

## Haftanın Ortası

Güncel konularla her Çarşamba

6 Mayıs 2015

**Haftanın Ortası** her Çarşamba posta kutunuzda.

Son yirmi yılda, 1994-96; 1999-00 ve 2004-06 olmak üzere FED'in toplamda üç önemli parasal sıkılaştırma dönemi bulunuyor. Bu üç sıkılaştırma döneminin temel özelliklerini ve etkilerini hepimizi bekleyen yakın geleceği tahmin edebilmek adına yeniden hatırlamakta fayda var.

2013-2015-2017 ise Fed'in yeni parasal sıkılaştırma dönemi. ABD'de politika faizlerinin gerçekten artmaya başlaması, başta gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere bir dizi daha olumsuz etki yaratacak. Keza, küresel krizin başlangıcından beri ABD dışındaki banka-dışı kesimin dolar bazında borcu %50 artarak 9 trilyon dolar civarına ulaşmış durumda ve bu borcun neredeyse yarısı da gelişmekte olan piyasalara ait.

Tartışılması gereken Fed faiz artırımının başlamasıyla beraber artçı şokların olup olmayacağı değil, bu kaçınılmaz şokların en çok hangi ülkeyi etkileyeceği.

Son sayfada ise, 7 Haziran'daki kritik önemdeki genel seçime yönelik Mart ayından bu yana çıkan seçim anketlerini bulabilirsiniz.

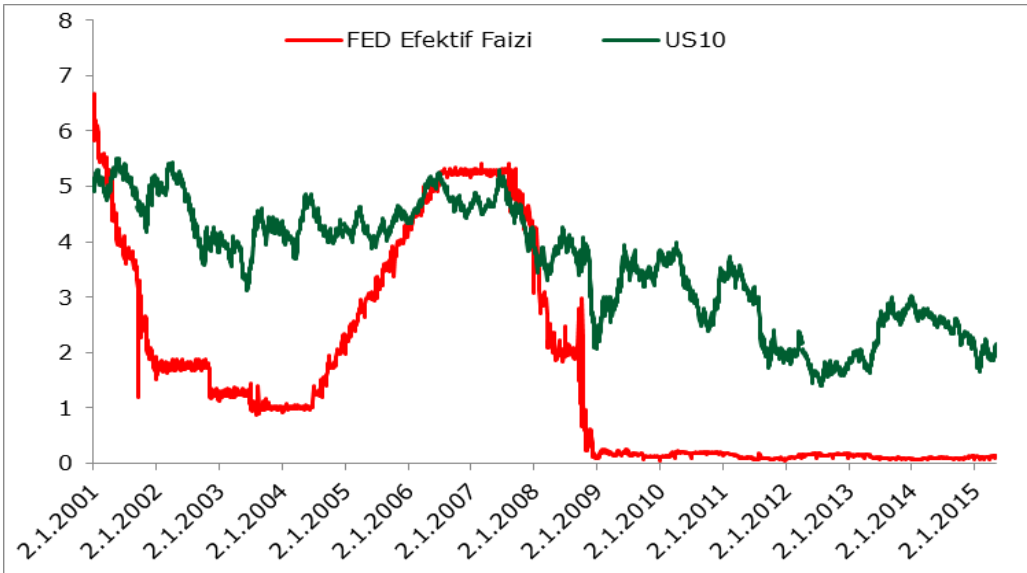
Keyifli okumalar dileriz.

### FED faiz artırdıktan sonra gelişmekte olan ekonomileri ve Türkiye'yi ne bekliyor?

Artık herkesin bildiği, ABD merkez bankası FED'in 10 yıl aradan sonra ilk defa bu senenin sonlarına doğru faiz artırmaya başlayacağı. Küresel anlamda etkilerini tartışmak için bu açıdan Fed'in Haziran ya da Eylül'de mi faizi artırıp artırmayacağını pek bir önemi kalmamış durumda. ABD ekonomisinden ilk çeyrek büyümeye ait gelen zayıf veriler,

ilk faiz artışının 2016'ya sarkabileceği düşüncesini tartışmaya açmış gibi görünse de, bu olasılık halen hayli düşük şimdilik. Son birkaç seferdir verilere yansıyan ABD ekonomisindeki zayıflık geçici ve mevsimsel şartlara bağlı görünüyor. Üstelik 2013 Mayıs ayından bu yana FED'in dünyayı hazırladığı ve genel olarak hemen herkesin pozisyonunu 2015'e göre ayarladığı adımı geciktirmesi, hem doların hem de faizlerin

**Grafik 1.** Fed Politika Faizi ve ABD 10 Yıllık Tahvil Faizleri



seviyesinde yaratacağı sert oynaklık açısından çok gerçekçi görünmüyor. Hele ki, FED'in ertelediği faiz artış adımlarının çok muhtemel izleyen aylarda daha sık-daha büyük faiz artış adımları olarak geri dönme potansiyelini yükselttiği düşünüldüğünde.

Fed faiz artırmaya başladığı andan itibaren izlenmesi gereken en önemli göstere 10 yıllık ABD tahvil faizleri haline geliyor. Avrupa Merkez Bankası'nın miktarsal genişleme adımı ve faiz artışının ikinci yarıya sarkacağı beklentisiyle şimdilik %2,1 civarında dolanan söz konusu faiz aynı zamanda risksiz yatırım faiz seviyesi olarak algılandığından yükseleceği nokta başka ülkelerin faiz seviyeleri ile karşılaştırılarak sermaye akışlarında belirleyici hale gelecek.

### Geçmişten bugüne dersler...

Son yirmi yılda, 1994-96; 1999-00 ve 2004-06 olmak üzere FED'in toplamda üç önemli parasal sıkılaştırma dönemi bulunuyor. Her üç dönemde de FED başkanlığı koltuğunda göreve 1987'de başlayan Alan Greenspan var. Bu üç

sıkılaştırma döneminin temel özelliklerini ve etkilerini hepimizi bekleyen yakın geleceği tahmin edebilmek adına yeniden hatırlamakta fayda var:

**1) Fed'in 1994-1996 parasal sıkılaştırma dönemi:** Fed 1994 Kasım'ında tek bir adımda 75 baz puanla başlattığı faiz artışını bir sene içinde 300 baz puana tamamlamış ve bir sene içinde toplamda politika faizini 300 baz puan yukarı %6'ya taşımıştı. Bu kadar sert bir faiz artış döngüsünün altında yatan temel neden de, ekonomik büyüme %4'ün üzerinde seyrederken, çekirdek enflasyonun %2,3'e yükselmesiydi. Dünyada ise ekonomik büyüme %3,5'lar seviyesinde sabit giderken, enflasyon tarafında karmaşık bir görünüm vardı. Latin Amerika ülkeleri henüz hiperenflasyon döngüsü içindeyken, Asya'da enflasyon ortalaması %9-10 aralığında, gelişmiş ülkelerde ise %2,5 civarında seyrediyordu. Haliyle ABD ekonomisi de hızla aşırı ısınma riskiyle burun buruna gelmişti.

Parasal sıkılaştırma konusunda Greenspan kendine göre mesajlar verdiğini iddia etse de, piyasalar bu mesajları net alamamış ve bu

harekete çok hazırlıksız yakalanmışlardı. Keza piyasalar tarafından zamanlaması öngörülememişken, bir de faiz artışları çok büyük adımlarla hızla gelince, küresel hisse senedi ve tahvil piyasaları kelimenin tam anlamıyla dağılmışlardı. ABD 10 yıllık faizleri 1993 sonunda %6'nın altındayken, 1994 sonunda %8'e yaklaşmıştı.

Türkiye açısından, dış konjonktürdeki bu önemli değişim yüksek enflasyon ve yüksek bütçe açığı sarmalında kötü bir ekonomi yönetimi ile de birleşince hatırlanacağı üzere yüksek oranlı bir devalüasyonla taçlanan 1994 ekonomik krizi olmuştu.

**2) Fed'in 1999-2000 parasal sıkılaştırma dönemi:** Haziran 1999'da %4.75 olan Fed politika faizi yine 12 ay gibi kısa bir sürede altı adımda 175 baz puan artışla %6,5'e çıkartılmıştı. "Önleyici parasal sıkılaştırma" olarak adlandırılan bu süreçte, çekirdek enflasyonda önemli bir hareket gözlenmezken (sıkılaştırma başladığında çekirdek enflasyon %1,3'tü), küresel koşullara bağlı olarak enflasyonun izleyen dönemde yükselişe geçeceği beklentisi üzerine Fed faiz artış sürecini

başlatmıştı. Bu dönemi tam ekonomi teorisine uygun bir enflasyon hedeflemesi sistemi içinde yorumlamak mümkün. Zaten politika faizindeki hareket benzer oranda 10 yıllık ve ardından uzun vadeli ABD tahvillerine yansımıştı; küresel anlamda büyük bir sürpriz de yaratmamıştı.

Ne tesadüf ki, son 20 yıllık süreçte Fed'in bu ikinci sıkılaştırma adımı da Türkiye'deki başka bir ekonomik krizin doğuşuna denk geldi. Bizde "anayasa fırlatma" ile başladığı inanılan bu sürecin temel taşlarını da IMF stand-by programı altında sabit kur rejimi uygulayan ancak gerekli yapısal reformları yapamamakta olan bir üçlü koalisyon hükümeti dönemi olarak özetlemek mümkün. Ardından da Kemal Derviş'in vizyonu ve IMF'nin parasal

desteği ile ilk defa sonuna kadar uygulanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı adı altında Türkiye ekonomisinin deri değiştirdiği yılların geldiğini hatırlatmakta fayda var.

### 3) Fed'in 2004-2006 parasal sıkılaştırma dönemi:

Greenspan'ın deyimiyle bu dönemde yapılan parasal sıkılaştırmanın piyasalarda yarattığı etki bir "muamma". Keza, 11 Eylül şokunun ardından %1'e indirilen Fed faizinin, çekirdek enflasyonun %1,8'e ulaşması ile Haziran 2004'te başlayarak 17 adımda iki yıl içinde %5,25'e yükseltilmesine rağmen, uzun vadeli ABD tahvil faizlerindeki yükseliş çok daha sınırlıydı. Tam da bu nedenle oluşan konut balonu sonrasında 2008'de patlak verecek krizin temelleri de bu dönemde böylece atılmaktaydı. Eğer 2004-2006

döneminde Fed'in faiz artırımına paralel yükselen kısa vadeli faiz oranları, mortgage sistemine temel oluşturan uzun vadeli faizlere yansımış olsaydı, ABD konut piyasasındaki şişkinlik bu kadar devasa ölçülere ulaşmaz ve izleyen küresel kriz de herkes için bu kadar yıkıcı olmazdı. Greenspan'ın "muamma" kavramının ardında başta Çin olmak üzere yabancı merkez bankalarının yerel para birimlerini korumak üzere ABD uzun vadeli tahvillerine yönelttikleri güçlü dış talep bulunmaktaydı. Türkiye ise, "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programının başarılı ilk uygulamalarının o dönemde istikrar vaat eden bir tek parti hükümetince devam ettirilmesi ve AB üyelik sürecinin 2004'te resmen başlaması sayesinde, bu dönemi en hafif hasarla atlattı. Kamu sektörü hızla rasyonalize

**Tablo 1. FED Parasal Sıkılaştırma Dönemleri**

#### 1994'ten bu yana

Başlangıç Faizi %	İlk Faiz Artışı		Faiz Artış Dönemi		Faiz Artış Adımı Sayısı	Bitiş Faizi %
	Tarih	Baz Puan	Ay	Baz Puan		
3.00	4 Şubat 1994	25	13	300	7	6.00
5.25	25 Mart 1997	25	1	25	1	5.50
4.75	30 Haziran 1999	25	12	175	6	6.50
1.00	30 Haziran 2004	25	25	425	17	5.25

edilirken nefes alacak ortam bulan örtülü enflasyon hedeflemesi ile bağımsız merkez bankası enflasyonu tek hanelere yaklaştırmış, bütçe açığı ise çift hanelerden hızla aşağıya doğru çekilirken kamu borç stokunun GSMH'ye oranı da hızla aşağıya inmeye başlamıştı. 2004-2006 döneminde küresel likidite koşulları Fed'in yeni parasal sıkılaştırmasına bağlı olarak zorlaşırken, Türkiye ekonomisi yeni ve sağlam hikayesi sayesinde kaliteli ve uzun vadeli yatırımlarla büyümesini güçlendirmeyi başarmıştı.

### 2013-2015-2017: Fed'in yeni parasal sıkılaştırma dönemi...

Türkiye ekonomisinde Mayıs 2013'ten bu yana başlayan bir düşüş eğilimi gözlemlenmekte. Bu zayıflamanın ardındaki neden ise, kendi ekonomisini krizden, faiz seviyesini sıfırlayarak ve "miktarsal genişleme" adıyla 3 trilyon dolar para yaratarak kurtarmaya başlayan ABD'nin artık büyümeyi destekleyen genişleyici para politikasından çark ederek sıkılaştırmaya geçeceğinin ilk sinyallerini vermesi gerçeği var.

1994'te para politikası değişirken piyasaları alt üste eden sorun,

Fed'in parasal sıkılaştırma öncesi yeterince sinyal vermeyerek, yeterince uyarıda bulunmamasıydı.

2004'teyse sorun Fed'in başlattığı parasal sıkılaştırmanın uzun vadeli faizlere yeterince uzanamayarak, sıkılaştırmanın etkisiz kalmasıydı.

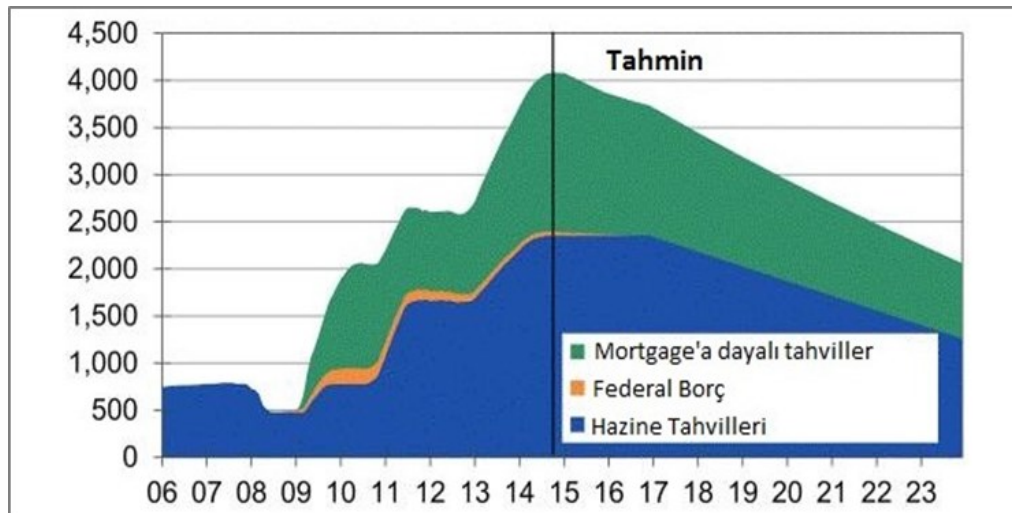
Her iki dönemin getirdiği derslerle Fed 2013-2017 diyebileceğimiz dönemde uygulamaya koyduğu parasal sıkılaştırmayı öngörülebilir kılarak, zaten bilinen zayıflıklar içindeki dünya ekonomisini gelişmelere hazırlamak konusunda çok hassas.

Bilançosunu beş yılda 1 trilyon dolardan 4 trilyon dolara çıkarmış olan Fed, "tapering"

olarak bilinen ve son derece şeffaf bir şekilde dünyaya ilan edilen plana göre, Mayıs 2013'ten başlayarak Ekim 2014'e kadar geçen sürede "miktarsal genişlemeyi" sonlandırarak yeni para yaratmayı bitirmiş durumda. Bundan sonraki süreçte Fed'in hedefi, kriz koşullarında anormal şekilde büyüyen bilançosunu küçültürken, verilerin yansıtacağı ekonomik gidişata göre faizleri yükseltmek olacak.

Fed'in bilanço küçültmesinin mutlaka anlaşılması gereken çok önemli bir etkisi var. Keza, faiz artırmaya başlamasına paralel, artan oranda yabancı talebi 2004-2006 döneminde olduğu gibi yeniden uzun vadeli ABD tahvillerine yönelebilir. Bu da Fed'in ekonomiyi yavaşlatmak üzere devreye soktuğu para

**Grafik 2.** Fed Bilançosu

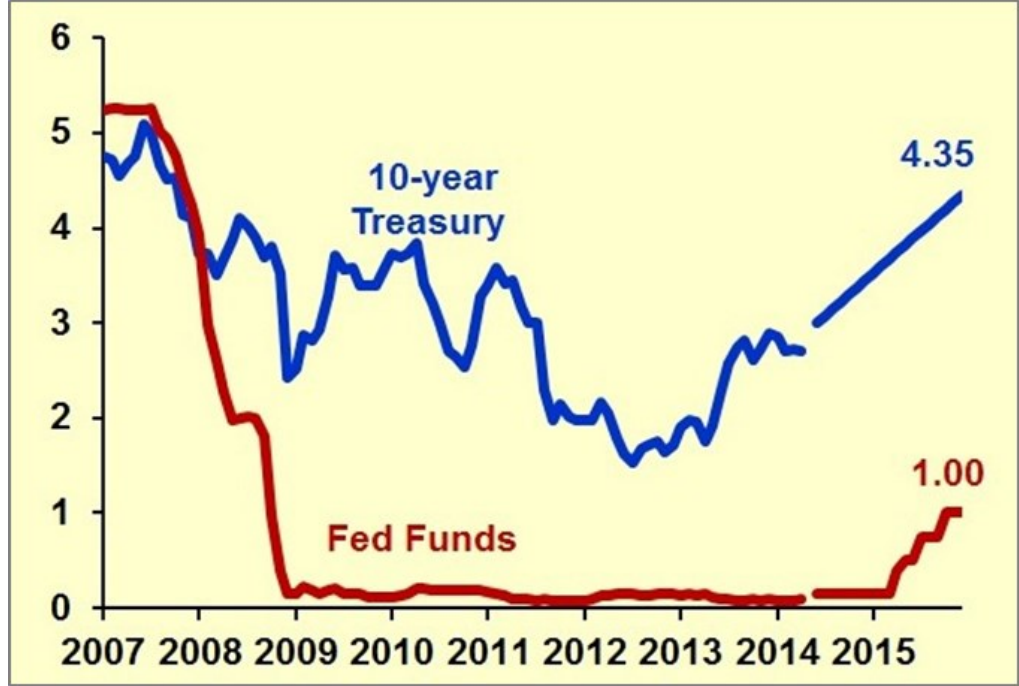


politikasını etkisiz hale getirebilir. Oysaki böyle bir talep olması durumunda Fed, şimdi elindeki 2 trilyon dolara yakın uzun vadeli ABD tahvilini kademeli olarak piyasaya salıp arz fazlası yaratarak, kısa vadeli tahvil faizlerindeki artışa paralel uzun vadeli faizlerin de yükselmesini garanti altına alabilir. Daha net bir ifadeyle, gerçek bir normalleşme yaratarak 2004-2006 döneminde elinde bulunmayan aracı 2015-2017 döneminde faiz artışları başladığında devreye, istediği tempoda sokarak tahvil satışlarıyla gerçek bir sıkılaştırma yaratabilir.

Fed'in bizi hazırladığı yeni parasal sıkılaştırma dönemi, ABD'de büyümenin %3 civarındayken küresel büyümenin %4 civarında seyredeceği ve geniş anlamda enflasyon baskılarının az olması sayesinde Fed'in ölçülü adımlarla yavaş bir sıkılaştırmaya gideceği izlenimini yaratıyor.

Yine de, 2015'te Fed'in faiz artırmayla beraber başlayacak ikinci perdede karşımıza çıkan en büyük risk, Fed'in faiz artış adımlarının piyasa beklentilerinin üzerinde bir tempoda olması durumunda- ki buna iletişim

**Grafik 3.** Fed Faiz Beklentisi ve ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi Beklentisi \*



\* 2015 başına göre beklentiler

Kaynak: Forbes

kanallarında sorun olması da diyebiliriz- piyasaların azalan likiditeyle birlikte 1994 benzeri bir şokun etkisi altına girmesi. Fed'in son iki senelik performansına bakarak bu tür bir olumsuz sürprize kolay kolay neden olmayacağını varsayabiliriz.

ABD'de politika faizlerinin gerçekten artmaya başlaması, başta gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere bir dizi daha olumsuz etki yaratacak. Keza, küresel krizin başlangıcından beri ABD dışındaki banka-dışı kesimin dolar bazında borcu %50 artarak 9 trilyon dolar civarına ulaşmış durumda ve bu borcun

neredeyse yarısı da gelişmekte olan piyasalara ait.

### Fed faiz artırınca gelişmekte olan ekonomilerde neler olacak?

Fed faiz artırmayla beraber doların değerindeki artış, hem de yükselen borçlanma maliyetleri nedeniyle dolar borcu zaten son yedi sekiz yılda hızla artan ekonomilerin varlığında, küresel büyümenin önündeki önemli engellerden bir tanesi. Bu nedenle tartışılması gereken Fed faiz artırımının başlamasıyla beraber artçı şokların olup olmayacağı değil, bu kaçınılmaz şokların en çok hangi ülkeyi etkileyeceği.

Parasal genişleme sürecine halen devam eden sermaye sahibi Japonya ve Avrupa ekonomileri kısa vadede Fed'in sıkılaştırma sürecinin para birimleri üzerinde yaratacağı değer kaybı yoluyla artacak rekabet güçleri sayesinde olumlu etkilenecekler. Ancak gelişmekte olan ekonomiler için durum öyle değil.

Miktarsal genişlemelerin devam ettiği ülkelerde Fed faiz artışlarının karışık etkilerinin olması beklense de, geçmiş dönemlere bakarak Fed'in faiz artırmaya başlamasıyla birkaç önemli hareketin kesin oluşacağını söylemek mümkün. Bunlar gelişmekte olan ekonomilere sermaye hareketlerinin azalması, belli bir vade ile konut dahil olmak üzere varlık fiyatlarının gerilemesi ve sürpriz faiz artışlarının gelişmekte olan ekonomilerde daha derinden hissedilmesi.

Gelişmekte olan ekonomiler sınıfı içinde bu etkileri en aza indirmek için ise ön şartlar bu süreçte düşük enflasyon, düşük cari açık, yüksek büyüme ve göreceli olarak düşük dış borç ile girebilmiş olmak.

1990'lardaki Asya-Rusya krizlerinden alınan derslerle

bugün birçok gelişmekte olan ekonomi uzunca bir süredir sabit kur rejimi uygulamıyor. Bu nedenle, Türkiye'nin de içinde olduğu bu grup için Fed faiz artışı şoku ilk etapta büyük ölçüde kur üzerinden emilmekte.

Genel kategori içinde Hindistan bu sene ilk defa Çin'i geçecek büyümesi ile, Kore ise ABD ile ticaret bağlantıları sayesinde, Fed'in faiz artışından en az etkilenecek gelişen ekonomiler arasında yer alıyor. Türkiye için aynı şeyi söylemek kolay değil.

Türkiye'de zaten bu dönemin olumsuz etkilerini gözlemlemeye başladık bile. Enflasyonunun gıda fiyatlarındaki olumsuzluklardan da beslenerek Nisan itibarıyla yıllık % 8'e dayanması, TL'nin sene başından bu yana değer kaybı göz önüne alındığında çok da sürpriz değil.

Önemli bir diğer etki ise, nispeten kısa vadeli dolar borcu yüksek olan ülkelerde hissedilecek. Türkiye'de kamu borcu artık değil ancak bankalar dahil özel sektörün 2008'den bu yana yükselen dış borcu önemli bir endişe konusu.

Çok yüksek cari açık, büyük oranda yavaşlayan ekonomi ve düşen

petrol fiyatları sayesinde azalsa da, cari açık GSMH seviyesinin normalleşme alanı %4,5-5 ile sınırlı görünüyor. Bunun anlamı da, hane halkı tasarruflarının anlamlı seviyede artmadığı ortamda Türkiye'nin büyümek için halen dış borca bağlı olması ve dış borç maliyetinin hem TL değeri hem de faiz olarak yükseldiği ortamda mevcut büyüme seviyesini korumak için bile borçlanma yükünün daha da fazla artırması gereği. Üstelik, Türkiye Fed faiz artış sürecine son üç senedir %8 civarında yapışkan, yüksek bir enflasyonla giriyor. 2008-2013 döneminde enflasyonu kalıcı olarak düşüremeyen merkez bankasının seçim sonrası dönemde TL'yi korumak ve dolayısıyla enflasyonu hedefe yakınsatmak için faiz artırmak zorunda kalabilecek olması, büyümeyi ayrıca zayıflatacak bir unsur olarak karşımızda duruyor.

Fitch'in Nisan sonunda çıkan raporuna göre, Fed'in faiz artırım sürecinin Türkiye'ye etkisi karışık olacak. Brezilya ve Rusya'dan farklı olarak, Türkiye ekonomisinde şok yaratacak şekilde sermaye akışlarında Fitch dahil kimse zaten kesinti beklemiyor. Ancak, ülkenin dış borca bağımlı yapısı 2015-2017 Fed faiz artış döneminde başta

büyüme sıkıntıları olmak üzere, endişe yaratıyor. Seçim sonrası da devam etmesi beklenen politik belirsizlik ve sınırlarında cereyan eden ve kısa vadede dinmesi beklenmeyen jeopolitik gerginlikler de hesaba katıldığında ortaya çıkan Fed'in faiz artırım dönemi boyunca, Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ekonomilere kıyasla daha olumsuz yönde ayrışacağı gerçeği.

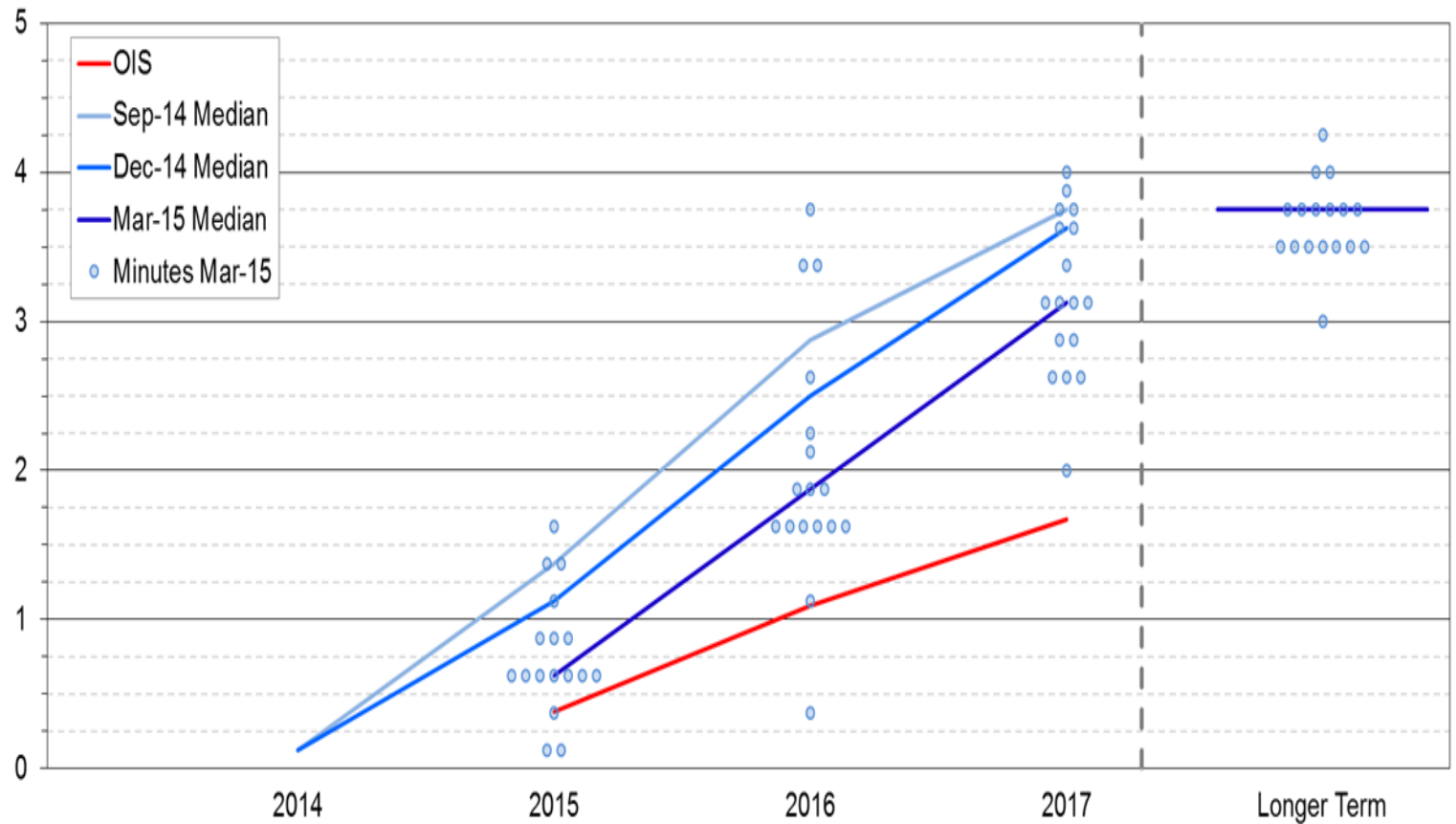
Elbette, en azından Mayıs 2013'ten bu yana geçen iki yılda, seçim

odaklı politikalar üretmek yerine verimlilik yoluyla potansiyel büyümeyi artırmayı hedef alan reformlar gerçekleşebilseydi, Türkiye'nin bu dönemi daha az hasarla atlatabilecekti.

Geçmişte bakınca birçok ülkede ekonomik sorunların sıklıkla değişimlere katalizör olduğu örnekler bulunuyor. 7 Haziran seçimleri sonrasında beklenen karmaşık bir tablo olsa da, sorumlu ekonomik politikaların yeniden öncelikli gündeme alınması bu açıdan belki de bir

fırsat olarak hala çok uzakta durmamakta. Hatırlatmakta fayda var, keza IMF'ye göre dünya ekonomisi 2020'ye kadar büyük oranda düşük büyüme baskısı altında kalmaya devam edecek.

**Grafik 4.** Fed Tutanaklarına Göre 2015-2017 Faiz Beklentisi



## Seçim Anketleri

Son seçim anketlerinden hareketle, beklentilerin yavaş yavaş belli bir aralığa oturmaya başladığını gözlemlemek mümkün. AKP %42-44 aralığında, CHP %24-26 aralığında, MHP %17 civarında ve bu seçimin kilit partisi konumundaki HDP'nin ise meclise kıl payı girerek %10 civarında oy aldığı anketlere yansımakta.

SEÇİM ANKETLERİ						
	Yayınlanma	AKP	CHP	MHP	HDP	Diğer
ANDY-AR	3 Mayıs	43,7	23,5	17,6	10,4	4,5
<b>Ortalama:</b>		<b>43,7</b>	<b>23,5</b>	<b>17,6</b>	<b>10,4</b>	<b>4,5</b>
SONAR	29 Nisan	43,0	26,1	17,2	9,1	5,0
Gezici	27 Nisan	38,1	28,5	18,0	11,0	4,1
MAK Danışmanlık	26 Nisan	45,2	24,8	15,3	9,2	6,0
Denge	25 Nisan	47,0	26,0	14,4	8,8	4,0
AKAM	24 Nisan	40,7	25,5	18,0	11,4	4,0
ORC	17 Nisan	48,3	23,7	14,4	8,9	5,0
Gezici	16 Nisan	39,2	28,1	16,9	11,3	4,0
ANDY-AR	4 Nisan	43,7	23,5	17,6	10,4	4,8
Metropoll	12 Nisan	41,7	27,7	17,4	10,4	2,8
<b>Ortalama:</b>		<b>43,0</b>	<b>26,0</b>	<b>16,6</b>	<b>10,1</b>	<b>4,4</b>
ORC	28 Mart	50,3	23,0	14,1	8,6	4,0
Metropoll	5 Mart	43,1	27,0	16,4	9,8	3,7
SONAR	11 Mart	40,0	27,1	18,0	10,1	4,8
Gezici	19 Mart	39,3	29,6	17,7	11,4	2,0
MAK Danışmanlık	16 Mart	47,7	25,3	14,2	9,1	3,7
ORC	4 Mart	50,0	23,2	13,5	8,4	4,9
<b>Ortalama:</b>		<b>45,1</b>	<b>25,9</b>	<b>15,7</b>	<b>9,6</b>	<b>3,9</b>

*Kaynak: seçimanketleri.net (kararsızlar dağıtılarak)*

### İletişim: Güldem Atabay Şanlı

Direktör, Araştırma ve Strateji

+90 530 016 98 69

guldem.atabaysanli@egelico.com

Bu doküman Egeli & Co. Portföy Yönetim A.S. ("Egeli & Co.") tarafından hazırlanmıştır. Egeli & Co. SPK düzenlemelerine tabi ve SPK tarafından düzenlenen yetki belgesine sahip, kendine değer yaratmaya adanmış bağımsız bir portföy yönetim şirkettir. (Yetki belgeleri: 03.11.2010 PYS./PY. 35/946 ve 03.11.2010 PYS./YD. 15/946). Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren Egeli & Co. 2002 yılından bu yana, dürüst ve seçkin yaklaşımı ile yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılara, aile şirketlerine ve özel bireysel portföylere hizmet etmektedir. Başarısı, yatırımcıları için yurtiçi ve yurtdışında geliştirdiği finansal ürünler ile değer yaratma becerisinden gelmektedir. Egeli & Co.'yu diğerlerinden ayıran fark alternatif varlık sınıflarına ve yatırım temalarına odaklanmasıdır. Egeli & Co. Türk sermaye piyasalarındaki alternatif yatırım temaları alanında bulunan geniş bilgi, tecrübe ve geçmiş performansı ile yatırımcıları için uzun vadeli yatırımlarla önemli getiriler yaratmaktadır.

### YASAL UYARI:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu belgedeki bilgilerin doğruluğu, güvenilirliği ve güncelliği hakkında gerekli özeni göstermekle birlikte bu bilgilerin güvenilirliği, doğruluğu, güncelliği ve eksiksizliği hakkında hiçbir garanti vermemektedir. (Varsa) Yürürlükteki herhangi bir yasa veya düzenleme ile sorumluluğun sınırlandırılması ölçüde tasarruf olarak, Egeli & Co., yöneticileri, çalışanları, temsilcileri ve ajansları bu belgenin içeriği, hatası veya eksiklerinden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan (ihmal olup olmadığı ya da başka bir şekilde olursa da) ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı sorumlu tutulamaz. Herhangi bir şirket, sektör, hisse veya yatırım için detaylı ve tam bir analiz değildir. Egeli & Co. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Bu rapor hangi amaçla olursa olsun çoğaltılamaz, dağıtılamaz ve yayınlanamaz.