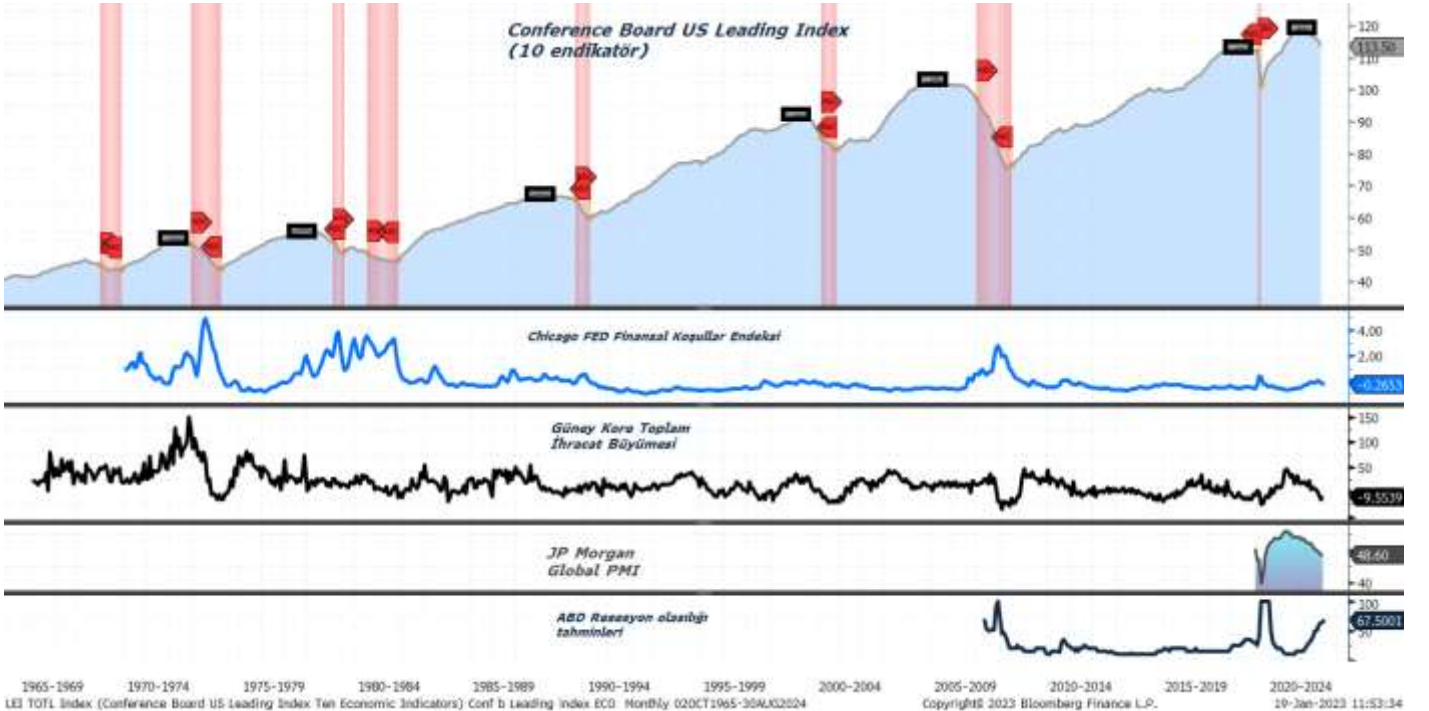


ABD’de resesyon sinyalleri güçleniyor ancak derinliği konusunda belirsizlik var...

ABD ekonomisindeki yavaşlama giderek resesyon kaygılarını arttırırken, FED’in sıkı duruşu devam ediyor. Ekonomik aktivitedeki yavaşlama, 2022 senesinin son yarısında hemen her ekonomik veride ve şirket karlarında kendisini hissettirdi. Son olarak ISM Hizmet endeksi daralma bölgesine kayarken(yeni siparişlerdeki zayıflık özellikle dikkat çekiciydi), sanayi üretimindeki düşüş, perakende satışlardaki zayıflama, emlak piyasasındaki sert ivme kaybı(satışlarda 10 ay arka arkaya düşüş) kaygı verici. Finansal koşullardaki sıkılaşma devam ederken, resesyon beklentisindeki artış, şirketleri daha defansif bir duruşa ve bütçe harcamalarında kesintiye giderek çalışan sayılarını azaltmaya itiyor ki bunu; Amazon, Microsoft, Meta, Salesforce gibi şirketlerde gördük. Tüketici güveni ve kobi anketlerindeki bozulma da, ekonomideki canlılığın yavaşlayacağına işaret eden öncü göstergeler. Aşağıda gösterilen Conference Board öncü gösterge endeksindeki zayıflama da bir resesyon sinyali veriyor. ABD ekonomisinin giderek hizmet tarafına kayması ile faizlere hassasiyeti eskisine göre nispeten azalmış olsa da, faizlerdeki artışın konut ve hisse senedi piyasalarını aşağıya çekmesi ve azalan tasarruflar da, tüketici güveni ve harcama davranışları üzerinde olumsuz etki yaratarak, ekonomik aktivitede zayıflamaya neden olacaktır.

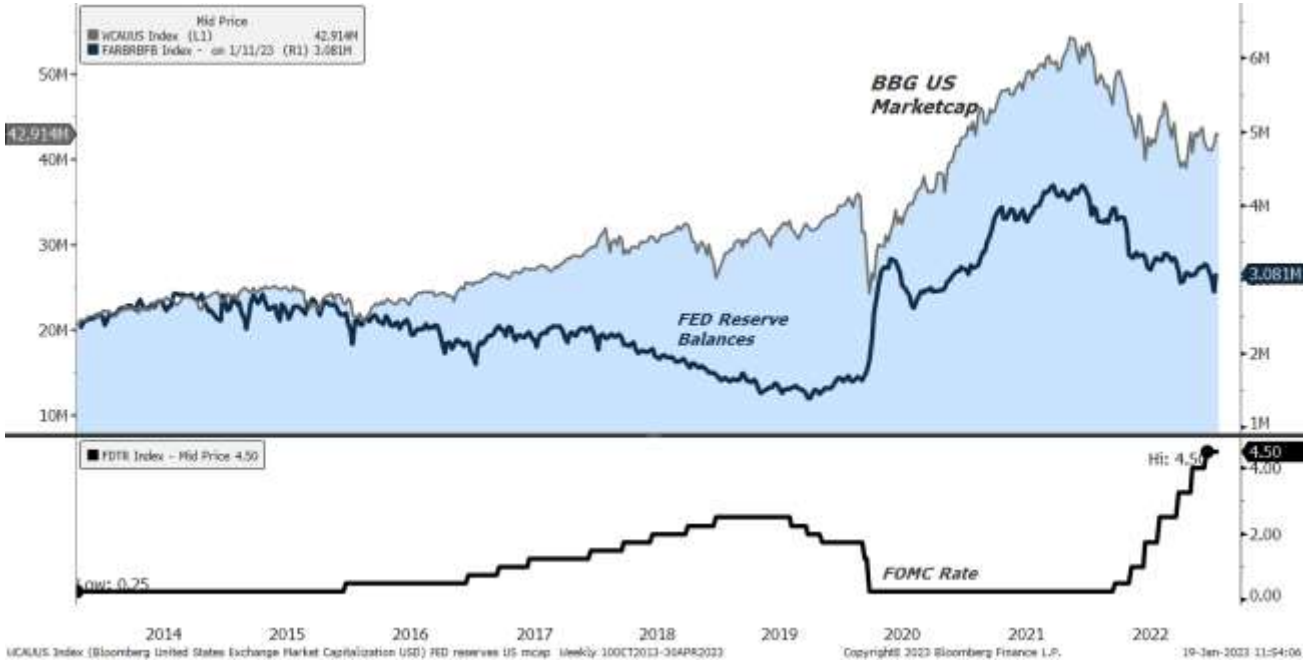
FED derin olmayan bir resesyon istiyor... FED’in 2023 senesi için verdiği işsizlik tahminlerine(%4,6) baktığımızda, işsizlik oranında neredeyse 1 puanlık bir artış öngörülüyor ki, geçmişte bu kadar hızlı istihdam kaybının yaşandığı her dönemde resesyona girilmesi, merkez bankasının açıkça dile getirmese de baz senaryo olarak hafif bir resesyona aldığını gösteriyor. Ancak her şeye rağmen bu yavaşlamada istihdam piyasası geçmişe göre çok daha sağlıklı ve halen her işsiz için 1,7 açık iş pozisyonu ilanı bulunuyor ve işsizlik oranı %3,5 gibi oldukça düşük bir seviyede seyrediyor. Bu da bize yaklaşan olası bir resesyununun çok derin bir durgunluğa dönüşmeyebileceğini düşündüren önemli bir faktör.



FED'in ek parasal sıkılaştırma anlamında politika alanı çok daraldı...

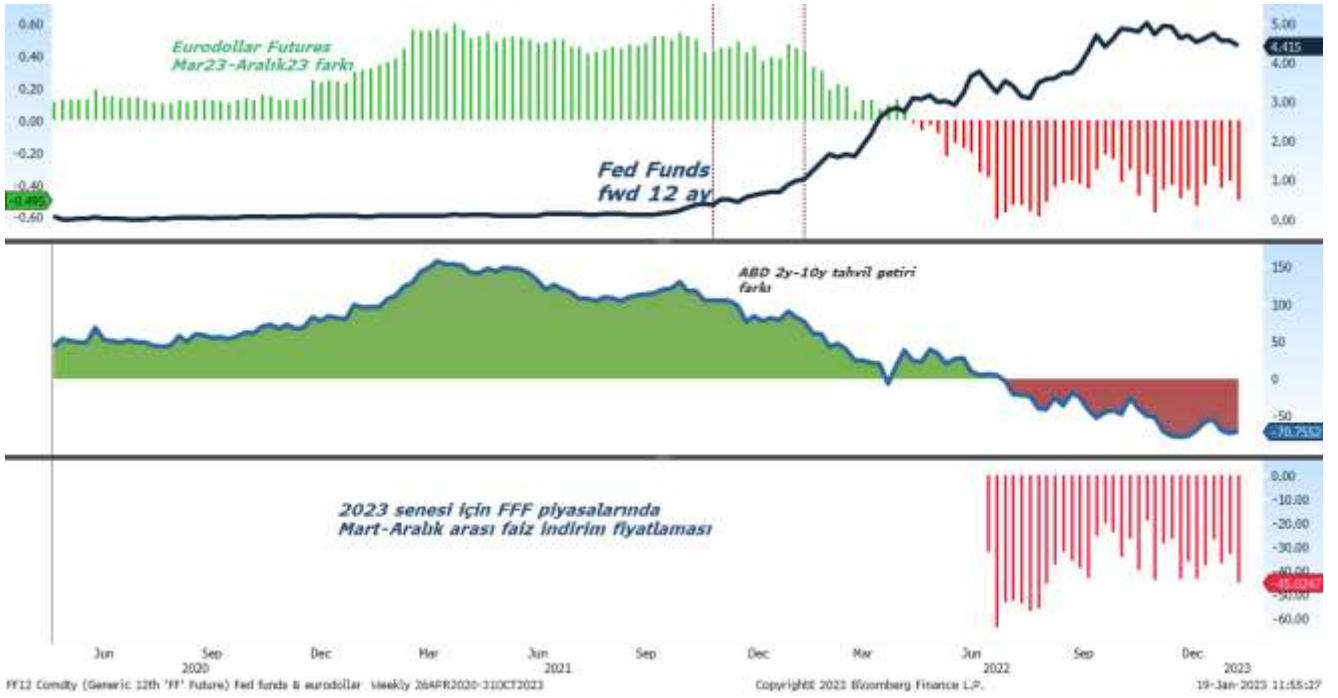
FED faizlerinde %5 tepe seviyeler olabilir... FED her ne kadar para politikasında sıkı duruşunu sürdürerek faiz artışları, bilanço küçültme ve sözlü yönlendirme ile ekonomik aktiviteyi yavaşlatarak, enflasyonu aşağıya çekme hedefini sürdürse de, bize göre faizlerde %5-%5,50 bandının ötesine gitme ihtimali çok düşük(son toplantıda terminal faiz beklentisi: %5,1, piyasa beklentisi: %4,9). Her ne kadar Bullard'ın Taylor kuralının bir versiyonunda faizlerin %7'ye kadar çekilmesi gerekebilir yorumu ve bazı FED Başkanlarının daha ucu açık faiz artırım hedefleri FED'in şahin duruşunun altını çizse de, bu yorumları biz sözlü yönlendirmenin bir parçası olarak buluyoruz ve gerçekleştirilebilir olduğunu düşünmüyoruz.

Artan faizler ve daralan dolar likiditesi ABD dışında bir krizi tetikleyebilir... Enflasyonun yavaşladığı, ekonomik aktivitenin ciddi ivme kaybetmeye başladığı, konut piyasasının durduğu, şirket yöneticileri arasında resesyona beklentisinin %90 üzerine çıktığı ve hem bankaların hem de teknoloji şirketlerinin birbiri ardına işten çıkartmalara başladıkları bir dönemde, faiz artışlarının bu hızla devam etmesi ciddi finansal ve ekonomik krizlere davet çıkaracaktır. Doların rezerv para birimi konumunu göz önüne alarak FED'in politikalarının diğer ülkeler üzerindeki etkisini de göz önüne aldığımızda, sıkılaştırmanın bu hızla devam etmesinin yaratacağı olası bir krizin merkezi de ABD değil, daha kırılgan ülkeler olabilir.



FED Başkanlarının politik anlamda biraz daha şahin olmaları ama aşırıya kaçmamaları beklenebilir... FED Başkanları açısından çok kritik bir denge söz konusu. Başkanlar zaten yüksek enflasyonun daha kalıcı olduğunu göremedikleri için eleştiriliyorlar ve bu konuda politik baskı altındalar. Enflasyonun %6 üzerinde olduğu bir ortamda faiz artışı konusunda biraz aşırıya kaçıp ekonomiyi resesyona götürmeleri çok büyük bir tepkiye neden olmayacaktır ve bir miktar daha şahin politikaların tercih edilmesi, FED Başkanlarının şahsi çıkarları için de uygun olacaktır. Ancak bu şahin politikaların abartılması(%7'ye çıkarılacak faizler gibi), sıkılaştırmanın dozunun kaçırılarak büyük bir global krize neden olunması, bu noktada yapılabilecek en büyük politika hatası olacaktır.

Piyasa fiyatlamaları ile FED mesajları ayrışmaya devam edecek... Bu dinamikler ışığında FED'in seçeceği en mantıklı politika, sözlü yönlendirmede bir miktar şahin, aksiyon tarafında ise enflasyon gerilerken daha temkinli hareket etmek olacaktır. Bunun farkında olan piyasa oyuncuları da, 2023 senesinde FED'in komünikasyonundan daha güvercin fiyatlamalar yapma eğiliminde olabilirler. Dolayısıyla resesyon beklentilerinin artması ve finansal piyasalarda yükselecek olan volatilité, her ne kadar Başkanlar farklı söylemde olsalar da, bu sene için faiz indirim beklentilerinin artmasına yol açacaktır. Nitekim şu anda da piyasa oyuncuları, FED'in faizleri öngördüğü seviyeye kadar yükseltemeyeceğini ve 2023'te iki faiz indirimine gidileceğini fiyatlıyorlar.



Biz 2023 senesinde FED'in oyun alanının çok dar olduğunu, yatırımcıların bunun farkında olduğunu ve sözlü yönlendirmenin etkisinin önümüzdeki dönemde giderek azalacağını düşünüyoruz. Burada FED'in 2022 senesine 3 faiz artış projeksiyonu ve %1 altında bir faiz tahmini ile girip, faizleri %4,25-%4,50 bandına kadar çektiği de düşünüldüğünde, bu sene için yapılan projeksiyonların güvenilirliği de sorgulanacaktır. Nitekim Minneapolis FED Başkanı Kashkari'nin son yazısında enflasyon tahminleri konusunda, istihdam dinamikleri ve beklentiler odaklı modellerin değişen enflasyon kaynaklarını anlamakta yetersiz kaldığı ve yeni modellerin geliştirilmesi gerektiğine değindiği yazısı da, merkez bankasının içerisinde bulunduğu zor durumu gösteriyor.

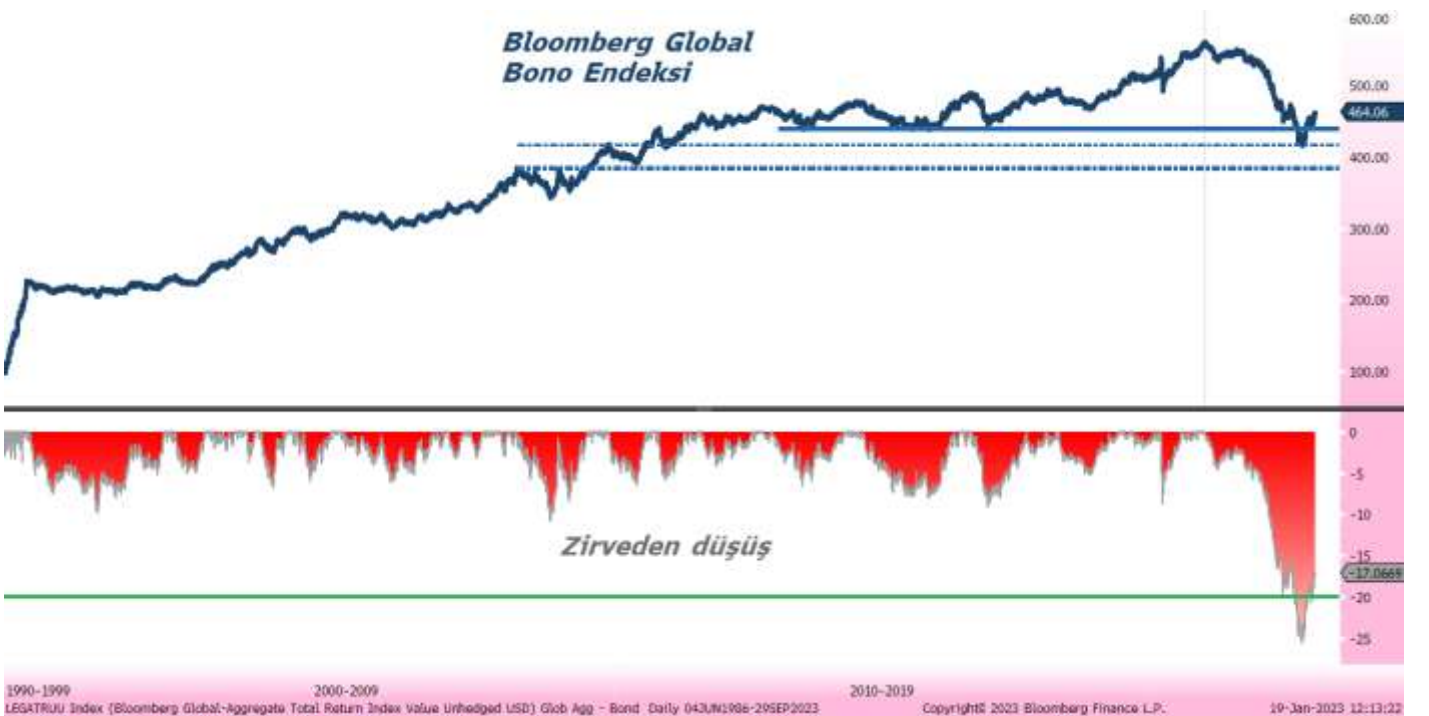
İyi veri=iyi piyasalar denklemine dönüş... Resesyon kaygılarının piyasaların yönünü belirleyen ana faktör olduğu, FED'in ek sıkılaştırma konusunda elinin rahat olmadığı bir durumda, olası bir resesyon ne kadar hafif geçerse ve ekonomide yumuşak iniş sağlanırsa riskli varlıklar için o kadar olumlu olacaktır. Nitekim son gelen istihdam verisinde güçlü istihdam artışı rakamına rağmen, ücret artışlarındaki gerileme, yumuşak iniş senaryosunu gündeme getirdi ve endekslerde yukarı yönlü hareketler gördük. Önümüzdeki dönemde de, güçlü ekonomik verilerin yatırımcılarda "FED'in sıkılaştırma olasılığının artması" paniğine sebep olmaktan çok, rahatlamaya neden olduğunu görebiliriz.

FED'in enflasyon hedefi için %3 seviyeleri daha makul olabilir... Her ne kadar FED kararlı bir şekilde %2 enflasyon hedefine vurgu yapsa da, bunun önemli bir nedeni finansal koşullarda gevşemeye neden olmayacak şekilde sözlü yönlendirme yapmak. Ancak önümüzdeki dönemde yapısal faktörlerin etkisi ile globalizasyonun arka plana atılarak tedarik zincirlerinde üretimin daha pahalı ve yakın yerlere kayması, emtia tarafında enerji ve metallerde sınırlı yatırımlar nedeniyle arz sıkıntılarının sürmesiyle fiyatların yüksek kalması, enflasyonun daha yüksek bir seviyede stabilize olmasına ve kalmasına yol açabilir. **Parasal sıkılaştırma ile enflasyonun arz kaynaklı kısmını çözemeyen FED de, bir krize yol açmak yerine biraz daha yüksek ve tolere edilebilir bir enflasyon seviyesini kabul edebilir.** Nitekim Blanchard gibi bazı önemli ekonomistler de bir süredir ABD için %3-%4 enflasyon hedeflemesinin para politikasına esneklik sağlayacağını, algı anlamında da önemli bir fark yaratmayacağını savunuyorlar.

Güvenli liman arayışı 2022'de çaresiz kalmıştı, 2023 bu anlamda daha iyi bir sene olabilir...

Güvenli limanlar olarak algılanan ve riskten kaçış zamanlarında ön plana çıkan devlet tahvilleri, şirket bonoları ve altın gibi varlıklar, geçtiğimiz sene hızla yükselen faizler ve artan dolar ortamında zayıf performans gösterdiler. Risk iştahının daraldığı dönemlerde portföylerdeki hasarı yumuşatan ve çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturulurken hisse senetleri gibi riskli varlıkların yanında yer verilen bu varlıklar portföylerdeki erimeyi durduramadı.

Normal şartlarda ekonominin yavaşladığı dönemlerde talepteki düşüşle beraber enflasyonun da aşağıya inmesi ve merkez bankasının faiz indirimleri ile bu düşüşü yumuşatması, kriz dönemlerinde hisseler değer kaybederken, tahvillerin değer kazanmasına yardımcı olurdu. Ancak 2022 ve pandemi sonrasında yaşananlar, arz itişli ve talep çekişli enflasyon dinamiklerinin ön plana gelmesi, tarihsel örneğine pek rastlanmayan farklı bir yatırım ortamı ortaya çıkardı.



60/40 portföyün durumu... Aşağıda gösterildiği gibi %60 hisse/%40 bono ağırlığındaki bir portföy, geçtiğimiz sene tarihteki en kötü performanslarından bir tanesini gösterirken, %16 üzerinde düştü(hisse endeksi Bloomberg US Largecap, bono endeksi Bloomberg US Agg olarak alındı). Ancak biz önümüzdeki dönemde özellikle senenin ilk yarısında portföylerdeki bono/tahvil pozisyonlarının güçlü performans göstermesi ve ikinci yarıda hisse senetlerinin toparlanarak portföylere destek vermesi ile bu tarz dengeli portföylerin tekrar artıya geçeceğini düşünüyoruz.

Nitekim tarihsel olarak baktığımızda da bu şekildeki bir hisse/bono portföyü iki sene arka arkaya eksi performans göstermedi. Ayrıca 60/40 oranı haricinde hisse ve bono/tahvillerden oluşan dengeli bir portföy tutan, pasif yatırım odaklı hareket ederek senede bir veya iki defa portföyünü güncelleyen yatırımcılar için de; senenin ilk yarısında tahvil ve bono tarafında ağırlığı bir miktar artırıp, sonrasında ikinci yarı öncesinde hisselerle bu ağırlığı aktarmak (60/40 ağırlığının ilk yarıda %60'ını bono tahvil tarafına ayırmak, ikinci yarı öncesinde ise tekrar %60 hisse oranına dönmek gibi) 2023 senesi için makul bir strateji olabilir.



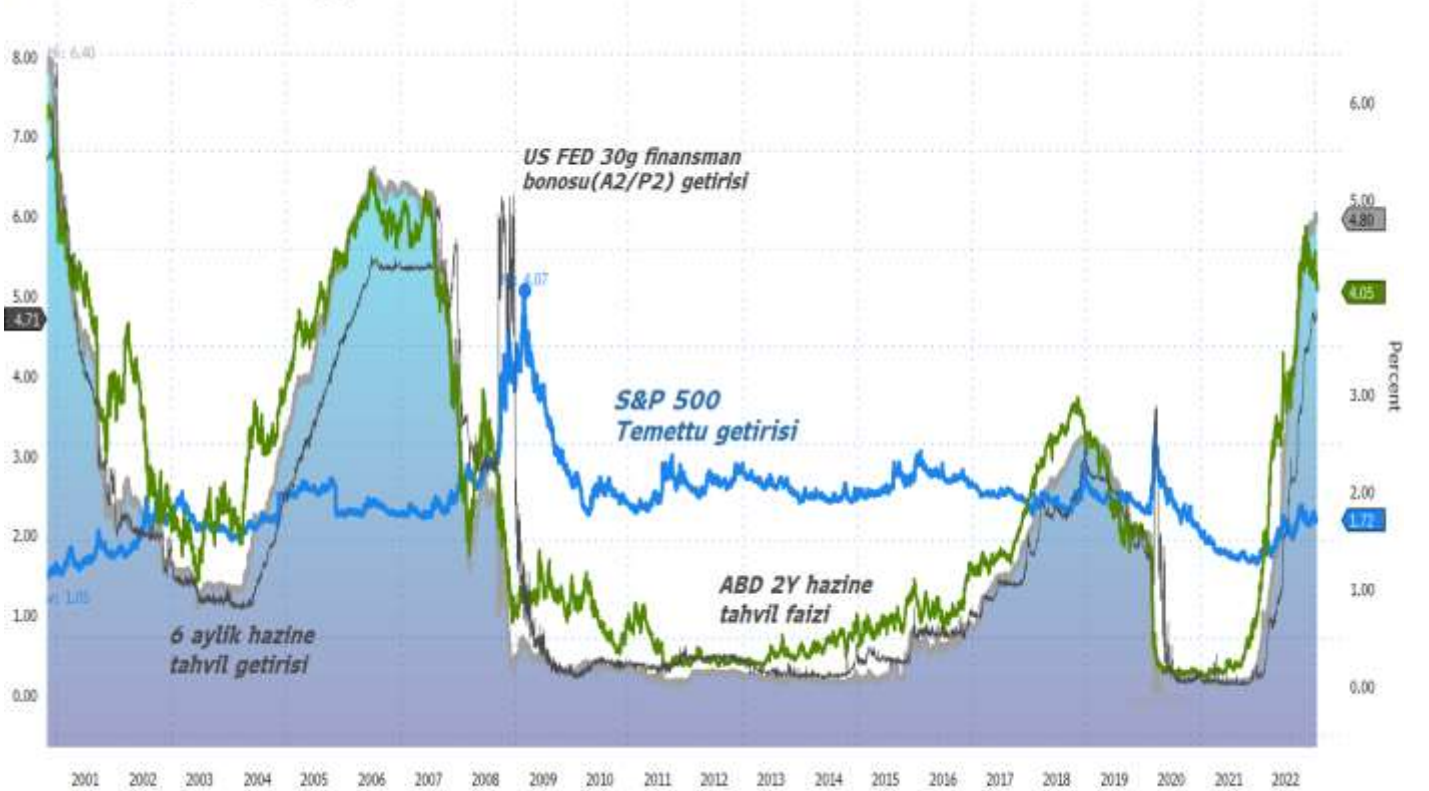
Çeşitlendirilmiş bir portföy için buraya emtia pozisyonları da eklemek, özellikle enflasyonun yüksek kaldığı dönemler için makul olacaktır. Her ne kadar altın 2022 senesinde güvenli liman anlamında istenileni veremese de, biz 2023 senesinde portföylere getiri anlamında katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla senenin ilk yarısı için çeşitlendirilmiş portföylerin içerisinde %10-20 bandında emtia fonları da dahil etmek ve özellikle altın pozisyonlarına ağırlık vermek bize göre mantıklı.

Kısa vadeli tahvil getirileri oldukça cazip ve bu alana alokasyon artırılabilir...

ABD 2 yıllıklarının getirisi oldukça cazip... Biz bu noktada enflasyonda zirveyi görmüş olduğumuzu, FED'in tepe sıkılaştırmaya oldukça yakın olduğunu, Amerika'da 2 senelik hazine tahvilleri gibi kısa vadeli tahvillerin cazip getirilere sahip olduğunu ve fon akımlarını çekmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Kısa vadede FED'in şahin sözlü yönlendirmeyi devam ettirmesi ve Çin'deki ani ve kontrolsüz açılmanın etkisi bir süre daha faizlerin yüksek kalmasına neden olabilir. Hatta 2 yıllık faizlerinde önümüzdeki haftalarda yukarı yönlü son bir hareket de takip edebiliriz. Ancak biz bu noktada tahvillerde kademeli alımlar yapılmasının doğru olacağını ve ekonomideki kırılganlıkları göz önüne aldığımızda faizlerin bu seviyelerde uzun süre kalmasının sürdürülebilir olmadığını düşünüyoruz. Aşağıda gösterildiği gibi uzun zaman S&P 500'ün temettü getirisi altında kalan kısa vadeli faizlerin hızla yükselerek, sabit getiri yatırımcılarına oldukça cazip bir alternatif sunması, bu tarafa olan fon akımlarının artmasına neden olacaktır.

Nakit alternatif olarak gucleniyor
Kısa vadeli hazine tahvil getirisini cazip hale geliyor



Source: Bloomberg

912796ZZ Govt T&H Yld SPX Div BOND Daily 03JAN1990-19JAN2023

Copyright© 2023 Bloomberg Finance L.P.

19-Jan-2023 12:12:14

Senenin ilk yarısında tahvil/bono piyasalarında risk spektrumunun biraz daha konservatif tarafına giderek kısa ve orta vadeli ABD tahvilleri ağırlıklı kalmak, sonrasında risk iştahında beklediğimiz daralma geldiği zaman da, spread'lerin de açılması ile beraber biraz daha riskli şirket bonoları tarafında alıma gitmek makul bir strateji olabilir. Özellikle de beklediğimiz resesyonun sığ bir resesyon olması ve iflas oranlarının düşük kalması, bir çok yüksek getirili bonoda önümüzdeki aylarda yaşanabilecek panik satışlarını cazip alım fırsatlarına çevirebilir.

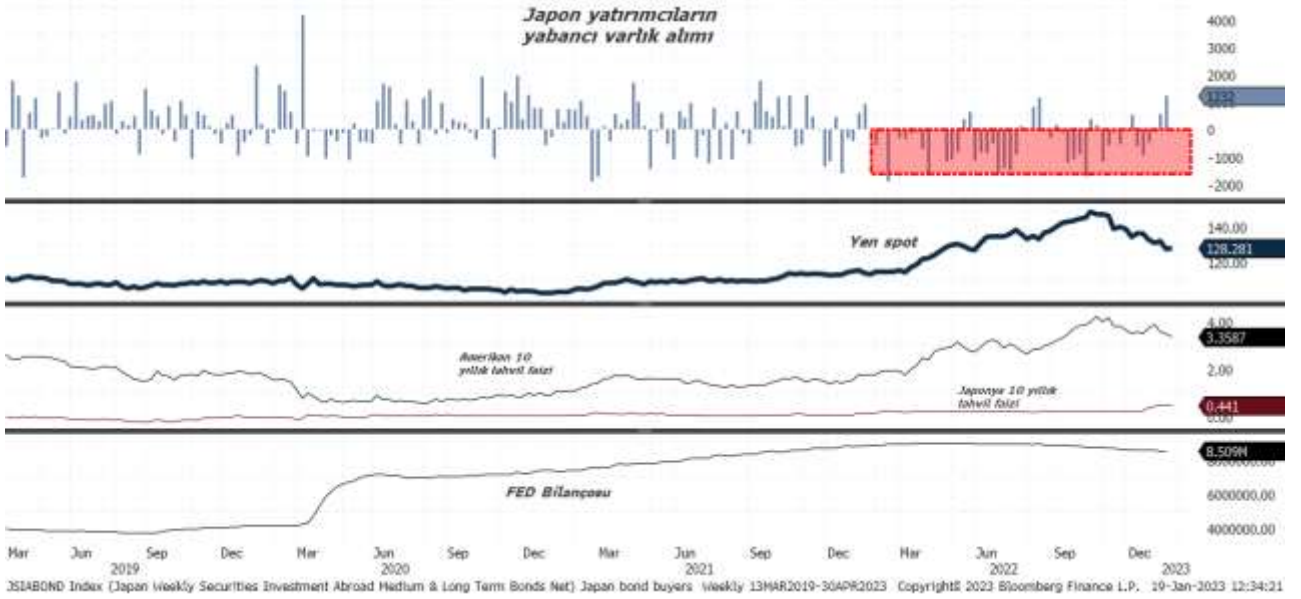
Aşağıda gösterilen hazine tahvilleri ile yüksek getirili bonolar arasındaki getiri farkı önümüzdeki dönemde risk iştahının daralması ile beraber %6-7 bandına doğru açılacaktır. Burada **enerji şirketleri gibi, petrol fiyatlarının yüksek kalmasından fayda görecek ve yüksek miktarda serbest nakit üretecek, ancak rating'leri düşük kalmış şirket bonolarından oluşan ETF'ler düşünülebilecek bir seçenek.** Ayrıca yakın zamanda rating'leri downgrade edilmiş (fallen angels) daha yüksek kaliteli junk bonolardan oluşan borsa yatırım fonları da, senenin ilerleyen dönemlerinde değerlendirilebilecek sabit getirili yatırım seçenekleri arasında.



Tahvil piyasasından FED'in ve yabancı yatırımcıların çekilmesi bir risk... Tahvil faizlerinde senenin ikinci yarısında beklediğimiz aşağı yönlü harekete rağmen getiri eğrisinin uzun bacağına düşüşler çok derinleşmeyebilir. ABD Tahvil piyasasındaki en önemli alıcıların çekilmeye başlaması likiditeyi daraltırken, faizlerdeki aşağı yönlü hareketlerin de sınırlı kalmasına neden olacaktır.

FED'in bilanço küçültmeye devam etmesi, tahvil eğrisinin uzun bacağına giderek kendisini daha fazla hissettiren, Amerikan tahvillerini tutan en büyük yatırımcı olan Japon yatırımcıların ülkelerinde artan faizlerle beraber eskisi kadar ABD tahvillerine ilgi göstermemelerinin tahvil faizleri üzerinde etkisi olacaktır. \$1 trilyon üzerinde Amerikan tahvili tutan Japonya'daki yatırımcılar geçtiğimiz sene alımlarını ciddi oranda azaltmışlardı. Önümüzdeki dönemde Japonya'da artabilecek faizlerin daha fazla lokal yatırımcıyı çekmesi ile beraber ABD tahvillerinde bir miktar ek yabancı satışı da görebiliriz. Bu da uzun vadeli tahvil faizlerinde yukarı yönlü bir etki yapacak, getiri eğrisindeki terse dönüşün yavaşlamasına neden olacaktır.

Esas olarak FED'in QE'den QT'ye geçişi ile beraber bilanço küçültmeye başlaması ve 2022 senesi sonlarında bunun hızını arttırarak, her ay vadesi gelen \$60 milyarlık tahvil ve \$35 milyarlık mortgage'a dayalı bono alımlarını sonlandırması, tahvil piyasasında giderek artan bir etki yaratacaktır. Özellikle piyasalarda stresin arttığı dönemlerde bu sıkılaştırmanın etkisi daha çok hissedilecek ve 2019 sonlarında repo piyasasında yaşanan sıkışıklık gibi, kredi piyasalarında sıkışmalara da yol açabilecektir.



Getiri eğrisinde sene içerisinde dikleşme görebiliriz...

Biz getiri eğrisinde dikleşme yaşanabileceğini, 2-10 yıllık tahvil farkının kapanarak önümüzdeki aylarda tekrar artıya doğru yaklaşacağını düşünüyoruz. Senenin ilk dönemlerinde FED'in sözlü yönlendirmesinin de etkisi ile tahvil faizlerinde aşağı yönlü hareketler bir miktar sınırlı kalabilir, ancak biz ilk çeyrek sonlarında kısa ve uzun vadede aşağı yönlü hareketlerin ön plana geleceğini düşünüyoruz.



Aşağıdaki grafikte gösterilen emlak endeksinin, yakın geçmişte tahvil faizlerine öncü sinyaller ürettiği göz önüne alındığında, buradaki düşüş oldukça dikkat çekici. Emlak fiyatlarının tüketicilerin zenginlik efektinin önemli bir kısmını oluşturması nedeniyle, buradaki durgunluk zamanla ekonomiye yansiyabiliyor.

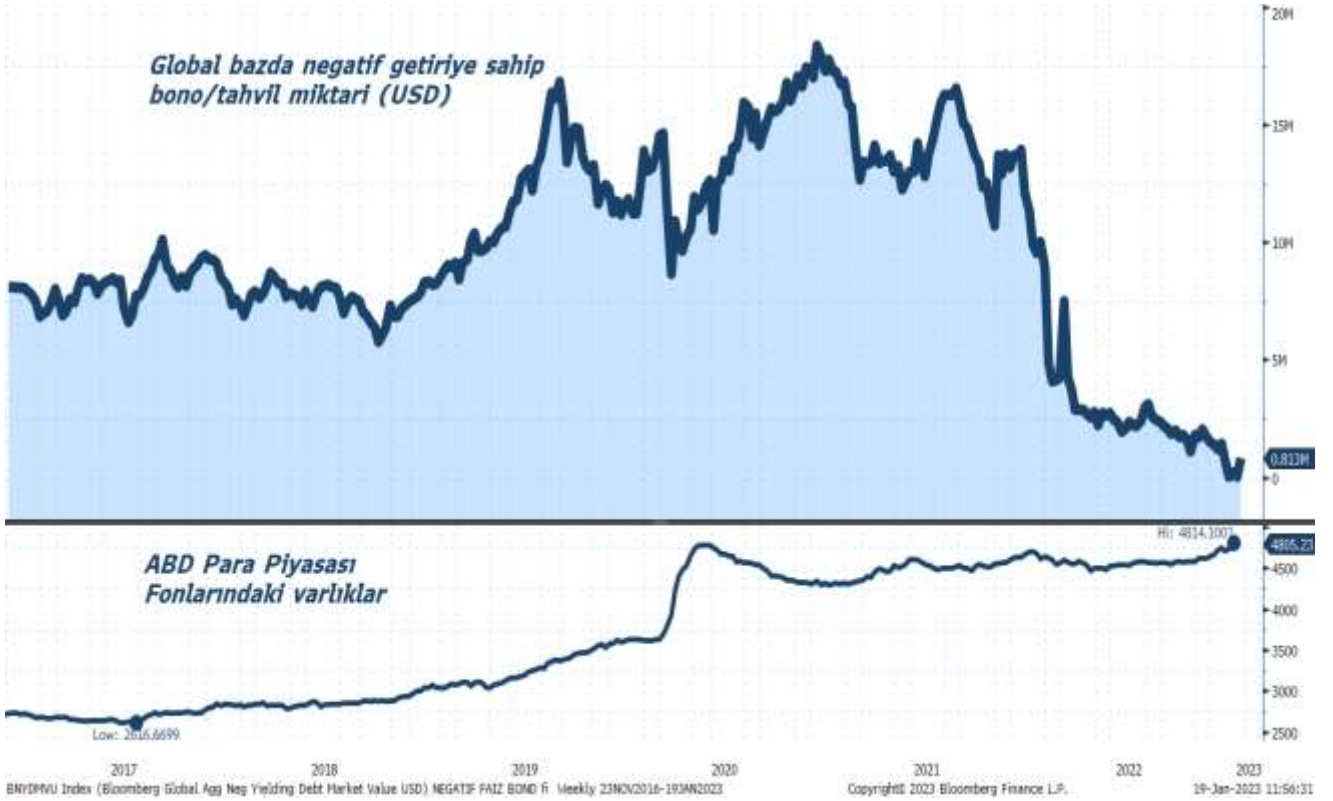


Sene içerisinde büyüme beklentilerinin toparlanması, enflasyonda düşüşün bir süre daha devam etmesi ve FED'in faiz artışlarının tamamlanması ile beraber, 2 yıllık tahvil faizinde düşüş 10 yıllıklara göre daha hızlı olabilir ve bu da eğride bir dikleşmeye(bull steepener) neden olabilir. **2 yıllık tahvil faizleri için özellikle %4 seviyesi yakından takip edilecek önemli bir seviye, bu seviyenin kırılması ile beraber %3,5 hedefine doğru hızlı bir hareket görebiliriz.**



Tahvil piyasalarındaki ve faizlerdeki normalleşmenin etkileri...

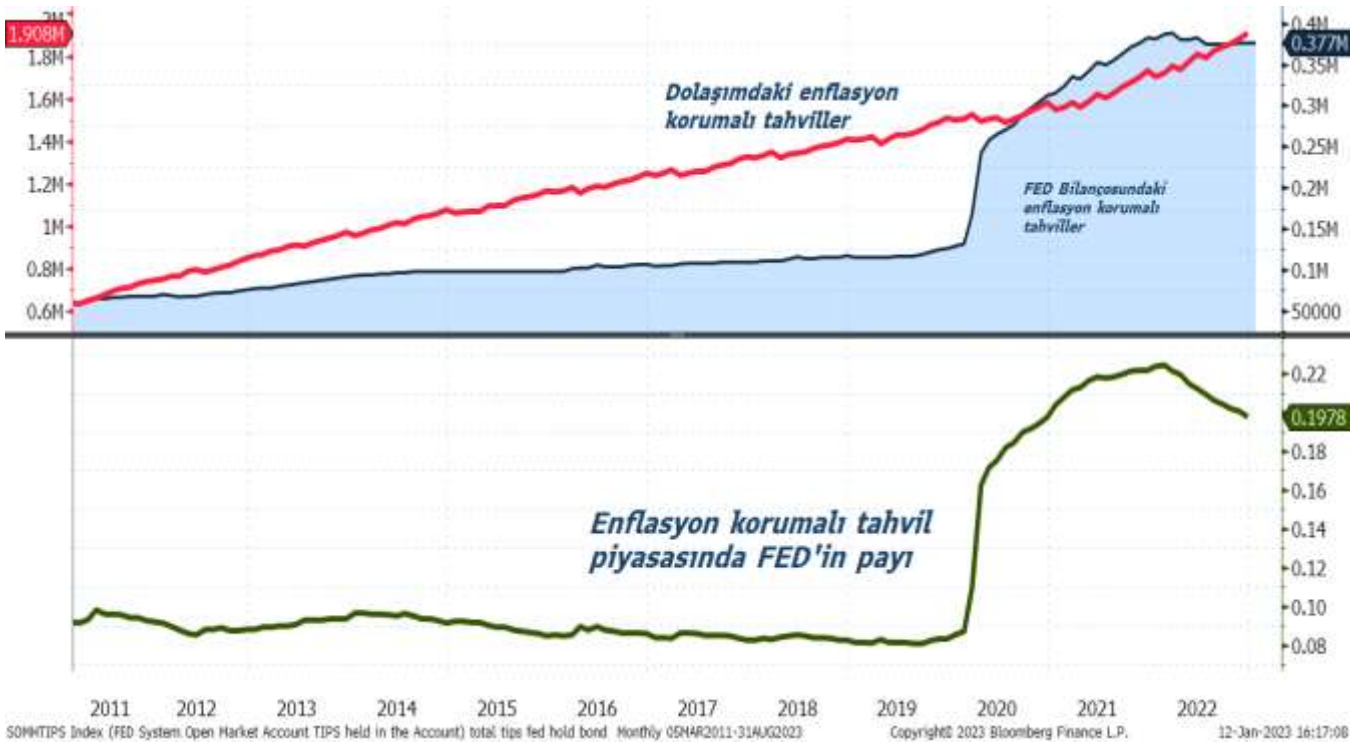
Eksi reel faizlere dönülmemesi, spekülâtif risk iştahı üzerinde etkili olacaktır... Tahvil faizleri şüphesiz hisse değerlemeleri üzerinde etkisi olan en önemli faktörlerden bir tanesi ve önümüzdeki dönemde faizlerin seviyesinin geçtiğimiz bir kaç seneye göre daha yüksek bir bölgede dengelenmesi, hisse senetlerindeki spekülâtif coşkuyu azaltacak bir etki yapacaktır. Son senelerde rekor seviyelere ulaşan global bazdaki negatif faiz veren bono miktarı da, hızla son dönemde gerileyerek sıfır seviyesine doğru gidiyor.



Geçtiğimiz senelerde gördüğümüz gibi proje şirketlerinin sermaye piyasalarında cezbedici hikayelerle büyük fonlama aldıkları günler uzun bir süre daha geri gelmeyebilir. Bu her ne kadar **inovasyona ayrılan kapitali azaltarak, yeni teknolojilerin gelişmesini törpüleyebilecek bir etki yaratsa da, son dönemde hızla artmış olan sermaye piyasalarında bol likidite dolayısıyla oluşmuş aşırılıkların törpülenmesi açısından olumlu bir dinamik**. Kısa vadede yukarıda gösterildiği gibi para piyasasında bekleyen nakit, dönem dönem ucuzlanmış spekülâtif varlıklara giriş yapsa ve tepki hareketlerine neden olsa da, biz önümüzdeki dönemde bu varlıklara ve özellikle kriptopara tarafına mesafeli yaklaşmanın doğru olacağını düşünüyoruz.

Paranın zaman değerinin sifıra çekildiği ve global bazda bol likiditenin yaratıldığı bir ortamda kapital alokasyonunun dikkatsizce ve yanlış şekilde yapılması, bize göre spekülâtif balonların oluşumunun en önemli nedeni. Bunun örneklerini son senelerde özellikle kriptopara piyasasında gördük ve bu dönemde yaratılan irrasyonel aşırılıkların karın ağırlarını, önümüzdeki senelerde de muhtemel olarak çekmeye devam edeceğiz.

Eksi faizler ve merkez bankasının piyasalara müdahalelerinin, başta tahviller olmak üzere piyasadaki fiyat oluşum mekanizmalarını ve fiyatların sinyal etkisini bozması ve kapitalin doğru şekilde alokasyonunu engellemesi dolayısıyla, bu koşulların kalıcı olması doğru değil ve para politikasındaki normalleşme, faizlerin belli seviyelere çekilmesi aslında ekonominin ve piyasaların işleyişi açısından olumlu bir dinamik. Aşağıda reel faizler ve enflasyon beklentileri hakkında önemli bir sinyal etkisi olan ABD'deki enflasyon korumalı tahvil piyasasının, merkez bankasının yaptığı alımlarla ne kadar etkilediğinin bir örneği gösteriliyor. Sonuç olarak FED'in tahvil piyasasındaki alımlarını azaltması sancılı bir süreç olsa da, bize göre uzun vade için olumlu bir dinamik.



UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerini ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.