

FED'in Niceliksel Genişlemede Başarılı Olması Avrupa Borç Krizinin Devam Etmesine Bağlıdır

Amerikan ekonomisinin toparlanma temposunun düşmesi ve aynı zamanda enflasyonist baskıların da azalması Amerikan para ve maliye otoritelerinin, ekonominin deflasyona girmemesi için ek tedbirler alması gerektiği tartışmalarına neden olmuştur. Bu çalışmada, Amerikan Merkez Bankası FED'in Lehman Brothers'ın iflasının ardından varlık alımlarını hızla artırarak uyguladığı niceliksel genişleme politikasına yeniden geçmesinin neden gerekli olduğu, söz konusu politikanın ne ölçüde başarılı olabileceği ve bunun için gereken koşullar değerlendirilecektir.

Uluslararası Ekonomide Geçtiğimiz Haftanın Önemli Gelişmeleri**ABD**

- ABD'de resesyon dönemlerinin resmi sınırlarını belirleme hakkına sahip olan ABD Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu (NBER), Aralık 2007'de başlayan resesyonun Haziran 2009 itibarıyla resmen sona erdiğini bildirdi.
- Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), ABD ekonomisi için 2010 yılı büyüme beklentisini % 1.5'e, 2011 yılı içinse % 2.3'e indirdi.
- ABD Merkez Bankası (Fed), bu ayki toplantısının ardından yaptığı açıklamada ekonomiye daha fazla destek sağlamaya hazır olduğunu belirtirken, düşük enflasyon konusundaki endişelerin de güçlendiğini bildirdi.
- Haftalık işsizlik başvuruları beklentilerin üzerinde 12 bin artarak 465 bin'e yükseldi.
- İkinci el konut satışları Ağustos'ta %7.6 yükselerek 4.13 milyona ulaştı.
- Ağustos'ta öncü göstergeler endeksi beklentilere paralel olarak %0.3 arttı.
- Yeni konut satışları Ağustos'ta yıllık bazda beklentiler 290,000 adet iken 288,000 adet ile beklentilerin altında gerçekleşti.
- Dayanıklı mal siparişleri Ağustos'ta %1 azalacağı beklentilerine karşılık %1.3 azaldı.

AVRUPA

- Euro Bölgesi'nde Eylül'de Öncü Tüketici Güven Endeksi beklentilerin üzerinde gelerek 11.2 değerini aldı. Beklentiler endeksin -10.0 değerini alması yönündeydi.
- Euro Bölgesi imalat sanayi satın alma yöneticileri (PMI) endeksi Eylül'de, 55.1 olarak açıklanan Ağustos ayı nihai verisinin altında 53.6 olarak açıklandı.
- Alman iş dünyası güvenini yansıtan IFO endeksi Eylül'de 106.2 olan beklentilerin üzerine çıkarak 106.8 olarak açıklandı.
- Fransa'da 2. çeyrekte GSYİH beklentilere yakın %0.7 arttı.
- İngiltere'de kamu sektörü borçlanma gereksinimi beklenti 13 milyar sterlin iken, Ağustos'ta 15.3 milyar sterlin düzeyinde gerçekleşti.

DiĞER ÜLKELER

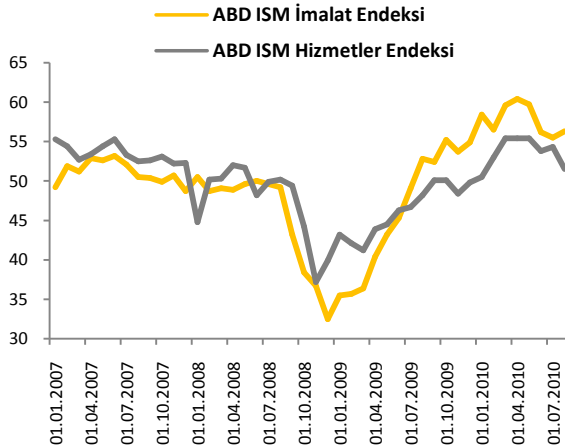
- Dünya Ticaret Örgütü, 2010 yılı için dünya ticaretinde büyüme tahminini %10'dan %13.5'e yükseltti.
- Japonya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi üyesi Ryuzo Miyao, ABD ekonomisinin uzun bir süre düşük büyüme yaşaması yönünde büyük risk gördüğünü ve böyle bir riskin BOJ'un Japon ekonomisine yönelik ana senaryosunu değiştirmesine neden olabileceğini vurguladı. Ryuzo Miyao ayrıca, ülke ekonomisine yönelik aşağı yönlü risklerin gerçekleşmesi halinde Banka'nın para politikasını daha da gevşeteceğini söyledi.

FED'in Niceliksel Genişlemede Başarılı Olması Avrupa Borç Krizinin Devam Etmesine Bağlıdır

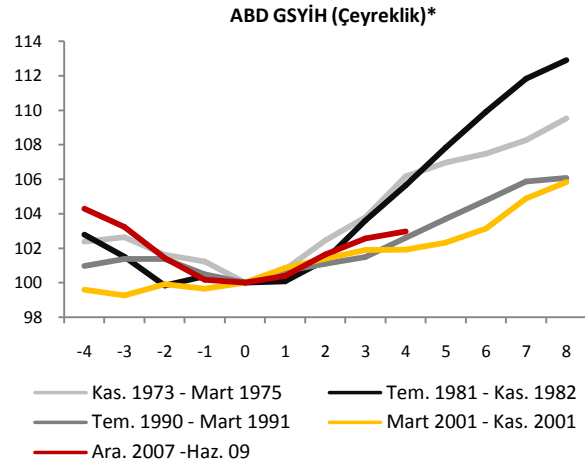
Amerikan ekonomisinin toparlanma temposunun düşmesi ve aynı zamanda enflasyonist baskıların da azalması Amerikan para ve maliye otoritelerinin, ekonominin deflasyona girmemesi için ek tedbirler alması gerektiği tartışmalarına neden olmuştur. Bu çalışmada, Amerikan Merkez Bankası FED'in Lehman Brothers'in iflasının ardından varlık alımlarını hızla artırarak uyguladığı niceliksel genişleme politikasına yeniden geçmesinin neden gerekli olduğu, söz konusu politikanın ne ölçüde başarılı olabileceği ve bunun için gereken koşullar değerlendirilecektir.

ABD'de İkinci Kez Niceliksel Genişlemeye Gidilmesine Neden Gerek Duyulmaktadır?

Amerikan ekonomisinde 2009'un son çeyreğinden itibaren toparlanmaya başlayan büyüme ve büyümenin öncü göstergeleri son derece olumlu bir tablo çizmekte idi. Ancak, yılın ikinci yarısından itibaren açıklanan verilerin sürpriz şekilde aşağı yönde işaretler vermeye başlamasıyla birlikte pek çok kuruluş ABD ekonomisine ilişkin beklentilerini aşağı yönde revize etmiştir. ABD'nin 2007-2009 resesyonundan çıkışının daha önceki kriz dönemlerinde olduğu gibi sert bir toparlanma ile gerçekleşeceğine dair bazı sinyaller yanlış anlaşılmıştır. ABD'nin mali dengelerinin de çok bozuk olduğu dikkate alındığında bu beklentiler bizce abartılı idi. ABD ekonomisinde V şeklinde bir toparlanma yaşanmayacağını uzun süredir vurguluyorduk. Aynı zamanda resesyonun "çift dibe" (double dip) dönüşmeyeceğini öngörüyoruz ve ABD'nin potansiyel çıktı düzeyinin altında uzun dönemli bir büyüme sorunu yaşayacağını düşünüyorduk. Son dönemde piyasa algılamalarının da bu yöne yakınsadığını gördük.

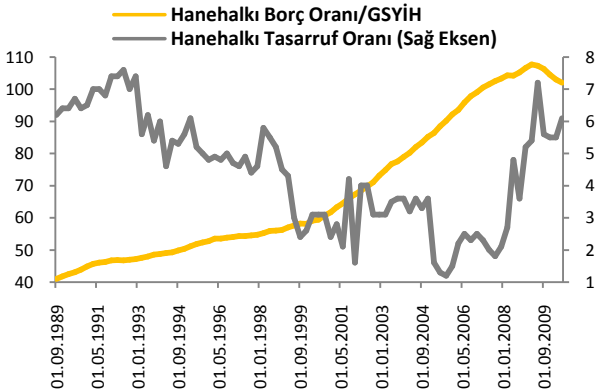


Kaynak: Bloomberg



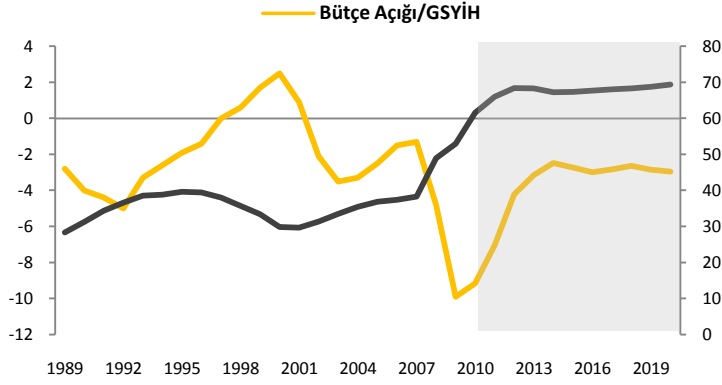
Kriz bitiş tarihleri "0" alınmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar

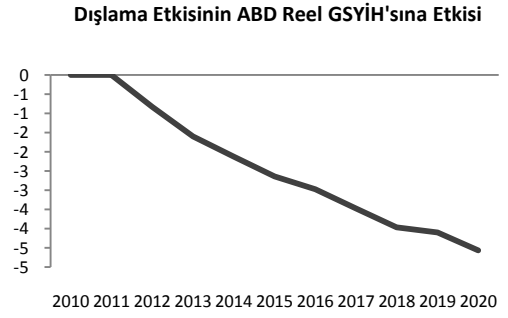


Kaynak: Bloomberg

Bilindiği gibi ABD'de tüketim harcamaları önemli bir büyüme dinamiği oluşturmaktadır. Ancak işsizlik oranının ve hanehalkı borçluluğunun halen yüksek seviyelerini koruması tüketim harcamalarının toparlanmaya sağladığı katkısı sınırlayıcı faktörlerdir. Bunun yanında stok birikiminin yavaşlaması da ayrı bir kaygı unsurudur. Bu durumda ekonomi politikalarını yönlendiren Merkez Bankası ve Hazine'nin büyümeyi desteklemek amacıyla telafi edici politika uygulamalarına yönelmeleri normaldir. Bu çerçevede piyasalarda uzun zamandır dile getirilen niceliksel genişlemenin de başlaması gündemdedir.



Kaynak: Bloomberg, Congressional Budget Office



Kaynak: Congressional Budget Office

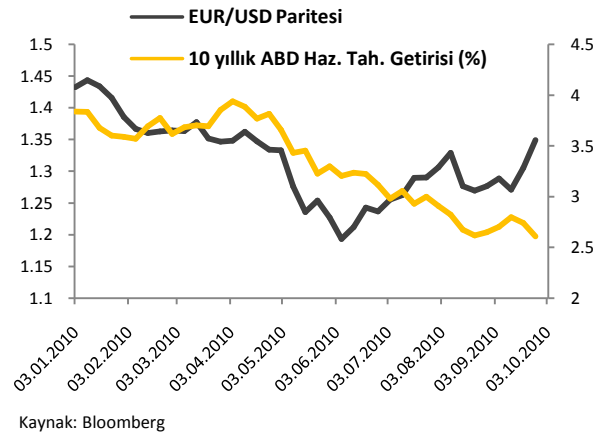
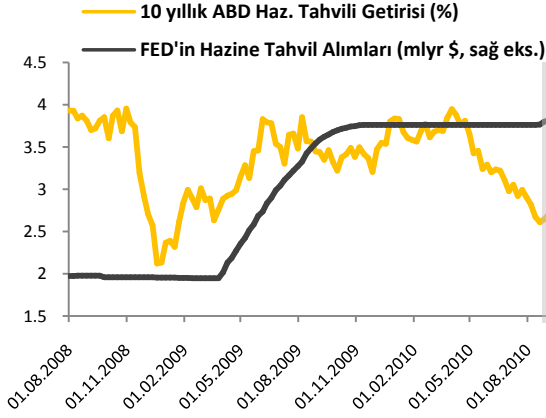
Öte yandan ABD'nin mali dengelerinin bir hayli bozuk olduğu bilinmektedir. ABD'de bütçe harcamaları artarken yavaş büyüme performansı ve ekonomiyi desteklemek için halen gündemde olan vergi indirimleri sonucu bütçe gelirlerinin azalması söz konusudur. Bütçe yapısının bozuk olmasına ek olarak borç stokunun Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya (GSYİH) oranının uzun dönemde artmaya devam etmesi de beklenmektedir. Ayrıca, ABD Kongre Bütçe Ofisi (CBO) tahminlerine göre ABD'de yüksek borç stokunun ekonomiye yapacağı dışlama etkisi reel GSYİH'yı 2020 yılına kadar giderek artan bir şekilde olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşları da ABD'nin kamu maliyesi göstergelerinin hiç de parlak olmadığını her fırsatta dile getirmektedir. Dolayısıyla maliye politikası ile alınabilecek önlemler son derece kısıtlı hale gelmiştir. Bu durumda parasal otorite olan FED'in niceliksel genişlemeyi artırması kaçınılmaz olarak önümüzde durmaktadır.

Aslında ABD'de halen Merkez Bankası para politikası bir hayli genişleyici ve faiz oranları sıfıra yakın olduğu için niceliksel genişlemenin etkileri bizce politikanın marjinal katkısının düşük olmasını da beraberinde getirmektedir. Bazı tahminlere göre ABD'de 1 trilyon dolar tutarında niceliksel genişleme yapıldığında, politikanın marjinal etkisinin azalması sebebiyle (diminishing marginal policy) 10 yıllık faizler sadece 25 baz puan gerilemektedir. Bunun büyümeye katkısı da sadece yarım puan civarındadır.

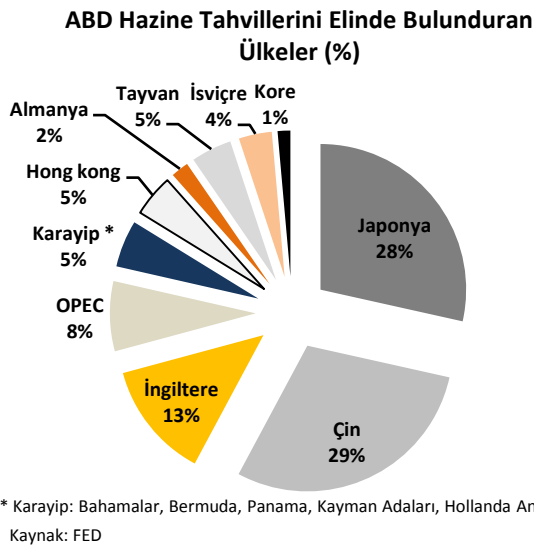
Dolayısıyla genişleyici para politikasına bir de niceliksel genişleme eklenmesi çok da rahatlık sağlamamaktadır. ABD'de ikinci kez niceliksel genişlemeye gidilse bile toparlanmanın beklendiği kadar hızlı olmayacağını ve U şeklindeki ne siyah ne de beyaz olan gri senaryonun uzun yıllar devam edeceğini düşünüyoruz.

Niceliksel Genişleme Politikası ile Doların Değeri Arasındaki İlişkinin Çok Önemli Olduğunu Düşünüyoruz

Amerikan Merkez Bankası FED, 21 Eylül'de yaptığı toplantıya dair açıklamalarında Hazine tahvili alımlarına başlayacağı konusunda açık bir ifade kullanmasa da bu ihtimale kapıyı iyice araladığının işaretini vermiştir. FED'in toplantıyla ilgili açıklamalarında dikkat çeken ikinci temel nokta ise, ekonomik toparlanma ve fiyat istikrarı konusundaki vurgusunun yerini, ekonomik toparlanma ile birlikte enflasyondaki düşüğe dair kaygısının almasıdır. ABD'de çekirdek tüketici enflasyon son beş aydır yıllık bazda %0.9 oranında artmaktadır. Enflasyonun FED'in referans olarak aldığı %2 seviyesinden uzak olması, tüketim harcamalarının istenildiği kadar canlı olmaması açısından enflasyon konusunda aşağı yönlü riskleri gündeme getirmektedir. FED açıklamaları, niceliksel genişlemenin bir sonraki toplantı ile birlikte başlayacağı beklentisini artırmaktadır.



Son haftalarda piyasalarda giderek daha fazla vurgulanan ve FED'in söylemleriyle de uygulanma ihtimali artmış olan niceliksel genişleme ile ilgili önemli bir noktanın çok irdelenmediğini görmekteyiz. Niceliksel genişleme beklentilerinin dile getirilmesi bile yılın ilk yarısı boyunca sürekli bir düşüş trendinde olan ve Haziran ayında 1.1875 seviyelerine kadar gerilemiş olan pariteyi hızla 1.34'lere yükseltmiştir.



ABD Merkez Bankası'nın niceliksel genişlemeye gitmekteki amacı enflasyonist baskı yaratmak ve faiz oranlarını aşağı çekerek ekonomiyi canlandırmaktır. Bizim bu konuyla ilgili şöyle bir çekincemiz bulunmaktadır. 2010 yılında ABD Hazinesi tarafından ihraç edilen tahvillerin yaklaşık %47'si, şirket tahvillerinin ise yaklaşık %20'si yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır. Yabancı yatırımcılar ayrıca, ABD hisse senedi piyasasında da %12'nin üzerinde paya sahiptir. Yabancıların özellikle ABD Hazine tahvillerini ellerinde bulundurma oranları son 10 yıl içinde önemli ölçüde artmıştır. Bu durum dikkate alındığında ABD'de niceliksel genişlemenin çok sert bir şekilde yapılması önündeki en büyük engelin doların değeri olduğu görülmektedir.

Bu aşamada şu unsurun göz ardı edilmemesi gerekmektedir: 10 yıllık vadede %2-2.5 oranında nominal getiriye razı olacak yabancı yatırımcının, yatırım yaptığı paranın değer kaybetmesine çok fazla tahammülü olmayacaktır. Bizim kanaatimiz, dolardaki niceliksel genişleme kaynaklı değer kaybının bir miktar azalabilmesi ve bu sayede ABD'nin niceliksel genişleme uygulamasında başarılı olabilmesi için Avrupa borç krizinin devam ediyor olması gerektiği yönündedir. Halen 1.34 seviyelerinden yukarı hareketini sürdüren euro/dolar paritesinin 1.40'lara doğru yükselmeye devam etmesi, Avrupa kaynaklı risklerin azaldığı bir ortamda Amerikan Hazine tahvillerine gelen alımların durmasına ve faiz oranlarındaki aşağı yönlü trendin kırılmasına yol açabilecektir. Bu durum, FED'in 1 trilyon dolar tutarında tahvil alımı yapsa bile, niceliksel genişleme yoluyla piyasa faizlerini düşük tutma başarısını sınırlayacaktır.

Ayrıca, dünyanın diğer bölgelerinde para birimlerinin dolar karşısında daha değersiz hale gelmesi de doların değerini korumaya yardımcı olacaktır. Son aylarda Japon yatırımcıların sahip oldukları fonları daha çok Japon tahvillerine yatırmayı tercih ettikleri görülmektedir. Japon yeni'nin dolar ve diğer para birimleri karşısında hızla değer kazandığı bu ortamda Japonya'nın para birimindeki aşırı değerlenmeyi önlemek için döviz piyasasına yaptığı müdahale bu açıdan çok önemlidir.

Dolayısıyla, beklediğimiz şekilde doların değeri azalmaya devam ettiği takdirde yabancı yatırımcıların tahvil alımlarına devam etmeleri beklenemez. Öte yandan, bazı yatırım kuruluşları ABD’de niceliksel genişlemeye tahvillerin fazla tepki vereceğini hatta, 10 yıllık Hazine tahvil getirilerininin %2’nin altına dahi inebileceğini düşünmektedir. Bizim görüşümüz bu ihtimalin o kadar da güçlü olmadığı ve 10 yıllık tahvil getirisinde 25 baz puanlık bir düşüşün bile zor olabileceği yönündedir.

Niceliksel Genişleme Politikası (Quantitative Easing) Nedir?

Niceliksel genişleme, Merkez Bankası’nın faiz indirimleri ile istenen likidite genişlemesini sağlayamaması üzerine para arzını sınırsız bir şekilde artırmasıdır. Klasik bir para politikası aracı olan faiz indirimi yönteminde, faizler sıfıra yaklaştığı için artık faiz indirimi daha fazla mümkün olmadığından, sıra dışı bir para politikası aracı olarak niceliksel genişleme politikası kullanılmaktadır.

Nasıl Uygulanır?

Niceliksel genişlemenin uygulanma şekli en basit haliyle merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile varlık satın alarak piyasaya likidite enjekte etmesidir. Genellikle bankaların ellerindeki menkul kıymetlerin (özellikle Hazine tahvillerinin) satın alınması tercih edilir. Böylelikle bankaların kullanımındaki nakit para artacaktır. Bu şekilde bankaların kredi arzını artırması ve böylece toplam talebin canlanması sağlanarak ekonominin iyileşmeye başlaması beklenir. Varlık alımları sonucu merkez bankası bilançosu da büyüyecektir.

Tarihi

Niceliksel genişleme politikası ilk olarak, 2000’li yılların başlarında Japonya’da devam eden deflasyonu engellemek amacıyla uygulanmıştır. Japonya Merkez Bankası (BOJ), bu dönemde kısa vadeli faiz oranlarını %0 düzeyinde tutmakta idi. Daha fazla faiz indirimine gitme imkanı kalmayan BOJ, yeni bir uygulama ile piyasadan devlet tahvili satın alarak, bankalara özel borçlanma için likidite sağlamış oldu. Niceliksel genişleme politikası Japonya’da uygulandığı dönemde “teşvik edici para politikası” (stimulatory monetary policy) olarak adlandırılmıştır.

Bu politika Japonya’nın ardından, son yaşanan küresel krizde Lehman Brothers’ın iflasının ardından ABD ve İngiltere’de de hızlı ve etkili bir şekilde uygulamaya konmuştur.

Riskleri

Niceliksel genişleme politikası sonucu piyasadaki likidite artırılabacağı için, enflasyondaki yükselişin kontrolden çıkması ihtimali vardır. Yöntemin kullanımında aşırıya kaçılması halinde hiper enflasyon oluşması riski dahi vardır.

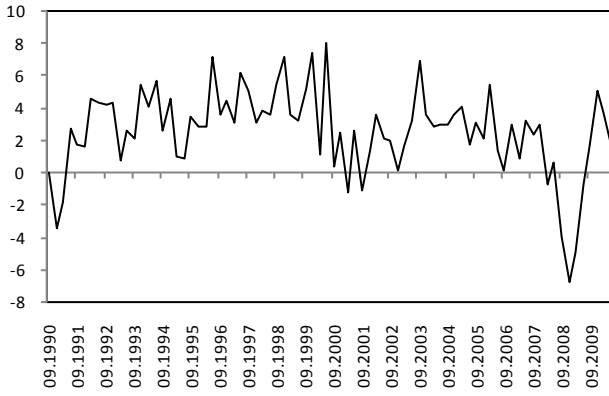
Açıklanacak Veriler (27 Eylül-4 Ekim 2010)

		Ekonomi Gündemi	Önceki	Beklenti	
27.09.2010	ABD	İnşaat İzinleri (Ağustos)	0.569 mlyn	--	
		Chicago FED Endeksi (Ağustos)	0.0	--	
	Euro Bölgesi	M3 Para Arzı (Ağustos)	%0.2	%0.3	
	Japonya	Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)	804.2 mlyr	238.4 mlyr	
28.09.2010	ABD	Richmond FED İmalat Endeksi	11.0	--	
		Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	53.5	52.5	
		Case Shiller Konut Fiyat Endeksi (Temmuz)	%4.2	%3.2	
	Almanya	TÜFE (Eylül, aylık)	%0.1	%-0.2	
	İngiltere	Büyüme Oranı (İkinci Çeyrek, yıllık)	%1.7	%1.7	
	İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	104.1	104.0	
29.09.2010	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	--	--	
		Euro Bölgesi	İş Dünyası Güveni (Eylül)	0.61	0.58
		İngiltere	Para Arzı (Ağustos)	%-0.2	--
	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Eylül)	-39.0	-39.0	
	İtalya	İş Dünyası Güveni (Eylül)	100.5	100.0	
		ÜFE (Ağustos, yıllık)	%3.9	%3.8	
30.09.2010	ABD	Haftalık İşsizlik Başvuruları	465 bin	459 bin	
		Chicago PMI Endeksi (Eylül)	56.7	55.8	
		Çekirdek enflasyon (2.çeyrek)	%1.1	%1.1	
	Euro Bölgesi	TÜFE (Eylül)	%1.6	%1.8	
	Almanya	İşsizlik Oranı (Eylül)	%7.6	%7.6	
	İtalya	TÜFE (Eylül, yıllık)	%1.8	%1.8	
	Japonya	Sanayi Üretimi (Ağustos)	%0.3	%1.1	
		Perakende Satışlar (Ağustos)	%3.9	%4.4	
		PMI İmalat (Eylül)	50.1	--	
01.10.2010	ABD	ISM İmalat	56.3	54.5	
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Ağustos)	%0.1	%0.1	
		Euro Bölgesi	İşsizlik (Ağustos)	%10.0	%10.0
		PMI İmalat	55.1	53.6	
	Almanya	PMI İmalat	55.3	55.3	
	İtalya	İşsizlik (Ağustos)	%8.4	%8.4	

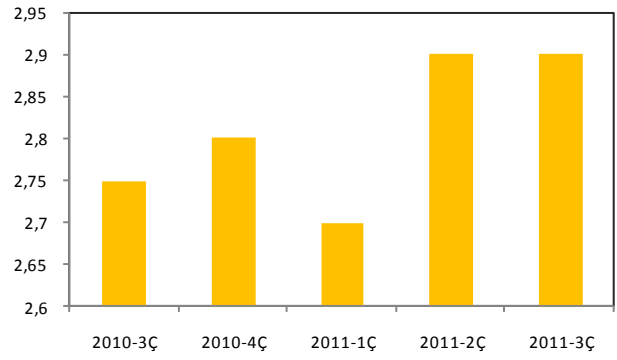
ABD EKONOMİK GÖSTERGELERİ

EKONOMİK AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

ABD Büyüme

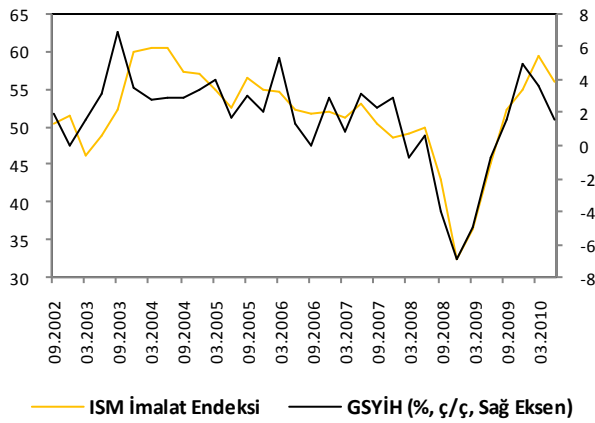


ABD Büyüme Beklentisi

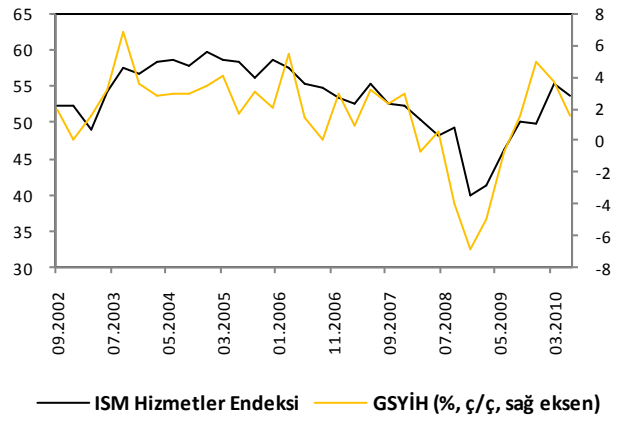


ABD Büyüme Beklentisi (% , ç/ç)

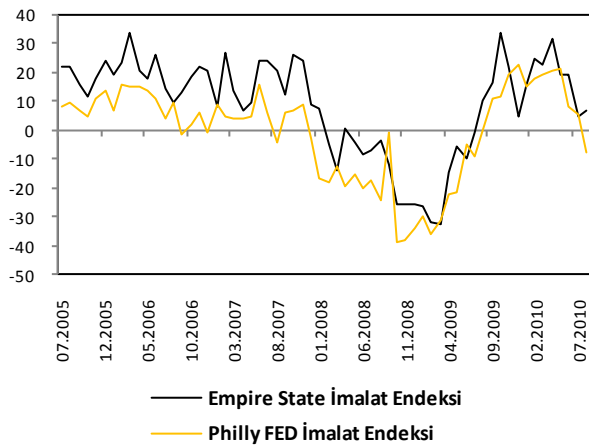
ISM İmalat ve Büyüme



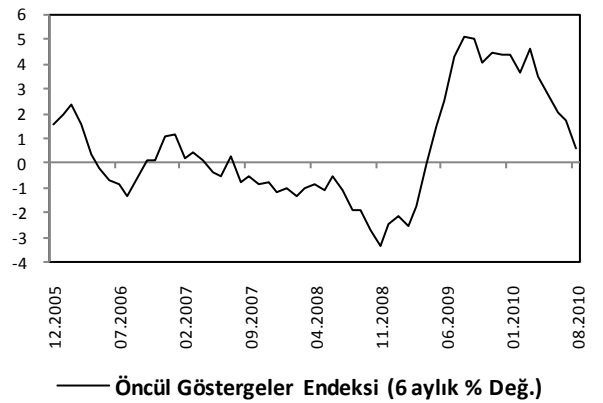
ISM Hizmetler ve Büyüme



Bölgesel Aktivite Endeksleri

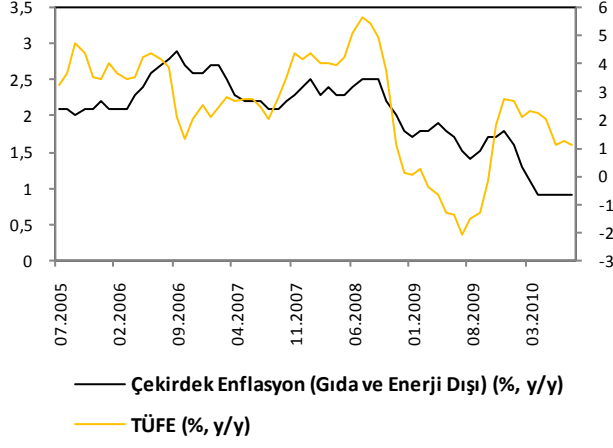


Öncül Göstergeler Endeksi

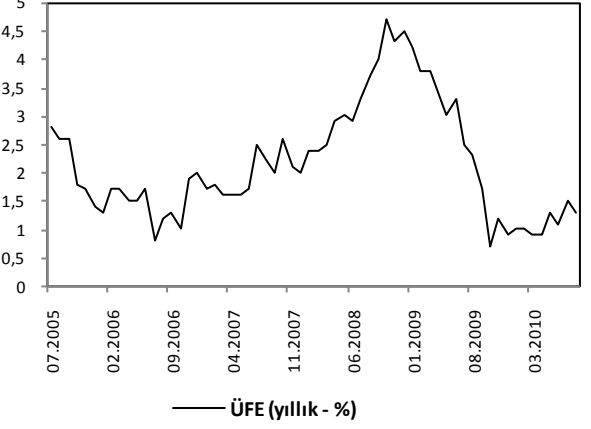


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

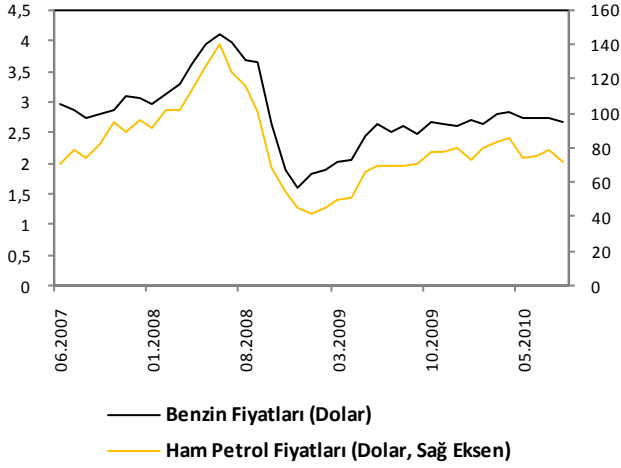
TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



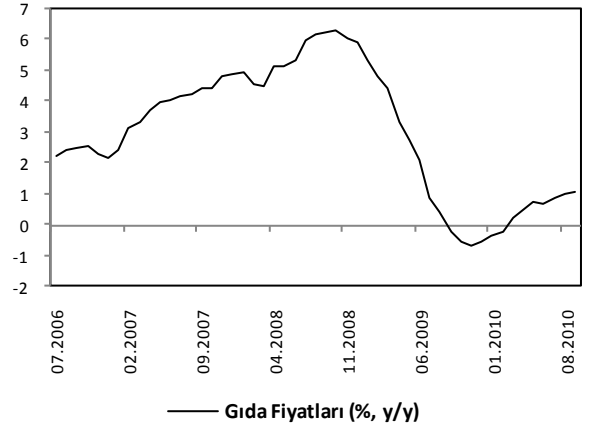
ÜFE



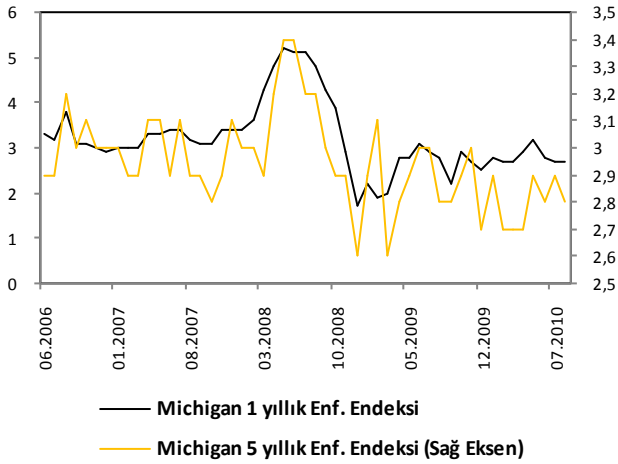
Petrol ve Petrol Ürünleri Enflasyonu



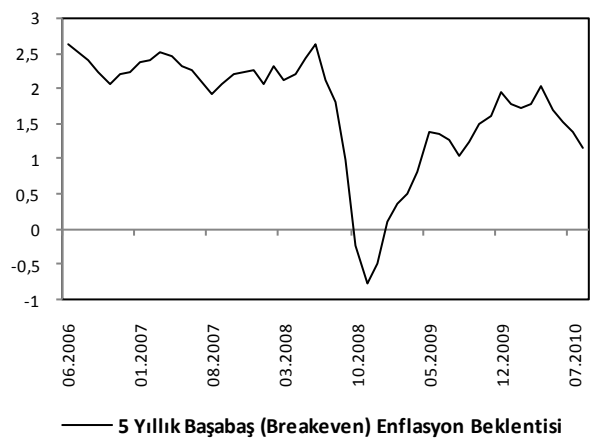
Gıda Enflasyonu



Michigan Enflasyon Beklentisi

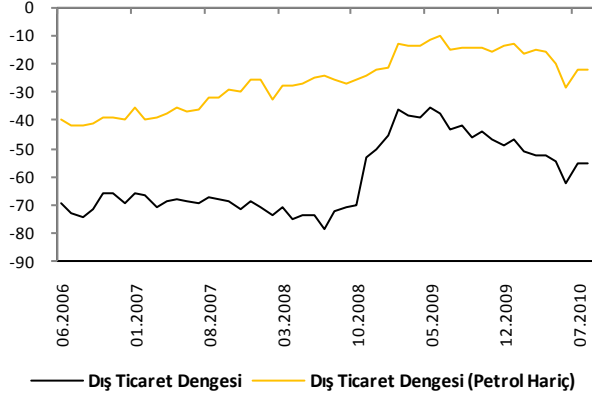


Piyasa Enflasyon Beklentisi

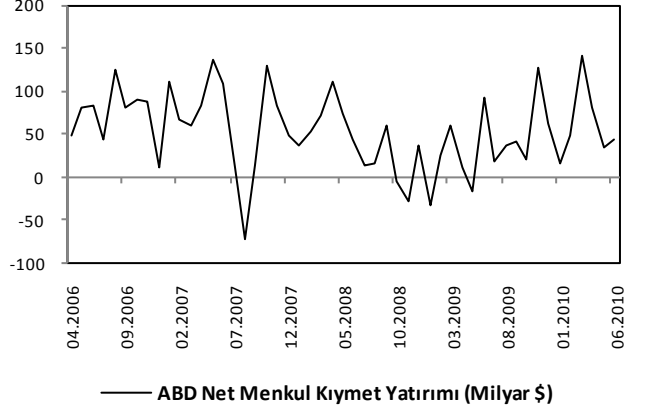


DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

ABD Dış Tıcaret Dengesi

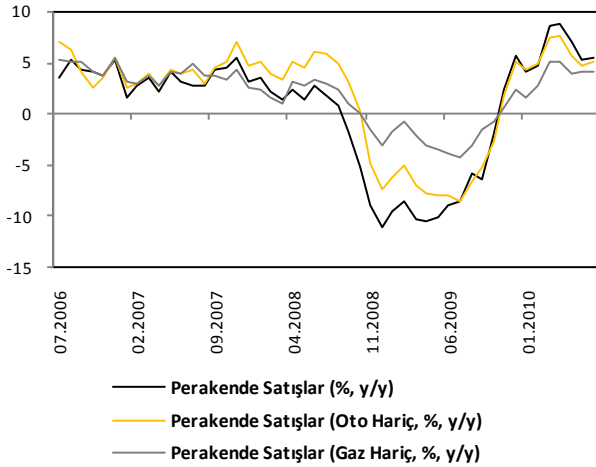


ABD Menkul Kıymetlerine Net Yabancı Yatırımı

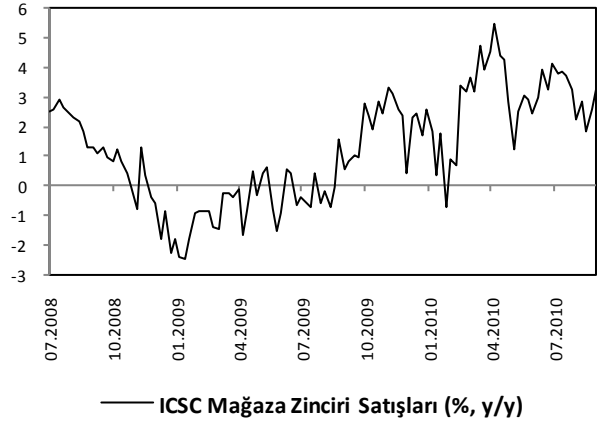


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

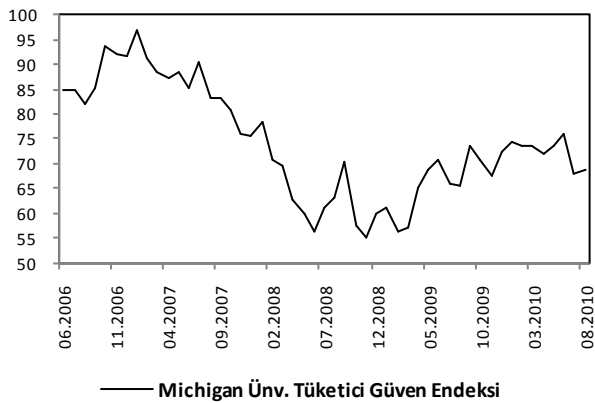
Perakende Satışlar



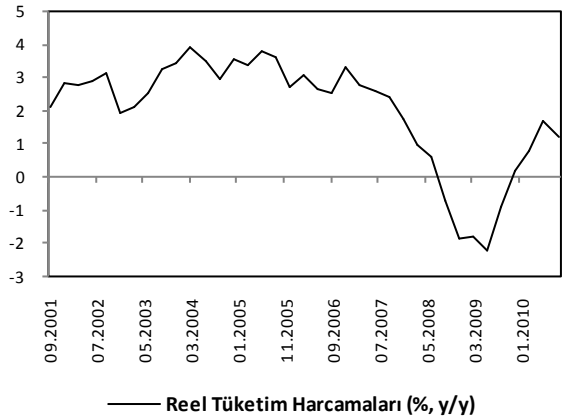
Haftalık Perakende SatıŐ Verileri



Michigan Tüketici Güven Endeksi

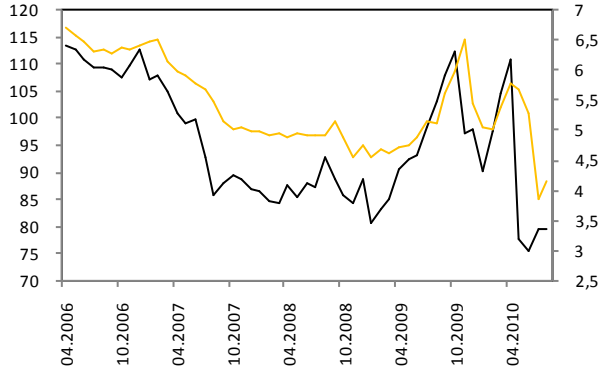


Tüketim Harcamaları



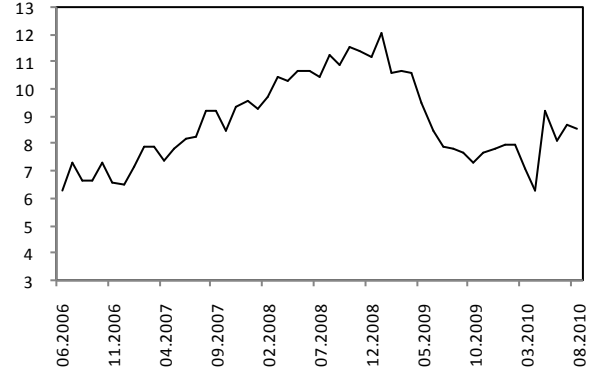
KONUT PİYASASI GÖSTERGELERİ

Konut Satışları



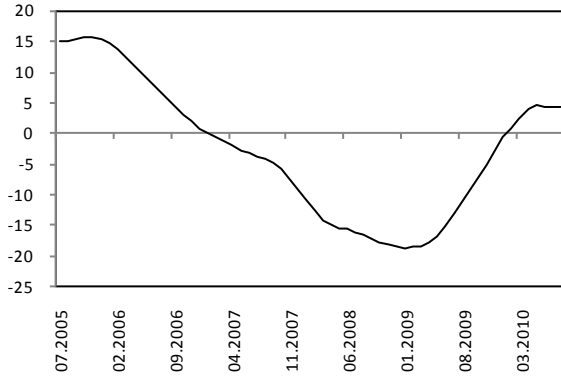
— Bekleyen Konut Satışları Endeksi
— İkinci El Konut Satışları (Milyon, Sağ Eksen)

Yeni Konut Arzı



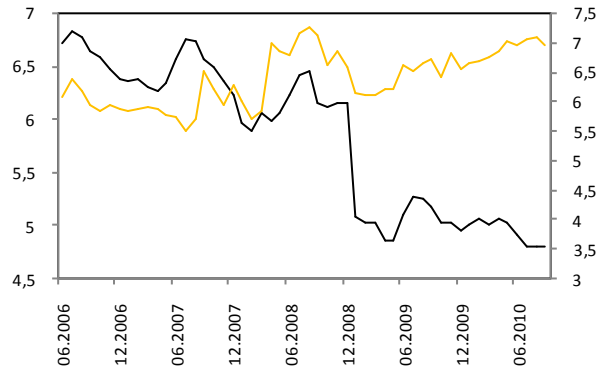
— Yeni Konut Arzı (milyon adet)

Konut Fiyatları



— Case Shiller Konut Fiyat Endeksi

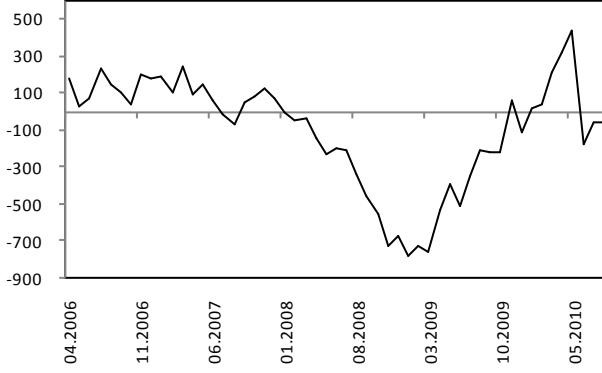
İpotekli Konut Kredisi Faizleri



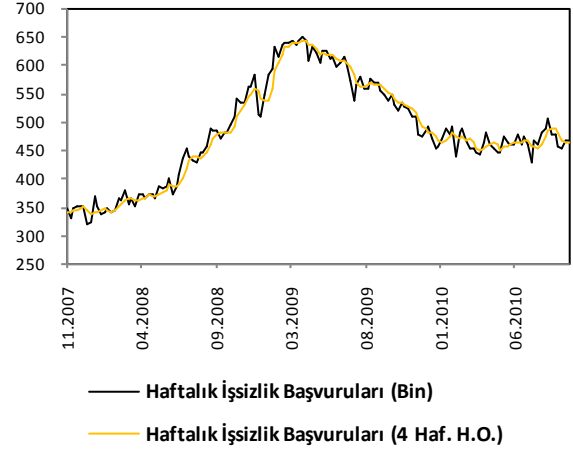
— Mortgage Faiz (Sabit Faizli)
— Mortgage Faiz (Değişken Faizli, Sağ Eksen)

İŞGÜCÜ PİYASASI GÖSTERGELERİ

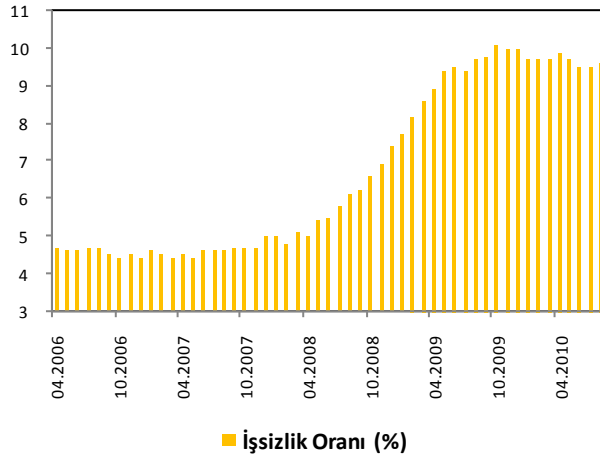
Tarım Dışı İstihdam



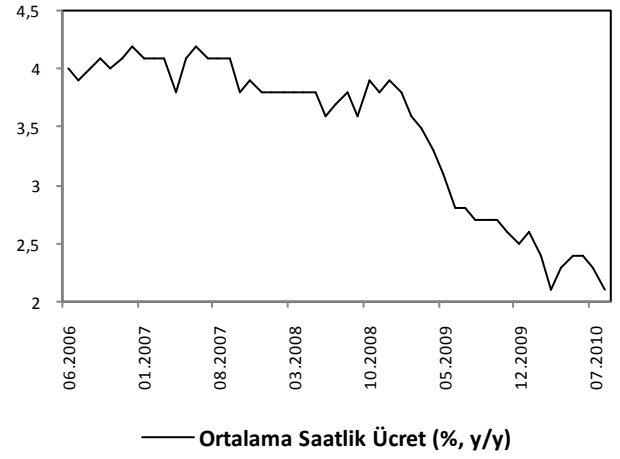
İşsizlik Başvuruları



İşsizlik Oranı



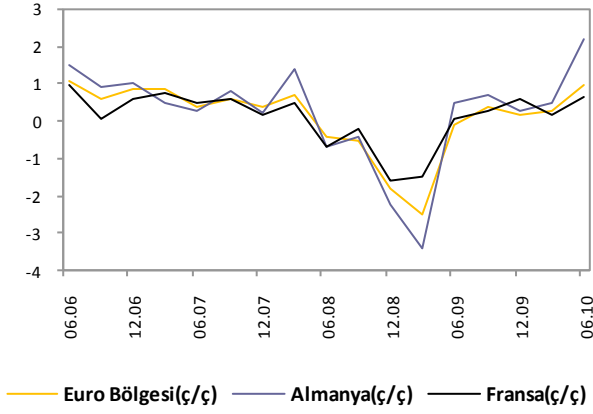
Ortalama Saatlik Ücret



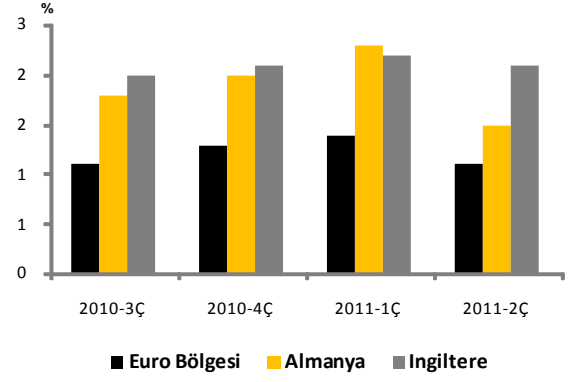
EURO BÖLGESİ

AKTİVİTE GÖSTERGELERİ

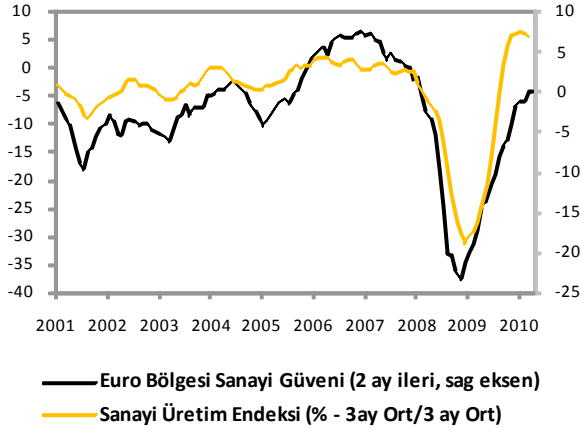
Büyüme (Çeyreklik)



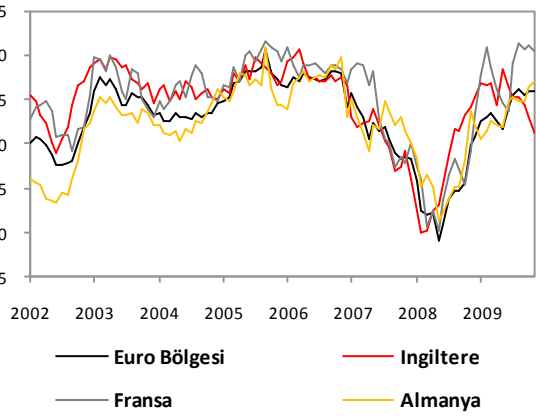
Büyüme Tahminleri



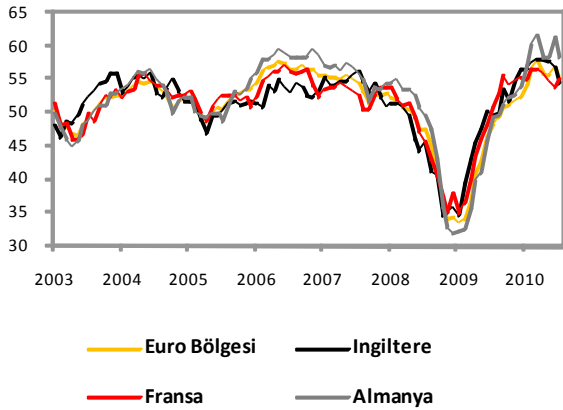
Sanayi Üretimi ve Güven Endeksi



Hizmetler PMI

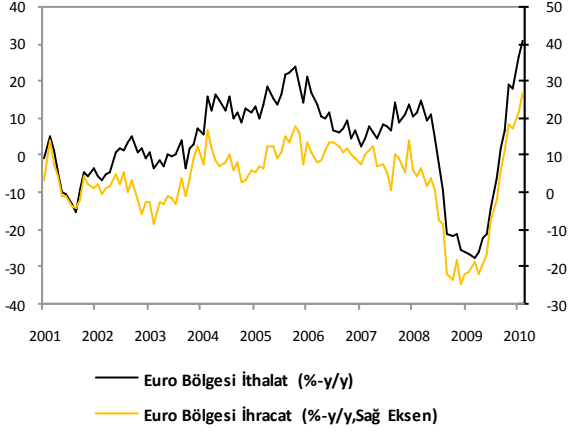


İmalat Sanayi PMI

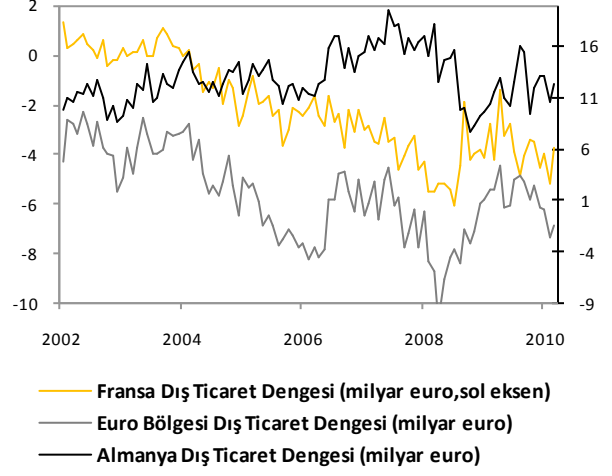


DİŐ TİCARET GÖSTERGELERİ

İthalat-İhracat

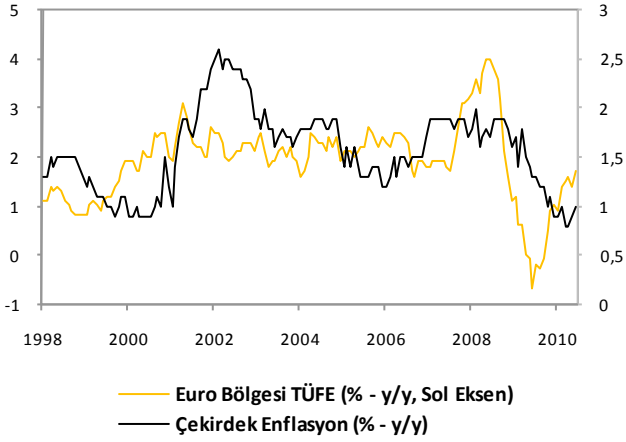


Dış Ticaret Dengesi

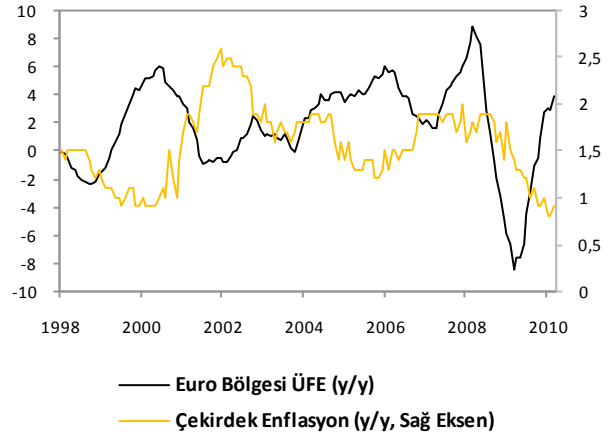


ENFLASYON GÖSTERGELERİ

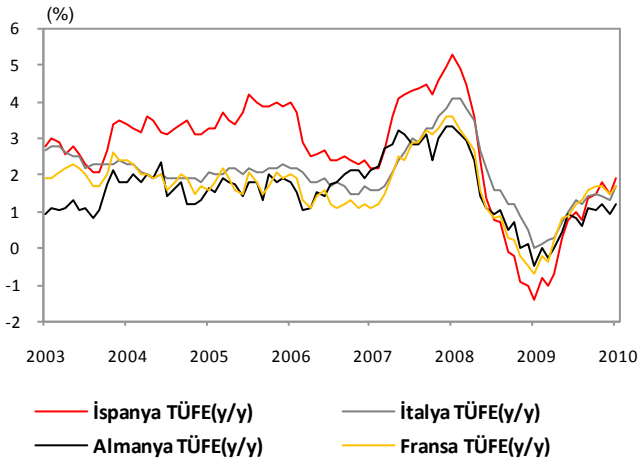
TÜFE ve Çekirdek Enflasyonu



ÜFE ve Çekirdek Enflasyonu

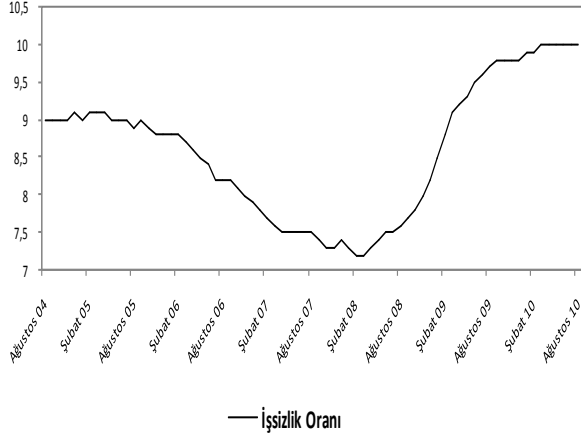


Ülkeler Bazında TÜFE

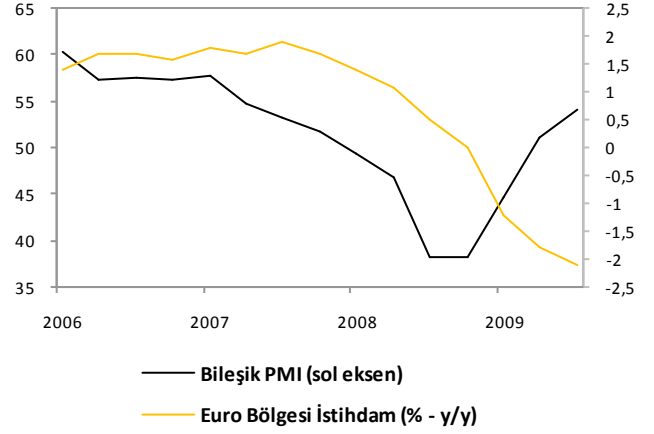


İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

İşsizlik Oranı

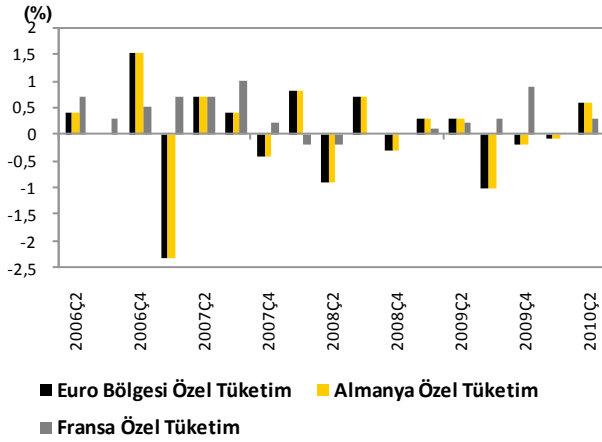


İstihdam ve PMI

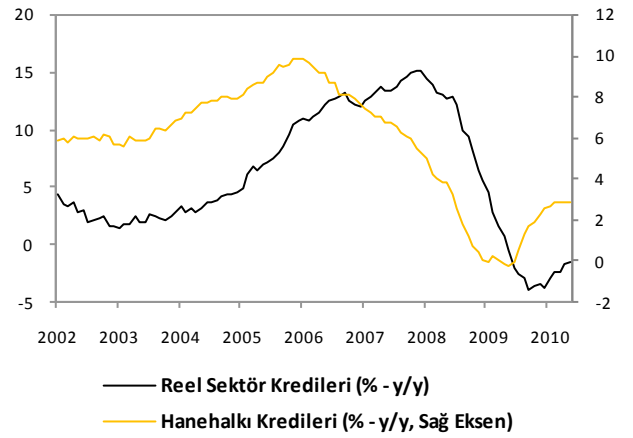


TÜKETİM GÖSTERGELERİ

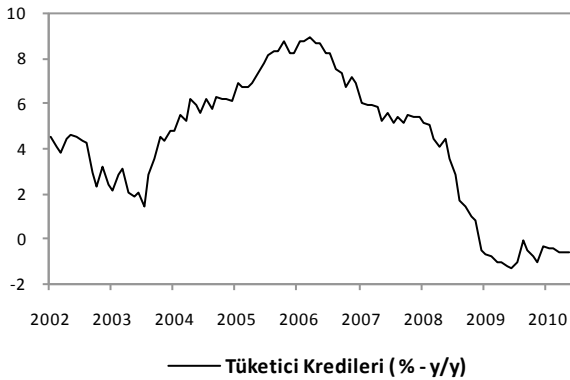
Özel Tüketim



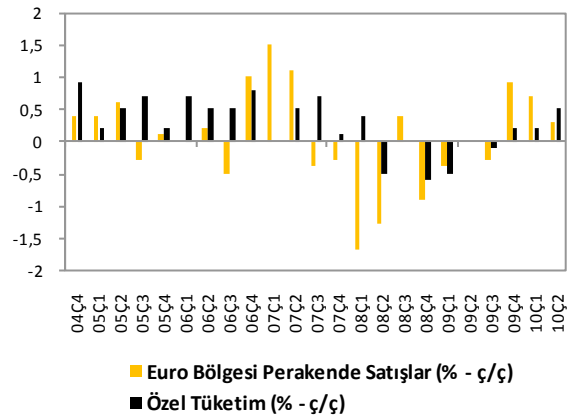
Krediler



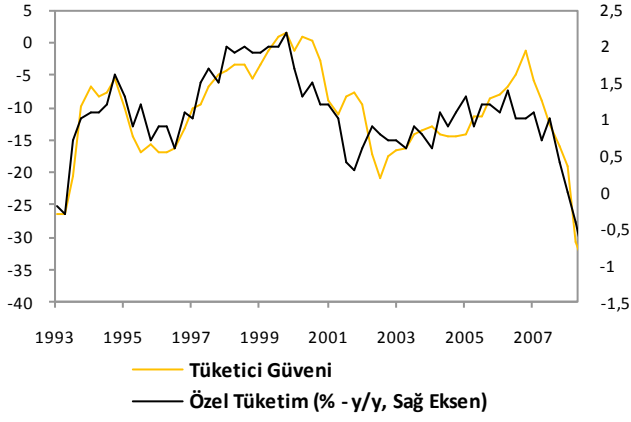
Tüketici Kredileri



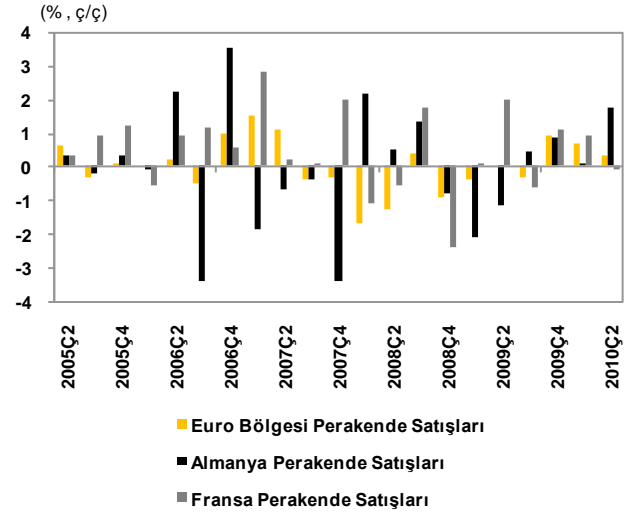
Perakende Satışlar ve Özel Tüketim



Tüketici Güven Endeksi ve Özel Tüketim

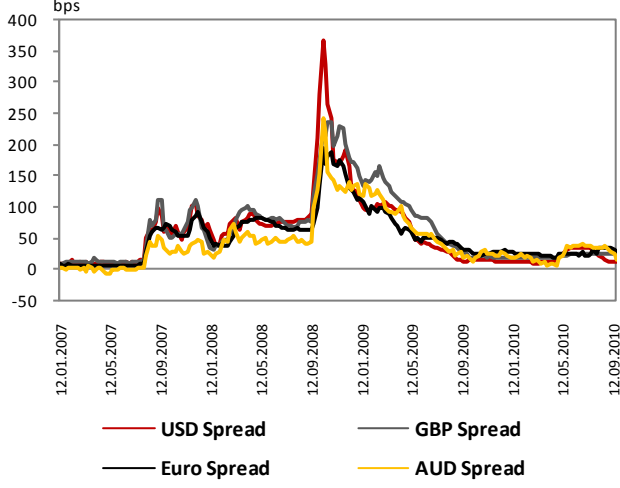


Perakende Satışlar

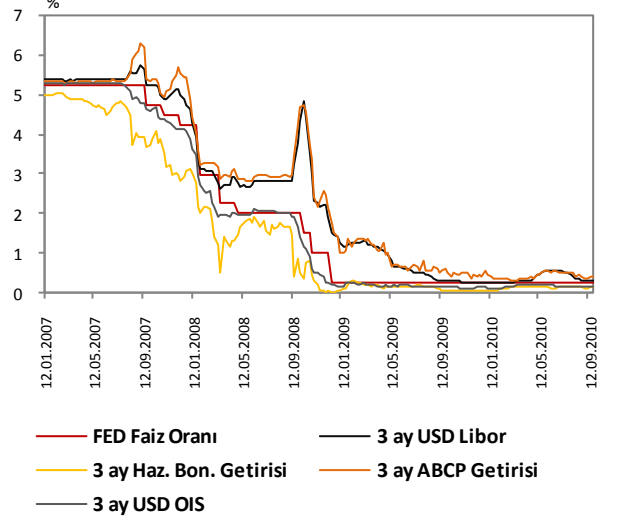


LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

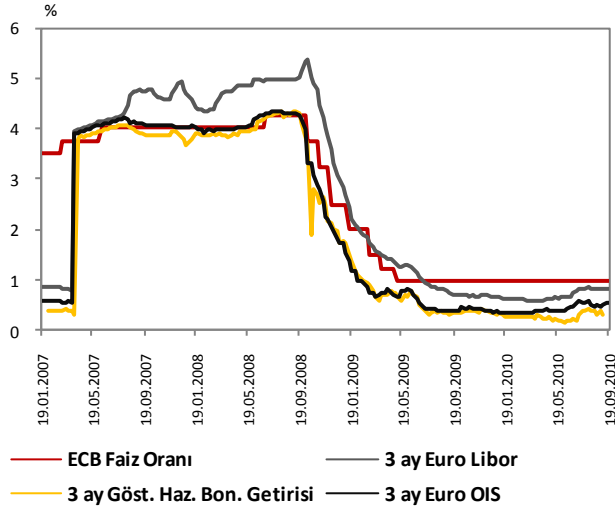
LIBOR ve OIS Spreadleri



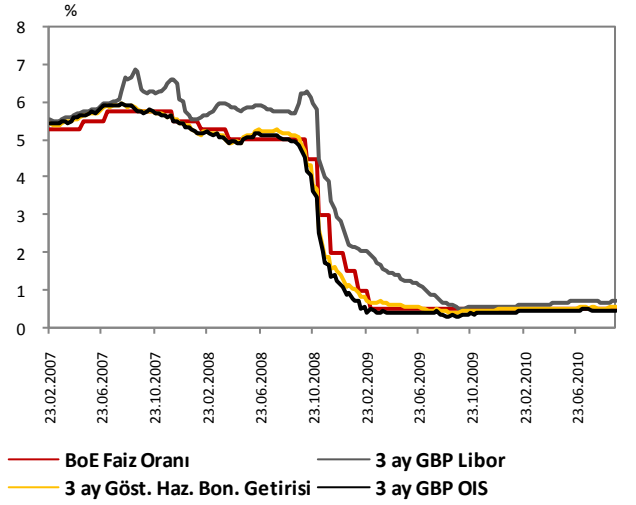
ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları



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.ozalpturkars@vakifbank.com.tr	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Ekonomist	zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Araştırmacı	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
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, hişbir 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.