

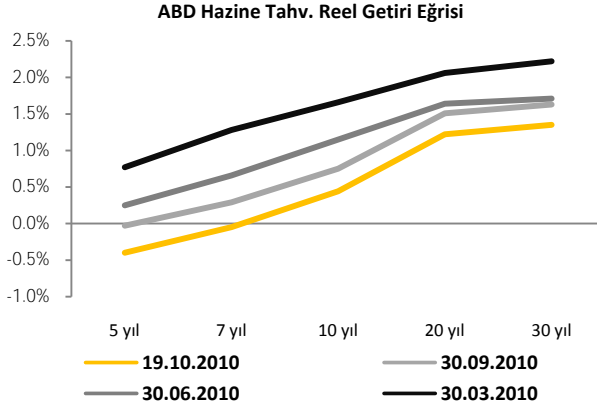
2007 yılında başlayan küresel finans krizinin dönüm noktalarından biri olan Lehman Brothers'ın iflası, artan risk algılaması ile birlikte hızla yükselen faiz oranları sonucu Merkez Bankalarını finans piyasalarında oluşan karışıklığı önlemek için acil ve olağan dışı önlemler almak zorunda bırakmıştır. Önde gelen merkez bankaları para politikalarını hızla genişletmeye başlarken aralarında döviz takası yapmak üzere anlaşmışlardır. Bu dönemde gerek parasal gerekse mali alanda en ciddi ve çarpıcı önlemlerin alındığı ABD'de, FED, para politikasının herhangi bir limit olmaksızın genişletilebildiği niceliksel genişleme politikasını¹ uygulamıştır.

FED'in Eylül 2007'de indirmeye başladığı politika faiz oranı bu dönemde (Kasım 2008) %1 seviyesine kadar gerilemiştir. Faiz oranları konusunda hareket alanı daralan FED, bu politika ile piyasalardaki aşırı dalgalanmaları kısa sürede azaltmayı başarmıştır. FED Aralık 2008'den beri faizleri %0-0.25 bandında tutmaktadır. Ancak, FED'in son dönemde çıktı açığının azaltılması ve enflasyon beklentilerinin azalmasını önleme kaygısının artmış olduğu dikkate alınarak hesaplanan Taylor Kuralı'na² göre FED politika faiz oranının olması gereken seviye -%6 düzeyindedir. Bu durum ABD ekonomisinin büyüme performansını artırabilmesi için ilave parasal genişlemeye ihtiyacı olduğunu göstermektedir. FED'in, 2010'un ikinci yarısından itibaren azalan büyüme sinyalleri karşısında alabileceği önlemlerden ilki faiz oranını %0'a çekmektir. Ancak, ikinci kez niceliksel genişlemeye gidilmesi, ekonominin canlandırılmasında faiz oranının %0'a düşürülmesinden daha etkili olacaktır.

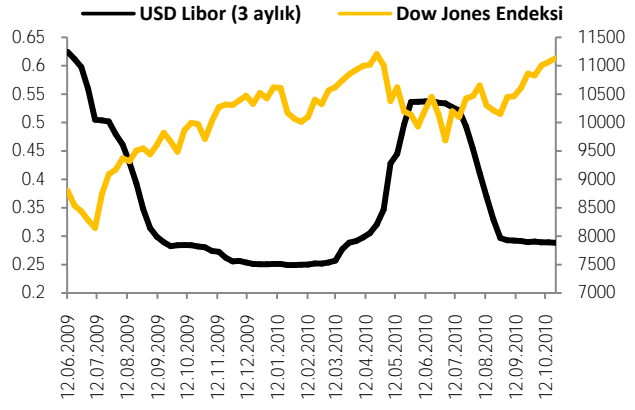


¹ FED QE1'de ilk olarak Kasım 2008'de mortgage'a dayalı menkul kıymetlerin (MBS) alımına başlamıştır. 600 milyar dolar'a kadar alım yapan FED, Mart 2009'da menkul kıymet alımlarına uzun vadeli Hazine tahvillerini de dahil etmiştir. Menkul kıymet alımlarının toplam tutarı için üst sınırı 1.75 trilyon dolar olarak açıklayan FED, MBS alımları ile emlak ve mortgage piyasalarına, Hazine tahvil alımları ile de sermaye piyasalarına destek olmayı amaçlamıştır. FED, Ağustos 2010'da yaptığı toplantıda portföyündeki itfa olan mortgage'a dayalı menkul kıymetlerin anapara tutarı ile 2 ve 10 yıl vadeli Hazine tahvilini almaya devam ederek 2.3 trilyon dolar civarında olan aktif büyüklüğünü koruyacağını duyurmuştur.

² Taylor Kuralı nominal faiz oranının (i), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapması ($\pi - \pi^*$) ve çıktı açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlanan çıktı açığı ve enflasyonun hedefinden sapmasına değişik ağırlıklar vererek faiz oranının belirlenmesinde kullanılan bir kuraldır.



Kaynak: ABD Hazine Bakanlığı



ABD’de gıda ve enerji fiyatları dışlanarak hesaplanan çekirdek tüketici fiyatlarının Eylül ayında yıllık bazda %0.8’e, çekirdek Kişisel Tüketim harcamaları endeksinin (PCE) ise %1.4’e kadar gerilemiş olması, yavaşlayan büyüme göstergeleri yanı sıra FED’in QE2’ye geçmesinin en önemli sebebidir. Enflasyondaki düşüş aynı zamanda nominal getirilerin gerilemesine rağmen reel getirilerin yüksek kalmasını sağlamaktadır. Bu durum, ABD tahvillerine olan talebin son dönemde giderek artmasında etkili olurken, aşırı alımlar tahvil piyasasındaki mevcut trendlerin ani şekilde tersine dönmesi riskini de beraberinde getirmektedir. Öte yandan, FED’in QE2’ye geçmesi artan likidite ve kredi imkanları dolayısıyla ABD’de hisse senedi piyasalarındaki yükselişin de devam etmesini sağlayabilecektir.

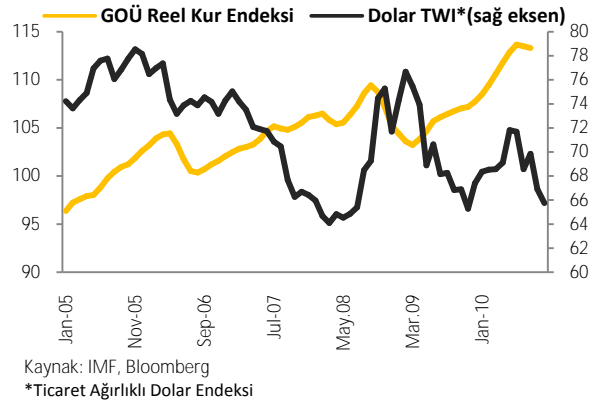
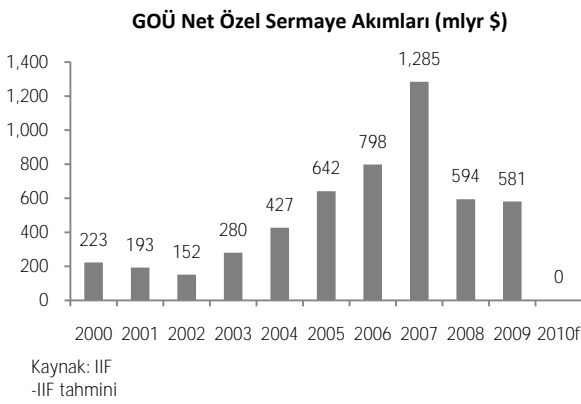
Tablo.1 -Niceliksel Genişlemenin (QE2) ABD Makroekonomik Değişkenleri Üzerindeki Etkileri

Ş1 Trilyon Dolar Genişleme İçin Tahmin Edilen Değişimler	
Makro Değişkenler	Tahmin Edilen Etki
Reel GSYİH	%0.20
Çekirdek Enflasyon	%0.45
İşsizlik Oranı	-%0.50

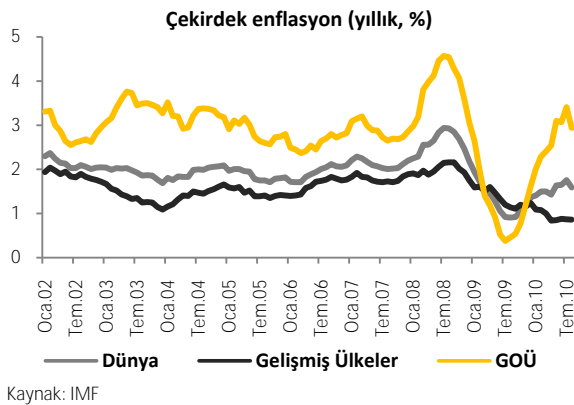
ABD için reel Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), çekirdek enflasyon, işsizlik oranı ve FED’in niceliksel genişleme miktarını gösteren menkul kıymet alımları kullanılarak oluşturulan dinamik modelde (VAR model) modelin açıklama gücünün oldukça yüksek, %97 civarında olduğu görülmektedir. Çeyreklik olarak alınan verilerde 1984 yılının ilk çeyreğinden 2010 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan zaman dilimi incelenmektedir. Modelin sonuçlarına göre FED’in Hazine tahvili alımları karşılığında piyasaya 1 trilyon dolar likidite enjekte etmesi, ABD’nin reel büyüme oranı üzerinde oldukça küçük bir etki yaratırken işsizlik oranında %0.50 düşüğe neden olmaktadır. Çekirdek enflasyonda ise %0.45 civarında bir artış yaratmaktadır. Sonuçlara göre en yüksek etki işsizlik oranında görülürken en düşük etki büyüme oranında görülmektedir. Bu sonuçlar, daha önceki çalışmalarımızda belirttiğimiz, ABD’de ikinci kez niceliksel genişlemeye gidilse bile büyüme bazında toparlanmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağı ve U şeklindeki gri senaryonun uzun yıllar devam edeceği şeklindeki görüşümüzü doğrulamaktadır. QE2’nin enflasyon üzerindeki muhtemel etkisi ise deflasyon korkularının biraz da olsa giderilebileceğini göstermektedir. İşsizlik oranındaki tahmin edilen azalış etkisi ise, niceliksel genişleme rağmen, ABD’de işsizlik oranının yüksek seviyelerini uzunca bir süre daha koruyacağına işaret etmektedir.

Gelişmekte Olan Ülke Finansal Piyasaları ve QE2

Global finansal piyasalar son günlerde, FED'in önümüzdeki dönemde \$1 trilyon dolar civarında ikinci bir niceliksel genişlemeye gideceğine ve FED bilançosunun %40 artacağına dair beklentilerle hareket etmektedir. FED'in Kasım 2008'de uygulamaya başladığı niceliksel genişleme politikası (QE1) gelişmekte olan piyasaları da en az ABD ve diğer gelişmiş ülke piyasaları kadar etkilemiştir. Yapılan niceliksel genişleme ile dolar değer kaybetmeye devam ederken yatırımcıların özellikle Asya ve Latin Amerika gelişmekte olan piyasalarına yöneldikleri görülmüştür. 2010'ın ikinci yarısından itibaren ABD ekonomisinin büyüme performansından kuşku duyulmaya başlanması, zaten AB borç krizinin etkisiyle yılın ilk yarısında fon girişlerinin devam ettiği gelişmekte olan ülke piyasalarına ilginin daha da artmasına neden olmuştur. Fon akımlarının temel sebebi, ABD'de likidite artışının faiz oranlarını uzunca bir süre daha düşük seviyelerde tutacak olması sebebiyle oluşan nispi getiri avantajının yanı sıra, özellikle gelişmekte olan Asya ve Latin Amerika ülkelerinin artan ekonomik performansdır.



FED'in ilk kez niceliksel genişleme uyguladığı QE1 aşamasında, para politikasındaki bu değişikliğe ilk tepki faiz oranları ile döviz kurundan gelmiştir. QE2'nin de benzer şekilde faiz oranları ve doların diğer para birimleri karşısındaki değerini ilk olarak etkilemesi beklenirken, FED'in politika değişikliğine dair ilk ipuçlarını verdiği Eylül ayından itibaren QE2'ye ilişkin beklentilerin piyasalarda fiyatlanmaya başlanması, doların değer kaybetmesine ve faiz oranlarındaki düşüşün sürmesine neden olmuştur. Ticaret ağırlıklı dolar endeksine göre dolar Ekim ayı itibarıyla Haziran ayına göre %8.3 düzeyinde değer kaybetmiştir. Bu süreçte gelişmekte olan ülke (GOÜ) piyasalarına olan ilginin devam ettiği görülmüştür. IMF verilerine göre, Gelişmekte Olan Ülkeler Reel Kur Endeksi Ocak-Ağustos döneminde %4.5 civarında değer kazanmıştır. QE2 sürecinde GOÜ para birimlerindeki bu değer artışının devam etmesi beklenmektedir.

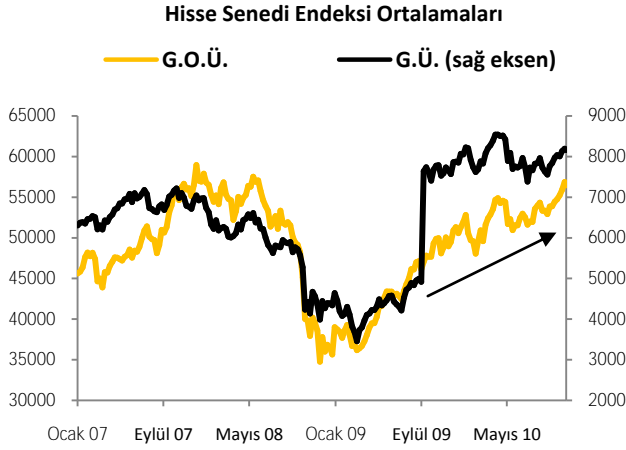


Artan sermaye akımları sonucu döviz kurunun değer kazanması karşısında GOÜ'lerin verdiği ilk tepkinin sermaye girişlerini kısıtlayıcı önlemler almak olduğu görülmektedir. QE2 sürecinde GOÜ'lerin sermaye girişlerine sınırlama getirme çabalarının devam edeceği ve bu bağlamda kurdaki değer artışını önlemek amacıyla para politikalarını da daha gevşek tutma eğiliminde olacakları öngörülmektedir. Ancak, ABD'deki deflasyonist görünüme karşın GOÜ'lerde ekonomik aktiviteye bağlı olarak enflasyonist baskıların artma ihtimalinin yüksek olması gevşek para politikası konusunda engel oluşturmaktadır. Yine de FED'in ikinci parasal genişleme

hamlesinin global faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyelerde kalmasını sağlaması beklenebilir. Döviz kurundaki değerlenmenin dış ticaret kanalıyla büyümeyi yavaşlatıcı etkisi karşısında, halen belirli bir büyüme temposu kazanmış ve para politikasını daraltma süreci içine girmiş olan GOÜ'ler ise döviz kurunun bir miktar değerlenmesine izin vererek faiz artırımlarını erteleyebileceklerdir. Öte yandan, ABD para birimindeki değer kaybına karşın GOÜ para

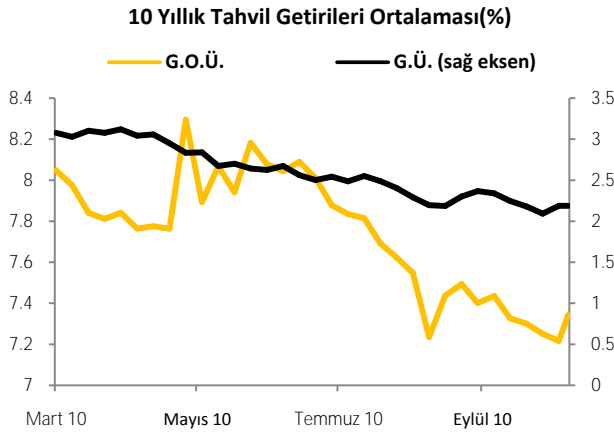
birimlerindeki değer artışı global cari işlemler dengesizliklerinin azalması açısından önemli olsa da, söz konusu eğilimin devam edeceğini söylemek zordur.

FED'in QE2 politikasının etkisini göstermesiyle ABD ekonomisinin kriz sonrası toparlanma eğilimine devam etmesi halinde GOÜ'lere sermaye girişlerinin azalması beklenebilir. Ayrıca, GOÜ'lerin makro göstergelerine ilişkin olumlu tablonun bozulması da bu sonuca yol açabilecektir. Bu durumda kurda gözlenen değer artışı tersine dönebilecektir. Halen düşük değerli döviz kuru politikası uygulayan ve sermaye hareketleri tam anlamıyla serbest olmasa da doğrudan sermaye girişinin giderek arttığı Çin ise bu süreçte diğer GOÜ'lerden farklı konumunu korumaktadır.



Kaynak: Bloomberg

GOÜ ortalamasında Brezilya, Güney Afrika, Türkiye, Çin endeksleri alınmıştır.
GÜ ortalamasında Amerika, Japonya, Almanya, İngiltere alınmıştır.



Kaynak: Bloomberg

G.O.Ü. ortalamasında Brezilya, Güney Afrika, Türkiye, Macaristan ve Polonya kullanılmıştır.
G.Ü. ortalamasında ABD, Japonya, Almanya ve İngiltere kullanılmıştır.

Hisse senedi piyasalarına bakıldığında ise enjekte edilen likiditenin G4 ülkelerinden özellikle Brezilya, Türkiye gibi GOÜ'lere, kur politikalarına bağlı biçimde yöneldiği görülmektedir. Yandaki grafikte görüldüğü gibi seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasası endekslerinin ortalaması alındığında özellikle son zamanlarda yaşanan yükseliş, balon oluşması ihtimali açısından dikkat çekmektedir. ABD'nin düşük büyüme ve niceliksel genişleme beklentileri ilerleyen dönemlerde de GOÜ hisse senedi piyasalarına girişlerin devam etmesini sağlayabilir. Daha önceki çalışmalarımızda da bahsettiğimiz gibi kur savaşlarına da neden olabilecek bu sermaye akımları Brezilya, Çin, Kore ve Rusya gibi ihracata dayalı ekonomileri olan ülkelerde endişe yaratmaktadır.

Tahvil – bono getirilerinin gelişmiş ülkelere göre nispeten yüksek olduğu GOÜ'lerde, devlet ve şirket tahvillerine olan talebin devam etmesi beklenmektedir. Yandaki grafikte görüldüğü üzere, GOÜ'lerde 10 yıllık Hazine tahvil getirileri ortalamasına bakıldığında gelişmiş ülkelerin devlet tahvili getirilerinin ortalamalarından çok daha yüksek olduğu görülmekte, artan tahvil talebi ile birlikte her iki eğri arasındaki marjın daralacağı söylenebilmektedir. Bu durum, GOÜ'lere uzun vadeli kredi temin etmede avantaj sağlarken, bazı GOÜ'ler için büyümeyi destekleyici bir faktördür. Piyasa faizlerinin gerilemesi cari işlemler fazlası veren GOÜ'lerde ise ekonominin aşırı ısınmasına neden olabilecektir.

Sonuç Olarak...

FED'in Kasım ayındaki toplantısında Hazine tahvili alımlarını artırarak niceliksel genişleme politikasına devam etme kararı alması yönündeki beklentiler giderek artarken, alım tutarına ilişkin tahminler 500 milyar dolar ile 1.5 trilyon dolar arasında değişmektedir. Kurduğumuz ekonometrik modele göre QE2 sürecinde, FED'in 1 trilyon dolar düzeyinde tahvil alımı yaparak bilançosunun aktif büyüklüğünü 3 trilyon doların üzerine çıkarması durumunda deflasyonist baskıları önleyebileceği ve ılımlı bir toparlanma sürecine yeniden dönebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın, işsizlik oranının yüksek seviyelerde kalmaya devam edeceği öngörülmektedir. QE2'nin ABD için en önemli ekonomik sonuçlarından biri döviz kurundaki değer kaybının devam edecek olmasıdır. Piyasa faizlerinin gerilemesi konusunda da etkili olması beklenen programın hisse senedi piyasalarındaki yükselişlere destek olması beklenmektedir.

QE2'nin GOÜ'ler üzerindeki etkisi ilk olarak döviz kuru kanalı ile kendini gösterecek olup, GOÜ'lere fon akımlarının devam etmesi beklenmektedir. GOÜ'lerin döviz kurundaki değer artışının rekabet gücünü azaltmasını önlemek için fon akımlarını sınırlama çabalarını artırmaları beklenirken, artan büyüme performansları gereğince para politikalarını daraltma eğilimlerini de fon akımlarını daha da artırabilecek olması nedeniyle askıya alacakları düşünülmektedir. Faiz artırımına gidemeyen GOÜ'lerin döviz kurunun değer kazanmasına, ekonominin aşırı ısınmasını önlemek amacıyla bir ölçüde de olsa göz yummaları da beklenebilir.

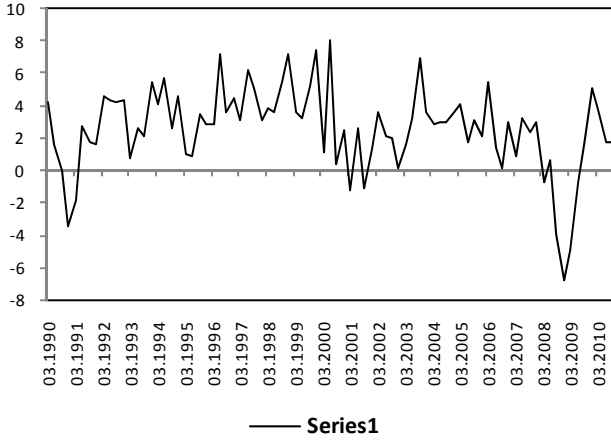
Açıklanacak Veriler (25 Ekim-1 Kasım 2010)

		Ekonomi Gündemi	Önceki	Beklenti
25.10.2010	ABD	Chicago FED Endeksi(Eylül)	-0.53	--
		İkinci El Konut Satışları(Eylül)	4.13 mlyn	4.3 mlyn
	Euro Bölgesi	Sanayi siparişleri(Ağustos, aylık)	-%2.4	%2.1
	Japonya	Dış Ticaret Dengesi(Eylül)	103.2 mlyr	714.0 mlyr
26.10.2010	ABD	Case Shiller Konut Fiyat Endeksi(Ağustos)	%3.2	%2.1
		Conference Board Tüketici Güven Endeksi(Ekim)	48.5	49.0
	İngiltere	Büyüme Oranı (3. çeyrek)	%1.2	%0.4
	Fransa	Tüketici Güveni(Ekim)	-35.0	-36.0
	İtalya	Tüketici Güveni(Ekim)	107.2	106.8
27.10.2010	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri(Eylül)	-%1.5	%2.0
		Yeni Konut Satışları(Eylül)	0.288 mlyn	0.3 mlyn
		Haftalık Mortgage Verileri	--	--
	Almanya	TÜFE (Ekim, aylık)	-%0.2	%0.1
	İtalya	İş Dünyası Güveni(Ekim)	98.4	98.6
	Japonya	Perakende Satışlar(Eylül)	4.3	--
28.10.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	452 bin	455 bin
	Euro Bölgesi	Güven Endeksleri (Ekim)	0.77	0.79
	Fransa	ÜFE (Eylül, aylık)	%0.1	%0.2
	Almanya	İşsizlik Oranı(Ekim)	%7.5	%7.4
29.10.2010	ABD	Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (3.çyrk)	%1.0	%1.1
		Büyüme Oranı (3.çeyrek)	%1.7	%2.0
		Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Ekim)	67.9	68.0
		Chicago PMI Endeksi (Ekim)	60.4	58.0
	Euro Bölgesi	Tüfe (Ekim, yıllık)	%1.8	%1.8
		İşsizlik Oranı (Eylül)	%10.1	%10.1
	İngiltere	Para Arzı(Eylül)	-%0.3	--
	Almanya	Perakende Satışlar(Eylül)	-%0.2	%0.6
	İtalya	ÜFE(Eylül)	%0.2	%0.3
		TÜFE(Ekim)	%0.5	%0.4
		İşsizlik Oranı(Eylül)	%8.2	%8.2
	Japonya	Hanehalkı Harcamaları(Eylül)	%0.7	--
		TÜFE(Eylül)	-%1.0	--
		İşsizlik Oranı(Eylül)	%5.1	--
		Sanayi Üretimi(Eylül)	-%0.3	--
		BOJ Faiz Oranı(Ekim)	%0.1	--

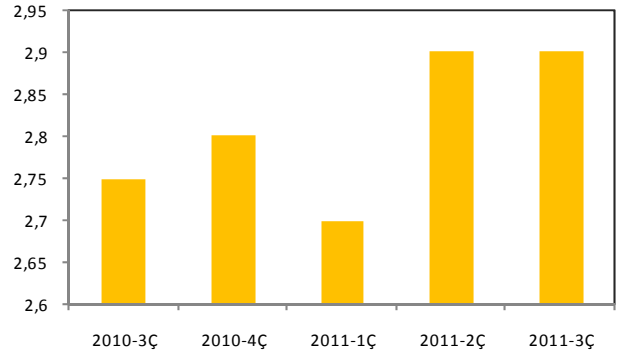
ABD EKONOMİK GÖSTERGELERİ

EKONOMİK AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

ABD Büyüme

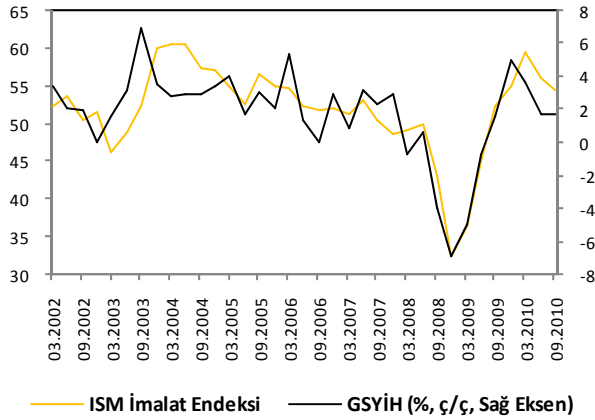


ABD Büyüme Beklentisi

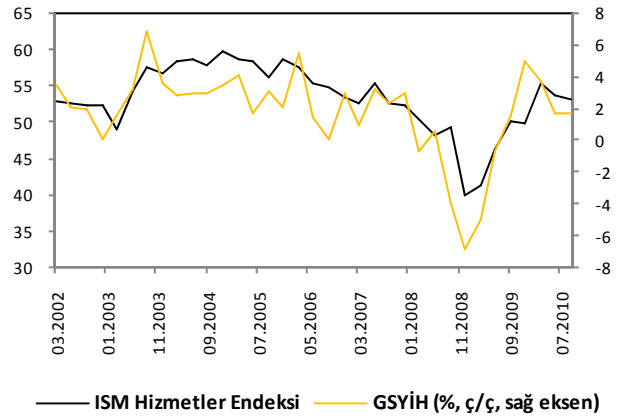


ABD Büyüme Beklentisi (% ç/ç)

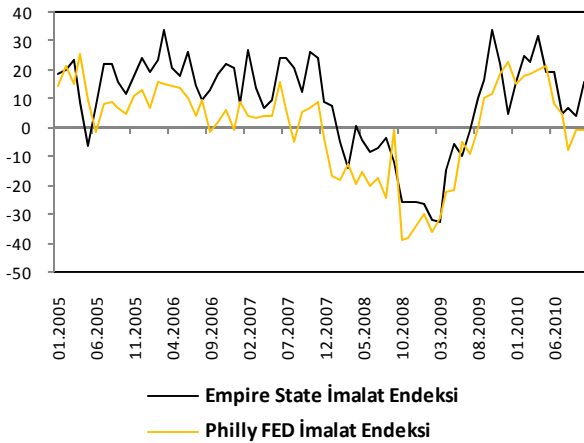
ISM İmalat ve Büyüme



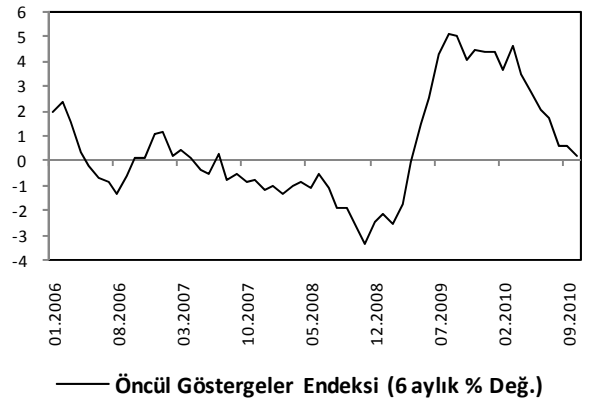
ISM Hizmetler ve Büyüme



Bölgesel Aktivite Endeksleri

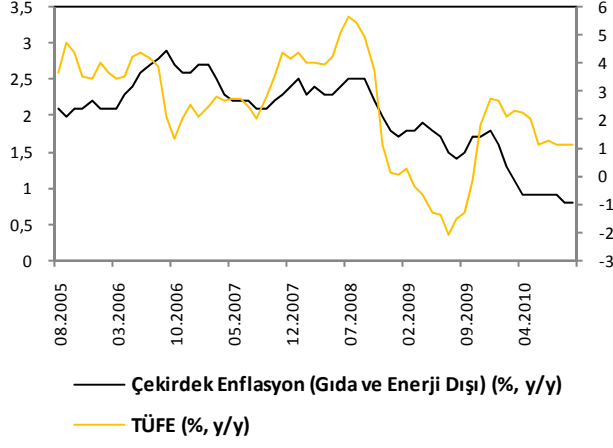


Öncül Göstergeler Endeksi

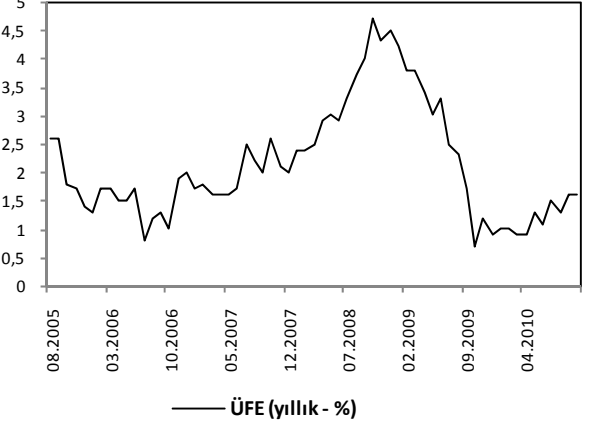


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

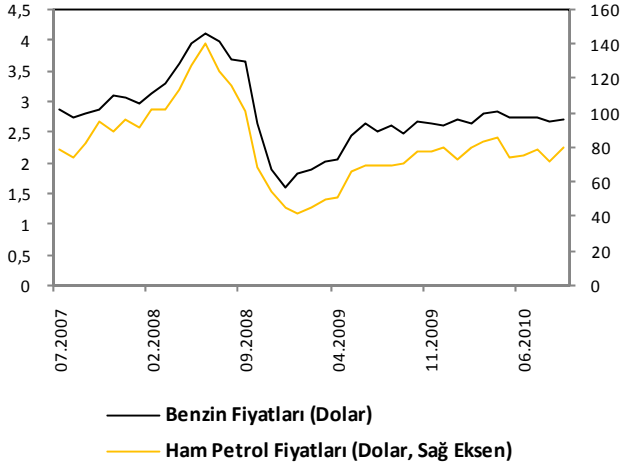
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



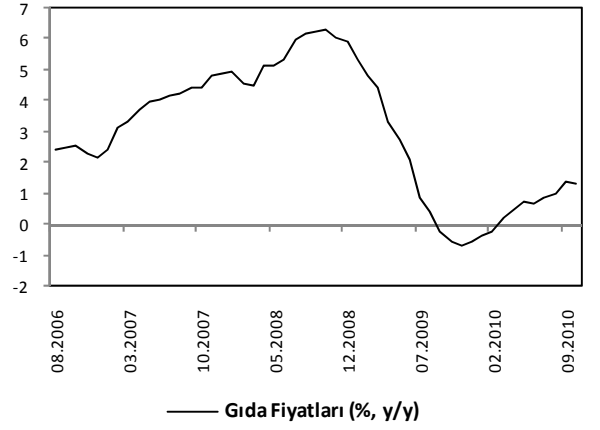
ÜFE



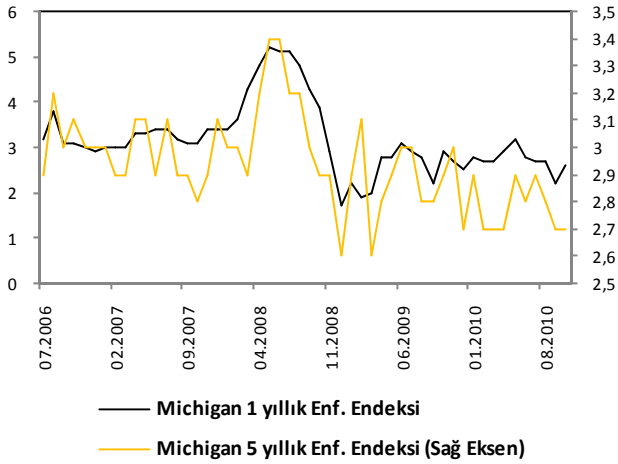
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



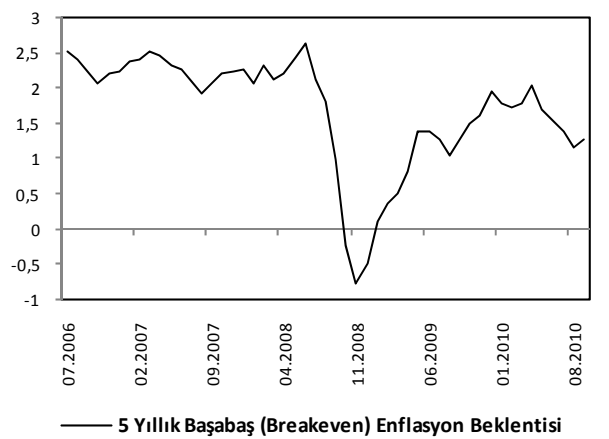
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

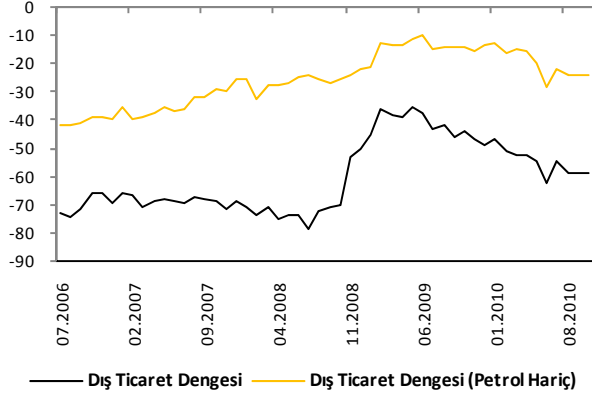


Piyasa Enflasyon Beklentisi

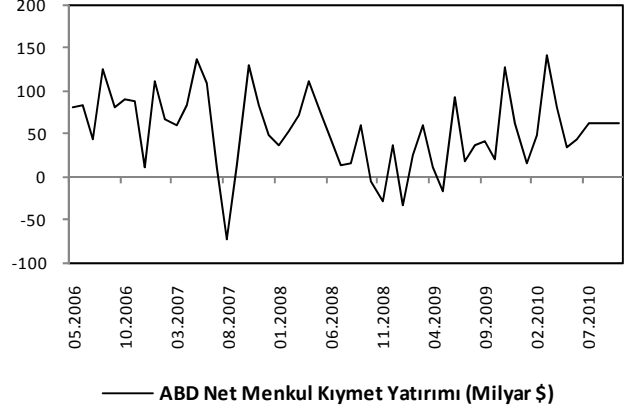


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

ABD Dış Ticaret Dengesi

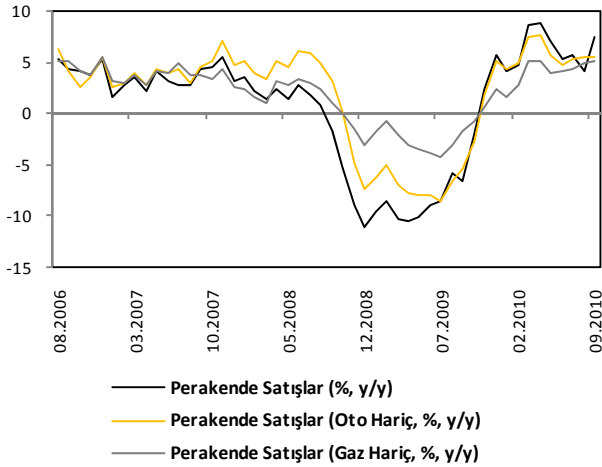


ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı

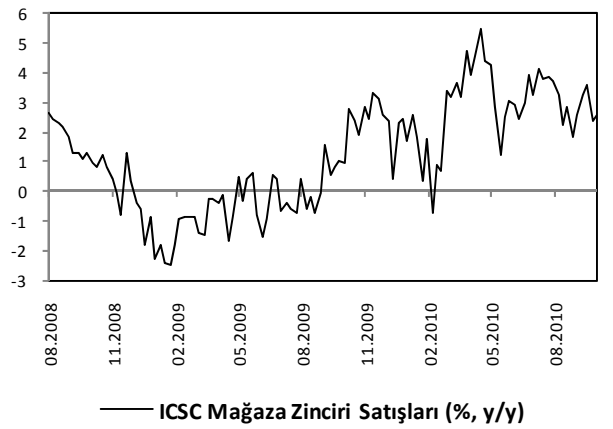


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

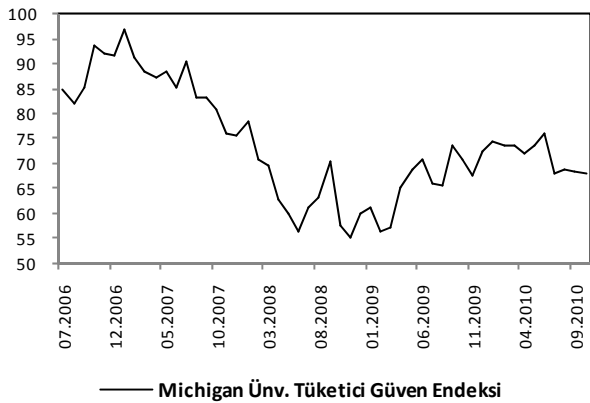
Perakende Satışlar



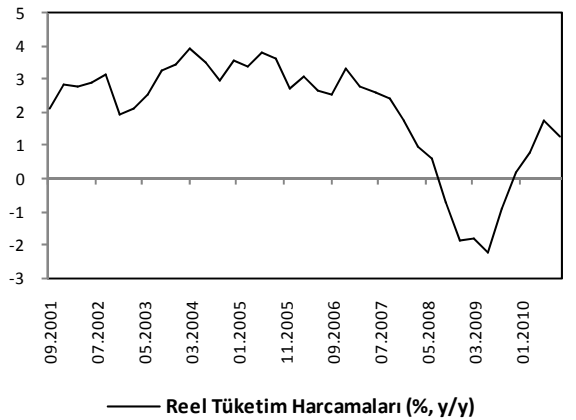
Haftalık Perakende SatıŐ Verileri



Michigan Tüketici Güven Endeksi



Tüketim Harcamaları



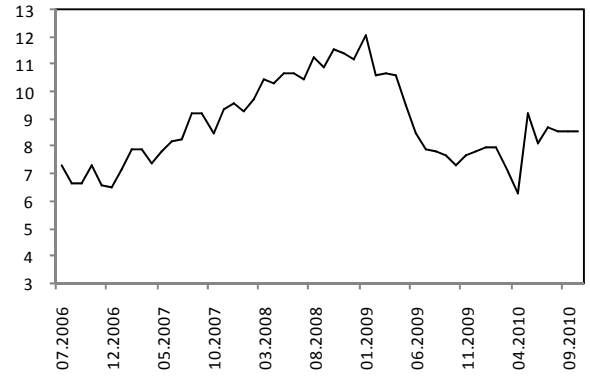
KONUT PİYASASI GÖSTERGELERİ

Konut Satışları



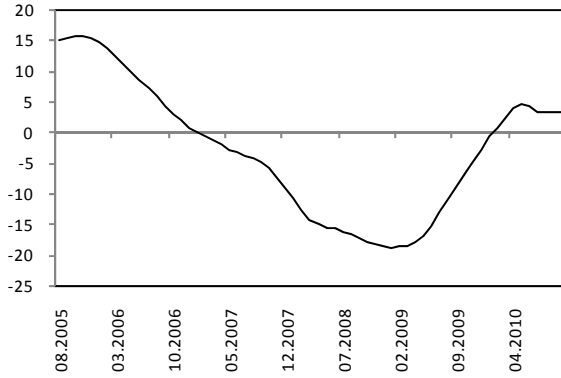
— Bekleyen Konut Satışları Endeksi
— İkinci El Konut Satışları (Milyon, Sağ Eksen)

Yeni Konut Arzı



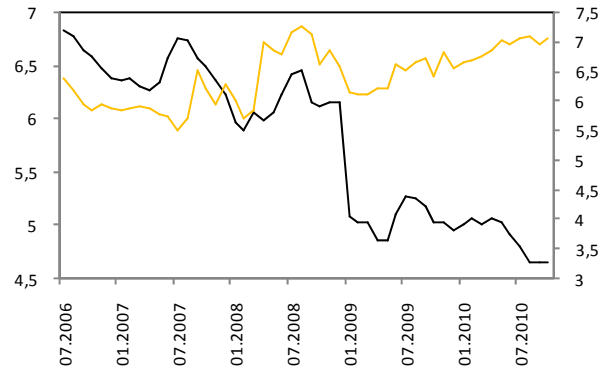
— Yeni Konut Arzı (milyon adet)

Konut Fiyatları



— Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

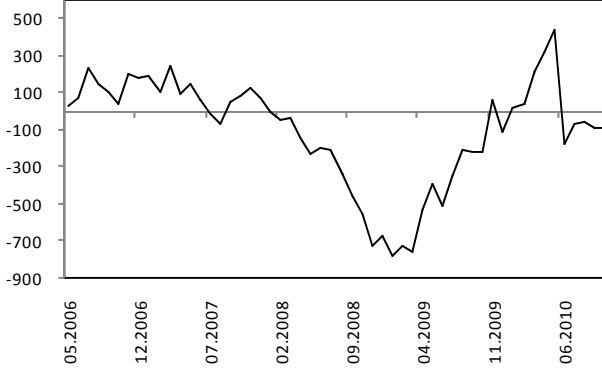
İpotekli Konut Kredisi Faizleri



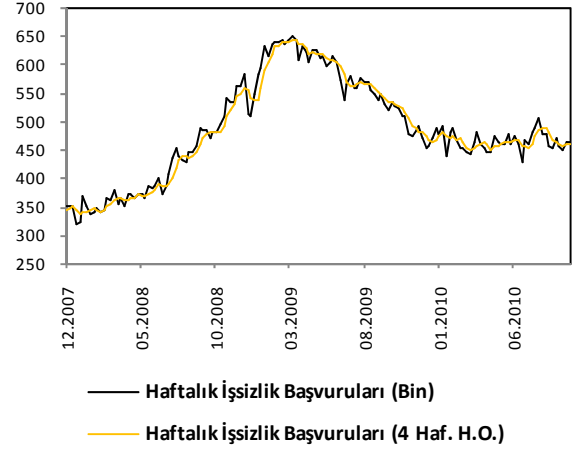
— Mortgage Faiz (Sabit Faizli)
— Mortgage Faiz (Değişken Faizli, Sağ Eksen)

İŞGÜCÜ PİYASASI GÖSTERGELERİ

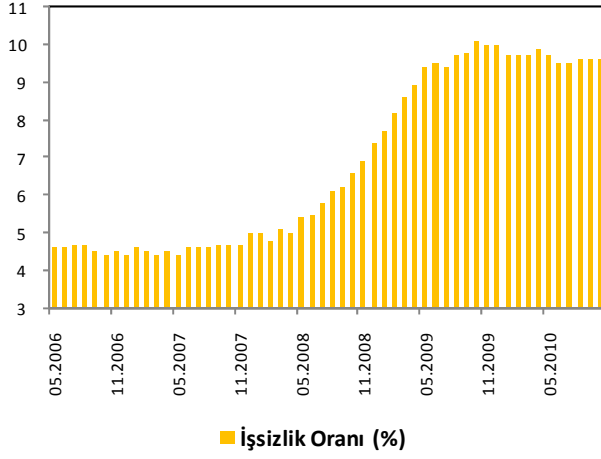
Tarım Dışı İstihdam



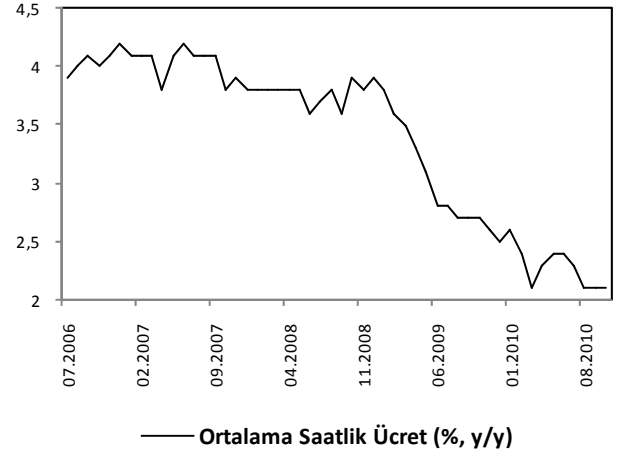
İşsizlik Başvuruları



İşsizlik Oranı

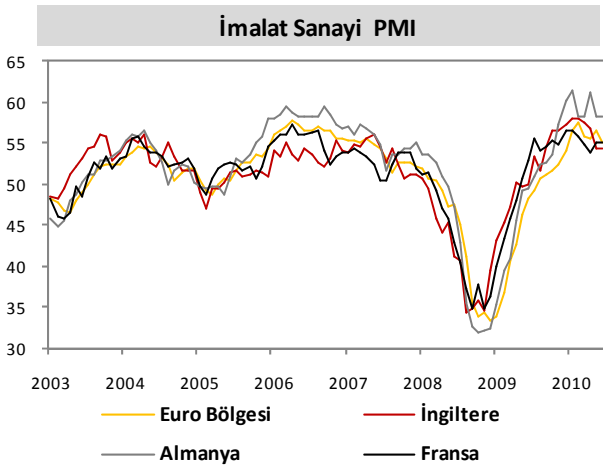
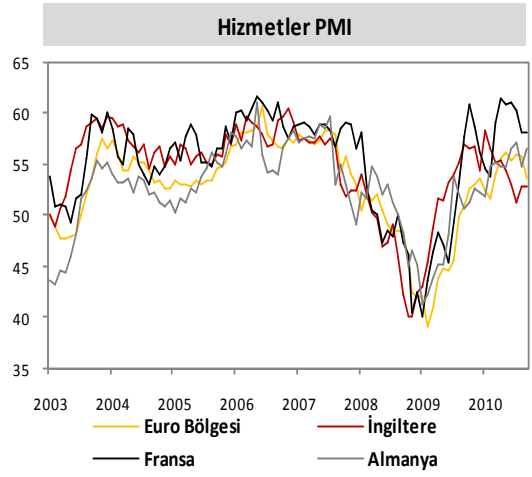
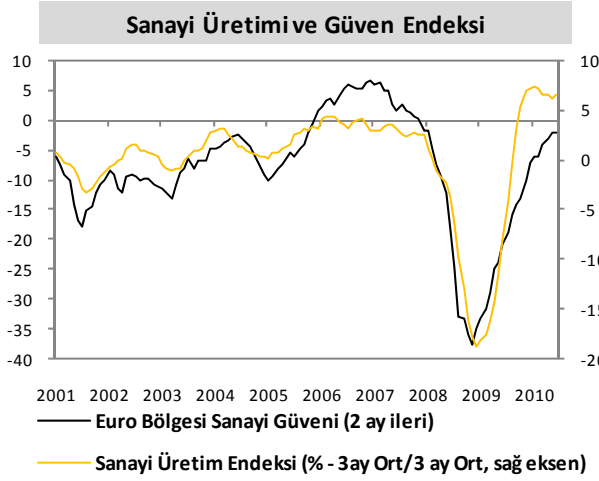
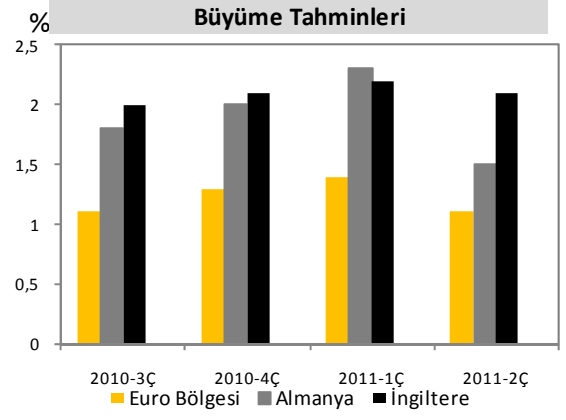
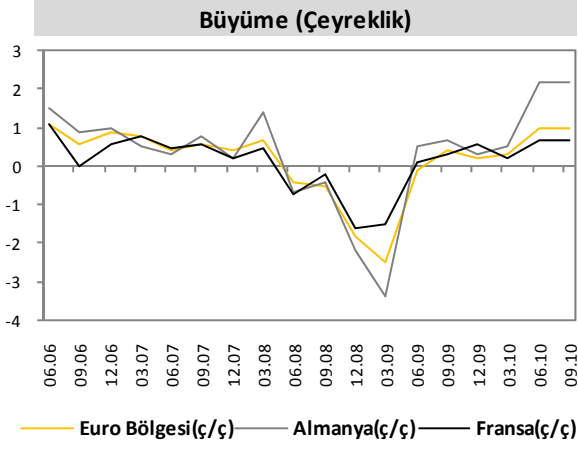


Ortalama Saatlik Ücret

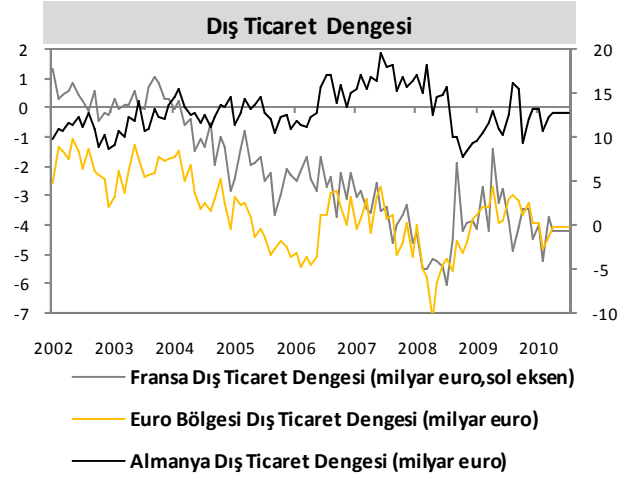
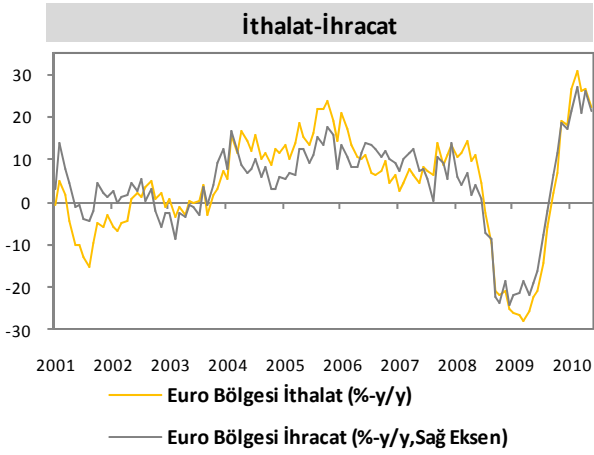


EURO BÖLGESİ

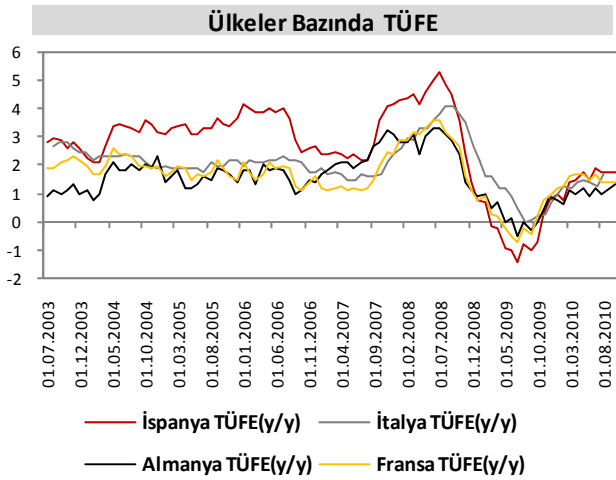
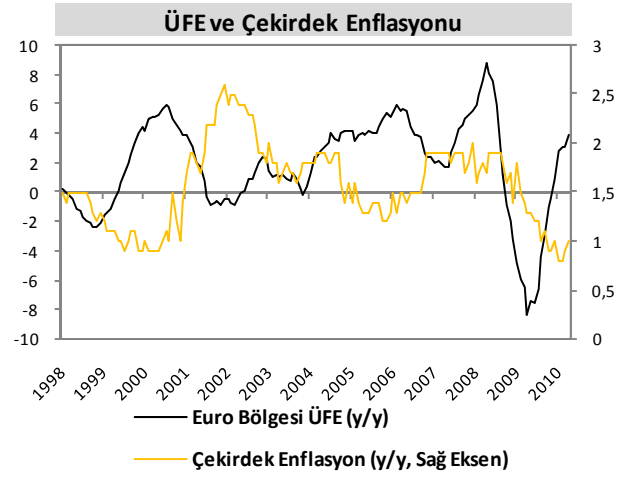
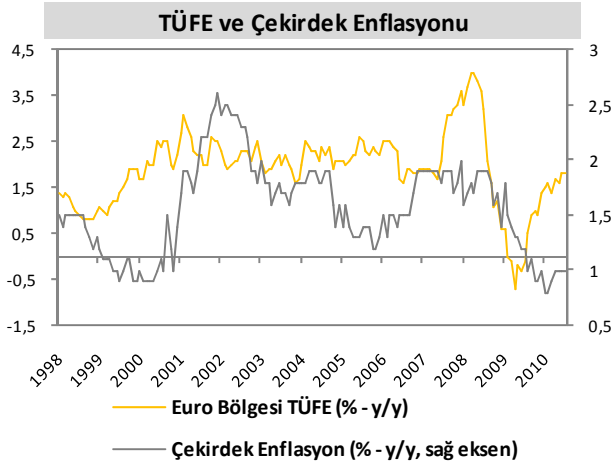
AKTİVİTE GÖSTERGELERİ



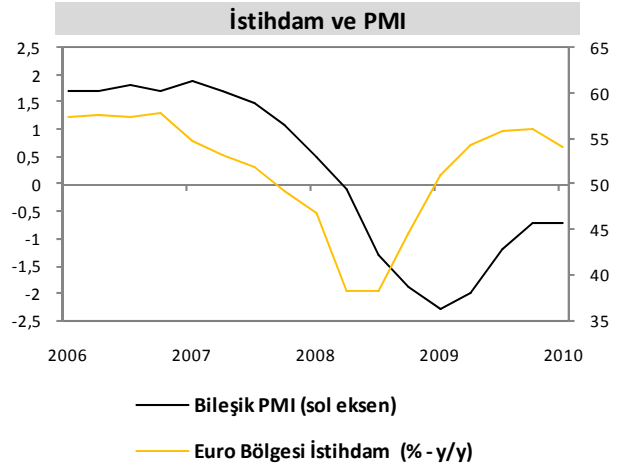
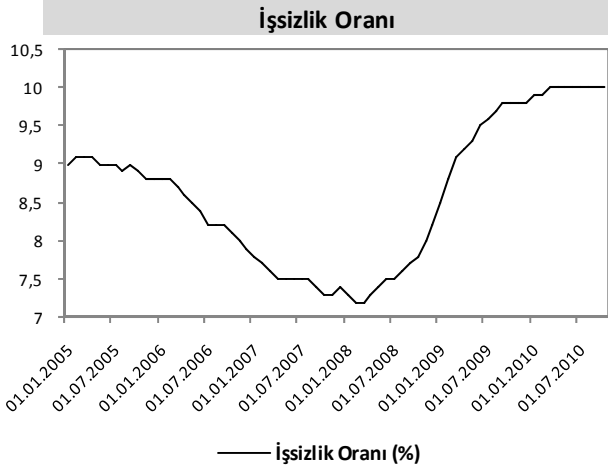
DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ



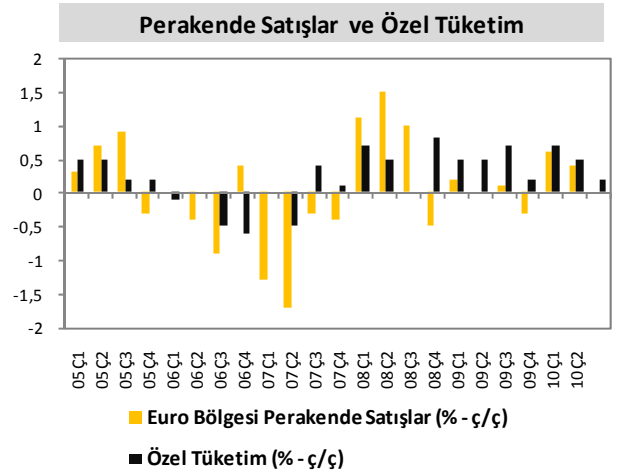
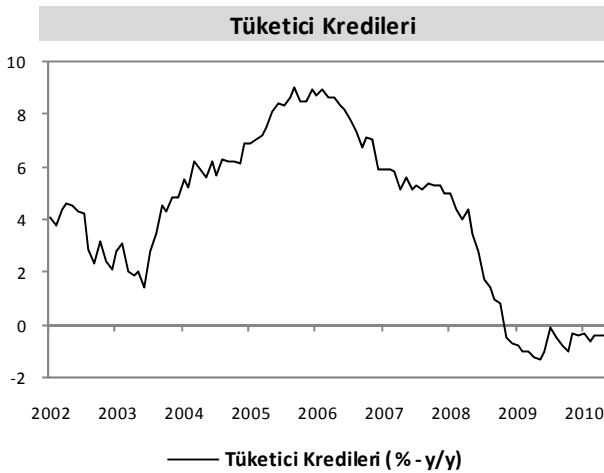
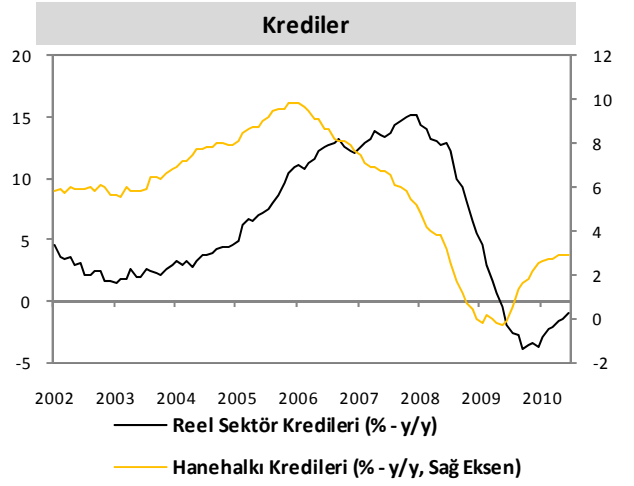
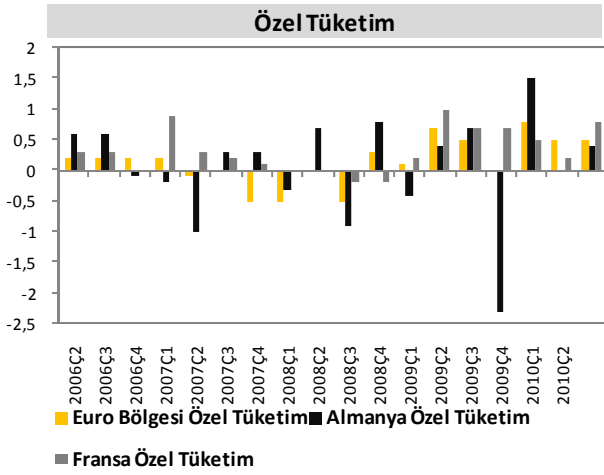
ENFLASYON GÖSTERGELERİ



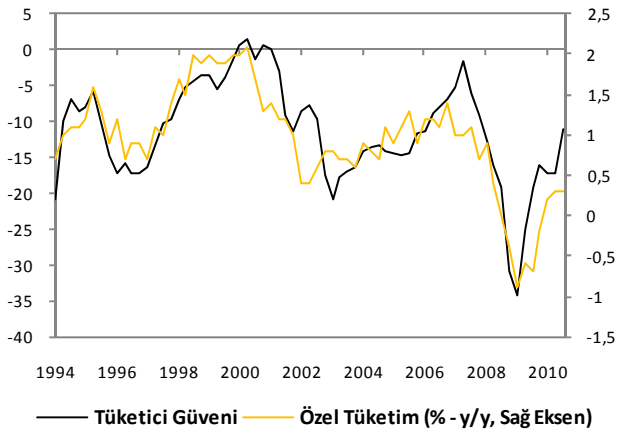
İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ



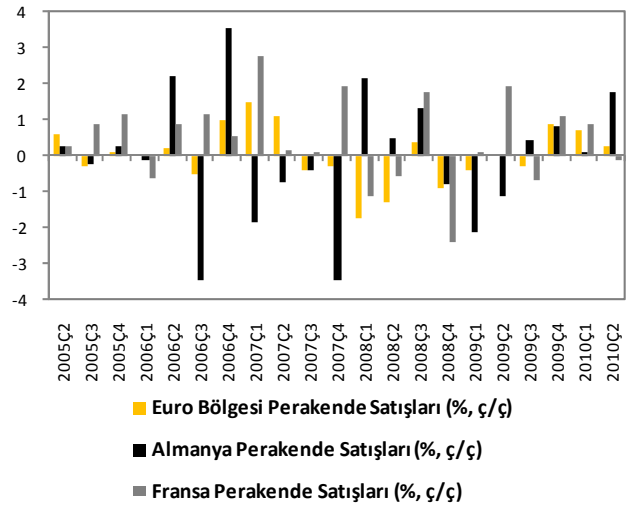
TÜKETİM GÖSTERGELERİ



Tüketici Güven Endeksi ve Özel Tüketim

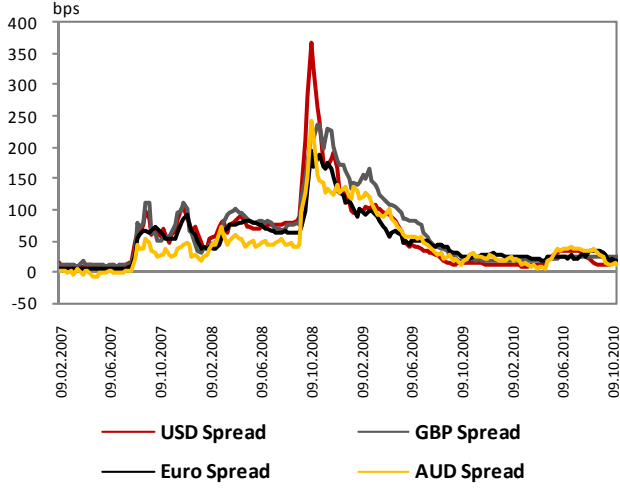


Perakende Satışlar

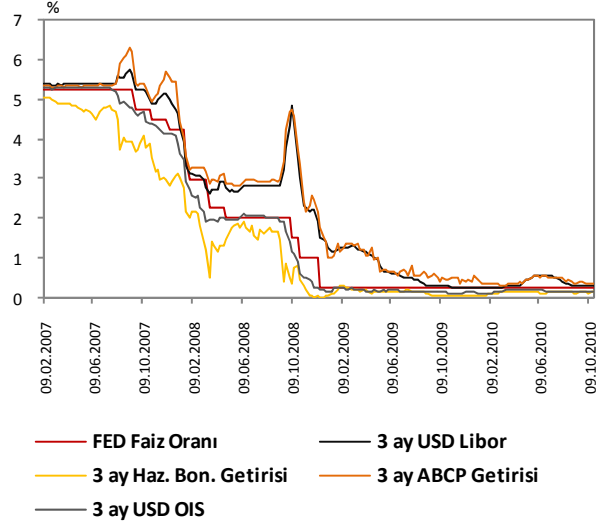


LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

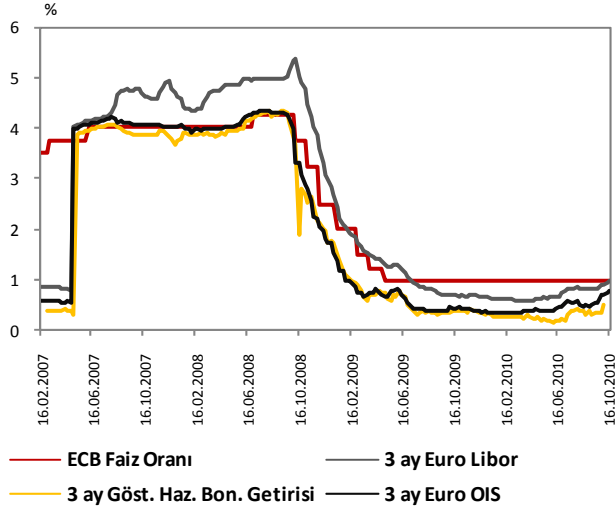
LIBOR ve OIS Spreadleri



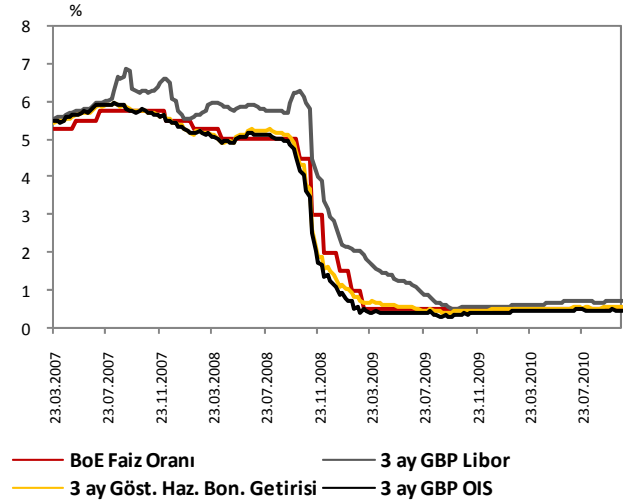
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



Euro Bölgesi Kısa Vadeli Faiz Oranları



İngiltere Kısa Vadeli Faiz Oranları



Serkan Özcan	Baş Ekonomist	serkan.ozcan@vakifbank.com.tr	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	cem.eroglu@vakifbank.com.tr	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Ekonomist	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312-455 84 89
Bilge Özalp Türkarşlan	Ekonomist	bilge.ozalpturkarşlan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Ekonomist	seda.meyveci@vakifbank.com.tr	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr	0312-455 84 87
Selin Düz	Araştırmacı	selin.duz@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Naime Dođan	Araştırmacı	naime.dogan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 86
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr	0312-455 84 82
Elif Artman	Araştırmacı	elif.artman@vakifbank.com.tr	0312-455 84 90
Senem Güder	Araştırmacı	Senem.guder@vakifbank.com.tr	0312-455 84 76
Halide Pelin Kaptan	Araştırmacı	halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr	0312-455 84 83

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.