

## 1973'deki yüksek enflasyon ortamı ve ayı piyasası ile 2022 arasındaki benzerlikler...

Aşağıdaki satırları okuduğumuzda, 2022 senesinin kısa bir özeti gibi duruyor:

- ✓ Hızla artan petrol fiyatları ile beraber enflasyonun kontrolden çıkması
- ✓ Yükselen enflasyonla savaşmak için faizleri arttıran FED
- ✓ Rusya bazlı bir tahıl sıkıntısının gıda enflasyonunu körüklemesi
- ✓ İlk etapta enflasyonu geçici unsurlara bağlayan FED Başkanı ve iki senelik gevşek para politikaları sonrasında ani frene basan merkez bankasına yönelik artan eleştiriler
- ✓ Yavaşlayan büyüme ve yaklaşan resesyon
- ✓ Global bazda artan emtia fiyatlarının enflasyonun ana kaynağı olarak görülmesi
- ✓ Bol likidite etkisi ile değerlemeleri şişen az sayıdaki popüler hissede %50 üzerinde düşüşler
- ✓ Endekslerin bir ayı piyasasına savrulması

Ancak bu ifadeler aslında 1973'te başlayan ayı piyasası ortamını anlatıyor.

- ✓ 1972 senesini çift haneli yükselişle tamamlayan Dow Jones Sanayi endeksi, 1973 senesine 1000 puan üzerinde rekor seviyelerde başlamış, ancak artan enflasyon, yavaşlayan büyüme, sıkılaştıran FED, gerileyen değerlendirme çarpanları gibi faktörlerin etkisi ile hızla gerileyerek, bir ayı piyasasına savrulmuştu.
- ✓ İki sene süre ayı piyasası, Dow Jones Sanayi endeksinin zirveden %44 gerilemesine yol açmıştı. Aşağıdaki grafikte endeksin 1973-74 ve 2022 senesindeki hareketi veriliyor. Biz her ne kadar 2023 senesi başında bir düşüş hareketi daha beklessek de, satışların o dönemki kadar derinleşmeyeceğini düşünüyoruz.



Burada Mark Twain'in "tarih tekerrür etmez ama kafiyelidir" sözü ile geçmişe kısa bir göz atmakta fayda var.

## ***Gevşek para politikalarından sıkılaştırmaya geçen bir FED (Jerome Powell vs Arthur Burns)...***

**Vietnam savaşının sonlarına gelirken, 1970 senesinde ABD’de artan işsizlik, yükselen enflasyon ve baş gösteren resesyon** ortamında Başkan Nixon, kendisine yakınlığı ile bilinen ve daha önce Başkan Yardımcılığı döneminde yakın çalıştığı bir ekonomisti, Arthur Burns’ü FED Başkanlığına getirdi. Burns 1970-1978 tarihleri arasında iki dönem FED Başkanlığı yaptı ve ABD’de “Great Inflation” dönemi olarak bilinen 1965-1982 senelerinin(bu arada enflasyon %1’den %14,5’a yükseldi) ortasında görevde kaldı. Burns’ün göreve gelişi sonrasında gevşek para politikalarının da yardımı ile ekonomi 1970 sonunda resesyondan çıktı.

**Ancak resesyondan çıkılmasına rağmen, Başkan Nixon’ın da baskısıyla, ekonomideki toparlanmaya rağmen, gevşek para politikaları uzun tutuldu.** Nixon, 1972 senesinde yapılacak seçimlere de güçlü bir büyüme ivmesiyle girilmesini isterken, resesyon sonrasında ekonomide canlılığın devam etmesini amaçlıyordu. Nitekim genişlemeci para politikaları devam etti ve 1970-1973 arasında **M1 para arzındaki genişleme %6,5** ile II.Dünya Savaşı sonrasında üç senelik dönemler arasında en hızlı büyümeye işaret etti.

**1972 yılında ABD ekonomisi %5 üzerinde hızla büyürken ve aşırı ısınma emareleri gelirken para arzındaki büyümenin hızlanmaya devam etmesi,** FED içerisinde sert tartışmalara neden olmuş, bir çok üye parasal genişlemeye bir fren yapılması yönünde Başkan Burns ile münakaşaya girmişti. Burada Burns ile beraber çalışan bir çok FED üyesinin kendisinin enflasyonu etkileyen gıda ve enerji gibi faktörleri göz ardı ederek, **fiyat artışlarını geçici olarak** görme eğiliminde olduğunu ve para politikasının belirlenmesinde daha stabil, uzun vadeli trendleri ön plana aldığını belirtiyorlar. Nitekim günümüzde, pandemi sonrasında yaşanan fiyat artışlarını FED’in uzunca bir süre geçici olarak değerlendirmesi ile Burns’ün eğilimleri arasında büyük paralellikler var. Burns para politikasının yanı sıra, fiyat ve ücret kontrolleri yoluyla da enflasyonla savaşma yoluna giderken, sendikaların gücünün azaltılması ve ücretlerin sınırlandırılmasını savundu ve nitekim 1971-1973 arasında fiyat ve ücret sınırlandırılması uygulandı. Ancak Burns enflasyonla savaşında tutarlı politikalar izlemeyerek başarısız oldu ve 1950’lerde %2,3, 1960’larda %2,5 ortalama ile seyreden enflasyon, 1970’lerde %6,8’e sıçradı.

<u>Sene</u>	<u>Enflasyon</u>	<u>Ortalama Fed faizi</u>	<u>Ekonomik döngü/ Büyüme</u>	<u>Önemli Gelişmeler</u>
1966	3	5,11	Genişleme (6.6%)	Vietnam savaşı
1967	2,8	4,22	Genişleme (2.7%)	Gevşek para politikalarına geçiş
1968	4,3	5,66	Genişleme (4.9%)	Aya inildi
1969	5,5	8,21	Aralık'ta tepe (3.1%)	Nixon Başkan oldu
1970	5,8	7,17	Kasım'da dip (0.2%)	Resesyon
1971	4,3	4,67	Genişleme (3.3%)	Fiyat ve ücret kontrolleri / Bretton Woods'dan çıkış sinyali
1972	3,3	4,44	Genişleme (5.3%)	Seçimler ve gevşek para politikaları
1973	6,2	8,74	Kasım'da tepe (5.6%)	Parasal sıkılaştırma, Ayı piyasası
1974	11,1	9,83	Daralma (-0.5%)	Watergate, Nixon istifası, Stagflasyon

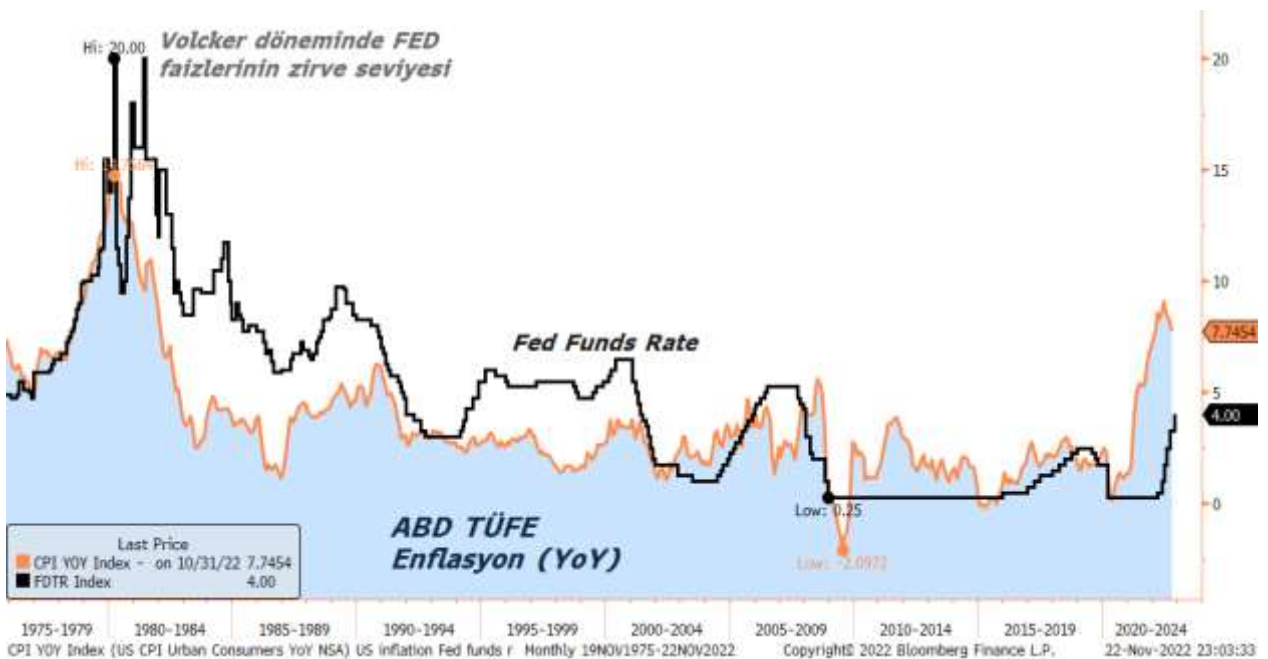
Kaynak: Minneapolis FED, World Bank, Macrotrends

### 1970'lerde kronikleşen enflasyon sorunu...

Burns, kararlılıkla enflasyonla savaşmaması, hükümet politikasının fazlasıyla etkisi altında kalması ve para politikasındaki ileri-geri adımları ile başarılı bir FED Başkanı olarak tarihe geçmedi ve **1970'lerdeki yüksek enflasyon ve sonrasında ABD'de yaşanan stagflasyon** konusunda sıklıkla suçlandı. Ancak Başkan olmadan önce yayınladığı makalelerde enflasyon konusundaki çok katı ve şahin yorumları ve parasalcılığın babası olarak bilinen Milton Friedman'ın hocası ve bir anlamda idolü olması, enteresan bir tezati ortaya çıkarıyor. Burada enflasyonu tetikleyen faktörler arasında gevşek para politikalarının yanı sıra, Vietnam savaşı ile beraber maliye politikalarının da gevşek tutulmasının önemli etkisi gözden kaçmamalı.

**1970-1972 arasında aşırı gevşek para politikaları sonrasında FED, artan emtia fiyatlarının da etkisi ile patlayan enflasyonu kontrol etmek için 1973 senesinde sıkılaştırma politikalarına geçerek frene bastı.** 1973 ve 1974 senelerindeki parasal sıkılaştırma döneminde bu sefer de bir çok ekonomist tarafında aşırı şahin olmakla eleştirilen FED'in sıkı para politikaları bu sefer de savaş sonrasında en büyük durgunluğuna neden oldu. ABD ekonomisi stagflasyon sürecine girdi ve finansal sistemde kırılmalar yaşandı. 1974'te sistematik riske neden olabilecek bir banka(Franklin National) çöküşün eşiğine geldi ve FED'in devreye girmesiyle(Lehman benzeri bir hamle ile) riskin finansal sisteme yayılması engellendi.

**1979 senesinde Burns'den sonra göreve gelen Paul Volcker** faizleri hızlı bir şekilde yukarı çekip, %11'lere dayanan enflasyonun üzerinde tutarak ve enflasyonda kararlı düşüşü görene kadar ekonomideki sert duraksamaya rağmen sıkı para politikaları uygulayarak ABD'de enflasyonu boğan FED Başkanı olarak tarihe geçti. **Biz Powell başkanlığında bir FED'in bu kadar agresif olamayacağını**, terminal faizin bu döngüde %5-%5,50 bandında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Enflasyon tarafında her ne kadar swap piyasaları ve başabaşlara baktığımızda piyasa FED'e enflasyonun orta vadede %2,5 gibi seviyelerde çıpalaması konusunda kredi veriyor olsa da, önümüzdeki 2 sene ABD'de %3-4 bandında bir enflasyonun daha kabul edilebilir olduğunu görebiliriz.



### OPEC ambargosu ve petrolün yükselişi...

1973 senesinin Ekim ayında İsrail ile Mısır ve Suriye arasındaki Yom Kippur savaşında, ABD'nin İsrail'e büyük miktarda silah yardımı yapması sonrasında Mısır'ın yanında yer alan Suudi Arabistan, ABD'yi petrol ambargosuna dahil etti. Ambargo ile Ortadoğu'dan Batı'ya olan petrol ihracatında %60 üzerinde bir düşüş yaşanırken, Suudiler'in üretimi de %25 civarında düşürmeleri ile ortaya çıkan ani arz şoku, fiyatlarda sert yükselişlere yol açtı.

**Yaklaşık 6 aylık ambargo sürecinde global bazda petrol fiyatları dört katına çıktı ve \$3 seviyelerinden \$12 seviyelerine tırmandı.** ABD'de ambargonun etkileri ciddi şekilde hissedilirken, Nixon'ın tüketime sınır koyan politikalarıyla benzincilerde uzun kuyruklar oluştu. Bu şok sonrasında ABD'de stratejik rezervler oluşturuldu, EIA kuruldu, 1970 senesinde ülkede günde 10 milyon varille zirveye çıkan ancak sonrasında hızla gerileyen petrol üretiminin ülke içinde artırılmasına yönelik çalışmalar başlatıldı. Her ne kadar **ambargo uzun sürmese de, yaşanan şok, petrol fiyatlarında bir risk priminin belirmesine** ve fiyatların uzun süre yüksek kalmasına yol açtı. Bu da o dönemde patlayan enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki yükselişte önemli rol oynadı.



### Rusya'da kuraklık ve buğday fiyatlarında sıçrama...

1972 senesinde Avrupa ve Rusya'da yaşanan kuraklığın tahıl üretiminde ciddi düşümlere neden olması sonrasında **Rusya, bir kıtlık yaşanabileceği korkusu ile ABD'den büyük miktarlarda tarımsal emtia alımına gitti.** Rusya'nın tarımsal emtia stoğunun kritik derecede düşük olduğunun farkına varmayan ve yapılan anlaşmalarla piyasa fiyatının dahi altından çok yüksek miktarda Rusya'ya tahıl satan ABD, gıda fiyatlarında sert artışlara neden oldu. Global bazda hemen her yerde fiyat artışları görülürken, İngiltere'de ekmek fiyatlarında 1973'de %80 üzerinde artış yaşandı. Dolayısıyla her ne kadar ABD'de enflasyon 1973 senesinde daha ciddi şekilde kendisini göstermiş olsa da, aslında bir sene öncesinde gıda fiyatları yükselişe geçmişti.

## **Bol likiditenin yarattığı aşırılıklar ve balonlar(Nifty Fifty vs FANG)...**

1930'larda Warren Buffett'ın da hocası ve mentoru olan Ben Graham ile yaygınlaşan ve hisse fiyatlarını göz ardı ederek, bir şirketin varlıkları, büyüme hızı, temettüsü ve karlılığını göz önüne alarak bir içsel değer hesaplamayı ve ek bir güvenlik ağı ile yatırım yapmayı baz alan değer yatırımı kavramı, senelerce popüler bir disiplindi. Ancak 1960'larda hızlı büyüyen ve faaliyet gösterdikleri alanları domine eden bazı şirketlere yönelik optimizm, büyüme odaklı yatırım kavramını ön plana getirmiş ve yatırımcılar gelecekte yaratılacak potansiyel büyüme için bu şirketlere temel anlamda pahalı fiyatlar ödemeyi makul bulmuşlardı. Bu şirketlerin sonsuza kadar ekonominin üzerinde bir hızla büyüebilecekleri ve hiç satılmamaları gerektiği dahi profesyonel yatırımcılar tarafından dile getiriliyordu.

**Nifty Fifty olarak adlandırılan bu 50 hisse, günümüzde sektörlerini domine eden, piyasa büyüklüğü \$1 trilyon üzerine çıkan ve endekslerde çok yüksek ağırlığı olan dev teknoloji şirketlerine (FANGMAN grubu) benziyor.** Yanda bir kısmı gösterilen 50 hisse, 1973 düşüşü öncesinde çok güçlü performans göstermiş ve gevşek finansal koşullar altında değerlendirme çarpanları ciddi şekilde şişmişti. Bu şirketlerden önemli bir kısmı halen ayakta kalmış olsalar da, eski büyüme hızlarından çok uzaktalar ve getiri anlamında S&P 500'ün gerisinde kaldılar.

Listedeki bazı şirketler 1972'de gördükleri zirve sonrasında 1973 senesinde çok sert gerilerlerken (Xerox -%71, Avon -%86, Polaroid -%91), bazıları(Coca-Cola) relatif güçlü kalabildi, çok ender bir kaçı ise (Walmart) sonraki 50 yıllık süreçte de endekslere göre güçlü getiri sağlayabildiler. Benzer bir trendi günümüzün dominant teknoloji hisselerinde de uzun vadede görebiliriz.

### **Bazı Nifty Fifty hisselerinin 1972 senesi Fiyat/Kazanç çarpanları**

Polaroid	90
McDonald's	85
Walt Disney	81
Avon	65
J&J	61
Black&Decker	50
Schlumberger	49
Xerox	48
Eatman Kodak	48
Coca-Cola	47
Texas Instruments	46
Eli Lilly	46
Merck	45
AmEx	39
Halliburton	38
IBM	37
P&G	32
Anheuser-Busch	31
Pfizer	29
GE	26
Phillip Morris	25
Gilette	25
Dow Chemical	25
S&P 500	19

### **Megacap Tech hisselerinin 2022 senesi başında F/K çarpanları**

Amazon	73
Nvidia	103
Apple	30
Facebook	24
Netflix	55
Google	29
Microsoft	38
Tesla	230
Nasdaq 100	37
S&P 500	25

**Pandemi döneminde de bol likidite, sıfır faiz ortamında verimsiz bir şekilde kapital alokasyonu yapıldı.** Metaverse, kriptoparalar, genomik, mobilitenin elektrifikasyonu ve batarya teknolojisi, uzay araştırmaları gibi bir çok gelecek vaad eden alanda ortaya çıkan proje şirketleri, paranın zaman değerinin çok düşük olduğu bir ortamda sermaye piyasalarından fonlama alırlarken, likidite sarhoşluğunun geçmesi ve finansal koşulların normalleşmesi ile beraber yatırımcılar bu uzun vadeli projeleri finanse etmek konusunda çok daha seçici davranmaya başladılar.

**2022 senesi de teknoloji şirketlerine, 1973'ün Nifty Fifty hisselerine yaptığını yaptı ve bu grupta %50'leri aşan düşüşler yaşandı.** Böylelikle büyüme ivmelerini hiç kaybetmeyeceklermiş gibi görünen, yatırımcıların her fiyattan almak istedikleri ve aşırı optimizmin fiyatlandığı mega-cap teknoloji şirketleri için 2022 senesi, ayakların yere bastığı bir sene oldu ve bu sene bir noktada gördükleri dip seviyede Facebook -%74, Amazon -%51, Google -%44, Microsoft -%26, Nvidia -%65, Apple -% 26, Netflix -%65, Tesla -%58 gerilemişti.



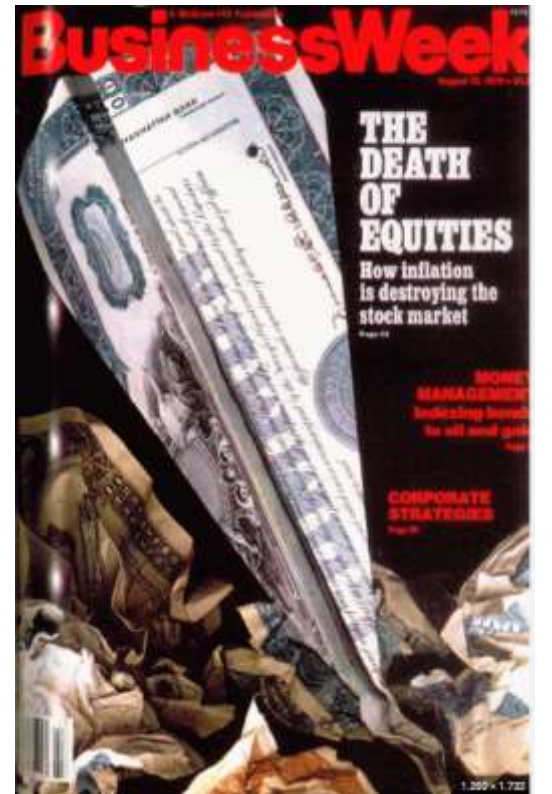
## Uzayan ayı piyasası ve hisse senetlerinin ölümü?

1973 senesi grafiğine tekrar bakarsak, ayı piyasası içerisinde Ekim ayında %15'lik bir sene sonu rallisi yaşanmış, sonrasında düşüşler daha sert bir şekilde devam etmiş ve 1974 sonuna kadar bir dip görülmemiştir. **1973-74 düşüşü, tarihteki ayı piyasalarının ortalama uzunluğu olan 10 aydan çok daha uzun sürmüştür ve ayı piyasası 1974 sonunda bitse de endeks, 1973 başında gördüğü zirveyi 1982 senesine kadar bir daha görememiştir.**



Yüksek enflasyonla baş etme çabası, politik skandallar, artan emtia fiyatları, birbiri ardına gelen petrol arz şokları, jeopolitik gerginlikler **70'lerde hisse senedi yatırımcılarının zor bir dönem geçirmelerine neden olmuş** ve 70'ler öncesindeki 40 senede ortalama senelik %9 civarında getiri sağlayan hisse senetleri, bu dönemde %3'den daha düşük bir getiri sağlamıştı.

Yatırımcılar yüksek volatilite ve kontrol altına alınamayan enflasyonu göz önüne alarak; konut sektörü, mortgage'a dayalı bonolar, uluslararası piyasalar, kıymetli taşlar, altın gibi diğer alternatiflere kaymaya başlamışlar, hisse senetlerine olan ilgi özellikle gençlerde azalmış ve yatırımcı sayısı 7 milyondan fazla düşmüştü. Burada BusinessWeek dergisinin 1979 tarihli "Death of Equities" başlıklı sayısı, o dönemin yatırım ortamına dair akıllara kazınan bir referans oldu. Ancak yine de o tarihlerde 107 seviyelerinde seyreden S&P 500 endeksinin günümüzde geldiği yere ve temettüleri dahil toplam getirilere bakıldığında, **uzun vadede hisse senetlerine yönelik optimizmin kaybedilmemesine dair bir ders de çıkarılabilir.**



## ***Bugüne dönüp S&P 500 için beklentilerimize bakarsak...***

### **Bizim bir süredir ana senaryomuz:**

**Aşağı yönlü hareketlerin Eylül ayı ve Ekim ortasına kadar devam etmesi, sonrasında bir sene sonu rallisi yaşanması ve 2023 senesinin ilk yarısında tekrar düşüşlerin ön plana gelmesi idi.** Bu senaryomuzda bir değişiklik yok ve bir sene sonu ayı piyasası rallisi sonrasında, esas olarak dip seviyelerin önümüzdeki senenin ilk yarısında görülebileceğini düşünüyoruz. Muhtemel olarak FED faizleri ile enflasyonun yakınsadığı ve resesyon içerisinde olduğumuza dair daha net işaretlerin geldiği bir ortamda (büyümenin çeyrek bazında yavaşlamasının yanı sıra, şirket karlardaki daralma ve işsizlikteki artış) S&P500 endeksinde bir dip göreceğiz.

2023 senesinde potansiyel bir düşüşün ana sebebi ise, FED'in 2022 senesindeki ucu açık sıkılaştırma politikalarının yarattığı çarpan daralmasından çok, **artık finansal koşullardaki daralmanın reel ekonomiye ve şirket karlarına gecikmeli etkisinin olacağını düşünüyoruz.** Önümüzdeki sene ilk iki çeyrek bilançolarında göreceğimiz kar resesyonunun derinliği, hisse senetlerinin yönü ve göreceği dip seviyeler konusunda belirleyici olacaktır. Dolayısıyla özellikle 2023 Nisan ayındaki bilanço sezonunun çok kritik bir dönem olacağını düşünüyoruz. Biz 2022 senesi için S&P 500'de 3,500 seviyesini önemli bir çıpa ve hedef olarak görüyorduk (16x 2022s F/K ve 220 EPS), önümüzdeki sene için ise ilk yarıda 3,200 civarı bir dibin şekillendiği seviyeler olabilir.

### **Daha düşük bir olasılık verdiğimiz alternatif senaryo ise:**

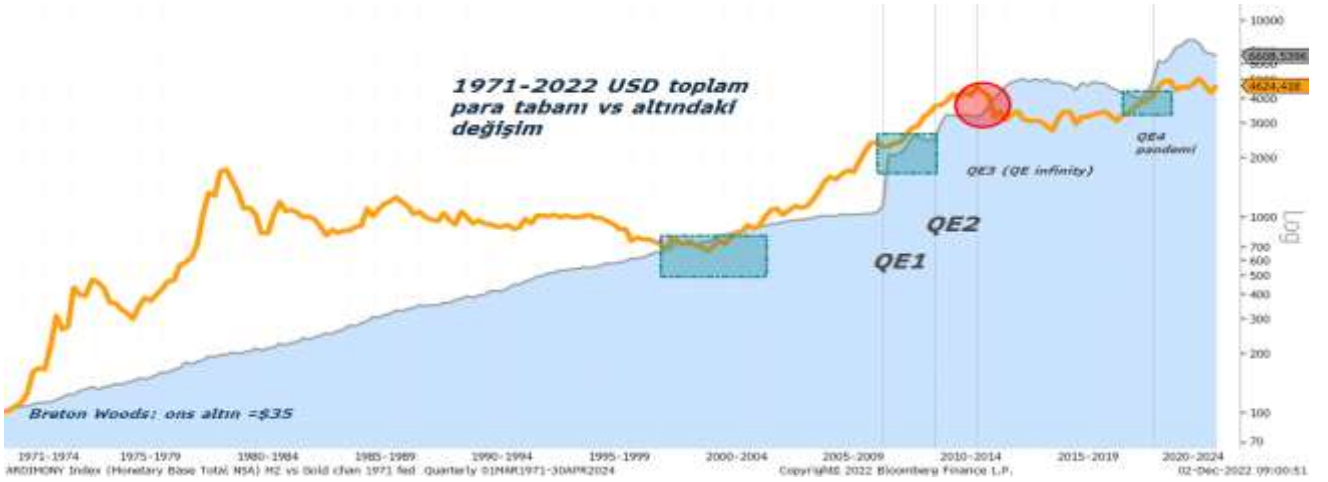
İkinci bir olasılık da, her ne kadar düşük bir ihtimal versek de, **FED'in ekonomide bir yumuşak iniş sağlayacağı ve ayı piyasasının dibinin Ekim ayında görülmüş olması olasılığı.** Burada son gelen enflasyon verileri gibi ılımlı verilerin gelmeye devam etmesi, FED'i sıkı duruşunu erken bırakmaya itebilir. Finansal koşullardaki gevşeme ile kar resesyonu çok daha hafif geçebilir ve yatırımcılar 2023 için faiz indirim beklentilerini arttırabilirler. Bu senaryoda teknoloji hisselerinde dip seviyeleri geçtiğimiz haftalarda görülmüş olabiliriz. Eğer Ekim ayı 2022 senesinde başlayan ayı piyasasının dibine işaret ediyorsa, aslında II. Dünya Savaşı sonrasında görülen resesyonların ortalama uzunluğuna da paralel olarak, tam 10 aylık bir ayı piyasası yaşamış olacağız.

Ancak biz daha çok yukarıdaki birinci senaryoya ağırlık veriyoruz ve henüz piyasalarda en kötünün geride kalmadığını, FED'in finansal koşulları bu kadar erken gevşetmeyeceğini, **son dönemde finansal piyasalarda gözlemlediğimiz kırılganlıkların (pound, gilt piyasası, Credit Suisse, FTX ve Luna gibi kriptopara piyasasındaki sıkıntılar) benzerlerinin sıkı finansal koşullar dolayısıyla ortaya çıkmaya devam edebileceğini** düşünüyoruz. Yukarıda verdiğimiz 1974 senesindeki Franklin National bankasının çöküşü gibi kuyruk risklerinin de, 2023 senesinde gerçekleşme olasılığını küçümsememek gerekiyor.

**Dolayısıyla bir sene sonu rallisine katılım, kısa vade odaklı ve bir kaç haftalık trade perspektifinde hareket edebilen yatırımcılar için makul olacaktır. Ancak biraz daha uzun vadede pozisyonlarını değerlendiren ve değiştiren yatırımcılar için 2023 senesinin ilk yarısının beklenmesi daha mantıklı bir strateji olabilir.** Bu süreçte de bizim önermeye devam ettiğimiz değerli metaller, enerji hisseleri, sağlık hisseleri ve büyüme profiline göre ucuzlamış az sayıda teknoloji hissesi, bu ayı piyasası yükselişine katılım için tutulabilir.

## Altın...

**Biz önümüzdeki dönem için altına olumlu bakıyoruz ve fiziki altın ETF'lerine ve seçilmiş altın madencilerine alokasyonlarının artırılmasının doğru olacağını düşünüyoruz.** 1970'li senelerden bahsederken, Bretton Woods sonrasında altındaki sert yükselişlere de değinmek gerekiyor. Aşağıda o dönemden bu yana dolar arzındaki değişim ile altın fiyatındaki değişimi gösteren grafik, finansal kriz sonrasında artan para arzına altının halen sınırlı tepki verdiğini gösteriyor ve değerli metalin bir "catch-up" yapabileceğini düşündürüyor. Buna yönelik geçtiğimiz aylarda yayınlanan kısa raporda da 2023'ün altın için iyi bir sene olabileceğine değinmiştik. Yavaşlayan büyüme, inatçı bir şekilde yapışkan kalan enflasyon, riskli varlıklardan kaçışın devam etmesi, politik gerginlikler ve son olarak da bu sene altını geride tutan dolar ve tahvil faizlerinde bir duraksamanın yaşanması altın için olumlu dinamikler olacaktır. Eylül ayında yayınladığımız ["Altında tepki hareketi"](#) raporunda bu konudaki detaylar var.



**Sonuç olarak** her ne kadar koşullar 50 sene önce ile aynı olmasa ve yazının başında belirttiğimiz gibi tarih tekerrür etmese de kafiyeli olduğunu unutmamak gerekiyor.

### 1970'lerden çıkarılacak bazı dersleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- ✓ enflasyonu geçici görmenin tehlikeleri ve yeterince savaşılmadığında yapışkan hale gelebildiği
- ✓ enerji krizlerinin beklenenden daha uzun sürdüğü ve tekrar edebildiği
- ✓ artan faizlerin büyüme odaklı yatırımlardan, değer odaklı yatırımlara hızla rotasyonu tetiklediği
- ✓ resesyonların eşlik ettiği ayı piyasalarının daha uzun ve derin olabildiği ve sarkaçın bu sefer de panik satışları tarafında aşırıya gidebildiği
- ✓ her türlü olumsuzluğa rağmen modern ekonomilerin uzun vadede iyiye doğru evrildiği ve bunun da şirket karlarına ve hisse senedi fiyatlarına yansıdığı, hisselerin uzun vadede güçlü performans gösterdiği

**Dolayısıyla kısa vadede aşırı optimizme, uzun vadede ise aşırı pesimizme kapılmadan; temkinli bir optimizm ile yatırım tercihlerini yaparak volatilité karşısında sakin kalmak, dip yakalama eforu yerine büyüme profiline göre makul seviyelere gerileyen hisselerde kademeli alımlar yapmak, önümüzdeki dönemin en önemli yatırım disiplini olabilir.**



#### 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 tecrübenize 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.