

Yurt dışı piyasalarda 2024 beklentileri 2 - FED, faizler ve tahviller:

FED ve ABD ekonomisinden beklentiler:

- » FED'in güvercin pivotu şahin mesajlar bekleyen yatırımcıları şaşırttı
- » Bize göre politik nedenler ve yumuşak inişi gerçekleştirme isteği önemli rol oynadı
- » 1970'lerde yapılan para politikası hatalarıyla çift haneye giden enflasyon hafızalardan silinmedi ve FED'i fazla güvercin adımlardan alıkoyacaktır
- » Merkez Bankasının giderek köşeye sıkışacağı bir sene olacak
- » Mart veya Mayıs'ta başlayan iki faiz indirimi sonrasında FED bir süre bekle gör moduna geçebilir, sene sonunda tekrar indirim gidebilir
- » Enflasyonda sakin görüntü devam ederse FED'in 100bp faiz indirimine gidebilecek yeri var
- » İkinci yarıda merkez bankası bilanço küçültmeyi (QT) durdurabilir
- » Ekonomide resesyon riski fiyatlanandan daha fazla, ABD ekonomisi %1 civarında sınırlı bir senelik büyüme sergileyebilir

Tahviller:

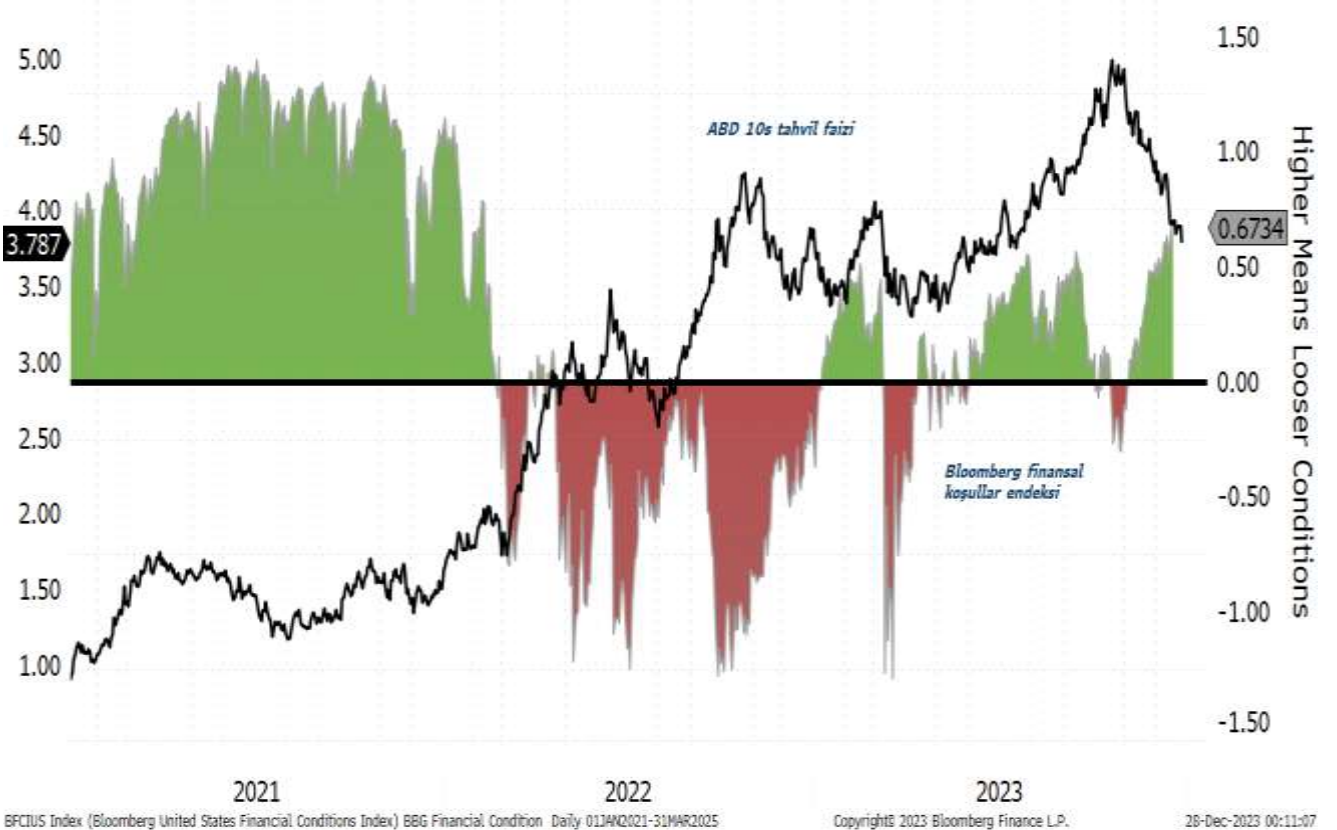
- » 10 yıllık faizlerde sene başında tekrar yukarı yönlü bir hareket görebiliriz ve getiri eğrisi dikleşebilir
- » Kısa vadeli tahvillere girişler devam edebilir, burada faizlerde daha sınırlı bir hareket
- » Dolar beklentilerden daha güçlü kalabilir
- » Yüksek getirili tahviller pahalı ancak ilk yarıdaki potansiyel satışlar seçici olmak kaydı ile cazip fırsatlar yaratabilir

FED son toplantısında verdiği güvercin mesajlarla yatırımcıları şaşırttı...

Aralık ayında yapılan FOMC toplantısı öncesinde merkez bankasından beklentiler büyük ölçüde, faiz politikasında bir değişikliğe gidilmemesi ve verilecek şahin mesajlarla beraber yatırımcıların aşırıya giden faiz indirimi beklentilerinin törpülenmesine yönelikti. Nitekim henüz bir kaç hafta önce Powell, şahin mesajlarla 2024 senesi için faiz indirim beklentilerini aşağıya çekmeye çalışmış ve **IMF konferansında faiz seviyesinin yeterince yüksek olduğundan emin olmadıklarına** değinerek, enflasyonla savaşın sürdüğüne yönelik çabanın altını çizmişti.

Son dönemde tahvil faizlerinde yaşanan gerileme, finansal koşullardaki gevşeme, riskli varlıklardaki yükseliş ve 2024 senesi için beşe ulaşan faiz indirim beklentileri de göz önüne alındığında, yatırımcılar para politikasında sıkı duruşun erken terk edilmeyeceği mesajını almaya hazırlanıyorlardı ve buna paralel olarak da **FED'in sene sonu risk rallisini bitirebileceğini düşünerek toplantı öncesinde kısa pozisyonlar artırılmıştı**.

Ancak toplantıda bu şahin beklentilerin tersine, oldukça güvercin bir nokta tahmini paylaşılırken, 2024 senesi için üç faiz indirim beklentisine yere verildi ve basın toplantısı sırasında Powell, bu güvercin mesajların karşısında durmayarak, faiz indirimlerine kapıyı araladı. FED'den gelen bu ani ve şaşırtıcı pivot, riskli varlıklarda çok sert bir yükselişe, faizlere hassas hareket eden ve yüksek faizler nedeniyle baskılanmış spekülative hisselerde rallilere ve tahvil faizlerinde hızlı düşüşlere neden oldu. 10 yıllıkların getirisi %4 seviyesi altına kadar sarkarken, burada bir kaç hafta içerisinde Powell'ı bu güvercin pivota neyin ittiği merak konusu oldu.



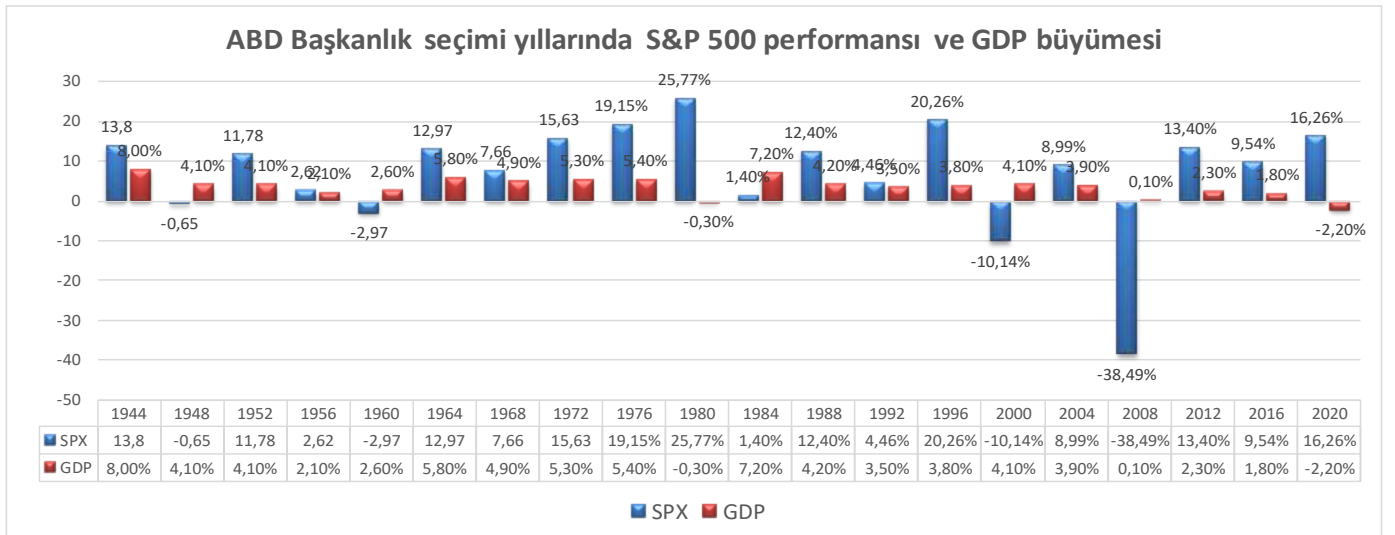
FED neden güvercin bir pivot yaptı?

Aşağıdaki olasılıklardan **biz son üçünün FED'in kararında önemli rol oynadığını** düşünüyoruz:

- » Son gelen yüksek frekanslı verilerde ekonomide kötüye gidiş sinyallerinin gelmesi,
- » FED'in elindeki verilerde enflasyonda gerilemenin daha da ivmeleneceğine dair doneler,
- » ABD'de seçim senesine girilirken, politik kaygılarla FED'in ekonomiyi boğmak istememesi,
- » Yumuşak inişin gerçekleştirilebileceğine yönelik motivasyon,
- » FED'in enflasyonun geçici olduğuna dair ilk tezini doğru olduğu kanaati

FED'in elindeki yüksek frekanslı veri setinde bizim göremediğimiz ve ekonomide bozulmaya, enflasyonda sert bir düşüşe işaret eden donelerin bir kaç hafta içerisinde ortaya çıkması uzak bir olasılık. Dolayısıyla biz burada son üç faktörün rol oynadığını ve FED'in **seçimlerin olduğu bir senede, ekonomide yumuşak iniş gerçekleştirme motivasyonunun ön plana geldiğini düşünüyoruz. FED her ne kadar ekonomide ciddi bir canlanmayı amaçlamasa da, bir resesyonun pas geçilmesini hedefliyor olabilir. Burada 19 sene FED başkanlığı yapan Greenspan'ın 1995'de üç faiz indrimi ile gerçekleştirdiği yumuşak inişini en önemli başarılarından olarak nitelendirdiğine** değinelim. Sıkı para politikalarından resesyonsuz bir çıkışın nadir başarıldığı unutulmamalı.

Bu adımın politik bir yönü de olabilir. Hatırlanacağı gibi George Bush, 1992 seçimlerini kaybetmesini Greenspan'ın sıkı para politikalarına bağlamıştı. Seçim öncesinde, resesyondan çıkmakta zorlanan ekonomiyi canlandırması için Greenspan'e baskı yapan baba Bush, anketlerde iyi performans göstermesine rağmen **seçimi kaybetmesini uzun süre faizlerin yüksek kalmasına ve bunun ekonomiye etkisine atfetmişti**. Powell'ın her ne kadar mevcut hükümete seçimi kazandırmak gibi bir amacı olmadığını düşünsek de, seçimi kaybettirecek bir ortamın da mimarı olmak istemeyebilir. Burada ABD ekonomisinin relatif güçlü performansına rağmen, FED'in ilk güvercin mesajları veren merkez bankası olması ve daha kırılgan ekonomilere sahip bölgelerdeki merkez bankalarının(Avrupa, İngiltere, Kanada) son toplantılarında güvercin mesajlar vermemesi ve sıkı duruşun arkasında durmaları da önemli bir nokta. Politik faktörlerin yanı sıra, **FED'in çok eleştirildiği enflasyonun geçici olduğu tezinde haklı çıkma motivasyonu** da ayrıca merkez bankasını bu pivota itmiş olabilecek bir faktör.



1970'lerde yapılan hatalarla patlayan enflasyon hala hafızalarda...

Yakın tarihte ABD'de merkez bankasının enflasyonla savaşının en çok kızıdığı dönem olarak 1970'leri gösterebiliriz. Vietnam savaşı sonrasındaki genişlemeci maliye ve para politikalarının ve OPEC kaynaklı petrol krizinin etkisi ile yükselen enflasyonla güçlü bir savaş verilememesi, enflasyonun kontrolden çıkmasına ve sonrasında çok daha maliyetli bir mücadeleye neden olmuştu. Bu dönemin iki kahramanı olan **Arthur Burns**, hükümet politikalarının fazlasıyla etkisi altında kalan ve para politikasındaki ileri-geri adımları ile **enflasyonla mücadelede başarısız olarak anılan bir başkan** olarak anılırken, faizleri hızla yükseltip uzun süre sıkı para politikasını kararlı bir şekilde uygulayan ve enflasyonda uzun süreli kalıcı bir düşüşü sağlayan **Volcker efsane FED Başkanlarından bir tanesi olarak tarihe geçti.**



Arthur Burns, FED Başkanı olmadan önce yayınladığı makalelerde enflasyon konusunda çok katı ve şahin yorumları ile bilinen, parasalcılığın babası Milton Friedman'ın hocası olan ancak Başkan Nixon'a yakınlığının etkisi altında kalarak hükümet politikalarından fazlası ile etkilenen bir başkandı. **Enflasyona yönelik yorumlarında geçici faktörleri ön plana alan ve kalıcı bir düşüş sağlanmadan para politikalarında gevşemeye giden Burns'un Başkanlığında politika hatalarına halen sıklıkla atıf yapılırken, bu dönemin hayaletleri henüz hafızalardan silinmedi.**

Dolayısıyla her ne kadar enflasyonla mücadelede önemli bir mesafe alınmış olsa ve konut ve otomotiv piyasalarındaki durgunluk, ücret artışlarındaki yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki düşüş önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne yönelik olumlu işaretler verse de, bu dinamiklerin kalıcılığına yönelik belirsizlikler bize **FED'in bir süre daha sıkı duruşu devam ettirmesinin doğru olabileceğini düşündürüyor.**

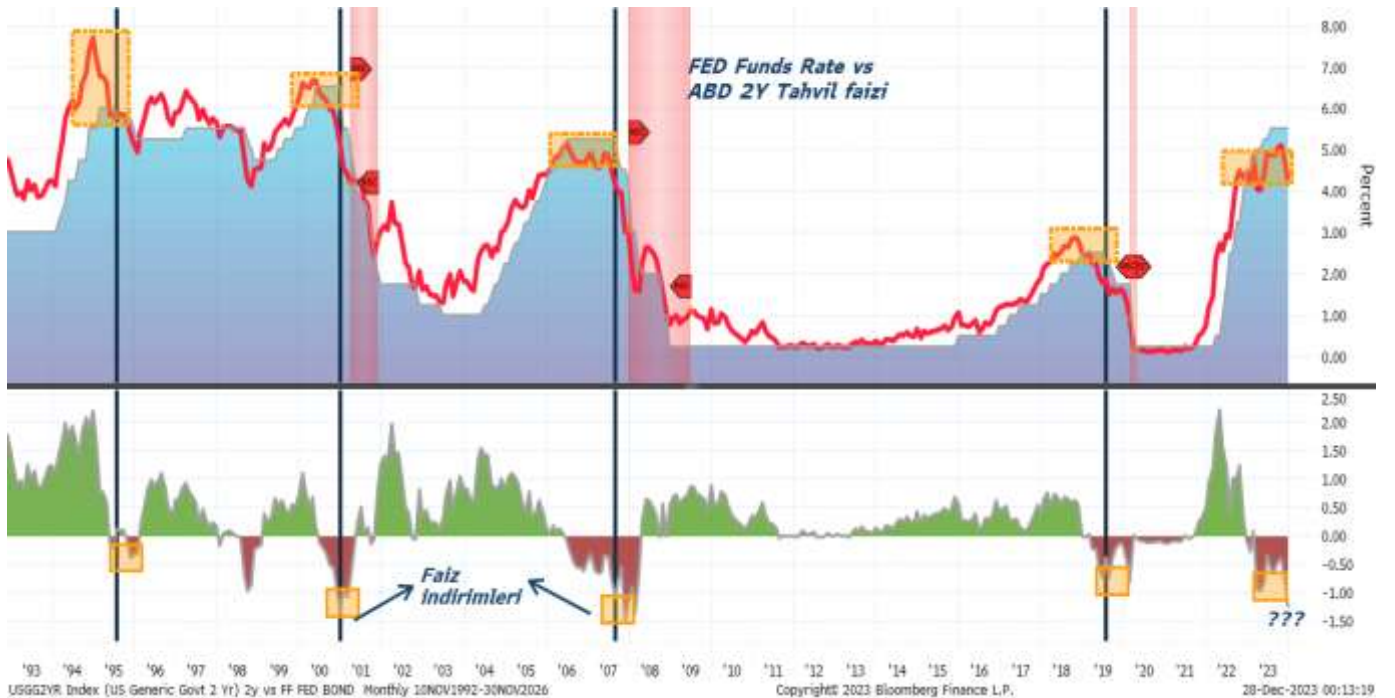
FED'in köşeye sıkışacağı ve yatırımcıların kafalarının karışacağı bir sene...

Bir taraftan sıkılaştıran kredi koşulları, artan temerrüt oranları, yavaşlayan konut piyasası, diğer taraftan güçlü kalan tüketim harcamaları, büyüme, istihdam piyasası ve soğumaya devam eden enflasyon, seçim senesinde ekonomide soğuma ve resesyon sinyallerinin yaratacağı baskı, yumuşak iniş senaryosunu gerçekleştirme isteği, ve en önemlisi enflasyonla savaşı bırakmama arzusu FED'i giderek köşeye sıkıştırarak dinamikler.

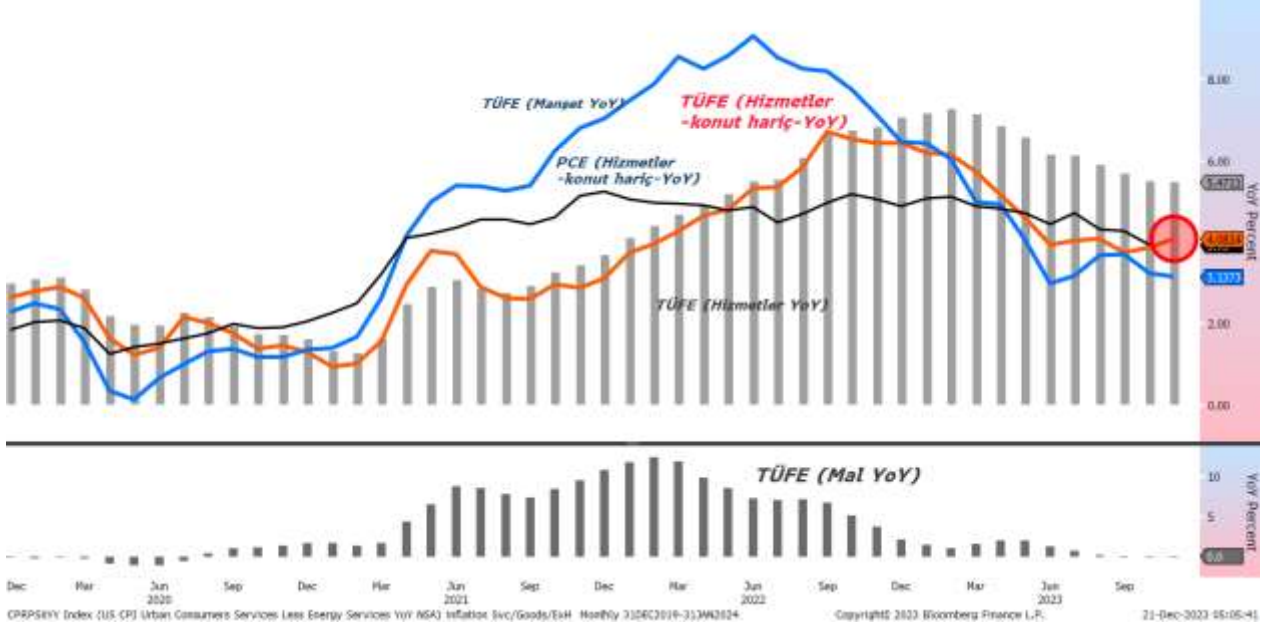
Bu ortamda FED Başkanlarının kendi içlerinde verdikleri çelişkili mesajlar da, yatırımcılarda kafa karışıklığını arttıracaktır. Nitekim FOMC sonrasında Goolsbee ve Williams gibi Başkanların faiz indirim beklentilerini aşağıya çekme çabaları her ne kadar piyasa oyuncuları tarafında arka plana atılsa da, **önümüzdeki sene içerisinde daha kırılmalı bir piyasa ortamında FED'den gelebilecek bu tarz karışık sinyaller, piyasalarda oynaklığın artmasına yol açacaktır.** Dolayısıyla önümüzdeki sene gerek hisse senedi, gerekse de tahvil/bono ve para birimleri tarafında volatilitenin yüksek olacağı bir sene görebiliriz.

Mart veya Mayıs'ta iki faiz indirimi sonrasında FED beklemeye geçebilir...

FED'in faiz artış döngüsü sonrasında nadir olarak gerçekleştirdiği resesyonsuz bir yumuşak iniş, son olarak Greenspan döneminde **1995 senesinde yaşanmıştı.** Aşağıda görüldüğü gibi FED o dönemde **3 faiz indirimi ile sürekli bir indirim döngüsüne girmeden faiz politikasında sadece bir ince ayar yapmıştı,** nitekim şu anda da FED'den benzer bir mesajın geldiğini ancak piyasanın bunu daha farklı bir şekilde fiyatladığını görüyoruz. Eğer bir yumuşak iniş gerçekleştirmeyi FED önceliyorsa, sıkı finansal koşulları gevşeterek ekonomiye bir miktar nefes aldirmek için 2-3 faiz indirimini senenin ekonomi daha fazla boğulmadan, senenin ilk bölümünde yapmak isteyecektir.

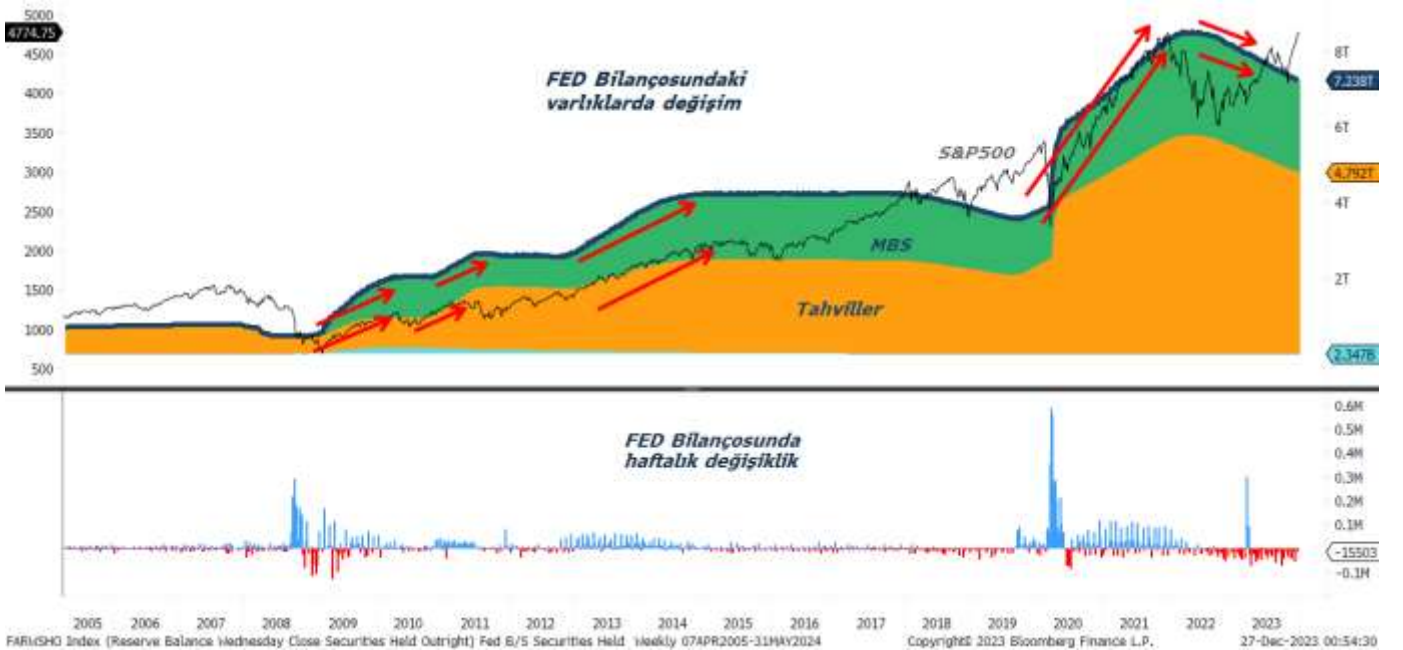


Nitekim gelen **son enflasyon verisinde konut hariç hizmetler (supercore) tarafında bir yukarı baskı** vardı. Finansal koşulların hızla gevşediği, endekslerin rekor seviyede seyrettiği bir ortam, enflasyonla savaş anlamında istenilen bir durum değil. Bu noktada önümüzdeki dönemde enflasyonun tekrar kendisini hissettireceği her veri veya done, bu güvercin mesajların yol açtığı fiyatlamaları sorgulatarak, piyasalarda volatilitiyi arttıracaktır.



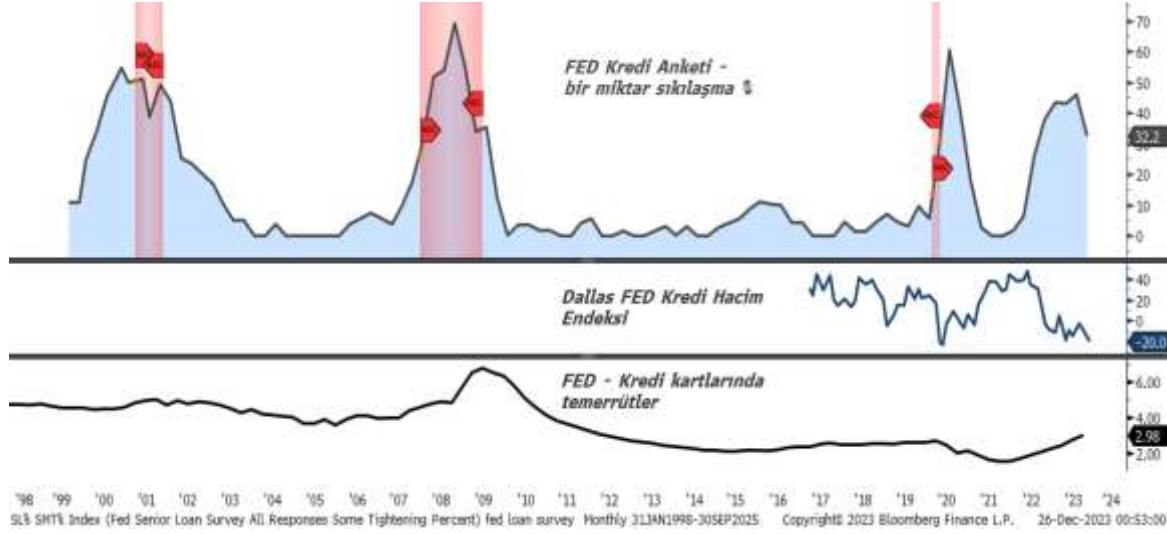
Faiz indirimlerine ek olarak bilanço küçültme de durabilir...

FED'in mevcut sıkılaştırma adımları arasında vadesi dolan tahviller yerine alım yapmayarak senelik \$1 trilyona yakın bilançosunu küçültmek de bulunurken, faiz indirimlerinde aşırıya kaçmak istemeyen ve aynı zamanda tahvil piyasasındaki talep sıkıntısını da göz önüne alan merkez bankası, **ikinci yarıda bilanço küçültmeyi bırakabilir.**

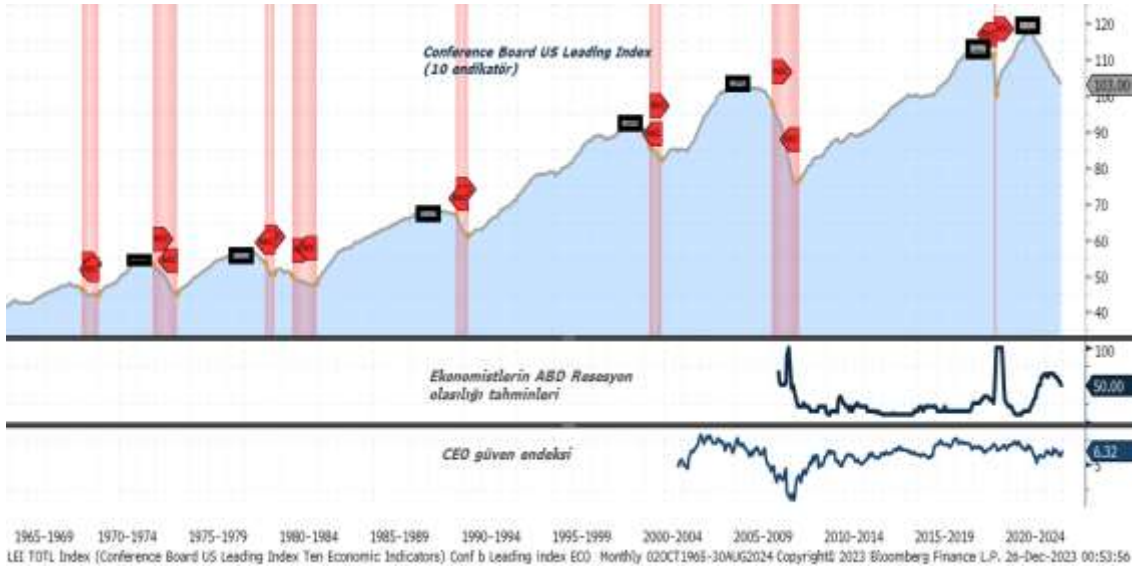


Ekonomide resesyon riski devam ediyor...

FED'den gelen güvercin mesajların tahvil faizlerini ve piyasada kullanılan mortgage ve diğer bir çok kredi faizini aşağıya çekmesine rağmen, 10 yıllıkların hala %4 civarında ve mortgage faizlerinin %7'ye yakın seyrettiği ve ekonomik koşulların sıkı kaldığını unutmamamız gerekiyor. FED'in kredi koşulları anketlerinde görüldüğü gibi geçtiğimiz sene yaşanan mini-bankacılık krizi sonrasında **ufak ve orta ölçekli bankalar halen kredi verme konusunda isteksizler ve sıkılaştan kredi koşulları ve yüksek faizlerle, temerrüt oranları artıyor.**



Gerileyen faizler her ne kadar şirketlere bir miktar nefes alanı verebilecek olsa da, **ufak ve orta ölçekli şirketlerin önemli kısmının değişken faizlerle borçlanmak zorunda kaldıkları ve borçlarının vadelerinin daha kısa olduğu** göz önüne alındığında, şirket iflasları önümüzdeki sene artmaya devam edecektir. Aşağıdaki Conference Board öncü göstergeler endeksinin seyrine baktığımızda, kısa vadede görülen bir tepeden dönüşte hemen her seferde bir resesyon yaşandığını görüyoruz. Endeks 2021 sonunda bir tepe yaptıktan sonra aşağı yönlü hareket devam etmesine rağmen henüz bir resesyon görmedik ancak biz yakın olduğumuzu düşünüyoruz. 2024 senesi için baz senaryomuz, ABD ekonomisinin %1'e yakın ve trend altında büyüyeceği ve yılın ilk yarısında başlayacak hafif ve kısa süreli bir resesyonun görülebileceği yönünde.

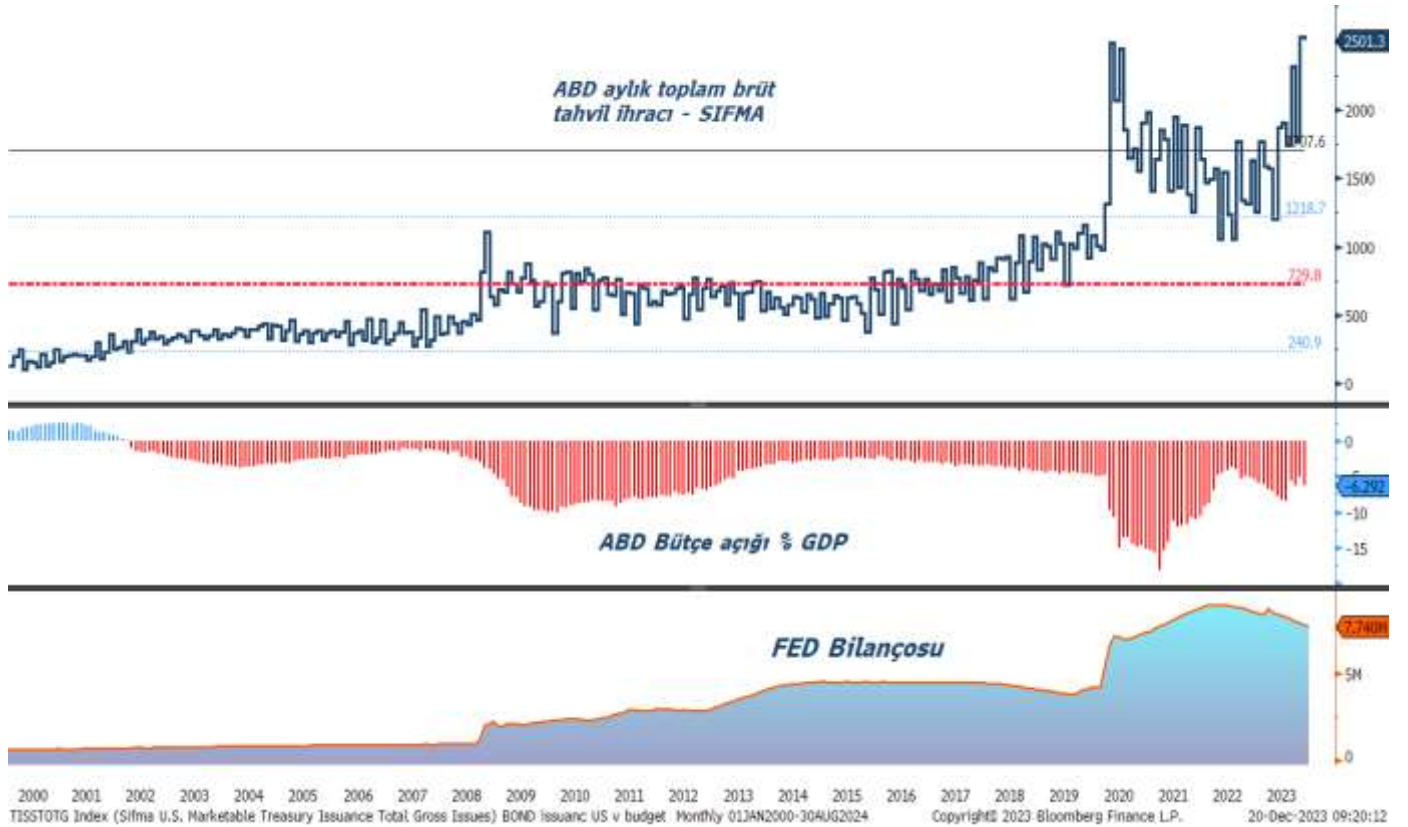


Tahviller:

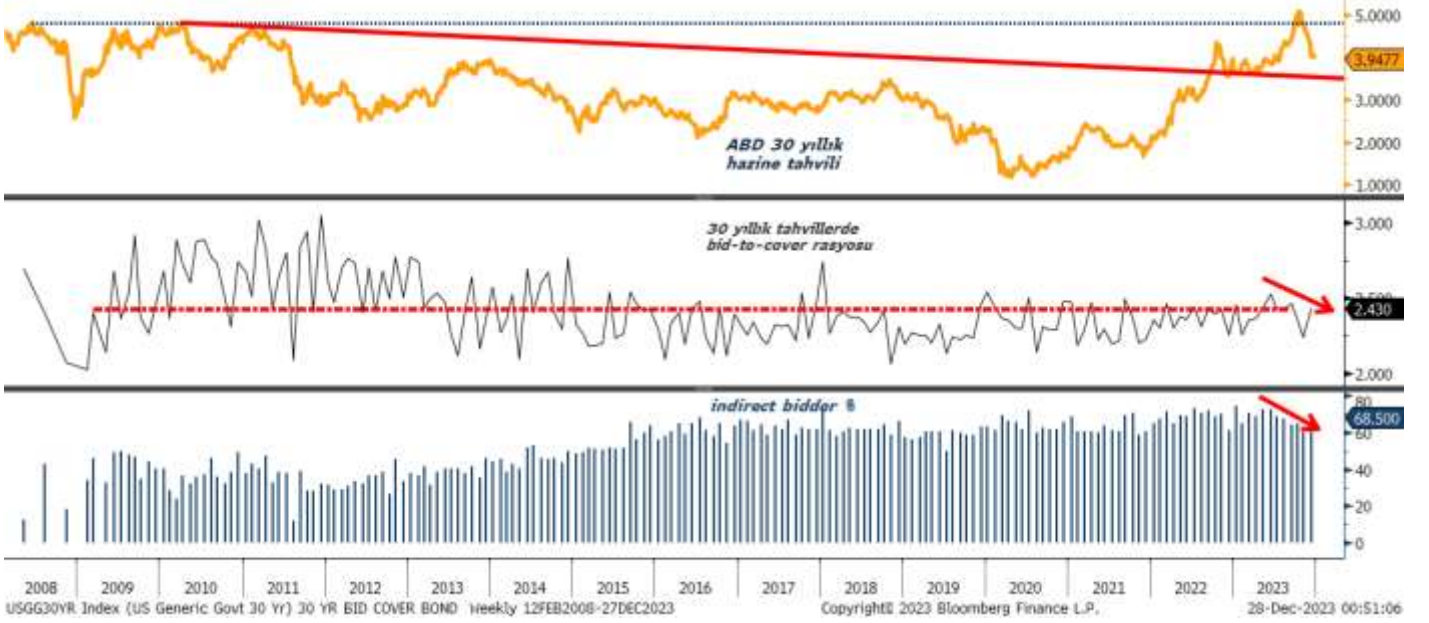
10 yıllıkların getirisinde tekrar yükseliş ve getiri eğrisinde dikleşme görebiliriz...

Geçtiğimiz aylarda uzun vadeli tahvil faizlerinde gördüğümüz sert satışlar ve faizlerde yaşanan sıçrama yatırımcıları paniğe sürüklerken, 10 yıllıkların %6-7 seviyelerine kadar yükselebileceğine yönelik yorumlar takip ediyorduk. Burada özellikle arz/talep dinamikleri etkili olurken, ABD hazinesinin yaz aylarında uzun vadeli tahvillerde borçlanma programını arttırması ile artan arz ve talep tarafında yabancı yatırımcıların ilgisinin azalması ve FED'in bilanço küçültme operasyonları ile piyasadan çekilmeye başlaması, tahvil piyasasında bir arz bolluğu yaratmıştı. Temel anlamda da, FED'in sıkı duruşuna devam edeceğine yönelik gelen mesajlar, genel anlamda getiri eğrisinin her noktasında yukarı hareketlere yol açtı.

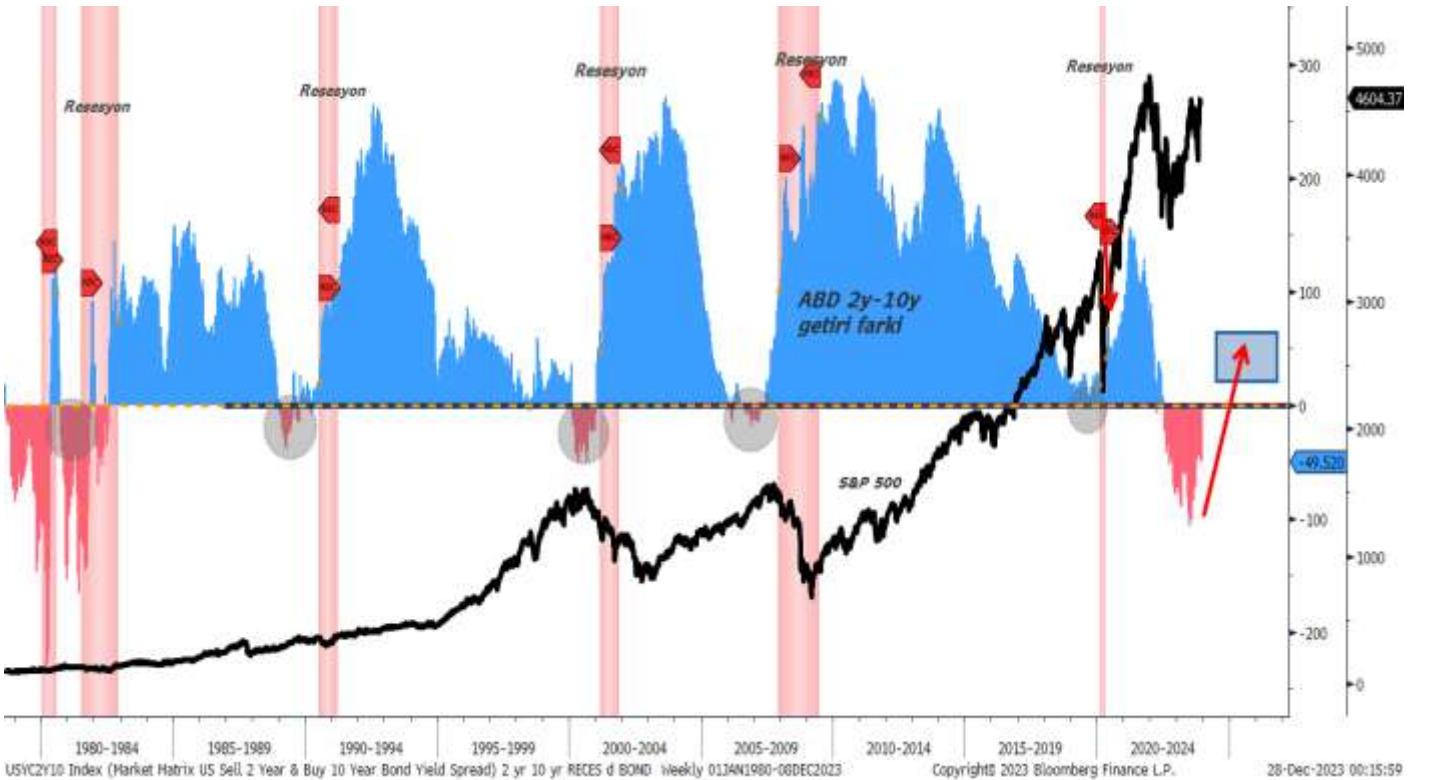
Burada 2024 senesinin ABD'de seçim senesi olduğu göz önüne alındığında, **hükümetin maliye disiplini konusunda biraz daha rahat davranacağını** ve bunun da bu sene %23 artarak, Covid dönemi hariç tutulduğunda **\$1,7 trilyon ile rekora işaret eden bütçe açığını devam ettireceğini ve hazinenin yüksek miktarda borçlanma ihtiyacının süreceğini** tahmin etmek güç değil.



Dolayısıyla talebin çok da canlı olmadığı bir dönemde, **tahvil ihraçlarının yüksek kalması, uzun vadeli faizlerin daha fazla aşağıya gelmesini engelleyecek** önemli bir dinamik. Özellikle de FED'in tahvil alımlarını azalarak bilanço küçülttüğü ve yabancı yatırımcı ilgisinin azaldığı bir dönemde, faizlerin de aşağıya gelmesi, arz/talep dinamiklerinin bozulmasına ve tekrar önümüzdeki dönemde eğrinin uzun bacağında faizlerde yükselişe neden olabilir.



Önümüzdeki sene FED, uzun süreli bir faiz indirim döngüsüne girmek yerine, faizlerin seviyesinde bir ayarlama yaparak 2-3 arası bir faiz indirimi ile yumuşak inişi gerçekleştirmeye çalışırsa, döngünün sonlarında gördüğümüz getiri eğrisindeki “bull steepening” yapısı daha sınırlı gerçekleşebilir. Dolayısıyla sene boyunca yatay ve dönem dönem terse dönen bir getiri eğrisi takip edebiliriz. Ancak sene sonuna eğrinin artıda kalacağını **ve 2 yıllıkların seneyi %4 civarında, 10 yıllıkların ise %4-%4,50 bandında seneyi bitirebileceğini** düşünüyoruz.



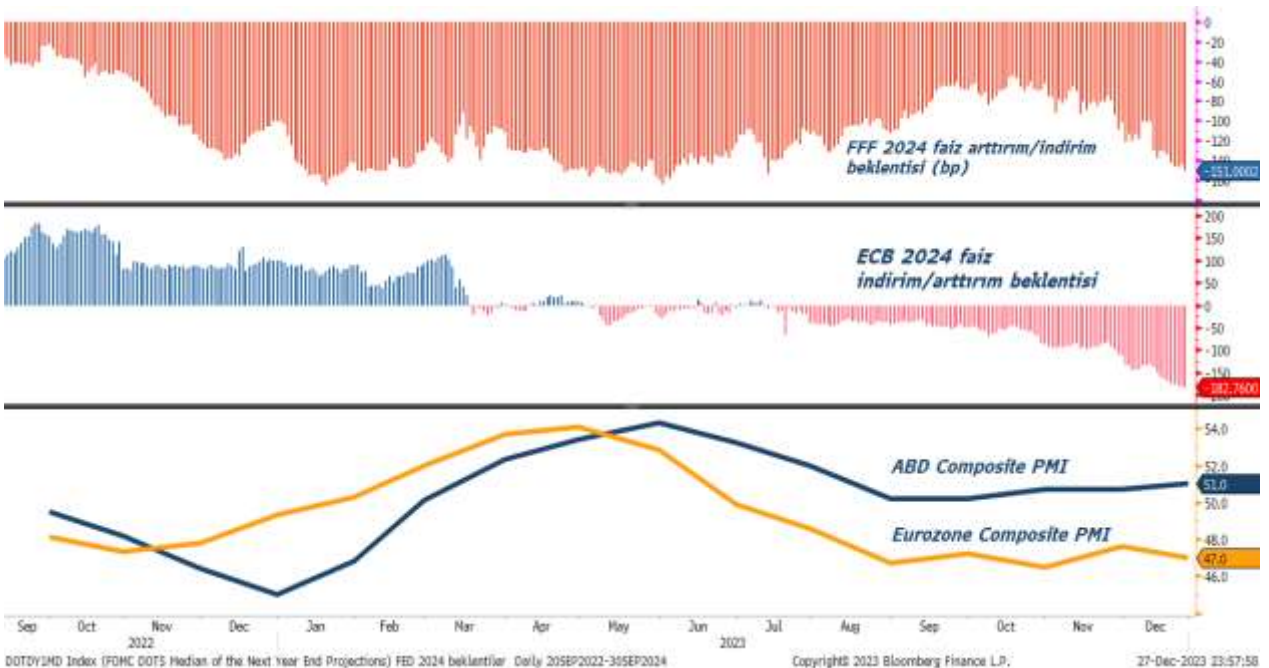
Kısa vadeli tahvillere girişler devam edebilir...

ABD tahvillerinin getirisini son dönemdeki gerilemeye rağmen halen cazip bulan yatırımcılar, FED politikalarına oldukça hassas hareket eden kısa vadeyi yani 1 veya 2 yıllık tahvilleri değerlendirmeye devam edebilirler. Bize göre burada halen cazip fırsatlar bulunuyor. Önümüzdeki sene merkez bankasının piyasada fiyatlanan kadar olmasa da, bir faiz indirim sürecine gitmesi ve bunu konjonktürün desteklemesi durumunda yatırımcılar, cazip bir kupon getirisi yanında sermaye kazancı da elde edeceklerdir. Her ne kadar para politikasına yönelik belirsizlik devam etse de, FED'in faiz artırım sürecine son verdiği ve yukarıda bahsettiğimiz gibi getiri eğrisindeki dikleşme geçmişte gördüğümüz kadar hızlı olmasa da, önümüzdeki dönemde "curve steepener" trade'leri yani **getiri eğrisinin dikleşeceği, uzun vadenin satılarak kısa vadenin alınacağı işlemler daha ağırlıklı olacak ve bir süredir kaybolan vade primi geri gelecektir.**

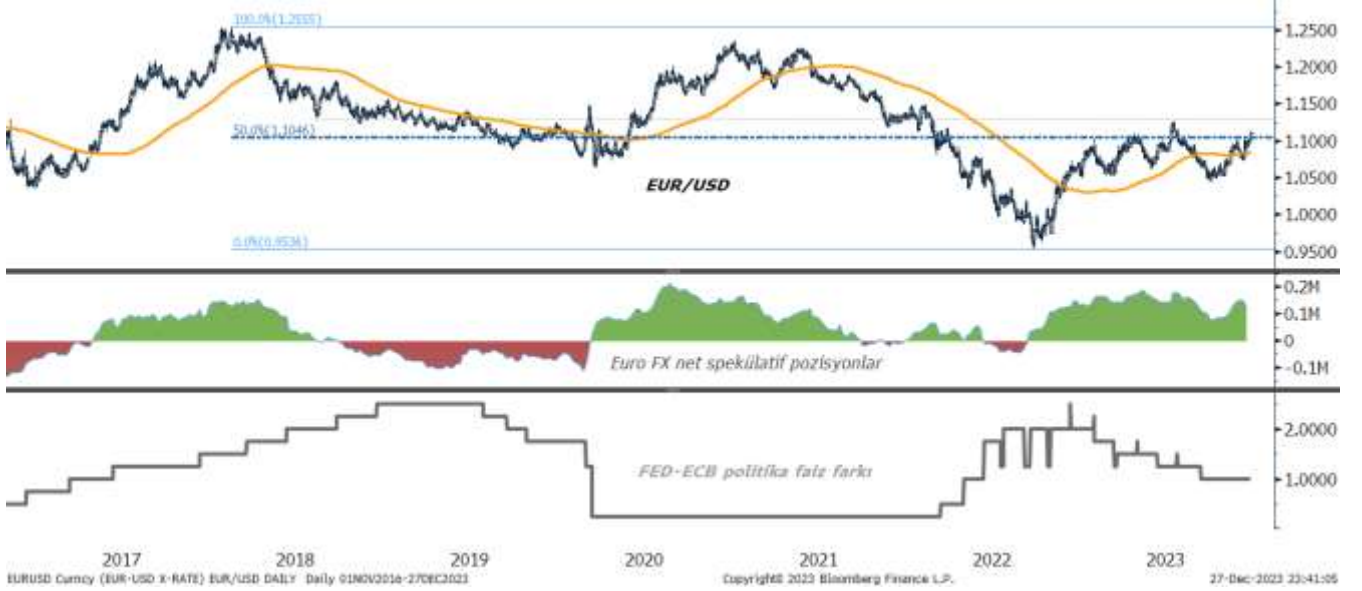
Dolar da fiyatlandıktan sonra daha güçlü bir seyir görebiliriz...

FED'e yönelik faiz indirim beklentilerinin giderek daha fazla artması ile beraber doların da baskı altında kaldığını takip ediyoruz. Burada her ne kadar diğer merkez bankalarının FED'i güvercin mesajlar konusunda takip etmemeleri de satış baskısını arttırdı. Ancak burada Avrupa Bölgesini örnek olarak alırsak, bölge ekonomisinin ABD'ye göre çok daha zayıf ve kırılgan olduğu, büyümekte zorlandığı, potansiyel bir enerji krizinin ekonomiye diz çöktürme potansiyelinin devam ettiği ve resesyona kırılgan dolaşıldığı bir ortamda, ECB'nin FED'e göre daha şahin bir para politikasını sürdüreceğine inanmak bize biraz güç geliyor.

Dolayısıyla biz ECB'nin FED'e yakın bir noktada faiz indirimine gideceğini ve potansiyel olarak da FED'den daha derin kesintiler yapmak zorunda kalacağını düşünüyoruz. Burada yukarıda bahsettiğimiz gibi FED'i faiz indirimine iten faktörlerin daha isteğe bağlı faktörler olduğunu, ECB'nin ise kesintiye gitmek zorunda kalabileceğini düşünüyoruz.

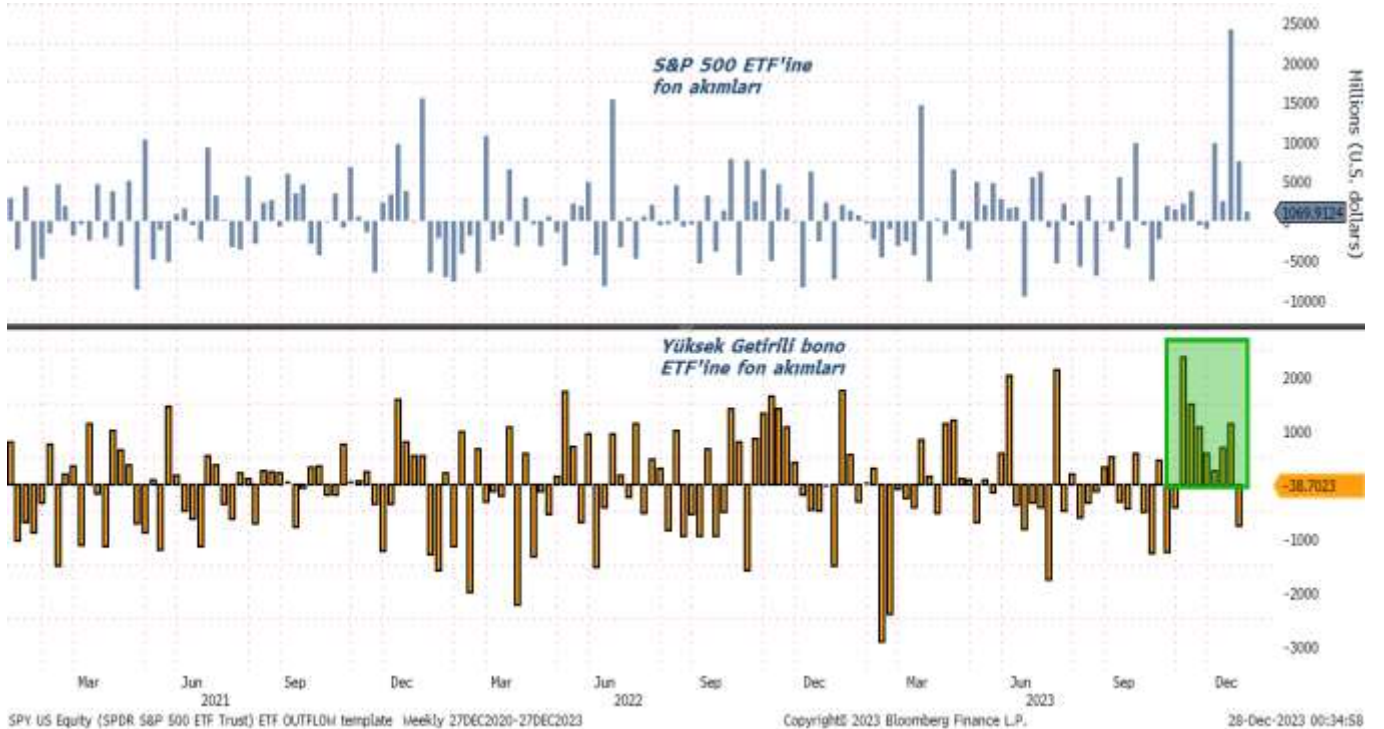


Dolayısıyla son dönemde euronun dolara göre relatif güçlü seyretmesi ve 1,11 seviyelerine doğru yükselmesi, bize aşırı geliyor ve orta vadeli bir bakış açısı ile gerek ABD ekonomisinin daha güçlü kalması, gerek faiz farkları göz önüne alındığında biz doların daha güçlü kalacağını ve bir noktada pariteye doğru da bir seyrin ön plana gelebileceğini düşünüyoruz.



Yüksek getirili bonolarda alımlar aşırıya kaçtı...

Önümüzdeki dönemde faizlerdeki rahatlamanın şirketlere de bir nefes aldıracağı ve iflas oranlarının aşağıya inebileceği görüşü ile yüksek getirili bonolara da girişleri güçlü tuttu. Ancak hazine tahvilleri ile getiri farkını baktığımız zaman, kritik desteklere yakın olduğumuzu ve bu noktada bazı risklerin göz ardı edildiğini görüyoruz.



Nitekim FED'in bono piyasasının sağlığını ölçmek için geçtiğimiz sene oluşturduğu stres endekslerine baktığımız zaman da Aralık ayında sınırlı da olsa bir yukarı yönlü hareket dikkat çekiyor. Dolayısıyla getiri eğrisinin terste olduğu ve bir resesyonu haber verdiği, faiz indirimlerinin kısmen de olsa ekonomideki kırınlıklara işaret ettiği bir ortamda biz yüksek getirili bono farklarının daha yüksek olmasını ve alınan risk için yatırımcının daha iyi kompanse edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.



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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.