

### **Küresel Ekonominin Yeni İmtihanı “Yapısal Durgunluk”**

*Dünyada 2008-2009 yılları arasında etkisi yoğun olarak hissedilen küresel krizin üzerinden altı yıldan fazla bir zaman geçmiş olmasına rağmen küresel ekonomideki toparlanmanın henüz beklenen düzeyde olmadığı görülüyor. Bu süreçte kritik rol oynayan merkez bankalarının parasal genişlemeci politikalarla ekonomik toparlanmayı sağlamaya çalışmalarına rağmen alınan önlemlerin hala yeterli düzeyde iyileşme gerçekleştiremediği gözlemleniyor. Bu nedenle, ilk olarak Büyük Buhran olarak anılan 1929 ekonomik bunalımının ardından ortaya atılan bir terim olan “yapısal durgunluk” kavramı yeniden gündeme geldi ve son dönemlerde sık sık tartışılır oldu. Biz de bu haftaki raporumuzda yapısal durgunluk kavramını ele alacağız.*

Yapısal durgunluk kavramına yakından bakacak olursak, bu kavramın ekonomide büyümenin ihmal edilebilir seviyede gerçekleşmesi ya da tamamen durması halinde kullanıldığı görülüyor. Yapısal durgunluğun yaşandığı bir ekonomide kişi başına gelir ve tasarruf oranı yüksek seviyelerde seyretmesine rağmen ekonomik büyümenin devamlılığı için gerekli olan altyapı ve eğitim gibi uzun dönemli yatırımlar istenilen düzeyde yapılamaz. Büyümenin gerekliliği için önemli olan bu tür yatırımlardaki azalma ise uzun dönemde kişi başına gelirdeki azalmada ve dolayısıyla tasarruf oranının düşmesinde etkili olur. Tüm bu gelişmeler sonucunda, düşen tasarruf oranlarının gerileyen yatırım oranlarına yakınsaması ile ekonomik büyüme duraklamaya girer. Ekonomide yapısal durgunluğu fark eden yatırımcılar ise, tasarruflarını daha cazip yabancı ülkelere aktarırlar. Söz konusu ekonomilerde, düşük seviyedeki enflasyon ve sıfıra yakın faiz oranlarının varlığı nedeni ile tam istihdama ulaşmak güçleşir. Tam istihdam seviyesinden uzaklaşan ve potansiyel büyüme ile gerçekleşen büyüme arasındaki farkı kalıcı olarak açılan ekonomilerde eski makroekonomik politikalar yetersiz kalır.

Son yıllarda gelişmiş ülke ekonomilerinde tasarrufların yatırımlardan fazla olmasından dolayı tasarruflarla yatırımlar arasındaki dengeyi kuracak nominal faiz oranlarının sıfırın altına inmesi gerektiği görülüyor. Ancak negatif nominal faiz oranı mümkün olmayacağından dolayı tasarruflarla yatırımlar arasındaki dengenin yeniden kurulabilmesi için negatif reel faiz oranlarının gerekliliği, yapısal durgunluk kavramının gündeme taşınmasında etkili oluyor. Ayrıca başta nüfusun yaşlanması olmak üzere çeşitli demografik nedenlerden dolayı potansiyel GSYH'nin büyüme hızında görülen yavaşlama ise yapısal durgunluğun göstergelerinden bir diğeri olarak görünüyor. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerde potansiyel büyüme oranı hala sürdürülebilir bir şekilde yakalanamadığı için yapısal durgunluk kavramı daha çok gelişmiş ülkeler için geçerli bir kavram olarak karşımıza çıkıyor.

Düşük büyüme hızı ve negatife yakın seyreden reel faiz oranlarının yanı sıra yatırımların ikamesi olan yüksek tasarruf düzeyi yapısal durgunluğa işaret eden faktörler olarak karşımıza çıkıyor:

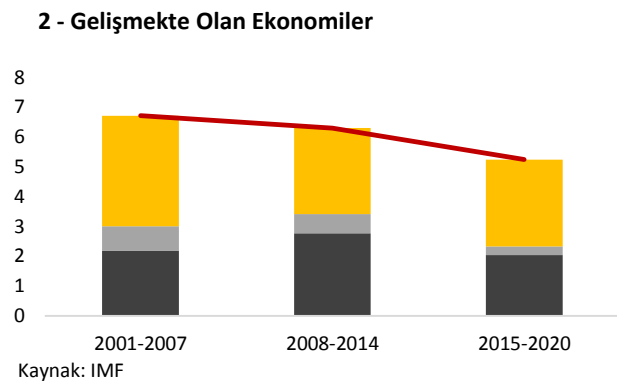
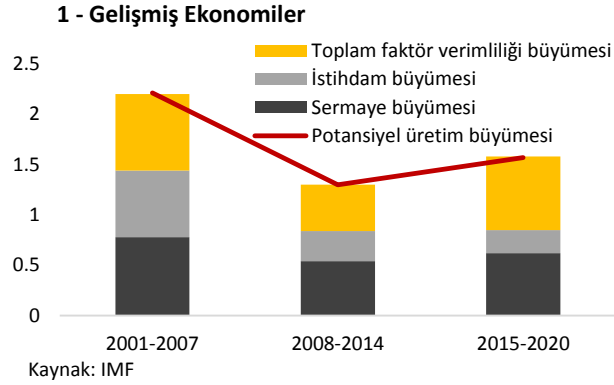
#### **1. Düşük Büyüme Hızı**

2007 yılı sonunda başlayan kriz sonrasında düşen büyüme oranlarının özellikle gelişmiş ülkelerde krizin başlamasından bu yana geçen yedi yıla rağmen hala eski seviyelerine dönmediği görülüyor. Gelişmiş ülkelerdeki bu zayıflık dünyanın geri kalanına da yansıyor. Hem reel büyüme oranlarının yavaşlaması hem de gelişmiş ülkeler için potansiyel büyüme oranlarının düşmesi, yapısal durgunluk tartışmalarını da beraberinde getiriyor.

IMF'nin verilerine göre gelişmiş ekonomilerde potansiyel büyüme hızı kriz öncesi döneme görece %2.3'ten, %1.3'e gerilemiş durumda. Potansiyel büyüme oranlarının düşmesindeki en büyük etken potansiyel üretimin azalması olarak karşımıza çıkıyor. Potansiyel üretimin azalmasında ise yaşanan nüfus, sabit sermaye yatırımlarındaki gerileme, yüksek tasarruf oranları, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki teknolojik açığın kapanması rol oynuyor. Teknolojiye dayalı üretim, potansiyel büyüme oranlarının düşmesinde en önemli belirleyicilerden biri. Gelişen teknolojiyle birlikte üretimin üst sınıra yaklaşmış olması nedeniyle, tarım toplumundan sanayi toplumuna geçildiği dönemde yakalanan yüksek büyüme oranlarının tekrar yakalanması zor

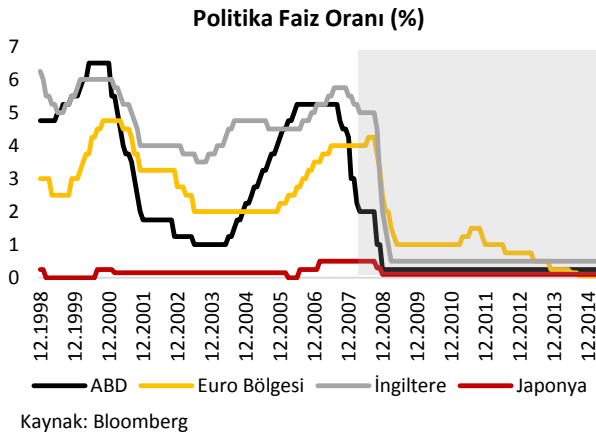
görünüyor. Ayrıca üretim için sağlanan teknolojiye üst sınıra yaklaşılmış olması nedeniyle faktör verimliliklerinde azalma yaşanıyor.

## Potansiyel Büyüme ve Alt Bileşenleri



Yukarıdaki grafikler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, potansiyel üretimi ve alt bileşenlerini gösteriyor. Potansiyel üretim kavramı enflasyon ve deflasyona sebep olmadan elde edilebilecek üretim seviyesini, gerçekleşen üretim ile potansiyel üretim arasındaki fark ise üretim/çıktı açığını (output gap) yansıtıyor. Potansiyel büyüme hızlarındaki yavaşlama ya da kriz öncesi döneme göre yavaşlama ülkelerin bundan böyle tüm kaynaklarını ve tam kapasiteli işgüçlerini kullanmaları halinde dahi kriz öncesi dönemki büyüme seviyelerine ulaşamayacakları anlamına geliyor.

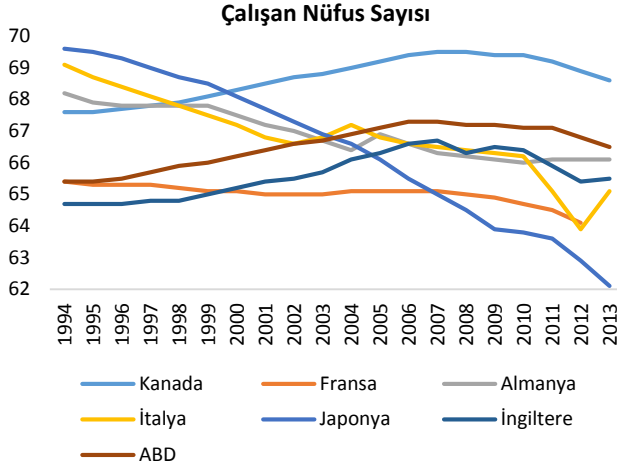
## 2. Düşük Faiz Oranları



Gelişmiş ülkelerde küresel kriz sonrasında ekonomik durgunlukla mücadele amacıyla indirilen faiz oranları hala sıfıra yakın seviyelerde seyrediyor ve bir süre daha bu seviyelerde kalacak gibi görünüyor. Gelişmiş ülkeler arasında ABD ve İngiltere faiz artırımını tartışmaya başlayan ülkeler olarak öne çıkıyor. Ancak henüz fiili bir faiz artırımının yapılmamış olmasının yanı sıra faiz artırımına başlansa bile bunun kademeli ve yavaş olması bekleniyor. Ayrıca merkez bankaları, sözlü yönlendirmeye uzun dönemli faiz oranlarının da düşük seyretmesine neden oluyorlar.

Faiz oranlarının uzun süredir düşük seyrediyor oluşu, yapısal durgunluğun bir göstergesi olarak görülüyor. Kriz dönemlerinde merkez bankaları ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını düşürerek bireyleri tüketime, yatırımcıları ise yatırıma yönlendirmeye çalışırlar. Ekonomide canlanmanın sağlanmasının ardından ise faiz oranları yeniden artırılır. Ancak küresel krizin başladığı 2008 yılından bu yana geçen 7 yıllık sürede gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının hala sıfıra yakın seviyelerde tutuluyor olması ve mevduat faizlerinin Euro Bölgesi gibi ekonomilerde negatife çekilmiş olması ekonomide henüz bir canlanma olmadığını da gösteriyor. Ayrıca son yedi yıldır faiz oranlarının düşük seyretmesi, ekonominin yeni bir daralmaya karşılaşması durumunda faiz indirimi için alan kalmaması anlamına da geliyor ve bu nedenle risk de barındırıyor. Bunun yanı sıra faiz oranlarının düşük olması ve bir süre daha düşük seyredeceği beklentisi, yatırımcıların getirisi daha yüksek olan daha riskli yatırım araçlarına veya saadet zinciri gibi yatırım yöntemlerine yönelmesine neden oluyor. Böylece düşük faiz oranları finansal sağlamlığı da tehdit ediyor.

### 3. Demografik Yapı ve Tasarruflar



Çalışan nüfus olarak tanımlanan 15 ile 64 yaş arası popülasyonun G7 ülkelerindeki tarihsel gelişimi incelendiğinde son yıllarda İtalya'da görülen artış ve değişim göstermeyen Almanya dışındaki seçili ülkelerde sınırlı da olsa giderek azaldığı görülüyor. Öte yandan, 15 yaş altı ve 64 yaş üstü bağımlı olarak adlandırılan nüfusun, 15 - 64 yaş arası nüfusa olan oranını gösteren bağımlılık oranı (dependency ratio) gelişmiş ülkelerde son yıllarda artış gösteriyor. Genç işsizlik oranına bakıldığında söz konusu oranın İtalya, İspanya, Yunanistan gibi ülkelerde arttığı görülüyor. Amerika, Almanya, Kanada gibi gelişmiş ülkelerde ise yaşlı nüfus artıyor. Çalışan nüfus popülasyonunda gerileme yaşanırken,

yaşlanan nüfus popülasyonunda artış yaşanması yatırım talebini düşürürken, yatırımın ikamesi olan tasarrufları artırıyor. Öte yandan düşük büyüme hızları ve uzun dönemli reel faizlerin de düşük seyrediyor olması nedeniyle gelecekte elde edilmesi beklenen gelirlerin de düşmesi, tüketimi düşürürken tasarrufların artmasına sebep olan bir diğer faktör olarak karşımıza çıkıyor. Bu bağlamda, özellikle seçili gelişmiş ekonomilerde mevcut olan yukarıda bahsini geçirdiğimiz demografik yapı ve gelecekte gelirlerin düşeceği beklentisi düşük reel faizlere rağmen yatırımların artış göstermemesine sebep oluyor. Bu görünüm ise, büyümede durgunluğu ve hareketsizliği beraberinde getiriyor.

Sonuç olarak, sıfır ya da sıfıra yakın bir büyüme olarak tanımlanabilen yapısal durgunluk küresel ekonominin tarihsel olarak atlattığı krizlerin ardından yeni imtihanı gibi duruyor. Gelişmiş ekonomilerin yanı sıra Çin gibi küresel büyümenin önemli itici güçlerinden olan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan durgunluk endişeleri hem mikro hem de makro yatırımcılar için küresel bazda büyüme potansiyellerinde düşüş yaşanacağı beklentilerine sebep oluyor. Bu beklentilerin varlığı ise ekonomik canlanmanın önemli tetikleyicilerden olan tüketim ve yatırım harcamalarını kısıtlayarak ekonomik aktivitede rol oynayan etkenlerin kısır bir döngüye girmesine sebep oluyor. Bunların yanı sıra 2008 yılından bu yana uygulanan genişleyici para politikalarına rağmen ekonomilerde belirgin bir toparlanmanın yaşanmamış olması, para politikalarının etkinliğinin sorgulanmasına neden oluyor. Para politikalarının etkinliği sorgulanırken, 1980'lerde geri plana itilmiş olan maliye politikalarının ise ekonominin canlanmasında etkin bir çözüm sunabileceği iddiaları gittikçe kuvvetleniyor.

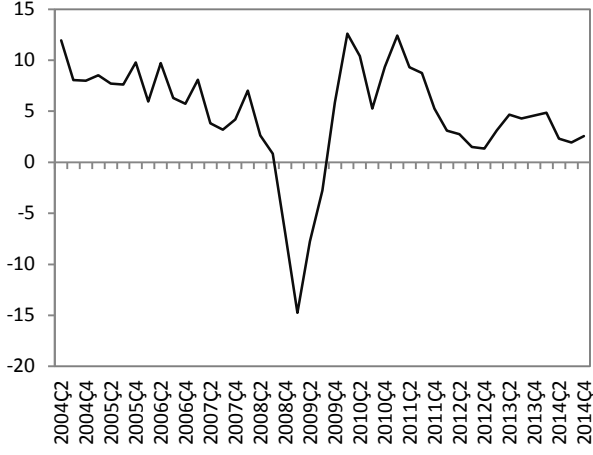
## Haftalık Veri Takvimi (27 Nisan - 01 Mayıs 2015)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti
27.04.2015	ABD	Hizmet PMI (Nisan, öncül)	59.2	59.5
		Dallas Fed İmalat Endeksi ( Nisan)	-17.4	-12
28.04.2015	ABD	Case Shiller Konut Fiyat Endeksi (Şubat)	172.94	--
		Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	101.3	102.5
	Richmond FED İmalat Endeksi (Nisan)	-8	-2	
	Fransa	Tüketici Güveni (Nisan)	93	94
	İngiltere	GSYH (1.çeyrek, y-y)	%3.0	%2.6
	Japonya	Perakende Satışlar (Mart, a-a)	%0.7	%0.6
29.04.2015	Türkiye	Konut Fiyat Endeksi (Şubat)	172.19	--
	ABD	Haftalık Mortgage Verileri	%2.3	--
		GSYH (1.çeyrek, ç-ç)	%2.2	%1.0
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (1.çeyrek, ç-ç)	%1.1	%1.0
		Bekleyen Konut Satışları (Mart,a-a)	%3.1	%1.0
		FOMC Toplantısı ve Faiz Kararı (Nisan)	--	--
	Euro Bölgesi	M3 Para Arzı (Mart, y-y)	%4.0	%4.3
		Tüketici Güveni (Nisan)	-4.6	-4.6
	Almanya	TÜFE (Nisan, a-a, öncül)	%0.5	-%0.1
	İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	110.9	--
İş Dünyası Güveni (Nisan)		103.7	--	
30.04.2015	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	-4.66 Milyar Dolar	-6.2 Milyar Dolar
		TCMB Enflasyon Raporu (2015 - II)	--	--
	ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	295 Bin Kişi	--
		Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları (Mart, a-a)	%0.1	%0.2
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Mart)	%11.3	%11.2
		Çekirdek TÜFE (Nisan, y-y)	%0.6	%0.6
	Almanya	Perakende Satışlar (Mart, a-a)	-%0.1	%0.4
		İşsizlik Oranı (Nisan)	%6.4	%6.4
	Fransa	ÜFE (Mart, a-a)	%0.7	--
	İtalya	İşsizlik Oranı (Mart, öncül)	%12.7	--
		TÜFE (Nisan, a-a, öncül)	%2.1	--
		ÜFE (Mart, a-a)	%0.5	--
	İngiltere	Tüketici Güveni (Nisan)	4	4
	Japonya	Sanayi Üretimi (Mart, a-a, öncül)	-%3.1	-%2.3
	01.05.2015	Türkiye	İmalat PMI (Nisan)	48.0
ABD		İmalat PMI (Nisan)	54.2	--
		ISM İmalat Endeksi (Nisan)	51.5	52.0
İngiltere		M4 Para Arzı (Mart, y-y)	-%3.2	--
		İmalat PMI (Nisan)	54.4	54.6
Japonya		TÜFE (Mart, y-y)	%2.2	%2.2
		Çekirdek TÜFE (Mart, y-y)	%2.0	%2.0
	İmalat PMI (Nisan)	49.7	--	
	İşsizlik Oranı (Mart)	%3.5	%3.5	

## TÜRKİYE

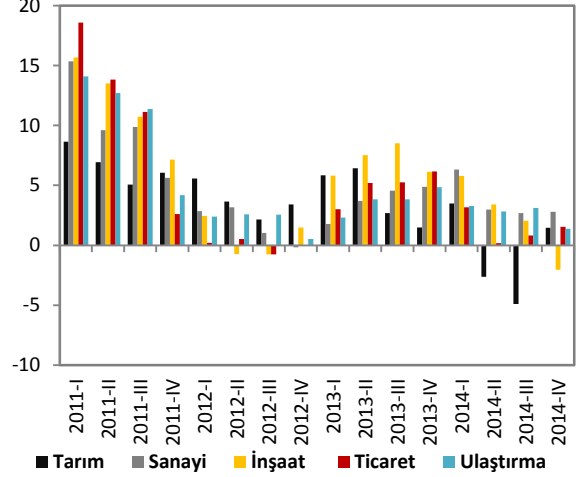
### Türkiye Büyüme Oranı

#### Reel GSYH (y-y, %)



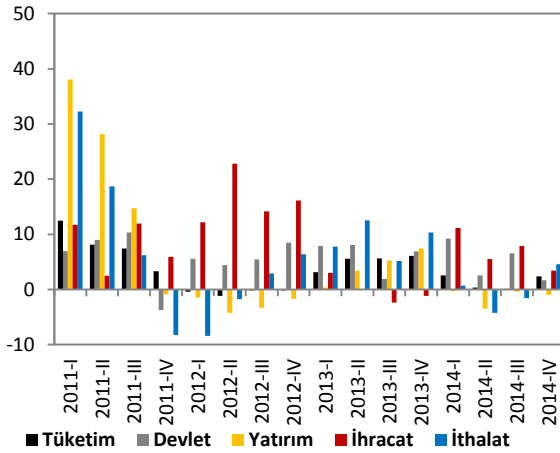
### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)

#### Sektörel Büyüme Hızları (y-y, %)



### Harcama Bileşenlerinin Büyüme Hızları (y-y, %)

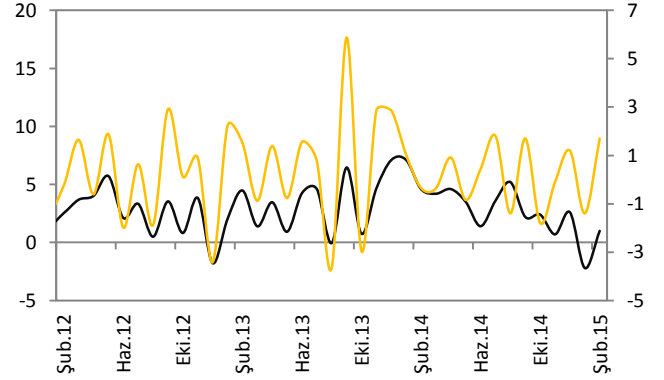
#### Harcama Bileşenleri Büyüme Hızları (%)



### Sanayi Üretim Endeksi

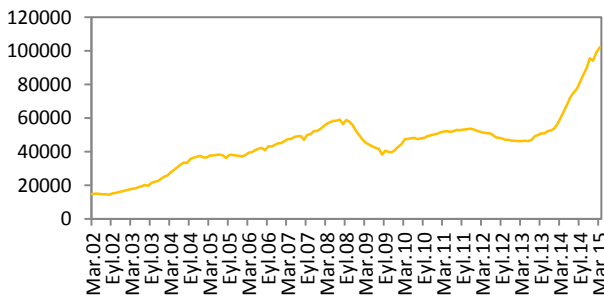
#### Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (y-y, %)

#### Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi (a-a, %) (Sağ Eksen)



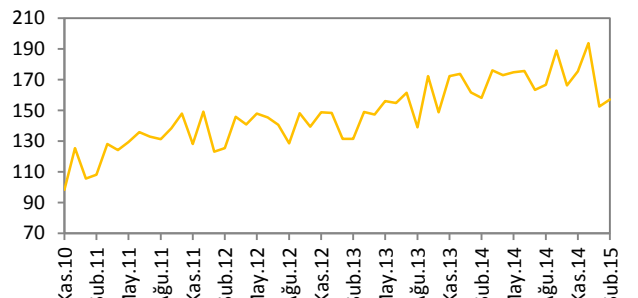
### Toplam Otomobil Üretimi

#### Toplam Otomobil Üretimi (Adet) (12 aylık Har. Ort.)

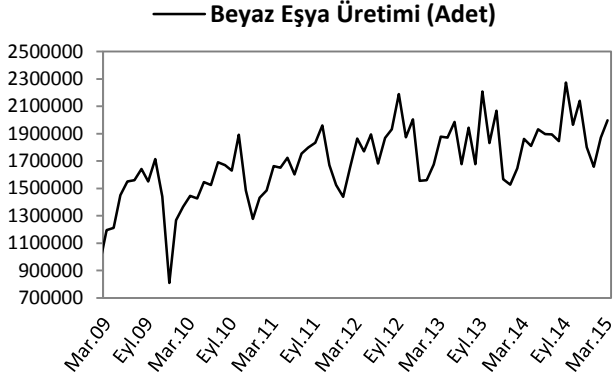


### Sanayi Ciro Endeksi

#### Aylık Sanayi Ciro Endeksi (2010=100)

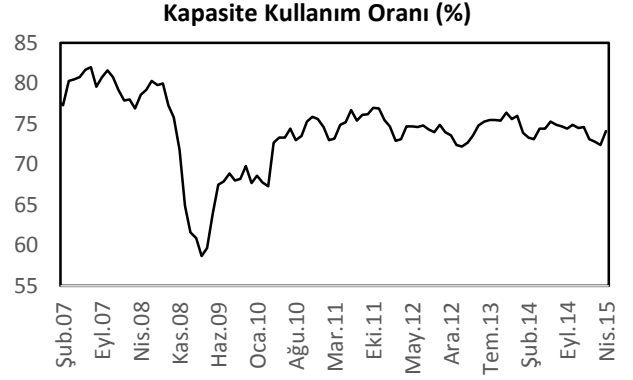


## Beyaz Eşya Üretimi



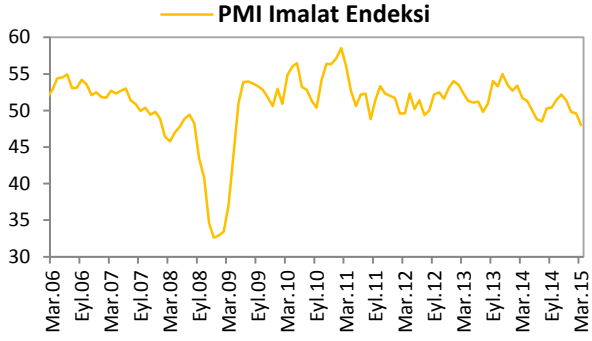
Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

## Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak:TCMB

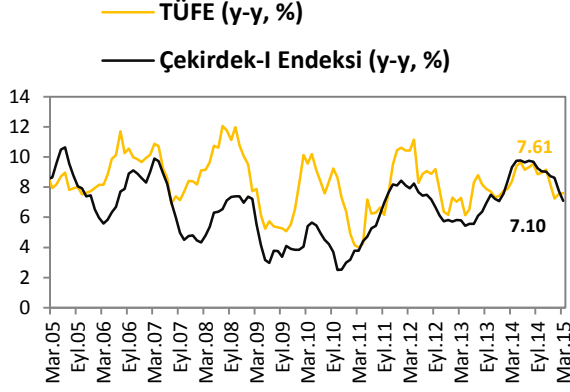
## PMI Endeksi



Kaynak:Reuters

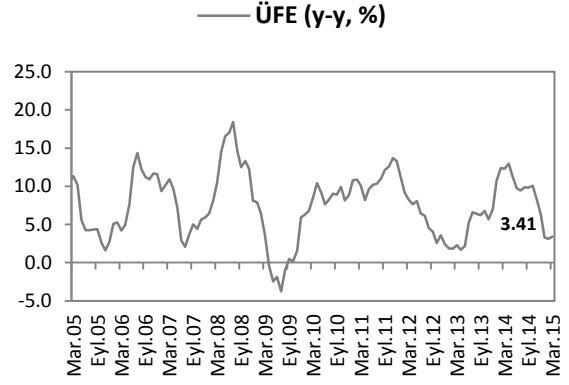
## ENFLASYON GÖSTERGELERİ

### TÜFE ve Çekirdek Enflasyon



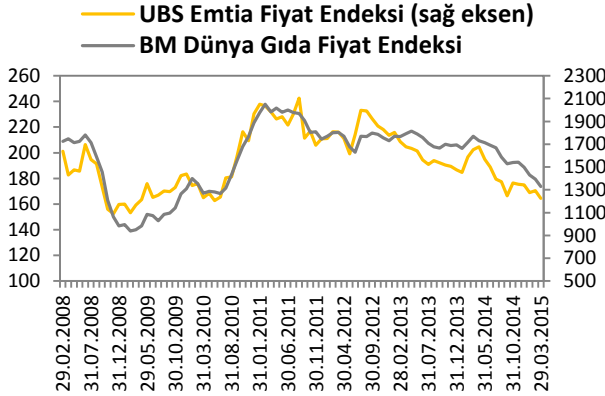
Kaynak: TCMB

### ÜFE



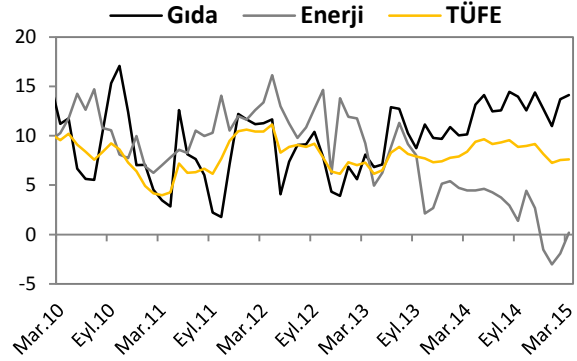
Kaynak: TCMB

### Dünya Gıda ve Emtia Fiyat Endeksi



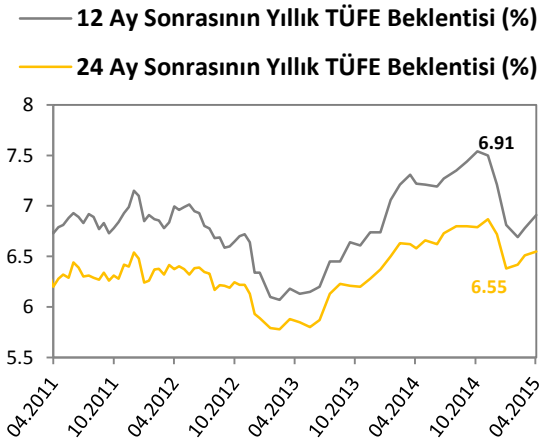
Kaynak: Bloomberg

### Gıda ve Enerji Enflasyonu (y-y, %)



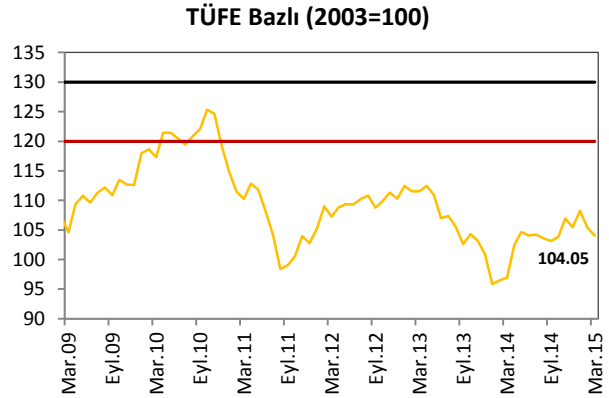
Kaynak: TCMB

### Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB

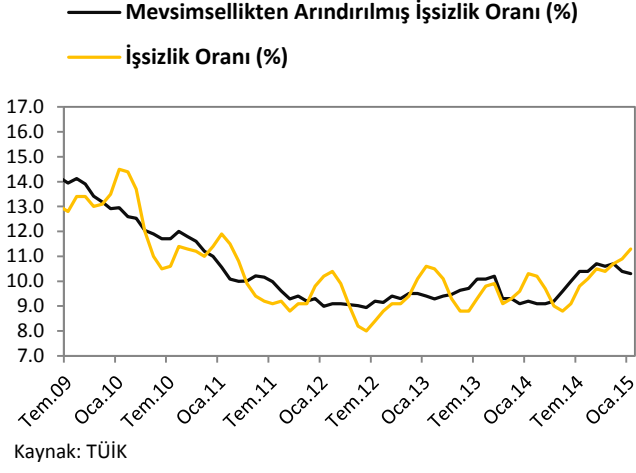
### Reel Ektif Döviz Kuru



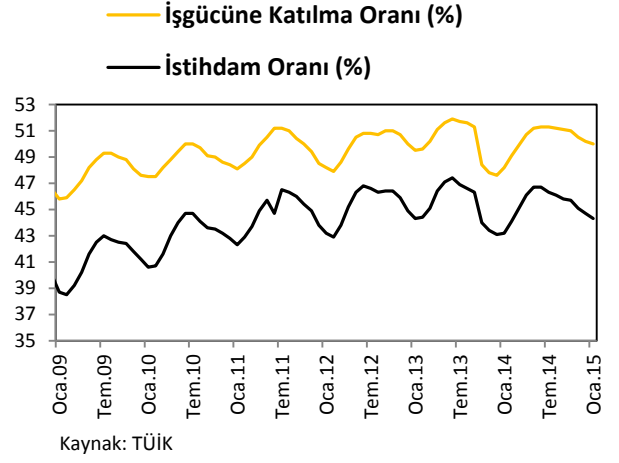
Kaynak: TCMB

## İŞGÜCÜ GÖSTERGELERİ

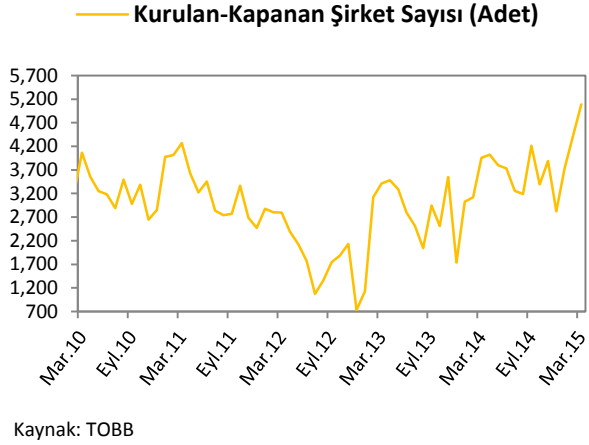
### İşsizlik Oranı



### İşgücüne Katılım Oranı



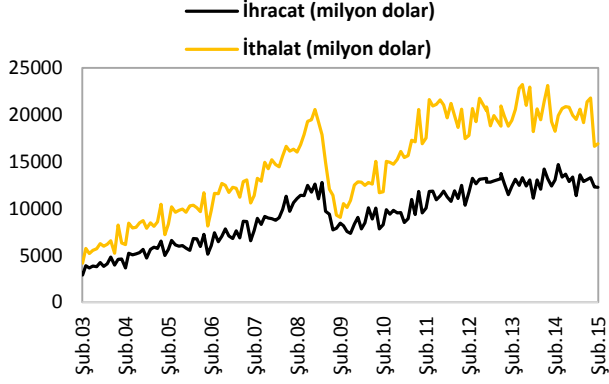
### Kurulan-Kapanan Şirket Sayısı



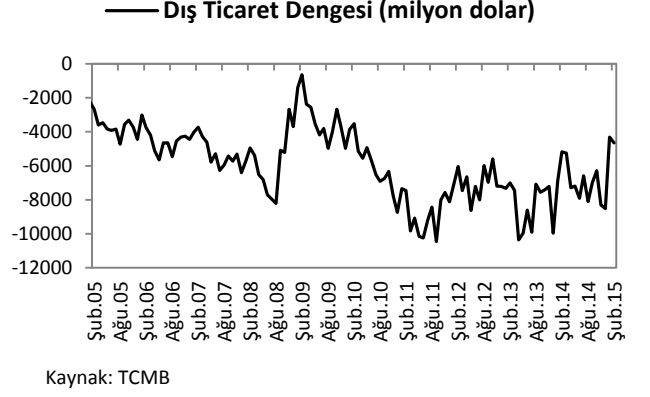


## DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

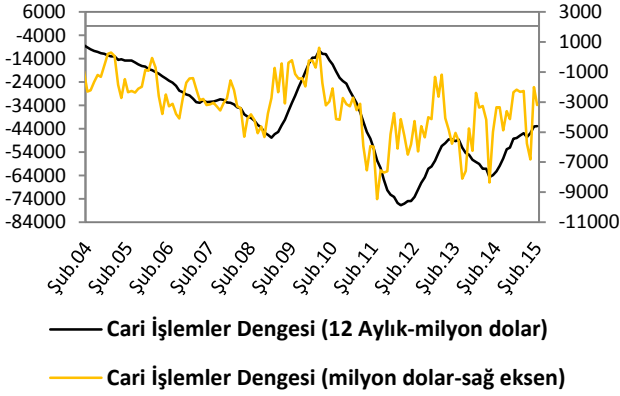
### İthalat-İhracat



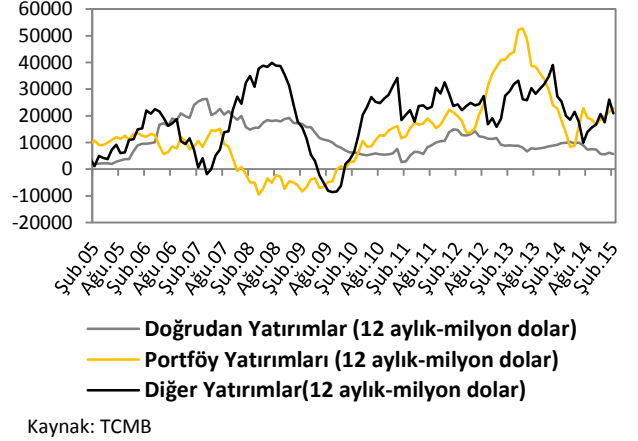
### Dış Ticaret Dengesi



### Cari İşlemler Dengesi

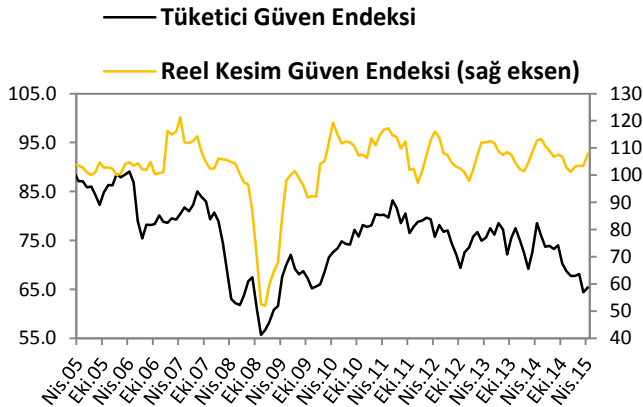


### Sermaye ve Finans Hesabı



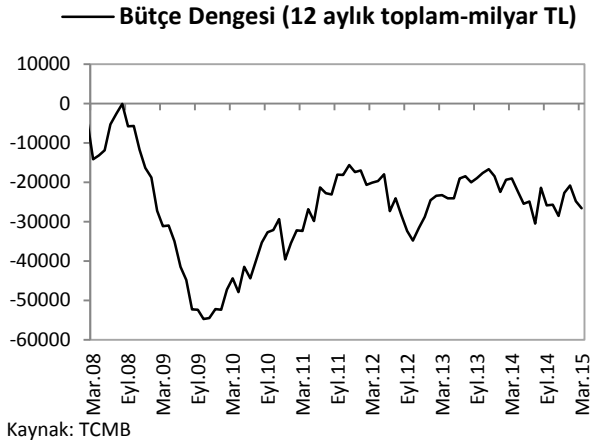
## TÜKETİM GÖSTERGELERİ

### Tüketici Güveni ve Reel Kesim Güveni

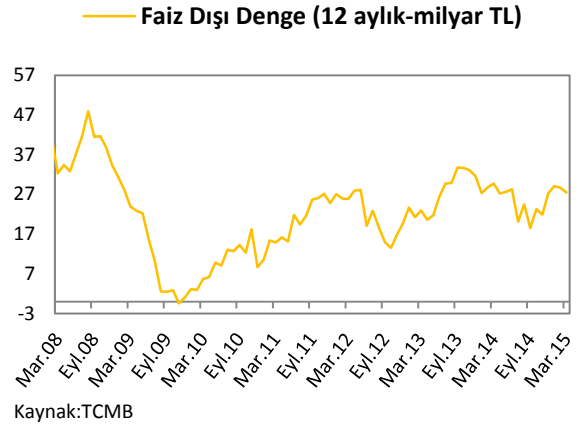


## KAMU MALİYESİ GÖSTERGELERİ

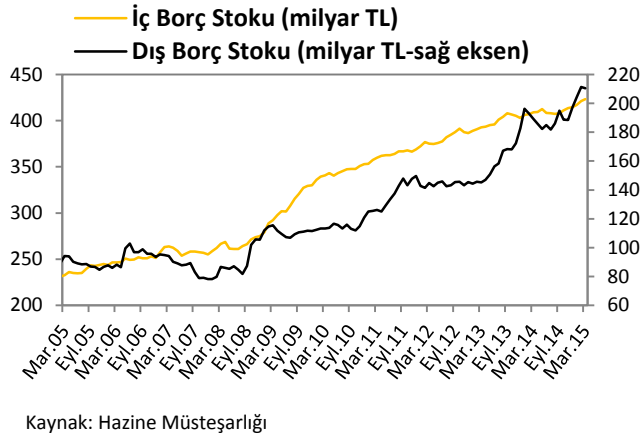
### Bütçe Dengesi



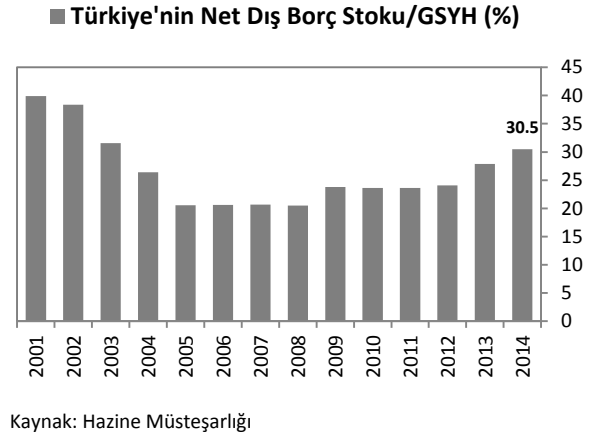
### Faiz Dışı Denge



### İç ve Dış Borç Stoku

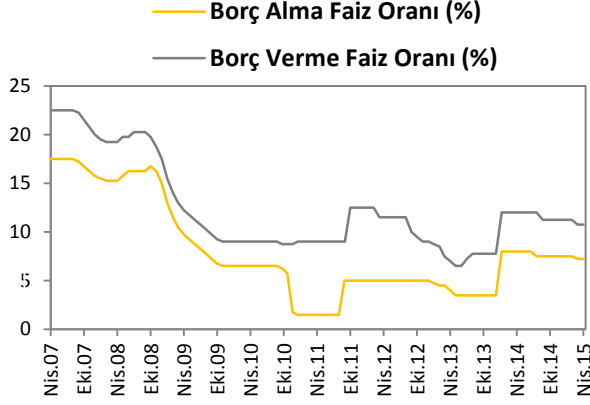


### Türkiye'nin Net Dış Borç Stoku



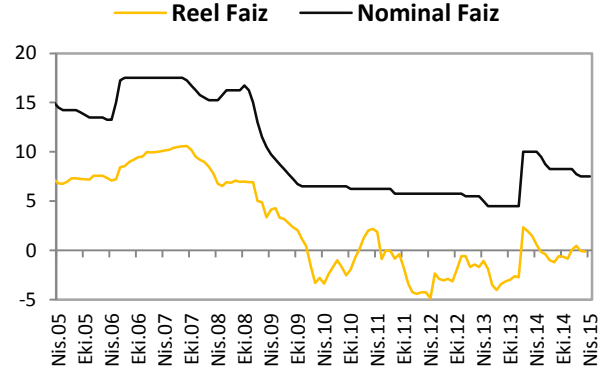
## LİKİDİTE GÖSTERGELERİ

### TCMB Faiz Oranı



Kaynak:TCMB

### Reel ve Nominal Faiz



Kaynak:TCMB, VakıfBank

## Dünya Piyasalarında Son Açıklanan Ekonomik Göstergeler

	Reel Büyüme (y-y,%)	Enflasyon (y-y,%)	Cari Denge/GSYH* (%)	Merkez Bankası Faiz Oranı (%)	Tüketici Güven Endeksi
ABD	2.4	-0.1	-2.36	0.25	101.3
Euro Bölgesi	0.9	-0.1	2.34	0.05	-4.60
Almanya	1.4	0.10	6.73*	0.05	103
Fransa	0.20	0.00	-1.05	0.05	-14.30
İtalya	-0.60	0.00	0.96*	0.05	110.90
Macaristan	3.40	-0.60	4.14*	1.95	-25.00
Portekiz	0.70	0.40	0.60	0.05	-17.50
İspanya	2.00	-0.70	1.44*	0.05	1.70
Yunanistan	1.30	-1.90	0.92	0.05	-31.00
İngiltere	2.60	0.00	-4.47	0.50	4.00
Japonya	-0.80	2.20	0.53	0.10	41.70
Çin	7.00	1.40	1.93*	5.35	109.80
Rusya	0.40	16.90	1.64*	14.00	--
Hindistan	5.30	6.30	-1.44	6.50	--
Brezilya	-0.25	8.13	-3.88	12.75	100.00
G.Afrika	1.30	4.00	-5.8*	5.75	0.30
Türkiye	2.58	7.61	-7.9*	7.50	65.40

Kaynak: Bloomberg. \*: Cari denge verileri IMF'den alınmaktadır ve 2013 verileridir.

## Türkiye Makro Ekonomik Görünüm

	2013	2014	En Son Yayınlanan		2015 Yılı Sonu Beklentimiz
<b>Reel Ekonomi</b>					
GSYH (Cari Fiyatlarla. Milyon TL)	1 567 289	1 749 782	446 365	(2014 4Ç)	--
GSYH Büyüme Oranı (Sabit Fiyatlarla. y-y%)	4.2	2.9	2.6	(2014 4Ç)	3.3
Sanayi Üretim Endeksi (y-y. %)(takvim etk.arnd)	7.0	2.6	1.0	(Şubat 2015)	--
Kapasite Kullanım Oranı (%)	76.0	74.6	74.1	(Nisan 2015)	--
İşsizlik Oranı (%)	9.2	9.9	11.3	(Ocak 2014)	--
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (y-y. %)	7.40	8.17	7.61	(Mart 2015)	6.80
ÜFE (y-y. %)	6.97	6.36	3.41	(Mart 2015)	--
<b>Parasal Göstergeler (Milyon TL)</b>					
M1	225,331	251,991	271,304	(17.04.2015)	--
M2	910,052	1,018,546	1,099,086	(17.04.2015)	--
M3	950,979	1,063,151	1,145,951	(17.04.2015)	--
Emisyon	67,756	77,420	85,504	(17.04.2015)	--
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	112,002	106,314	103,244	(17.04.2015)	--
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	3.50	7.50	7.25	(24.04.2015)	--
TRLIBOR O/N	8.05	11.27	11.02	(24.04.2015)	--
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	64,658	45,846	3,196	(Şubat 2015)	--
İthalat	251,661	242,182	16,927	(Şubat 2015)	--
İhracat	151,802	157,627	12,272	(Şubat 2015)	--
Dış Ticaret Açığı	99,858	84,508	4,656	(Şubat 2015)	79,800
<b>Borç Stoku Göstergeleri (Milyar TL)</b>					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku	403.0	414.6	423.2	(Mart 2015)	--
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku	182.8	197.3	210.4	(Mart 2015)	--
Kamu Net Borç Stoku	197.6	187.4	187.4	(2014)	--
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon TL)</b>					
	2013 Mart	2014 Mart			
Bütçe Gelirleri	24,768	31,968	32,918	(Mart 2015)	--
Bütçe Giderleri	30,157	37,060	39,761	(Mart 2015)	--
Bütçe Dengesi	5,389	-5,092	-6,843	(Mart 2015)	--
Faiz Dışı Denge	-460	538	-655	(Mart 2015)	--

<b>Cem Erođlu</b>	<b>Müdü</b>	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 98</b>
<b>Buket Alkan</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:buket.alkan@vakifbank.com.tr">buket.alkan@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 19 03</b>
<b>Fatma Özlem Kanbur</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 91</b>
<b>Bilge Pekçağlayan</b>	<b>Uzman</b>	<a href="mailto:bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr">bilge.pekcaglayan@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 19 02</b>
<b>Sinem Ulusoy</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:sinem.ulusoy@vakifbank.com.tr">sinem.ulusoy@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 19 05</b>
<b>Elif Engin</b>	<b>Uzman Yardımcısı</b>	<a href="mailto:elif.engin@vakifbank.com.tr">elif.engin@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 92</b>

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 doğruluğuna 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 değışiklik yapma hakkına sahiptir.