

# Türkiye’de Çevrimsel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi

Haziran 2016

Gamze Can

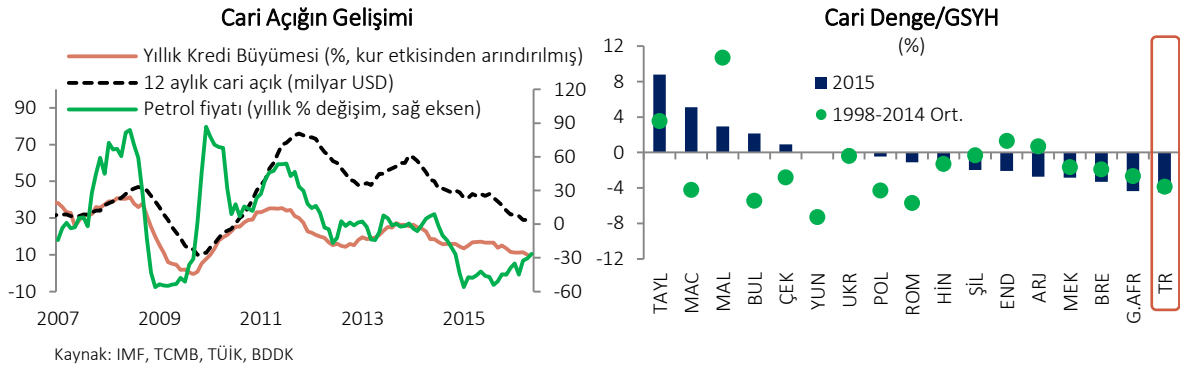
Uzman Yardımcısı

[ekonomi.isbank.com.tr](http://ekonomi.isbank.com.tr)

## Türkiye’de Çevrimsel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi

### I. Giriş

Türkiye’de cari açık küresel kriz sonrası dönemde büyümenin ivme kazanmasıyla birlikte hızlı yükseliş kaydetmiştir. Son yıllarda ise uygulamaya konulan makro ihtiyati tedbirlerin ve büyük ölçüde de gerileyen petrol fiyatlarının etkisiyle cari açığa belirgin bir iyileşme elde edilmiştir. 2011 yılında 74 milyar USD düzeyine kadar çıkan cari açık 2015 sonunda 32,1 milyar USD ile 2009 yılından bu yana en düşük düzeyinde gerçekleşmiştir. Cari açığın milli gelire oranı da 2011 yılında çıktığı %9,9 düzeyinden 2015 yılında %4,5’e gerilemiştir. Bu olumlu gelişmelere rağmen cari açık ülke ekonomisi açısından önemli bir kırılganlık unsuru olmaya devam etmektedir. Bir yandan iyileşmenin kalitesine ve sürdürülebilirliğine ilişkin soru işaretleri sürerken, diğer yandan son yıllardaki güçlü toparlanmaya rağmen cari dengenin GSYH’ye oranına göre Türkiye’nin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla halen oldukça zayıf bir tablo çizdiği izlenmektedir.



Türkiye’de cari açığa son yıllarda kaydedilen nispi iyileşmenin arkasında yatan faktörlere dair isabetli değerlendirmelerde bulunabilmek ve cari açığın uzun vadede sorun olmaktan çıkmasını sağlayabilecek öneriler sunabilmek bu çalışmanın öncelikli hedefini oluşturmaktadır. Bu amaçla, cari açık değerleri çevrimsellikten arındırılarak yapısal unsurlara bağlı olarak oluşan cari açık değerleri elde edilecektir. Böylece, cari açığın yapısal ve çevrimsel bileşenlerinin zaman içinde nasıl bir seyir izlediğine dair fikir edinilebilecektir. Son olarak da Türkiye’nin yapısal cari denge görünümünün iyileşmesi için neler yapılabileceğine değinilecektir.

### II. Cari Dengeyi Çevrimsellikten Arındırma İşlemi

Analize geçmeden önce tanımsal açıklamalar yapmakta fayda görülmektedir. Bu noktada, cari işlemler dengesinin yapısal ve çevrimsel bileşenlerini açarak işe başlamak yerinde olacaktır. Yapısal unsurlar arasında; ekonomik gelişmişlik, demografik yapı, üretimde ithal girdinin ağırlığı, enerjide dışa bağımlılık, finansal derinlik ve uluslararası net varlık pozisyonu sayılabilmektedir. Bu unsurlar iş döngülerinden etkilenmeyen, kısa vadede önemli bir değişikliğe uğrama imkânına sahip olmayan ve temelde hangi konuyla ilgiliyse o konuda bir dengesizlik durumunun hüküm sürmekte olduğuna işaret eden unsurlardır. Cari dengenin başlıca çevrimsel unsurları arasında ise; yurt içi talep, yurt dışı talep ve dış ticaret fiyatları gibi konjonktürel (dönemsel) gelişmelerle hareket eden etmenler yer almaktadır. Bu

çalışmada, literatürle uyumlu bir şekilde, gerçekleşen cari dengeden çevrimsel faktörlere bağlı olarak gerçekleştiği düşünülen cari dengenin çıkarılması yoluyla yapısal cari dengeye ulaşılmaktadır.

Genel hatlarıyla bahsedecek olursak cari denge; sermaye hesabı, rezervler ve net hata noksan ile birlikte ödemeler dengesini oluşturan kalemlerden biridir. Cari dengenin içerisinde dış ticaret dengesinin yanı sıra hizmetler, gelirler ve cari transferler yer almaktadır. Türkiye’nin cari denge ve dış ticaret dengesi değerleri arasındaki yüksek korelasyon göz önüne alındığında teknik kolaylık sağlaması nedeniyle cari dengenin genel mal dengesiyle tamamen beraber hareket ettiği varsayımı benimsenmiştir. Dolayısıyla bu çalışma için cari denge basit bir şekilde ihracattan (X) ithalatın (M) çıkarılması sonucunda elde edilen bir büyüklük olarak tanımlanmaktadır.

Gerçekleşen Cari Denge = X – M

$$\hat{X} = X[1 - \epsilon^{(X,Y_f)}(Y_f - Y_f^*) - (P_x - P_x^*)] \quad \hat{M} = M[1 - \epsilon^{(M,D)}(D - D^*) - (P_m - P_m^*)]$$

Çevrimsellikten Arındırılmış (Yapısal) Cari Denge =  $\hat{X} - \hat{M}$

İhracatı ve ithalatı çevrimsel etkilerden arındırma işlemine tabii tutmak için ise öncelikle analize dahil edilecek birtakım çevrimsel faktörler belirlemek gerekmektedir. Bu çalışmada değerlendirmeye alınan çevrimsel değişkenler, literatüre paralel olarak, ihracat için dış talep ( $Y_f$ ) ve ihracat fiyatları ( $P_x$ ) olurken, ithalat için iç talep ( $D$ ) ve ithalat fiyatları ( $P_m$ ) olmuştur. Arındırma işlemi yapılırken de gerçekleşen ihracat tutarından, yurt dışı talebin uzun vadeli trendinden sapmasından kaynaklanan ihracat tutarı ile birlikte ihracat fiyatlarının uzun vadeli trendinden sapmasından kaynaklanan ihracat tutarı çıkarılmaktadır. Böylece, yapısal faktörlerin ima ettiği bir ihracat rakamı elde edilmektedir. Benzer yaklaşım ithalata da uygulanmaktadır. Hesaplamalarda, ihracatın yurt dışı talep esnekliği  $\epsilon^{(X,Y_f)}$  ve ithalatın yurt içi talep esnekliği  $\epsilon^{(M,D)}$  de dikkate alınmaktadır. İhracatın yurt dışı talep esnekliği, 1999-2015 döneminde ihracatın ortalama büyümesinin yurt dışı talebin ortalama büyümesine oranlanması yoluyla oluşturulmuştur. İthalatın yurt içi talep esnekliği için de benzer bir işlem uygulanmıştır. En nihayetinde de yeni ihracat rakamının yeni ithalat rakamından farkı alınarak yapısal cari denge değerine ulaşılmaktadır.

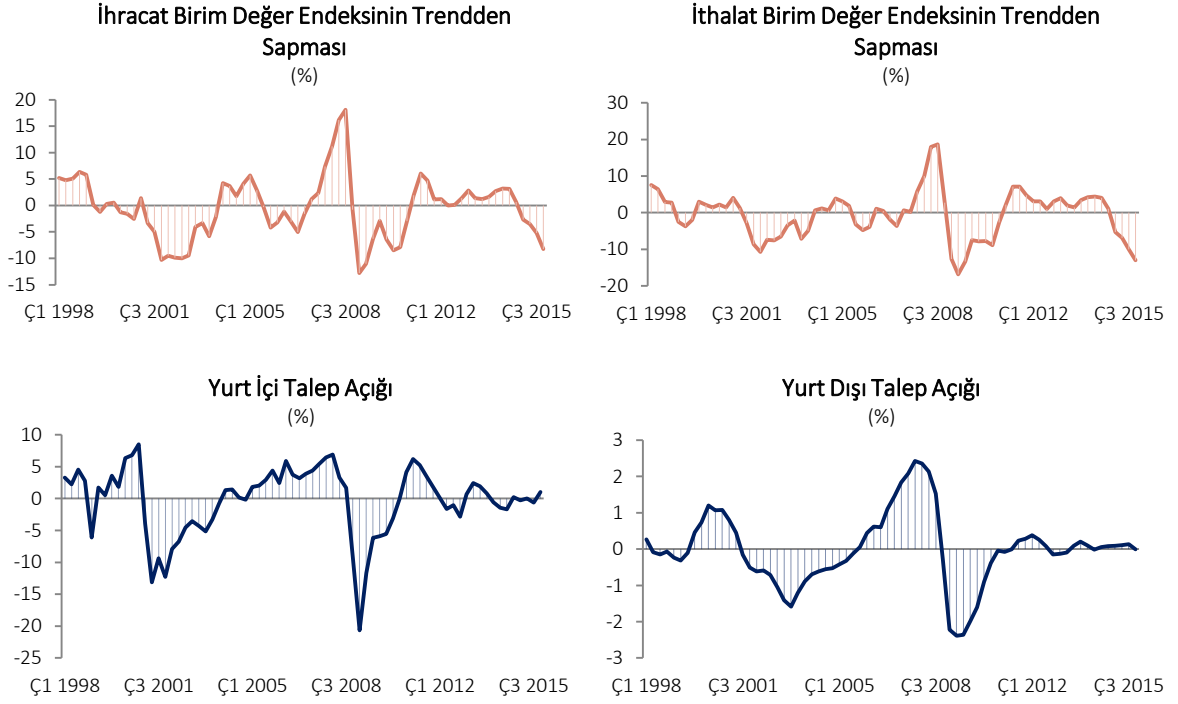
### III. Analiz Sonuçları

#### a. Çevrimsel Faktörlerin Uzun Vadeli Eğilimlerinden Sapmaları

İhracat için yurt dışı talep ve ihracat fiyatlarının; ithalat için ise yurt içi talep ve ithalat fiyatlarının uzun vadeli eğilimlerinden sapmasının hesaplanmasında yöntem olarak Hodrick- Prescott filtresi kullanılmıştır. Yurt dışı talep göstergesi için küresel büyüme oranları kullanılırken, yurt içi talep ise GSYH’nin tüketim ve yatırım harcamaları bileşenleri ile stok değişimleri toplanarak elde edilmiştir. İhracat ve ithalat fiyatları için birim değer endekslerinden faydalanılmıştır.

Yapılan analiz neticesinde, beklentilere paralel olarak ithalat ve ihracat fiyatları cari açık üzerinde son dönemde en belirgin etkiye sahip olan faktörler olarak karşımıza çıkmıştır. Nitekim, ithalat ve ihracat birim değer endeksleri kullanılarak hesaplanan dış ticaret fiyatlarının, son yıllarda uzun vadeli eğiliminden belirgin ölçüde aşağı yönlü saptığı görülmektedir. Bu durum, ithalat fiyatları için petrol ve

diğer emtia fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmıştır. İhracat fiyatları üzerinde ise büyük ölçüde EUR/USD paritesindeki gerileme etkili olmuştur. Toplam ihracatının %45’e yakını euro cinsinden yapmasına bağlı olarak Türkiye 2015 yılında paritede izlenen aşağı yönlü hareketten olumsuz etkilenmiştir. Bu dönemde tutar bazında ithalatın ihracatın bir buçuk katı olduğu da dikkate alındığında, ithalat birim değer endeksindeki gerilemenin dış ticaret açığı üzerindeki olumlu etkisinin ihracat endeksinin olumsuz etkisini fazlasıyla telafi ettiği düşünülmektedir. Dolayısıyla cari denge üzerinde dış ticaret fiyatlarının toplam etkisinin olumlu olduğu izlenmektedir.



Kaynak: TÜİK, İAB Hesaplamaları, Dünya Bankası

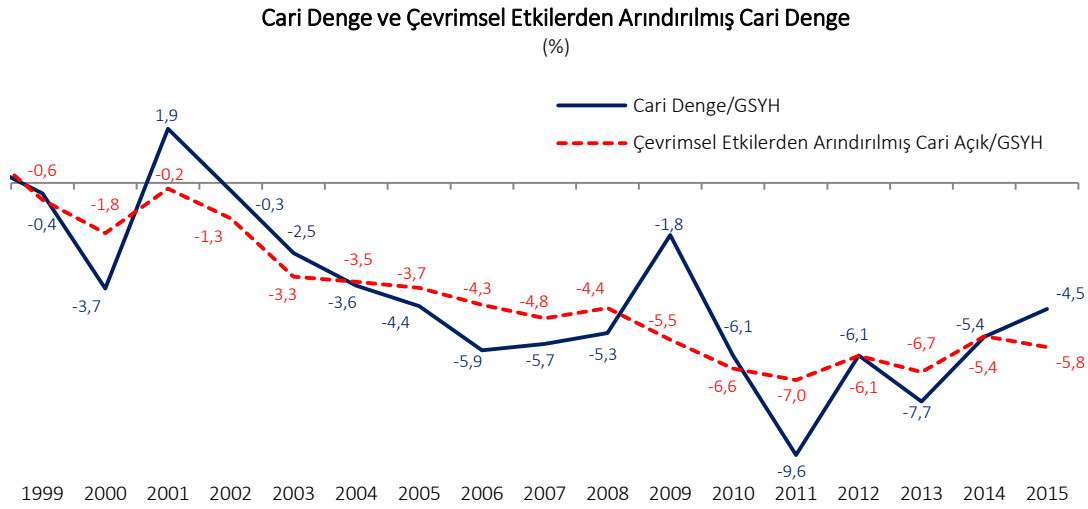
Yurt içi talep ise 2015 yılı genelinde uzun dönemli trendinden önemli bir sapma göstermemiş olup cari denge üzerinde etkide bulunmamıştır. Sadece son çeyrekte iç talebin uzun dönemli trendinden sınırlı boyutta yukarı yönlü saptığı izlenmektedir. Bu dönemde Türkiye ekonomisinin tüketim harcamalarının sağladığı destekle %5,7’lik bir büyüme oranı ile son 17 çeyreğin en olumlu performansını sergilemiş olması bu durumu teyit etmektedir. Özellikle son yıllarda yurt içi talebe kıyasla daha az oynaklık gösteren dış talep küresel finansal kriz sonrasında olduğu gibi son dönemde de uzun vadeli trendi doğrultusunda yatay bir seyir izlemiştir. Bu açıdan dış talebin Türkiye’nin cari açığı üzerinde son dönemde önemli bir etkide bulunmadığı düşünülmektedir. Küresel finans krizi sonrasında dış talepte trendden belirgin bir farklılaşmanın henüz yakalanamadığı tespiti de yapılabilmektedir. Dolayısıyla cari dengede iyileşmenin öne çıktığı son birkaç yıl için gerek yurt içi talep gerekse yurt dışı talep tarafında ciddi bir çevrimsel etkiden söz edilmesi mümkün görülmemektedir.

Tüm bu etkenleri birlikte ele aldığımızda, cari açığı toparlanmanın büyük ölçüde başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüşten kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Başka bir deyişle, son yıllarda Türkiye lehine gelişen ithalat fiyatları cari dengedeki iyileşmede temel belirleyici unsur olmuştur.

## b. Yapısal Cari Denge

Gerçekleşen cari denge rakamlarından yurt içi talep, yurt dışı talep ve dış ticaret fiyatlarının trendinden sapmasından kaynaklanan cari denge rakamları çıkarılarak yapılan düzeltme neticesinde “çevrimsel etkilerden arındırılmış cari denge” değerleri elde edilmektedir. Bu değerler aynı zamanda dolaylı yoldan yapısal cari açığı temsil etmektedir.

Analizimize göre yapısal cari açık 2015 yılında gerçekleşen cari açıktan daha yüksek bir açığa işaret etmiştir. Bu dönemde döviz kurunda yaşanan hareketlere ek olarak ithalat hacminin hızlı düşen enerji fiyatları ile birlikte istikrarlı bir şekilde daralması cari açığın belirgin bir şekilde iyileşmesine olanak sağlamıştır. Sonuçta ortaya çıkan tablo, cari açıktaki kaydedilen iyileşmenin kalıcı olup olmadığına dair tartışmaların geçerliliğini teyit etmektedir.



Kaynak: TÜİK, TCMB, İAB Hesaplamaları

Öte yandan, çevrimsel unsurların aksine yapısal unsurların seyri hakkında kolay bir şekilde çıkarımda bulunmak mümkün olmamaktadır. Daha doğrusu, katılık arz eden yapısal bir unsura dair yıldan yıla yorum yapmak sağlıklı olmayabileceği için kesinlik barındıran değerlendirmelerde bulunmaktan kaçınmak gerekmektedir. Bununla beraber analizden elde edilen bulguları uzun vadeli bir perspektifte incelediğimizde yapısal cari dengenin zaman içinde bozulma eğilimi sergilediği görülmektedir. Analizimizin başlangıç yıllarında yapısal faktörlerin işaret ettiği cari işlemler hesabının dengeye yakın seviyelerde olduğu, yıllar içinde ise genişlediği görülmektedir. Bu durum, cari açığı artıran bazı çevrimsel faktörlerin zaman içinde kalıcı bir hal alarak yapısal nitelik kazandığına da işaret edebilecektir.

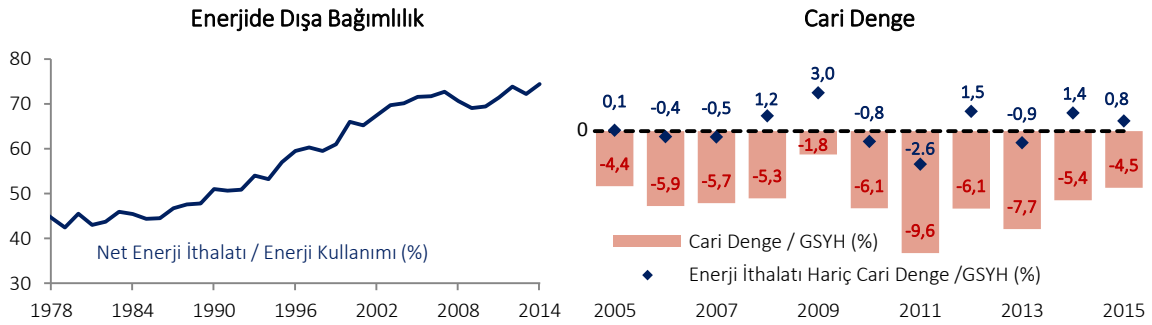
Son iki yılda gerçekleşen cari açığa kıyasla daha olumsuz bir görünüm sunan yapısal cari açığın GSYH’ye oranı hesaplamalarımıza göre 2015 itibarıyla %5-6 civarındadır. Elde ettiğimiz değerler daha önce IMF’nin 2012’de yayımladığı bir çalışmada yer alan rakamlarla uyumluluk arz etmektedir. IMF, söz konusu çalışmada 2011 yılı için Türkiye’nin yapısal cari açık/GSYH oranını %7,3 olarak hesaplamıştır. TCMB’nin 2013 yılında yayımladığı “Türkiye’de Konjonktürel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi” isimli raporunda da yapısal cari işlemler dengesinin %5 düzeylerinde istikrar kazanmakta olduğuna işaret edilmiştir. Analizimiz TCMB’nin hesaplamalarının 2012 sonrasında da genel olarak geçerliliğini koruduğunu ve yapısal cari işlemler dengesinin 2009’dan bu yana %5-7 arasında istikrar kazanma yolunda olduğunu göstermektedir. Ancak bu seviyelerin norm olarak kabul görmek için fazla

yüksek seviyeler olmasından dolayı söz konusu istikrar kazanma eğilimini olumlu bir gelişme olarak değerlendirmek mümkün değildir.

#### IV. Cari Açığın Yapısal Bileşenlerine İlişkin Değerlendirmeler

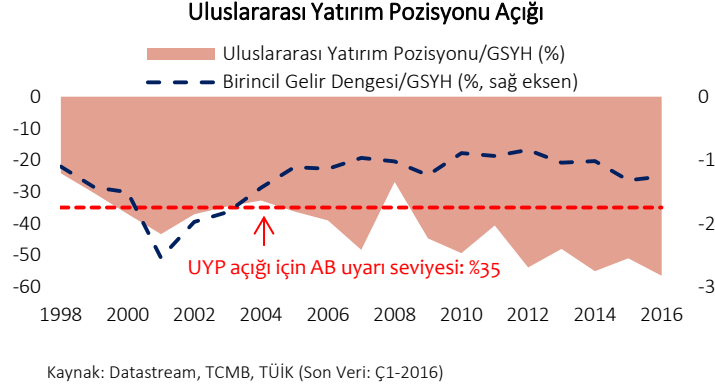
Yapısal cari dengenin kötüleşmesinde Türkiye’nin dünya ile olan ticari bağlarının güçlenmesi sürecinde ekonomide dışa bağımlılığının artması ateşleyici faktör olmuştur. 20. yüzyılın ikinci yarısında başlayan küreselleşme akımı paralelinde Türkiye ekonomisi de -özellikle 90’lı yıllarla birlikte- dış pazarlara açılma yönünde hızlı ilerleme kaydetmiştir. 90’lı yılların ikinci yarısından itibaren Gümrük Birliği Anlaşması ile ithalatını ihracatından daha hızlı bir şekilde artıran Türkiye ekonomisi, iç talebin güçlü seyretmesinin de etkisiyle cari açığı yerleşik bir sorun olarak bünyesine katmıştır.

Dolayısıyla, Türkiye’nin yıldan yıla bozulma eğiliminde olan yapısal cari denge görünümünün en büyük sorumlusu ekonomik aktivitenin hız kazanması doğrultusunda yerli üretimin ithal girdiye bağımlılığının artması ve enerjide yüksek dış kaynak ihtiyacının sürmesi olmuştur. Bu durumu rakamlarla izah etmek için ara malı ve enerji ithalatının toplam ithalat içindeki payına bakmamız yeterli olacaktır. 2015 yılı itibarıyla ara malı (ham madde) ithalatı toplam ithalatın yaklaşık %70’ini, enerji faturası ise toplam ithalatın %18’ini oluşturmaktadır. Enerji hariç cari işlemler hesabının GSYH’ye oranı da cari açığın GSYH’ye oranıyla karşılaştırıldığında oldukça olumlu bir performans sergilemektedir. Toplam enerji ihtiyacımızın yaklaşık %75’ini ithal kaynaklardan temin ettiğimiz hesaba katıldığında, ithal girdi yükünün ancak yapısal reformlarla azaltılabileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

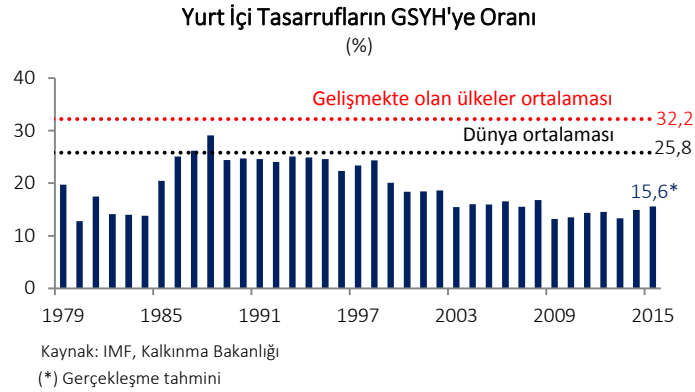


Kaynak: Dünya Bankası, TCMB, TÜİK

Türkiye için önem taşıyan bir diğer yapısal unsur olan yurt dışı varlık stoku ile yükümlülük stoku arasındaki farkın (uluslararası net yatırım pozisyonu) GSYH’ye oranı da yüksek seviyelerde gerçekleşerek nispeten riskli bir görünüm sunmaktadır. Yurt dışı varlık gelirlerinin ve yükümlülük giderlerinin cari işlemler dengesine yansıtıldığı birincil gelir kalemleri (ücret ödemeleri, yatırım gelirleri - doğrudan, portföy ve diğer yatırımlardan elde edilen-) Türkiye’nin yurt dışı yatırımları vasıtasıyla gelir yaratmada başarılı sayılamayacağını ortaya koymaktadır. Nitekim, birincil gelirler son on yılın altısında düşüş kaydetmiştir. Söz konusu gelirler 2008 yılında ulaştığı 7,7 milyar USD düzeyinden 2015 yılında 4,5 milyar USD’ye inmiştir.



Bunun yanı sıra kişi başı milli gelirin ve yurt içi tasarruf oranının düşük düzeylerde seyretmesi de cari dengede kalıcı bir iyileşme sağlanmasının önünde önemli bir engel teşkil etmektedir. Bağımlı nüfus oranının yüksekliği gibi demografik faktörler ve finansal derinleşmenin tasarrufları yeterince teşvik edememesi gibi etkenler de tasarruflar üzerindeki baskıyı artırarak cari açığın kalıcı bir sorun haline gelmesine katkıda bulunmaktadır. Türkiye’nin yatırımlarını karşılayabilecek bir tasarruf gücüne yaklaşması cari açığın yapısal nedenlerinin hafifletilmesi açısından önem taşımaktadır. Mevcut ortamda yapısal cari dengede iyileşme sağlamak için bahse konu alanlarda yeterli koşullara halen sahip olunmadığı yorumunu yapmak yanlış olmayacaktır.



## V. Genel Değerlendirme

Küresel finans krizinden bu yana Türkiye’de yapısal cari açığın GSYH’ye oranı %6 civarında yataya yakın hareket etmiştir. Gerçekleşen cari açığın GSYH’ye oranı ise küresel krizin ardından ilk yıllarda yükseliş kaydetmiş, izleyen dönemde ise gerileme eğilimine girmiştir. Olumlu küresel likidite koşulları, gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomik aktivitede daha fazla yer edinmesi, yurt içinde uygulamaya konulan makro ihtiyati tedbirler ve son olarak da düşen enerji maliyeti söz konusu iyileşmede büyük rol oynamıştır. Tüm bu faktörler cari açıktaki mevcut dönemde kaydedilen iyileşmenin çevrimsel, diğer bir deyişle, geçici unsurlardan kaynaklandığını ve iyileşme eğiliminin önümüzdeki dönemde kolaylıkla tersine dönebileceğini göstermektedir. Benzer ülkelerle karşılaştırıldığında cari açığın halen yüksek olması da endişeleri canlı tutmaktadır.

Önümüzdeki dönemde, enerji fiyatlarının olumlu etkisinin azalması halinde cari açıktaki bir süredir gözlenen düzleşme ortadan kalkabilecek ve dış dengede kalıcı bir iyileşme yaratabilecek adımlara duyulan ihtiyaç artabilecektir. Ayrıca, jeopolitik risklerin ve Rusya ile yaşanan gerginliğin turizm gelirlerinin azalmasına neden olması ve başlıca ihracat pazarlarımızdaki sorunların dış ticaret

performansını olumsuz etkilemesi bu durumu pekiştirebilecektir. Küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklere her gün yenilerinin eklendiği bir ortamda dış talebin karşı karşıya olduğu riskler de dikkate alındığında, Türkiye ekonomisi açısından cari açığın kırılma kaynağı olarak gündemdeki ağırlığının artabileceği düşünülmektedir.

Çaresi henüz bulunamamış bir dizi ekonomik problemin gündemi meşgul ettiği günümüzde, nasıl çözüleceği çok uzun yıllardır bilinen bir soruna sahip olduğu için ülkemiz şanslı sayılabilecekse de önlem almada gecikmesi halinde karşı karşıya kalınacak risklerin büyüklüğü göz ardı edilmemelidir. Söz konusu risklere maruz kalmadan önce alınacak politika önlemleri ilerleyen yıllarda daha sağlıklı bir ekonomi portresinin çizilmesine fırsat verebilecektir. Türkiye’de ara malı üreten sektörlerin desteklenmesi bu politikalardan akla ilk gelenler arasında yer almaktadır. Bunun için de yatırım teşvik programlarının daha etkin bir şekilde kullanımının sağlanması ve stratejik yatırım olarak nitelendirilen cari açığı olumlu etkilemesi beklenen yatırımlara daha fazla ağırlık verilmesi yerinde olacaktır. Ara malı ithalatına olan bağımlılığın azaltılması amacıyla son yıllarda politika yapıcılar tarafından yeni teşvik programları açıklandıysa da bu programların tasarrufların artırılması konusunda büyük atılım sağlayamaması ve tasarrufların hâlihazırda düşük olduğu bir ortamda yatırımları büyütürken finansmanda dışa bağımlılığın dozunu yükseltebilecek olması eleştirilere neden olmaktadır. Diğer taraftan, bireysel emeklilikle ilgili olan düzenlemeler gibi birikimleri destekleyecek hamlelerin yapılması ise umut verici eylemler olarak karşımıza çıkmaktadır.

İhracat tarafında da alınabilecek önlemler açısından manevra alanı bulunmaktadır. Türkiye’nin rekabet gücünün artırılması durumunda cari dengeye yaklaşımda başarı gösterilebilecektir. Ancak ekonominin uzun vadede bu gelişmeden faydalanabilmesi için rekabet gücündeki artışın ucuz iş gücüne yönelerek değil verimlilik artışı sağlayacak reformlar gerçekleştirilmesi ile elde edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, öncelikle eğitim ve teknoloji alanında atılımlar yapmak ve bilgiye dayalı, katma değerli ürünler üretme yolunda ilerleme göstermek cari açık sorununu uzun vadede masadan kaldırmaya yardımcı olacaktır.

2014 yılında açıklanan Yapısal Reform Paketi vaat ettiği yeniliklerle cari açık sorunu için yukarıda sıralanan saptamaları da onaylayan birçok çözüm önerisi barındırmaktadır. Büyüme odaklı politikaların tercih edildiğinin izlendiği mevcut dönemde söz konusu reform adımlarına yoğunlaşılması tutarlı bir hamle olacaktır. Zira cari açığın azaltılması Türkiye’nin sürdürülebilir ve sağlıklı bir büyüme performansına erişmesi için başlıca önkoşullardan biridir. Bu çerçevede, konjonktürel gelişmelerin insafına kalmış bir cari işlemler hesabının ekonomik kalkınmanın önüne set çekmeye devam etmemesi için gerekli politika önlemlerinin uygulamaya konulması büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, Türkiye’nin her an her yönden esebilecek “yeni normal” rüzgârlara karşı dayanıklılık gösterebilmesi için de cari açık ve dolayısıyla dış finansman ihtiyacı gibi negatif etiketlerden sıyrılması gerekmektedir. Böylece, dış şoklara karşı dayanıklılığının sıkça tartışma konusu olduğu ülkemizin muadilleri arasında daha avantajlı bir konumda yer alabilmesinin ve dolayısıyla küresel ekonomi haritasında nispeten daha cazip bir bölgede varlığını sürdürebilmesinin önü de açılmış olacaktır.



## Kaynaklar

ECB (2010), “Current Account Determinants and External Sustainability in Periods of Structural Change” ECB Working Paper No: 1243.

IMF (2012), “Pilot External Sector Report”, IMF Policy Paper, Temmuz 2012.

Kara, H. ve Ç. Sarıkaya (2013), “Türkiye’de Konjonktürel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi”, TCMB Çalışma Tebliği No: 13/40.

Medina, L., Prat, J. ve A. Thomas (2010), “Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies”, IMF Working Paper No: 10/43.

Röhn O., Gönenç R., Koen V. ve R. Kardeş (2012), “Tackling Turkey’s External and Domestic Macroeconomic Imbalances”, OECD Economics Department Working Paper No:986.



Ekonominin ana sayfası: «ekonomi.isbank» → [ekonomi.isbank.com.tr](http://ekonomi.isbank.com.tr)

---

## YASAL UYARI

---

Bu rapor Bankamız uzmanları tarafından güvenilir olduğuna inanılan kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılmak suretiyle, sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde finansal enstrümanların alım veya satımı konusunda tavsiye veya finansal danışmanlık hizmeti sağlanması olarak yorumlanmamalıdır. Bu raporda yer verilen görüş ve değerlendirmeler, hiçbir şekilde Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurumsal yaklaşımını yansıtmamakta olup, raporu kaleme alan uzmanların kişisel görüş ve değerlendirmeleridir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgi, görüş ve değerlendirmelerin doğru, değişmez ve eksiksiz olması konusunda herhangi bir şekilde garanti vermemektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgilerde herhangi bir bildirimde bulunmaksızın değişiklik yapma hakkına sahiptir. Bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan Türkiye İş Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir.

İşbu rapor üzerinde Bankamızın telif hakkı olup, Bankamızın yazılı izni alınmaksızın herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayımlanamaz. Tüm haklarımız saklıdır.

---