

**Yeni ekonomi programının ana başlıkları; dengelenme, disiplin ve dönüşüm olarak öne çıkıyor...**

**YEP, GSYH büyümesinin 2018'de %3,8'e, 2019'da %2,3'e geriledikten sonra, 2020'de %3,5'a yükseleceğini öngörüyor...**

**YEP, 2019'da 76 milyar TL tutarında tasarruf taahhüt ediyor...**

**Programın en dikkat çeken öngörüsü \$/TL kurunun 2019 yılında ortalama 5,60'da istikrar kazanması...**

**Piyasada 2019 yılına ilişkin \$/TL beklentilerinin 7,0-7,5 seviyelerinde şekillendiğini görüyoruz...**

**Enflasyonla topyekün mücadele programı sonrasında piyasa tahminlerinin %24-25 aralığına geri çekildiğini görüyoruz...**

## 2019 Beklentileri Şekillenirken: “Eğer İnşa Ederseniz, Onlar Gelirler”...

### Yeni ekonomi programının ana başlıkları; dengelenme, disiplin ve dönüşüm

- Yeni ekonomi programının (YEP'in) temel dayanağı olarak “ekonomide yeniden dengelenme” dönemine girildiği, yani büyümenin daha düşük gerçekleşeceği, ancak bunun enflasyon ve cari açığa yardımcı olacağı düşünülüyor.
- “Bu sürece “mali disiplin” eşlik ediyor. Bu kapsamda, bütçe açığı/GSYH oranını %2,0'nin altında tutmak adına bütçe harcamalarında kısıntılar taahhüt ediliyor.
- Makro hikâyenin bir diğer vazgeçilmez karakteri de, ekonomide dönüşümün sağlanması oluşturuyor. Bundan da temel olarak, yerli ara malı kullanımının artırılması ve daha katma değerli ürünlerin üretilmesi ve belirli sektörlerle teşvik verilmesi hedefleri kastediliyor.
- YEP'in makro öngörülerine ilişkin olarak şu başlıklar öne çıkıyor:
  - Ekonomide yeniden dengelenme sürecinin bir yansıması olarak, GSYH büyümesinin 2018'de %3,8'e, 2019'da %2,3'e geriledikten sonra, 2020'de %3,5 ve güçlü büyüme döneminin yeniden başlamasının beklendiği 2021 yılında da %5,0'e yükselmesi bekleniyor.
  - Yüksek enflasyon ortamının da bir süre daha devam edeceği kabul ediliyor. YEP'de 2018 ve 2019 sonu enflasyon tahminleri %21 ve %16 seviyelerinde bulunurken, tek haneli enflasyon hedefine 2020 sonunda %9,8 ile ucu ucuna ulaşılacağı öngörülmüştü. Ancak, TCMB son enflasyon raporunda 2018-2020 yıllarına ilişkin TÜFE enflasyon tahminlerini sırasıyla %23,5, %15,2 ve %9,3 olarak güncelledi.
  - Yeniden dengelenme sürecinde cari açık/GSYH oranının 2018 sonunda %4,7, 2019 sonunda %3,3'e gerilemesi ve sonrasında %3,0'ün altında istikrar kazanması bekleniyor.
  - Ekonomide yeniden dengelenmeye mali disiplinin eşlik edeceği belirtilirken, bütçe açığı/GSYH'nin tahmin dönemi boyunca %2,0'nin altında kalması ve 2019'dan itibaren GSYH'nin yaklaşık %1'i kadar faiz dışı fazla verilmesi hedefleniyor. Bu hedeflere ulaşmak için, 2019'da 76 milyar TL tutarında tasarruf (harcama kısıntısı, gelir artırıcı tedbir) taahhüt ediliyor.
  - Programın en dikkat çeken öngörüsü ise \$/TL kurunun 2019 yılında ortalama 5,60, (2020 yılında ise ortalama 5,80) seviyelerinde istikrar kazanması olarak öne çıkıyor.

### Piyasanın makro beklentileri de döviz kuru dışında YEP ile uyumlu görünüyor

- \$/TL kurunda yıl içinde %70'lik yükselişe şahit olduktan sonra, sade vatandaş \$/TL kurunun 2019 yılında ortalama 5,60 seviyelerinde kalmasına şüpheyle yaklaşabilir. Ancak piyasa uzmanlarının da benzer bir şüpheye sahip oldukları görülüyor; şöyle ki piyasada 2019 yılına ilişkin \$/TL beklentilerinin 7,0-7,5 seviyelerinde şekillendiğini görüyoruz.
- Piyasada gördüğümüz ağırlıklı makro beklentiler de kur dışında genel anlamda YEP ile uyumlu görünüyor:
  - Ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya bağlı olarak GSYH büyüme tahminleri 2018 yılı için %3,0-3,5, 2019 yılı için ise %1,0-2,0 arasında şekilleniyor.
  - YEP'in yayınlandığı tarihlerde piyasanın TÜFE enflasyonu beklentileri de YEP öngörülerine yakındı, ancak beklentilerin çok üzerinde gelen Eylül enflasyonu sonrası sene sonu tahminleri %25-27 civarına yükseldi.
  - Bununla beraber, “enflasyonla topyekün mücadele” programı sonrasında tahminlerin %24-25 aralığına geri çekildiğini görüyoruz. Bu durum da Merkez Bankası'nın yapmış olduğu en sonki %23,5'lik tahminle paralel görünmekte.
  - Öte yandan, piyasanın 2019 sonuna ilişkin enflasyon tahminlerinin ise %17-18 civarında şekillendiğini gözleniyoruz (TCMB'nin son tahmini %15,2).
  - Piyasa cari açık/GSYH'nin de 2019'da %3,5-4,0 civarına gerilemesini bekliyor. Bu da YEP'in çok az üzerinde bir seviyeye işaret ediyor.
  - Son olarak, %2,0 bütçe açığı/GSYH hedefinin tutturulması konusunda piyasanın genelde hükümete bir kredi tanıdığı görülüyor.

**Piyasadan bazı konularda ayrışıyoruz**

Piyasanın makro beklenti setine genel hatlarıyla katılıyoruz; ekonomik aktivitenin ciddi anlamda yavaşlamasını, cari açığın hızlı bir şekilde gerilemesini ve enflasyonun 2019 yılı boyunca çok yüksek seviyelerde kalmaya devam etmesini bekliyoruz. **Bununla beraber, piyasa beklentilerinden önemli bir noktada ayrışıyoruz.**

**\$/TL kurunun yeniden 7,0'nin üzerine çıkması halinde ciddi bir ekonomik daralma söz konusu olabilir...**

- Öncelikle TL'deki stabilizasyonu, daha açık bir ifadeyle \$/TL kurunun 6,0'nın altı seviyelerde kalmasını ılımlı bir makro senaryonun ön koşulu olarak görüyoruz. Başka bir ifadeyle, \$/TL kurunun yeniden 7,0'li seviyelere yükselmesi halinde, piyasanın öngördüğü gibi %1,0-2,0'lik yavaş bir GSYH büyümesinin dahi mümkün olmayacağını, bu durumda çok ciddi bir ekonomik daralmanın söz konusu olabileceğini düşünüyoruz.
  - 2018'de TL'nin %40'a varan değer kaybı (ya da \$/TL'de %70'e yaklaşan artış) şirket bilançolarında (ve dolaylı olarak banka bilançolarında) zaten ciddi bir tahribata yol açtı. TL'deki ek değer kaybı geri ödeyememe probleminin katlanmasına ve buna bağlı olarak kamunun üzerine de çok ciddi bir yük kalmasına yol açabilir.
  - \$/TL kurunun kısa vadede 7,0'li seviyelere yükselmesi, enflasyonun da %30'un üzerinde yeni bir patikaya (belki de %35 civarı seviyelere) yükselmesi anlamına gelebilir. Bu da faizlerin bugünkünden bile daha yüksek seviyelere çıkmasına yol açabilir.

**Bunun dışında, ılımlı makro senaryonun diğer ön şartlarını şöyle özetleyebiliriz:**

**Hükümetin kötü kredi sorununun nasıl çözüleceğine ilişkin kapsamlı bir planla ortaya çıkması gerekiyor...**

- Şirket bilançolarındaki tahribat ve artan kredi yeniden yapılandırma ve geri ödeyememe sonucu bankaların mali yapılarındaki (potansiyel) bozulmaya karşı hükümetin kötü kredi sorununun nasıl çözüleceğine ilişkin kapsamlı bir planla ortaya çıkması gerekiyor. Bunun, ılımlı bir makro senaryonun en önemli ön şartı olduğunu belirtmemiz gerek.
- ABD ile ilişkilerde yeni krizlerin önlenmesi de kritik önemde. Rahip Brunson'ın 12 Ekim'de iadesi ilişkilerde normalleşmenin önünü açıtıysa da, iki ülke Suriye'de farklılaşan çıkarlar, Türkiye'nin S-400 savunma sisteminin satın alımı, İran yaptırımlarına uyum, Halkbank'a olası ceza gibi bir dizi konuda anlaşmazlık yaşıyor.
- Bir diğer ön koşul olarak, ticaret savaşlarının farklı boyutlara taşınması, Çin'deki yavaşlama eğiliminin beklentilerin ötesine geçmesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası normalleşme süreçlerinin hızlanması gibi bir dizi nedene bağlı olarak küresel risk iştahında çok ciddi bir bozulma görülmemesi de önemli.
- İlimli makro senaryomuz altında, petrol fiyatlarında örneğin 100\$ veya üzerine doğru hızlı bir yükseliş yaşanmayacağını da varsayıyoruz.
- ABD ile vize krizi, rahip krizi, Rus uçağının düşürülmesi (Kasım 2015'te), Gezi olayları (Mayıs 2013'te) gibi önceden öngörülmemen yeni olayların yaşanması da hiç şüphesiz makro görünümün bozulmasına yol açacaktır.

**ABD ile ilişkilerde yeni krizlerin önlenmesi de kritik önemde...**

**Petrol fiyatlarında örneğin 100\$ veya üzerine doğru hızlı bir yükseliş yaşanmayacağını da varsayıyoruz...**

**Bu genel çerçeve ve varsayımlar altında, genel makro beklentilerimizi şöyle özetleyebiliriz**

**GSYH Büyümesi: Piyasada öngörülenden daha ciddi bir ekonomik yavaşlama ile karşı karşıya olabiliriz**

**2018 GSYH büyümesinin %3,8'lik YEP öngörüsü ve %3,0-3,5'lik piyasa beklentilerinin altında %2,0-2,5 civarında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz...**

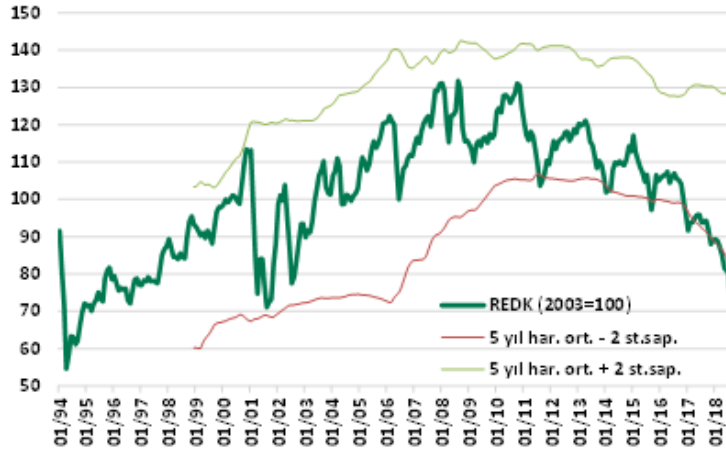
- İhracatın güçlü seyrine karşın, ithalat, PMI, otomotiv ve beyaz eşya satışları ve reel sektör/tüketici güven endekslerindeki çöküş ve kredi faizlerinin çok yüksek seviyelerine bağlı olarak kredilerde yaşanan geri çekilme piyasanın ve YEP'in öngörülerinden çok daha ciddi bir ekonomik yavaşlamaya işaret ediyor olabilir.
- Buna göre, 2018 yılı GSYH büyümesinin %3,8'lik YEP öngörüsü ve %3,0-3,5'lik piyasa beklentilerinin altında %2,0-2,5 civarında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu da yılın ikinci yarısı için %1,0-1,5'lik bir GSYH daralmasına işaret ediyor. Daha yüksek boyutlu bir GSYH daralmasının 2019'un ilk yarısında da devam etmesi muhtemel görünüyor.
- 2019'un ikinci yarısında hafif bir toparlanma mümkün olsa bile, yılın tamamında %1,0-2,0'lik bir GSYH büyümesinden ziyade, GSYH'de daralma yaşanması çok daha olası duruyor.
- Önümüzdeki 3-6 aylık süreçteki gelişmeler, 2019 yılı büyümesi konusunda çok belirleyici olacak. Bununla beraber, mevcut durumda 2019 yılında GSYH'de %2,5 (veya daha yüksek) bir daralma görülebileceğini düşünüyoruz. Bu tahmini yaparken net ihracatın büyümeye %3,0-3,5'lik pozitif katkı yapmasını öngörüyoruz. Buna göre, iç talepteki geri çekilmenin büyümeden %5,0-5,5 puan çalmasını bekliyoruz.

**2019'da GSYH'de %2,5 (veya daha yüksek) bir daralma görülebilir...**

**Kur görünümü: Kur konusunda bir miktar iyimserlik taşıyoruz**

- Kısa vadede kuru yukarı yönlü baskılayabilecek olumsuz faktörlere karşın, TL'nin seyri konusunda bir miktar iyimserlik taşıyoruz.
- Öncelikle, tüm olumsuz faktörlerin büyük ölçüde fiyatlandığını (ya da fiyatlanmış olabileceğini) düşünüyoruz olmamız. TL'nin reel olarak (sadece 1994 yılında görülen) aşırı değersiz seviyelere gerilemiş olması, ek değer kayıplarına karşı bir sigorta oluşturuyor.

Grafik 1: Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)\*



Kaynak: TCMB, BIS, ŞEKER Yatırım

**2019'da bir noktada kur ve faizlerde bir düzeltme (dengelenme süreci) görülebilir...**

- Ancak daha da önemlisi, ekonomik aktivitede daralma beklentimize bağlı olarak, sıkı para politikasına bağlı kalınacağı ve maliye politikasında ek gevşemeye gidilmeyeceği varsayımıyla da, 2019'da bir noktada kur ve faizlerde bir düzeltme (dengelenme süreci) görülebileceğini düşünüyoruz.

**Cari denge: Cari açıkta çok hızlı bir gerileme bekliyoruz**

**Cari açıkta çok hızlı bir gerileme bekliyoruz...**

- İhracattaki güçlenme ve ithalattaki zayıflamaya bağlı olarak, cari açıkta çok hızlı bir geri çekilme bekliyoruz. Eylül dış ticaret verisi ışığında, cari açığın 2018 sonunda 35 milyar \$'ın altına, gelecek yılın ilk çeyreğinde 25 milyar \$'ın altına, ikinci çeyrekte de 20 milyar \$'ın altına seviyelere gerileyebileceğini düşünüyoruz. Cari açık 2019 sonunda ise 20 milyar \$'ın biraz üzerinde gerçekleşebilir.
- Buna göre, 2019 yılı cari açık tahminimizin YEP öngörüsüne çok yakın olduğunu söyleyebiliriz. Ancak, tahminimiz yaklaşık %2,5'lik bir GSYH daralmasına dayanırken, hükümet benzer bir açığı %2,3'lük GSYH büyümesi ile tahmin ediyor. Buna göre, cari açık tahminimiz de bir miktar daha aşağı yönlü risk olabilir.
- Öte yandan, cari açık/GSYH oranının 2020 ve sonrasında hükümetin öngördüğü %3,0'ün altı seviyelerde istikrar kazanması zor görünüyor. Bunun olması için, YEP'in temel hedeflerinden olan imalat sanayiinde dönüşüm konusunda çok ciddi mesafe alınması gerekiyor ki, bu kadar kısa bir süre içinde bu da çok mümkün görünmüyor.

**Cari açık/GSYH oranının 2020 ve sonrasında hükümetin öngördüğü %3,0'ün altı seviyelerde istikrar kazanması zor görünüyor...**

Grafik 2: Cari açıkta beklenen trend (Milyar \$)



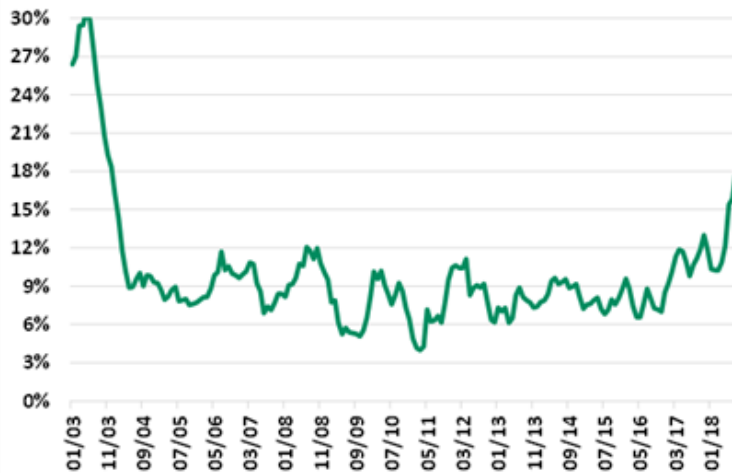
Kaynak: TCMB, ŞEKER Yatırım

**Enflasyon görünümü: Yüksek enflasyon uzunca bir süre daha devam edecek, ancak 2019'un ikinci yarısında dezenflasyon süreci hızlanabilir**

**Cari açığındaki düşüş eğilimi, 2019'da TL'deki stabilizasyona yardımcı olabilir...**

- Cari açığındaki düşüş eğilimi, 2019'da TL'deki stabilizasyona yardımcı olabilir, hatta TL'de miktar değerlenme sürecini destekleyebilir. Bu ayrıca enflasyonda 2019'dan itibaren beklenen düşüş eğilimine yardımcı olabilir (enflasyondaki düşüş sürecinin 2019'un ikinci yarısında ivme kazanmasını bekliyoruz).
- Bununla beraber, kısa vadede TÜFE enflasyonunun, TL'deki son dönemdeki iyileşmeye ve "enflasyonla topyekün mücadele" programına rağmen henüz zirve yapmadığını düşünüyoruz.
- Aslında beklentilerin çok üzerinde gelen Eylül enflasyon gerçekleşmesi, bizi 2018 sonu TÜFE enflasyon tahminimizi %27-28 civarına revize etmeye (hatta 2019 ilk çeyrek tahminimizi %30 civarına) revize etmeye zorlamıştı.

Grafik 3: TÜFE Enflasyonu



Kaynak: TÜİK

\* 2003-2004 dönemi verileri için 1994=100 endeksi kullanılmıştır

**Yapılan indirimlerin geri alınmasıyla, enflasyonunun 2019'un ilk çeyreğinde yeniden yükselişe geçmesi muhtemel görünüyor...**

**TÜFE enflasyonunda 2019'un ikinci yarısında TCMB ve piyasa beklentilerine göre daha hızlı bir düşüş görülebilir...**

**Bu beklentimiz ekonomik aktivitede daralma ve TL'de stabilizasyon öngörümüze dayanıyor...**

- Ancak, sonrasında hükümet çeşitli ürünlerde sene sonuna kadar en az %10'luk indirim yapılmasını öngören "enflasyonla topyekün mücadele" programını açıkladı. Bu program enflasyonun uzun vadeli yapısal sorunlarına ilişkin bir reçete sunmasa da, enflasyonu kısa vadede sınırlandırabilir. Buna ek olarak, TL'deki son dönemdeki iyileşmeyi de göz önüne alınca, 2018 sonu TÜFE enflasyon beklentimiz %24-25 olarak şekilleniyor.
- Yapılan indirimlerin geri alınmasıyla, TÜFE enflasyonunun 2019'un ilk çeyreğinde yeniden yükselişe geçmesi muhtemel görünüyor. Bu beklentimiz, TCMB'nin son enflasyon raporunda yayınladığı enflasyon patikası ile de uyumlu.
- Enflasyonun önümüzdeki en az 6-9 aylık süreçte çok yüksek seviyelerde seyredecek olması, kredi faizlerinde ciddi bir iyileşme ihtimalinin önüne de set koyuyor. Kredi faizlerinin yüksek seyri, GSYH'de daralma beklentimizin en önemli nedenlerinden biri olarak öne çıkmakta.
- Bununla beraber, TL'deki değer kaybı sürecinin fiyatlama davranışları üzerinde yarattığı kalıcı olumsuz etkilere karşın, ekonomik aktivitede daralma beklentimiz ve \$/TL kurunun 2019 yılında 6,00 veya biraz altı seviyelerde uzun süre stabilize olabileceği öngörümüze bağlı olarak, TÜFE enflasyonunda 2019'un ikinci yarısında TCMB ve piyasa beklentilerine göre daha hızlı bir düşüş görülebileceğini de düşünüyoruz.
- 2019 sonu TÜFE enflasyonuna ilişkin olarak TCMB'nin %15,2 ve piyasanın %17-18 civarındaki tahminlerine karşılık, biz %13,0-13,5 civarına kadar bir gerilemenin (ekonomik aktivite ve kurun seyrine göre belki de daha düşük seviyelere) mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, 2019 yılı ortalama TÜFE enflasyonu tahminimizin %21-22 civarında olduğunu belirtelim.
- 2019 sonuna ilişkin TÜFE enflasyonu tahminimiz ilk bakışta piyasa ve TCMB tahminlerine göre çok iddialı görünebilir. Ancak bu tahminimizin yukarıda çerçevesini çizdiğimiz genel görünüm ve varsayımlar altında geçerli olduğunu hatırlatmak istiyoruz.

**Ekonominin yavaşladığı bir ortamda bütçe açığını sınırlandırmak zor olabilir...**

**2019'da bütçe açığının GSYH'ye oranının, YEP'in %1,8'lik öngörüsüne karşılık, %3,0 (veya üzeri) seviyelere yükselebileceğini düşünüyoruz...**

**Bütçe görünümü: Ekonomi yavaşlarken (daralırken) bütçe hedeflerine ulaşmak zor olabilir zor olabilir**

- Ekonominin yavaşladığı (aslında daraldığı) bir ortamda, bütçede harcama kalemlerinin düşürülmesi yönündeki esnekliğin aslında çok düşük olduğu da göz önüne alındığında, 2019 yılında bütçe açığı hedefinde daha yüksek boyutlu bir sapma olabileceğini düşünüyoruz.
- Vergilerin yeniden yapılandırılması, bedelli askerlik ve imar affı gibi gelirlerin yardımıyla hükümet 2018 bütçe hedeflerini tutturursa (ya da küçük bir sapma görülse) bile, ekonomik aktivitedeki zayıflamaya bağlı olarak 2019 yılı bütçe açığı/GSYH oranında ciddi bir artış olabileceğini düşünüyoruz.
- Hükümet 2019'da toplam 76 milyar TL'lik bütçe tasarrufu taahhüdünde bulunduysa da, ekonomi daralırken buna harfiyen uymak da çok kolay olmayabilir.
- Buna göre, 2019'da bütçe açığının GSYH'ye oranının, YEP'in %1,8'lik öngörüsüne karşılık, %3,0 (veya üzeri) seviyelere yükselebileceğini düşünüyoruz.

Parameter	Period	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Parametre	Dönem
CPI Inflation	End of Period	8.8%	8.5%	11.9%	24.5%	13.0%	11.3%	TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu
	Period Average	7.7%	7.8%	11.1%	16.8%	21.0%	12.2%		Dönem ortalaması
Benchmark Yield (2YR)	End of Period	10.8%	10.7%	13.4%	25.2%	19.5%	17.5%	Gösterge Tahvil (2 Yıl)	Dönem sonu
	Period Average	9.7%	9.8%	11.8%	19.5%	23.1%	17.8%		Dönem ortalaması
10 YR Bond Yield	End of Period	10.7%	11.4%	11.7%	19.5%	16.2%	15.0%	10 Yıllık Tahvil	Dönem sonu
	Period Average	9.3%	10.2%	11.1%	16.2%	17.7%	15.1%		Dönem ortalaması
CBT Policy Rates (E-o-P)	1-week repo	7.50%	8.00%	8.00%	26.00%	18.00%	17.00%	TCMB Politika Faizi (Dönem sonu)	Haftalık repo
	O/N borrowing	7.25%	7.25%	7.25%	24.50%	16.50%	15.50%		Gecelik borçlanma
	O/N lending	10.75%	8.50%	9.25%	27.50%	19.50%	18.50%		Gecelik borç verme
	LLW Rate	12.25%	10.00%	12.75%	29.00%	21.00%	20.00%		GLP faizi
	Cost of Funding	8.79%	8.28%	12.75%	26.00%	18.00%	17.00%	Fonlama Maliyeti	
TL/Basket	End of Period	3.0459	3.5891	4.1925	6.3599	7.0530	8.2186	TL/Basket	Dönem sonu
	Period Average	2.8710	3.1828	3.8840	5.3903	6.6190	7.6969		Dönem ortalaması
TL/USD	End of Period	2.9175	3.4936	3.8397	5.9025	6.5004	7.5400	TL/USD	Dönem sonu
	Period Average	2.7224	3.0236	3.6487	4.9466	6.1200	7.0613		Dönem ortalaması
TL/Euro	End of Period	3.1742	3.6846	4.5453	6.8174	7.6055	8.8972	TL/Euro	Dönem sonu
	Period Average	3.0197	3.3419	4.1193	5.8339	7.1180	8.3324		Dönem ortalaması
GDP Growth	Period	6.1%	3.2%	7.4%	2.2%	-2.5%	5.1%	GSYH Büyümesi	Dönem
Absolute GDP	Billion TL	2,339	2,609	3,107	3,743	4,393	5,167	Nominal GSYH	Milyar TL
	Billion USD	857	862	852	766	716	730		Milyar \$
GDP per capita (\$)	Population (mln)	78.3	79.3	80.1	81.0	81.9	82.8	Kişi Başı GSYH (\$)	Nüfus (mln)
	GDP per capita	10,947	10,875	10,635	9,451	8,743	8,818		Kişi Başı GSYH
Budget	Budget Balance/ GDP	-1.0%	-1.1%	-1.5%	-2.2%	-3.2%	n.a	Merkezi Bütçe	Bütçe Dengesi/GSYH
	Primary Balance/ GDP	1.3%	0.8%	0.3%	-0.1%	-0.7%	n.a		Faiz-dışı denge/GSYH
Current Account	CA Balance/ GDP	-3.7%	-3.8%	-5.6%	-4.6%	-2.8%	-4.5%	Cari Denge	Cari denge/GSYH

**ÇEKİRCE:** Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. 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.