

Değerli okurlar,

Eylül ayında gerçekleştirilen “Türkiye’de Emeklilik Tasarrufları” konulu panel emeklilik fonlarının performansı, TKYD olarak yapılan çalışmalar ve bireysel emeklilik sisteminin gelişimi konusunda önerilerimizi paylaşma imkanı bulduğumuz önemli bir etkinlik oldu.

Dergimizin bu sayısında da Bireysel Emeklilik Sisteminde Tercihler ve Beklentiler konulu bir anket çalışması ve Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Genel Müdürü Sn. M. Uğur Erkan’ın özel emeklilik sistemimizde gelişim olanaklarına ilişkin görüşlerinin yer aldığı makalesi ile bu konuya ayrıntılı bir şekilde yer verdik.

Beklenti anketimiz yılın son çeyreğinde siyasi gelişmeler ve ABD’de faiz artırımına yönelik beklentilerin yatırım kararlarını etkileyecek öncelikli faktörler olacağını gösterdi. Yaklaşan 1 Kasım seçimleri öncesi KONDA Genel Müdürü Sn. Bekir Ağırdir, TKYD’nin organize ettiği bir toplantıda “Siyaseti Belirleyen Ekonomik, Toplumsal ve Kültürel Dinamikler” konulu bir sunum yaptı. Ağırdir’in bu toplantıda aktardığı görüş ve istatistikleri içeren makaleyi dergimizde bulacaksınız.

TSPB’nin Portföy Yönetim Şirketlerinin ilk altı aylık finansal sonuçlarına ilişkin yaptığı bir analiz çalışmasına da dergimizde yer verdik.

Ekim-Aralık sayımızın öne çıkan konularından biri, Yatırım Fonlarında Derecelendirme oldu. Bu konuda ülkemizin ilklerinden Ludens Fon Rating detaylı bir soru-cevap çalışması ile bu alandaki çalışma ve beklentilerini dergimiz için derledi.

Portföy yönetim şirketlerinde risk yönetimi, Borsa Yatırım Fonlarının dünyada ve ülkemizde gelişimi, kurumsal yatırımcıların çevre, toplum ve yönetim konularına artan ölçüde önem verdiğini ortaya koyan sürdürülebilirlik konulu bir çalışma da dergimizin hem yerel hem de küresel gündemi yakalamak adına, ilginizi çekeceğini düşündüğümüz diğer bazı bölümleri arasında yer alıyor.

Keyifli okumalar dilerim.

Saygılarımla,

Dr. Alp Keler
TKYD Başkanı



“Eylül ayında gerçekleştirilen “Türkiye’de Emeklilik Tasarrufları” konulu panel emeklilik fonlarının performansı, TKYD olarak yapılan çalışmalar ve bireysel emeklilik sisteminin gelişimi konusunda önerilerimizi paylaşma imkanı bulduğumuz önemli bir etkinlik oldu.”

İÇİNDEKİLER



4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 TKYD ANKET

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4. Çeyrek/2015

8 TKYD'DEN

Türkiye Emeklilik Tasarrufları paneli

Sermaye Piyasaları Kongresi 15-17 Ekim

10 KONUK

SİYASETİ BELİRLEYEN EKONOMİK, TOPLUMSAL VE KÜLTÜREL DİNAMİKLER

Bekir Ağırdu / Genel Müdür / KONDA Araştırma ve Danışmanlık

16 TEFAS

TEFAS'IN BAŞARISI İÇİN ÜRÜN ÇEŞİTLENDİRMESİ ÖNEMLİ

Cem Muratoğlu / Genel Müdür Yardımcısı, / Bireysel Bankacılık Odeabank A.Ş.

18 BES ANKET

BİREYSEL EMEKLİLİK PLANLARINDA TERCİHLER VE BEKLENTİLER

20 BES

Ülkemiz Özel Emeklilik Sistemindeki Gelişim Olanakları

M. Uğur Erkan / Genel Müdür / Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.

24 RAPOR

Portföy Yönetim Şirketleri 2015'in İlk Yarısında 42 Milyon TL Kâr Etti

Gökben Altaş / Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik Bölümü

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)

27 DERECELENDİRME

Önceliğimiz ratingin bilinirliğinin artması

Dr. Nazlı Kalfa Baş ve Doç Dr. Serra Eren Sarıoğlu / Yönetici Ortak

Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd.Şti.

30 STRATEJİST

Zayıflayan politik ve ondan etkilenen ekonomik algı düzeltilmeli

Ali Kerim Akkoyunlu / Uluslararası Piyasalar Araştırma Müdürü

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

33 KONFERANS AJANDASI

34 FON YÖNETİMİ

UBAM Türkiye Hisse Senedi Fonu Eli Koen

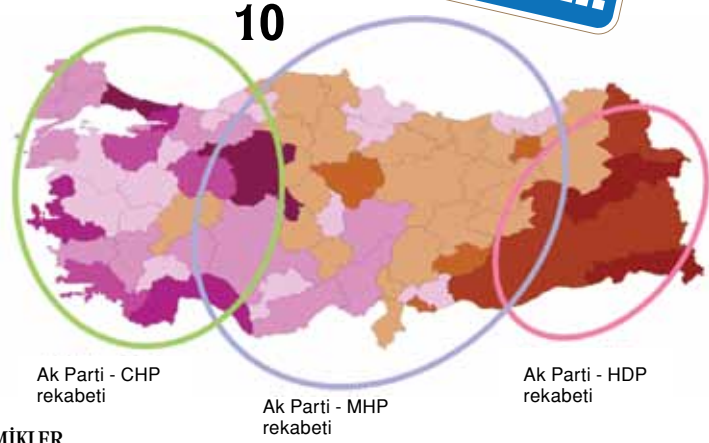
Eli Koen / Fon Yöneticisi / Union Bancaire Privée

36

İş Portföy Py Eurobond Borçlanma Araçları Özel Fonu

Caner Özhan / Kıdemli Portföy Yöneticisi / Alternatif Yatırım Ürünleri Bölümü

İş Portföy Yönetimi A.Ş.



EKİM - KASIM - ARALIK 2015

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi H. Halim Çun

Sorumlu Müdür
Dr. Cüneyt Demirkaya

Editör
Güzin Övünç
guzinovunc@tkyd.org.tr

Yayın Kurulu
Halim Çun
Aytaç Aydoğan
Didem Çankaya Ural
Mehmet Ali Ersarı
Mehmet Gerz
Doç. Dr. Mehmet Horasanlı
Özgür Çatı
Serkan Karabacak
Tankut Taner Çelik

Danışma Kurulu
Dr. Alp Keler
Alim Telci
Bengi Subaşı
Didem Gordon
Emir Alpay
Fatih Arabacıoğlu
Gür Çağdaş
Dr. Gürman Tefvik
Hakan Eryılmaz
Hasan Güzelöz
Hüseyin Ergin
Mehmet Akyol
Namık Aksel
Özgür Güneri
Tevfik Eraslan
Tolga Ataman

Reklam Müdürü
Selin Sözer Kayar
selinkayar@kyd.com.tr

Yayın Türü
Yaygın, süreli. Kurumsal Yatırımcı TKYD'nin
üç ayda bir yayınlanan sektörel yayın organıdır.

Yönetim Adresi
KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş.
İş Kuleler Kule:2 Kat:8, 34330 4.Levent - İstanbul - Türkiye
Tel: +90 212 279 03 99 Fax: +90 212 279 07 44
www.kyd.com.tr

İTALİK Ajans Yayıncılık Reklam ve Matbaa
Grafik Tasarım ve Baskıya hazırlık
Derya Bozkurt

Baskı
Portakal Basım Matbaacılık San. Tic. A.Ş.
Tel: 0212 332 28 01

TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından yatırımcıları bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu dergide yer alan her türlü haber, bilgi ve yorumlar; güvenilir olduğuna inanılan Kaynaklar tarafından hazırlanmış araştırma raporları, değerlendirmeler, atıflar, çeviriler ve istatistikî verilerden derlenmiştir. Dergide yer alan tüm yazılar ve içeriklerinden yazarları sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir. Dergide yer alan yazılar izin alınmadan ve kaynak gösterilmeden hiçbir şekilde kullanılamaz.

KAPAK: Ali Balkan, Ali Balkan (1974, İstanbul) ressamalibalkan@gmail.com
Monografi için: https://ressamalibalkan.wordpress.com/ali-balkan-kimdir/
Videolar için: https://www.youtube.com/user/istanbulresimleri555/videos

37 RİSK YÖNETİMİ

Portföy Yönetimi Şirketlerinde Risk Yönetimi

Gökçen Yumurtacı / Risk Yöneticisi, Risk Yönetimi Bölümü / Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

40 SEKTÖR ANALİZİ

BYF'ler dünyada rekora doymazken ülkemizde küçülüyor

Pınar İnanöz / Borsa Yatırım Fonları / Portföy Yöneticisi

42 SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Küresel Yatırımcıdan Sürdürülebilirlik Risklerini En Aza İndirme Talebi

Cecilia Barsk / Müdür, Danışmanlık Hizmetleri / Sustainabilitycs

44 EKONOMİST

FED'in faiz arttıracacağı söylentileri neden gündemden hiç düşmüyor?

Doç. Dr. Cem Demiroğlu / İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Finans Bölümü - Koç Üniversitesi

46 YABANCI KONUK

Beş milyonluk Norveç'in kurumsal yatırımcı büyüklüğü 200 milyar

Bernt S. Zakariassen / CEO

The Norwegian Fund and Asset Management Association (VFF)

48 EĞİTİM

Ülkemizin Genel Eğitim Düzeyi ve Finansal Eğitime İlişkin Politika Önerileri

Serkan Karabacak / Yönetim Kurulu Üyesi / Suriyapı SPV

52 FON DÜNYASI

Derleyen: Halim Çun / Genel Müdür, Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

56 TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

Yatırım fonlarında büyüme para piyasası fonlarından geldi

Ceren Angılı / Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon / Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

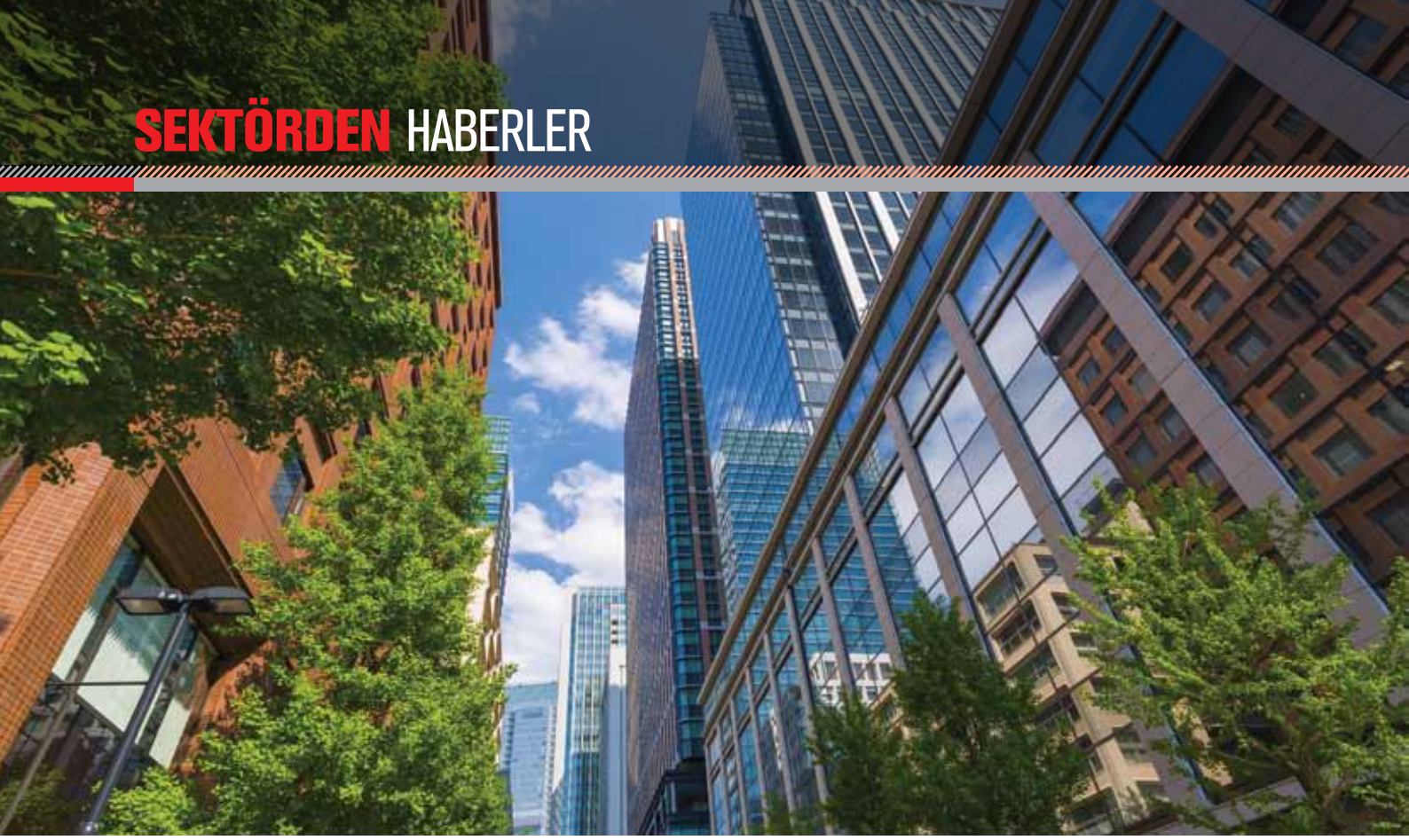
60 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

Derleyen: Levent Gürses

62 EFAMA Avrupa Yatırım Fonları

64 Dünya Yatırım Fonları

66 SEKTÖR VERİLERİ



PYŞ FAALİYET İZİNİ, SERMAYE ARTIŞI, YETKİ BELGELERİ

- 1) **Troya Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- 2) **Fokus Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 3.500.000 TL olan mevcut sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 3.700.000 TL'ye artırılmasına izin verilmesine ilişkin talebi olumlu karşılandı.
- 3) **Tekstil Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin unvanının ICBC Turkey Portföy Yönetimi A.Ş. olarak değiştirilmesi talebi olumlu karşılandı.
- 4) **Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- 5) **KT Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ile portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- 6) **Magna Capital Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 6.525.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 5.870.000 TL olan

mevcut çıkarılmış sermayesinin, tamamı nakden karşılanmak suretiyle 6.525.000 TL'ye artırılması talebi olumlu karşılandı.

- 7) **Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 15 inci maddesi çerçevesinde T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile acentelik tesis edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- 8) **Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.**'nin kurucusu olduğu "Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Esnek Turuncu Emeklilik Yatırım Fonu"nun, "Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. İş Bankası İştirak Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu"na dönüşümüne izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

- 9) **Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyetlerinin kendi talebi üzerine bir yıl süreyle geçici olarak durdurulmasına karar verildi.

- 10) **Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**'nin, %100 oranında paylarına sahip olduğu Ekinciler

Portföy Yönetimi A.Ş.'ni devralmak suretiyle birleşmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- 11) **Omurga Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- 12) Kurucu ortak **Destek Menkul Değerler A.Ş.**'nin talebi doğrultusunda, Destek Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşu için verilen Kurul izni iptal edildi.

KURUMLARDAN HABERLER

G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanları'nın 4-5 Eylül'de Ankara'da gerçekleşen toplantılarında G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri kabul edildi.

İlkeler OECD tarafından ilk defa 1999 yılında kurumsal yönetim alanında hükümetlere ve düzenleyici otoritelere rehberlik sunmak amacıyla geliştirildi. 2013 yılında OECD Kurumsal Yönetim Komitesi

tarafından başlatılan kapsamlı bir güncelleme çalışması sonucunda, yeni ilkeler onaylanmaları amacıyla G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanları toplantısına sunuldu. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf> adresinden ulaşılabilir.

Aktif Bank ve İslami Özel Sektör Kalkınma Kuruluşu - ICD (Islamic Corporation for the Development of Private Sector) ortaklığında İslami Portföy Yönetim Şirketi kurulacak.

ICD ve Aktif Bank ortaklığını değerlendiren ICD CEO'su Khaled Al-Aboodi, PYŞ'nin Türkiye'deki sermaye piyasaları sektörünün gelişmesi ve çeşitliliğin artması noktasında yeni bir soluk getireceğini söyledi. Türkiye'de faize duyarlı kesimin birikimlerinin yanı sıra Orta Doğu menşeli önemli yatırım fonlarından temin edilecek kaynağın reel ekonomiye kazandırılması için köprü rolü üstleneceğini de aktaran Al-Aboodi, PYŞ bünyesinde kurulacak fonlar arasında ilk etapta bir girişim sermayesi yatırım fonu olmasını öngördüklerini; daha sonraki dönemlerde ise gayrimenkul yatırım fonu, yatırım fonu bazında sukuk fonu, katılım endeksi yatırım fonu, emeklilik fonu gibi ürün setleri olacağını ve bu fonların her birinin ayrı ayrı büyüklük hedefleri olacağını açıkladı.

Konu hakkında açıklama yapan Aktif Bank Genel Müdürü Serdar Süren ise girişim sermayesi yatırım fonunun faaliyetlerine ilk aşamada 20 milyon dolarlık bir çekirdek sermaye ile başlamasını hedeflediklerini söyledi. ICD'nin bu yatırımda yer almasının fonlara önemli bir prestij katmasının yanı sıra İslami finans prensiplerine tam uyum konusunda faize duyarlı kesim için de tam bir

güvence sunduğunu söyleyen Süren, bu fon ile birlikte girişim sermayesi yatırım fonu işlemlerinde Körfez bölgesinin yanı sıra Malezya'dan da fonların Türkiye'ye getirilmesini hedeflediklerini açıkladı.

IOSCO'nun gelişmekte olan piyasalarda Özel Sektör Tahvili Piyasaları raporu yayınlandı.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) araştırma bölümü tarafından hazırlanan Corporate Bond Markets: An Emerging Market Perspective adlı rapor Eylül ayında yayınlandı.

Özel Sektör Tahvili Piyasaları'na yönelik dizinin ikinci çalışması olan rapor, üç alanda veri ve analiz içeriyor: (1) Gelişmekte olan piyasalardaki özel sektör tahvili piyasasının gelişmesinin etmenlerini tanımlamak (2) Birincil ve ikincil piyasa faaliyetinde trendleri izlemek; ve (3) Riskler ve kırılganlıklar.

Raporun ana bulguları aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1. Gelişmekte olan ekonomilerde geçtiğimiz 10 yıl içinde özel sektör tahvil piyasaları üç kat büyüyerek 2014 yılında \$6.9 trilyon'a yükseldi. Aynı yıl sonu itibarıyla tahvil ihraçları \$1.06 trilyon'a ulaştı. Önceki yıl \$0.9 trilyon düzeyindeydi. Bu gelişimin yüzde 80'i gelişmekte olan Asya piyasalarından gelirken, diğer bölgelerde de büyüme kaydedildi.

2. Yerel özel sektör tahvili piyasası gelişimi genel finansal sektör gelişimi ve finansal altyapı iyileşmesinden olumlu yönde etkilendi. Gelişmekte olan ekonomilerdeki uluslararası özel sektör tahvili piyasası, kurumsal ortamın sağlıklı olmasına bağlıydı. Raporda 62 gelişmekte olan ekonomiden örneklerle, Kendall Tau korelasyonu ve sabit etmenli panel regresyon kullanılarak belli etmenler analiz edildi. Hükümet politikaları ve uluslararası kredi notu hizmetlerinin varlığı da, özellikle banka bazlı kriz-

leri takiben, bu piyasaların gelişmekte olan ekonomilerdeki genel gelişmesini destekleyen faktörler olabilmektedir.

3 - Gelişmekte olan ekonomilerde ikincil piyasalar var olsalar dahi küçük olarak karakterize edilmektedir. Bu yüzden, rapor gelişmekte olan ekonomi özel sektör tahvillerinin ABD ve Avrupa ikincil piyasalarında ki işlem faaliyetine odaklanmıştır. Bu veriye göre, son dört yılda, bu tahvillerin işlem hacmi ve ciro oranı, sadece gelişmekte olan Amerika piyasalarında yükselişte iken, diğer yerlerde yatay seyretmektedir. İşlem hacmi ve ciro oranı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

4- Gelişmekte olan ekonomiler özel sektör tahvili piyasalarının gösterdiği riskleri tartışmak, gelişmekte olan piyasa özel sektör borçlanmasını homojen bir risk kaynağı olarak görmekten uzaklaşmayı gerektirebilir.

Büyüyen özel sektör tahvil piyasaları, gelişmekte olan ekonomilerde beraberindeki yararlarla birlikte finansal derinleşmeye doğru bir geçiş ortaya koyabilir. Özellikle küresel çapta makro ekonomik ve politik gelişmeler bağlamında, kırılganlıkları ortaya çıkarabilir. Bu kırılganlıklar para birimi uyumsuzluğu riski ve kredi riski; roll-over riski; ve ikincil piyasa likidite riski olarak belli edebilir. Tek başına, bu riskler sistemik bir risk anlamına gelmez. Ancak, bu riskler kendi aralarında etkileşime girebilir. Bunu tetikleyebilecek faktörler, düşen emtia fiyatları, güçlü para birimlerinin değerlenmesi (örneğin ABD doları), gelişmiş dünyada faiz oranlarının yükselmesi; ve varlık balonlarının patlaması (örneğin gayrimenkul sektöründe) gibi gelişmeleri içerebilir.

Rapora <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD510.pdf> adresinden ulaşılabilir.

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4.Çeyrek/2015

SİYASİ GELİŞMELER VE ABD FAİZLERİ BELİRLEYİCİ

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, yılın son çeyreğinde yatırım kararlarında siyasi gelişmeler ve ABD Merkez Bankası faiz artırım beklentileri belirleyici olacak.

Anket, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla, 22 Eylül-2 Ekim tarihleri arasında gerçekleştirildi.

Siyasi gelişmeler ve ABD faiz artırımını yine belirleyici

Piyasalarda belirleyici olacak etken	%
FED'in faiz artırımına ilişkin beklentiler	36
Siyasi alanda gelişmeler	42
Avrupa sorunlu ekonomileri	-
Dış siyasi gelişmeler	-
TCMB para politikası kararları	-
Uzakdoğu (Çin) ekonomik verileri	22
Diğer	-

Kasım ayında yapılacak seçimler öncesi, anket katılımcılarının yüzde 42'si siyasi gelişmelerin son çeyrekte piyasalar üzerinde en önemli belirleyici olacağını belirtirken, yüzde 36'sı ise ABD Merkez Bankası (Fed) faiz artırım beklentilerinin ön planda olacağını kaydetti. 7 Haziran'da yapılan genel seçimlerin sonuçlarının alınmasının ardından üçüncü çeyrek anketinde siyasi gelişmeler en belirleyici faktör olarak belirtilmişti. Eylül ayındaki Fed toplantısında faiz artırım kararı alınmazken, Fed Başkanı Janet Yellen, son konuşmasında faizlerin bir yıl içinde artırılmasının uygun olacağını söyledi.

Son çeyrekte hisse senedi ve uzun vadeli tahvil tercih edilecek

Yatırım aracı hangisi olur?	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	7
Hisse senedi	36
Altın	7
Özel sektör tahvili	-
Euro/Dolar	7
Emtia	-
Uzun vadeli tahvil	29
Eurobond	14

Anketin son çeyrek için yatırım tercihi sorusuna katılımcıların yüzde 36'sı hisse senedi, yüzde 29'u ise uzun vadeli tahvil cevabını verdi. Önceki iki çeyrekte hisse senedi ile birlikte en fazla tercih edilen yatırımcı aracı olarak belirtilen euro/dolar ise, bu kez çok az sayıda katılımcı tarafından işaretlendi.

2015'in en önemli ekonomik göstergesi döviz kuru

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	%
Enflasyon	14
Büyüme	14
Cari açık	-
Döviz kuru	72
Bütçe açığı	-
Petrol fiyatları	-
Diğer	-

Fon yöneticileri için yılbaşından bu yana tüm anketlerde en önemli ekonomik gösterge olarak belirtilen döviz kuru, son çeyrekte de tahtını bırakmadı. Anket katılımcılarının yüzde 72'si en yakından izleyecekleri ekonomik göstergenin döviz kuru olacağını belirtti. Üçüncü çeyrek için döviz kuru tercihinin belirtenlerin oranı ise yüzde 37 düzeyinde kalmıştı, buna göre önemli bir artış kaydedildi.

Son çeyrekte en iyi performans Avrupa'dan bekleniyor

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%
ABD	29
Avrupa	42
Gelişmekte olan piyasalar	29
Diğer	-

Fon yöneticilerinin küresel hisse senedi piyasalarında beklenen performansa yönelik olarak Avrupa piyasası, son çeyrekte ABD ve gelişmekte olan piyasaların önünde yer aldı. Anket katılımcılarının yüzde 42'si son çeyrek için Avrupa'yı tercih etti.

YATIRIM ARAÇLARI 2015 TAHMİNLERİ

Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	10,50	12	10

BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	78,500	87,000	70,000

Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	3,33	3,5	3,12

TCMB politika faiz oranı (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	9	10	7,25

ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	3	3,24	2,75

Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	3,165	3,37	2,94

12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
12 aylık enflasyon	8	9,5	6,95

Son çeyrekte altın ve petrolde aşağı yön beklentisi yok

Yön	Altın	Petrol
YUKARI	%42	%36
AŞAĞI	---	---
YATAY	%58	%64

Anket sonuçları, altın ve petrol için son çeyrekte aşağı yönde beklenti olmadığını gösterirken, yatay seyir bekleyenlerin oranı yukarı beklentiye göre biraz daha fazlaydı. Altında yatay seyir beklentisi olanların oranı yüzde 58, petrolde yüzde 64 oldu.

Tahvil Bono ve Hisse Yoğun fonlar son çeyrekte ön planda

TKYD fon sınıflandırmasına göre, fon yöneticilerinin son çeyrekte en fazla tavsiye ettiği fonlar Tahvil Bono ve Hisse Yoğun kategorilerinde yer aldı. Buna göre, katılımcıların yarısından fazlası tavsiye listesinde Tahvil Bono kategorisindeki fonlara yer verirken, çoğunun tercihi Özel Sektör Tahvili fonları oldu.

Son çeyrek için katılımcıların yarısının listesinde de Hisse Yoğun fonlar yer buldu. Bu kategorileri Uluslararası Fonlar ve Emtia fonları izledi.

Borsada bankalar yine önde, havayolu şirketleri takip ediyor

Üçüncü çeyrekte fon yöneticilerinin borsada en iyi performans beklediği sektörlerin başında gelen bankacılık, son çeyrek için de tercih sırasında yerini korudu. Katılımcıların yarısından fazlası ankette bankacılık sektörüne son çeyrek için favori sektörleri arasında yer verdi. Daha sonra havayolu-ulaştırma sektörü ve sırasıyla perakende, gıda ve savunma sektörleri tercih listelerinde en fazla yer bulan sektörler oldu.

Türkiye Emeklilik Tasarrufları paneli

CFA Society of Istanbul, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Sigorta Birliği ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) sponsorluğunda 2 Eylül 2015 tarihinde Sabancı Center Hacı Ömer Sabancı Konferans Salonu'nda "Türkiye Emeklilik Tasarrufları" konulu panel düzenlendi.

Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı Tefvik Kınık açılış konuşmasında bireysel emeklilik sisteminin geldiği noktayı rakamlarla ortaya koyarak, 2023 yılında 10 milyon katılımcı hedefine ulaşılabilmesi için yapılması gerekenler üzerinde durdu. Ardından Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürü Gökhan Karasu yaptığı konuşmada, mevcut sistemin şu aşamada tasarruf modeli olmaktan ileri gidemediğini belirterek, BES'in hayat boyu maaş bağlamadığını anlattı. Karasu, bu konunun üzerinde çalıştıklarını ve Ekim'den sonra ikinci fazı yürürlüğe sokacaklarını belirtti.

Konuşmaların ardından CFA Institute Başkanı Paul Smith, CFA Institute tarafından Mercer'a hazırlanan "An Ideal Retirement System" raporunun sunuşunu yaptı.

Daha sonra düzenlenen "Türkiye'deki Emeklilik Sistemi ve Gelişme Alanları" başlıklı ilk panele Attila Köksal moderatörlük yaptı. Anadolu Hayat Emeklilik Genel Müdürü Uğur Erkan, TSPB Başkanı İlhami Koç, TKYD Başkanı Dr. Alp Keler, Hazi-



ne Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürü Gökhan Karasu ve OYAK'ta kurulan sistemi anlatan Genel Müdür Yardımcısı Ergün Okur panelist olarak katıldılar.

Panelin ardından Özyeğin Üniversitesi'nden Yrd. Doç. Dr. Emrah Şener, "Role of Auto Enrollment for Ideal Pension System: When does it work? When does it fail? International Evidence" konulu çalışmasını sundu.

"Emeklilik Tasarruflarının Güçlendirilmesi ve Politika Seçenekleri" konulu ikinci panele CFA İstanbul Başkanı Ertunç Tümen moderatörlük yaptı. SPK Kurumsal Yatırımcılar Daire Başkanı Esra Ada Vural, Adendum

Danışmanlık Yönetici Ortağı Ali Haydar Elveren, TÜSİAD Baş Ekonomisti Dr. Zümrüt İmamoğlu ve Yrd. Doç. Dr. Emrah Şener panelist olarak katıldılar.

TKYD'nin konuşğu KONDA Genel Müdürü Bekir Ağırdir

TKYD'nin Eylül ayında konuşğu, yemekli bir toplantıda katılımcılarla "Siyaseti Belirleyen Ekonomik ve Kültürel Dinamikler" konusunda görüşlerini paylaşan KONDA Araştırma ve Danışmanlık Genel Müdürü Bekir Ağırdir oldu. Sunumunun ardından ağırlıklı olarak 1 Kasım'da yapılacak seçimlere yönelik soruları cevaplayan Ağırdir, dergimiz için de sunumundan bölümler içeren bir makale kaleme aldı.



Sermaye Piyasaları Kongresi 15-17 Ekim

Istanbul'un 2023 yılında finans başkenti olarak ilk 10 arasına girmesine katkıda bulunmak ve ülkemizde yatırımın artmasını sağlayacak çalışmalar yapmak üzere, yatırımcılar ve sermaye piyasasından temsilci kurumlar ile oluşturulan Sermaye Piyasaları Dünyası inisiyatifi tarafından 15-17 Ekim tarihlerinde İstanbul'da Sermaye Piyasaları Kongresi düzenlendi.

Konferansın açılış günü Yatırım Uzmanı Marc Faber "Dünya Sermaye Piyasaları ve Türkiye'nin Yeri" başlıklı bir sunum yaptı. İki günlük konferans boyunca paneller, yatırımcılar için kurslar ve sergi alanında tanıtımlar düzenlendi. TKYD de Kurumsal Yatırımcı dergisinin sergilendiği stand ile sergi alanında yer aldı. Ekonomist Ali Perşembe'nin moderatörlüğünde yapılan "İstanbul Finans Merkezi Olma yolunda" panelinde Küresel Finansal Merkezleri Endeksi (GFCI) baş yazarı ve ortak yaratıcısı olan Z/Yen eş başkanı Mark G. Yeandle, çalışmanın kriterlerini, İstanbul'un durumunu ve ilk sırada yer alan Londra'nın ürün çeşitliliği ve yenilikçilik gibi fark yaratan özelliklerini anlattı. En son yayınlanan GFCI 18 raporunda, İstanbul'un sıralaması 44.'lükten 47.'liğe geriledi. Ancak ankete verilen cevaplara göre, gelecek birkaç yıl içinde daha önemli hale gelecek 15 merkez içinde İstanbul da yer aldı. Panelde, Kalkınma Bakanlığı İstanbul Finans Merkezi Daire Başkanı Sefa Çavdaroglu da yaptıkları çalışmaları anlatarak, ilerleme için tüm tarafların desteğinin

gerektiğini vurguladı. Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) Türkiye Ülke Direktör Yardımcısı Şule Kılıç, proje ve Türkiye sermaye piyasalarına verilen destek konusunda açıklamalar yaptı. Borçlanma piyasasının gelişmesi için çalıştıklarını belirten Kılıç, özel sektör tahvili piyasasında "anchor investor" rolü üstlenmek, halka arz planlayan şirketlere destek vermek istediklerini söyledi. Kılıç, sermaye piyasasında özellikle saydamlık alanında atılması gereken adımların olduğunu altını çizdi. Konuya yatırımcı gözüyle yaklaşan UBS Bank Ekonomisti Serhan Gök de, küresel dinamiklerin gelişmekte olan piyasalar aleyhine işlediği bir dönemde Türkiye'nin kaynakları çekebilmesi için kapsamlı, ikna edici bir reform planını ortaya koyması gerektiğini vurguladı.

Türkish Yatırım Genel Müdürü Dr. Berra Doğaner'in moderatörlüğünü yaptığı "Hisse Senetleri Piyasasının Geleceği" başlıklı başka bir panele InvestAZ Genel Müdürü Dr. Hakan Avdan, Deutsche Bank Küresel İşlem Bankacılığı Türkiye Sorumlusu Hakan Ulutaş, BIST Pay Piyasası Müdür Yardımcısı Murat Bulut ve Takasbank Takas Operasyonları Grubu Direktörü Tuncay Yıldırım konuşmacı olarak katıldılar. Panelde, dünyada algoritmik işlem payının giderek arttığına değinilerek, Borsa İstanbul ile NASDAQ stratejik iş birliği anlaşması çerçevesinde 30 Kasım 2015 tarihinde devreye alınacak olan BISTECH sistemi değerlendirildi. Aynı

zamanda Kongre Danışma Kurulu Başkanı olan Dr. Doğaner, kongreye olan ilginin memnuniyet verici olduğunu ve başarılı geçtiğini belirterek, bir sonraki kongrede sermaye piyasasından temsilci kurumların sayısının artarak, daha geniş kitlelere yayılma imkanı olmasını arzu ettiklerini söyledi.

Kongrede "Portföy Yönetimi ve TEFAS" başlığıyla düzenlenen bir panelde de, ülkemizde kurumsal yatırımcıların gelişimi ve etkileyen faktörler üzerinde duruldu. Profesyonel yatırımcı Volkan Sarı'nın moderatörlüğünü yaptığı panele Azimut Portföy Genel Müdürü Giorgio Medda, İş Portföy Genel Müdür Yardımcısı Emrah Yücel, Ak Portföy Genel Müdür Yardımcısı Ertuğ Tümen ve Takasbank Bankacılık İşlemleri Grubu Direktörü Ziya Mehmet Günel konuşmacı olarak katıldılar. Medda, kurumsal yatırımcıların potansiyeli ve yeni düzenlemelerin öneminden bahsederken; Yücel, kolektif yatırım araçlarının kamusal projelerin finansmanında adres olarak görülmesi gerektiğini işaret etti. Tümen, yatırımcı güveninin yeniden kazanılması konusunda CFA İstanbul olarak çalışmalarını anlattı ve yatırım sertifikasyonları içinde etik müfredatın yer alması gerektiğini altını çizdi. Takasbank'tan Ziya Mehmet Günel da TEFAS ve işleyişini anlatırken, günlük ortalama işlem hacminin 49 milyon TL düzeyinde olduğunu, ancak sisteme üye olan kurumların yarısının aktif durumda bulunduğunu kaydetti.

SIYASETİ BELİRLEYEN EKONOMİK, TOPLUMSAL VE KÜLTÜREL DİNAMİKLER

“Son bir buçuk yılda yapılan üç seçimin gösterdiği siyasi tablonun dört temel karakteristiği var: Siyasetin dört partiye konsolide olması, bu dört partinin kimlik siyasetlerine sıkışmış olması, siyasi kutuplaşma ve siyasi rekabet eksikliği. Bu karakteristiklerde kayda değer değişiklik gözlenmediğine göre de 1 Kasım’da büyük değişiklik beklenmemelidir.”

1 Kasım seçimleri yaklaşırken spekülasyon beklenti ve tahminlerin ötesinde, daha geniş bir perspektiften ne olduğunu ve ne olacağını anlamak gerekir. Var olan siyasi tabloyu belirleyen tarihsel, ekonomik ve toplumsal dinamikler ve süreçler var. O nedenle günün siyasi kutuplaşmalarının ve şehvetinin dışında, bu dinamik ve süreçler 1 Kasım’a dair daha sağlıklı ipuçları verecektir. Bu nedenle son bir buçuk yılda yapılan üç seçimin soğukkanlıca analiz edilmesi gerekmektedir.

1. Seçime katılım oranı:

1 Kasım seçim sonucunu belirleyecek en önemli dinamik seçimlere katılım oranıdır. Ülkemizde seçimlere katılım oranları batı ülkelerinden daha farklı ve yüksektir, çünkü memleket ahalisinin siyasi anlamda hayata müdahale edebildiği tek araç seçimlerdir. Seçime katılım vatandaşlık hakkının kullanılmasından daha ötede kutsal bir görev gibidir.



Bekir Ağır
Genel Müdür
KONDA Araştırma ve Danışmanlık

O nedenle seçimlere katılım oranları ortalama yüzde 80 dolayındadır, 7 Haziran’da yüzde 87 olmuştur ve muhtemelen 1 Kasım’da da yüzde 90’a yaklaşacaktır. Seçimlere katılımın bu denli yüksek olmasının, tarihsel süreçler ve toplumsal bellekte karşılığı olan nedenleri vardır. Bu topraklarda hak temelli örgütlenme ve eylemliliğe dair toplumsal bellekteki tüm

deneyim birikimi negatiftir. Çünkü hak temelli her türlü örgütlenme ve eylemlilik tarihte kıyımla sonuçlanmıştır. Bugün de yasal kısıtlamalarıyla, devletin politikalarıyla bu deneyimi pozitif çevirecek bir işaret görülmemektedir. O nedenle de hak temelli örgütlenme ve eylemlilik niyeti düşüktür. Buna karşılık, dayanışma temelli örgütlenme ve eylemlilik yüksektir. Halen var olan 100 bini aşkın sivil toplum örgütünün sadece 10,000’i hak arama temellidir, diğerleri dayanışma üzerinedir.

2. 7 Haziran’da oy kaymaları

7 Haziran’da siyasi sonuçları itibarıyla oldukça radikal sonuç üreten bir tablo ortaya çıkmış ve Ak Parti 13 yıl süren konforlu çoğunluğunu ve tek başına iktidar olma gücünü kaybetmiştir. Aşağıdaki grafik somut, sandık sandık seçim analizinin sonucudur. Ak Parti’nin kaybettiği oylar, hem MHP hem de ağırlıklı olarak HDP’ye olmak üzere diğer partilere geçmiştir. HDP’den CHP’ye geçiş neredeyse sıfırdır. CHP’den, Ak



Parti kadar geniş oranda değilse de, küçük geçişler hem MHP'ye hem HDP'ye, hem diğer partilerdir. MHP herkes-ten oy alır durumda görülmektedir.

HDP'oylarının büyük kısmını AK Parti'den almıştır. HDP'nin 13 oyunun 10'u Kürt yurttaşlardır. KONDA rakamlarına göre, Türkiye'de Kürt seçmen sayısı %15, çocuklarla yüzde 18'dir. 7-8 milyon arası Kürt seçmene baktığımızda, tarihsel ve sosyolojik olarak iki ayrı küme bulunmaktadır.

Tarihsel süreçlerden bakıldığında, Kürtler arasında Osmanlı'dan beri egemen güce yakın olmuş ve bu güçten pay alan Kürtler ile düzene, egemen muhalif Kürtler şeklinde iki ayrı küme olduğu gözlenmektedir. Sosyolojik açıdan bakıldığında ise, Kürtlerde dindarlar ve sekülerler ayrımı Türklerde olduğundan çok daha serttir. Düzene yakın olan ve aynı zamanda dindar kimliği önde olan Kürtlerin partileri Demokrat Parti, Adalet Partisi, ANAP sonra da Ak Parti olmuştur.

Cumhurbaşkanlığı seçimine kadar, her 10 Kürt seçmenin 5'inin oyu Ak Parti'nindi, 4'ünün oyu HDP'nindi. Ancak Cumhurbaşkanlığı seçimi ve Kobane'den sonra AK Partili Kürtlerde çok ciddi çözülme ve kopma yaşandı. Bugün her 10 Kürdün 7'sinin oyu HDP'ye gitmektedir. Bunların Ak Parti'ye geri dönüşü de söz konusu değildir.

Bu nedenle 1 Kasım akşamı da yine dört partili bir Meclis oluşacaktır. Bunun ima ettiği de Ak Parti tek başına iktidar fırsatını yakalasa bile, bu ancak kritik bir çoğunlukla gerçekleşebilecek, yani anayasayı Ak Parti'nin tek başına yapma imkanı hiçbir zaman olmayacaktır.

3. Siyasette konsolidasyon

Son 1.5 yıl içinde yapılan üç seçimin dört temel ka-

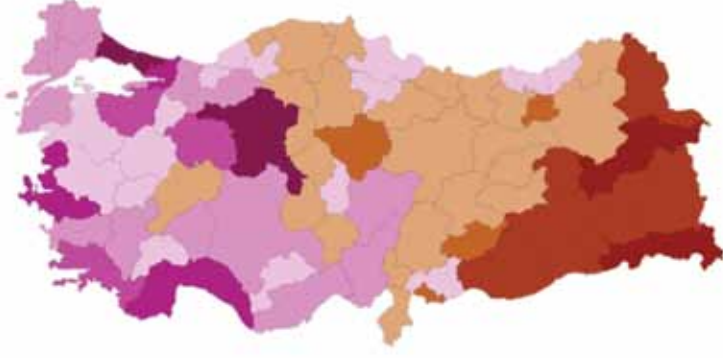
rakteristiği bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, siyaset dört partiye konsolide olmuş durumdadır. Dört partinin arasına bir beşinci partinin girmesi veya bir tanesinin parçalanma ihtimali son derece düşüktür.



Grafikte de görüldüğü gibi bu dört parti dışında kalan diğerleri zaman içinde yüzde 5 mertebesine düşmüşken, muhtemelen 1 Kasım seçimlerinde yüzde 2-3 aralığına doğru sıkışacak gibi görünmektedir.

İkinci neden, bu dört parti aynı zamanda toplumda var olan kültürel kimliklere yaslanmış durumdadır. Bu dört parti kimlik siyasetlerine sıkışmış ve ülke siyaseti Türkçülük-Kürtçülük-İslamcılık-Laikçilik şeklinde adlandırılabilir dört kimliğin partileri haline dönüşmüştür. Bu nedenle de, toplumda da var olan dört sosyolojik kümenin temsilcisi konumuna gelmiş durumdadırlar. Bu dört parti de dört damarın üzerine oturduğu için oradan indirilmeleri ihtimali düşük görülmektedir.





Bir diğer neden de tarihseldir. Kalkınma Bakanlığı verilerine göre, 81 ilin sosyoekonomik gelişmişlik verilerine göre hazırlanmış haritaya baktığımızda, dört partinin her birinin ülkenin sosyoekonomik gelişmişliğine göre bazı coğrafyaların üzerine oturduğu görülmektedir. Partilerin hangi illerde daha fazla oy aldıkları dikkate alındığında aynı haritanın üzerine oturan bir durum olduğu gözlenmektedir ki, bu harita ülkenin 200 yıllık kalkınma ve modernleşme öyküsünün de geldiği noktayı göstermektedir. Ak Parti ve MHP ülkenin ortasında ve ekonomik olarak gelişme talebi olan coğrafyasında, HDP ülkenin en geri kalmış coğrafyasında, CHP’de gelişmiş coğrafyasında sıkışmış durumdadır. Bu nedenlerle dört parti hem tarihsel, ekonomik hem sosyo-kültürel ayrışmalara dayandığından kolay kolay değişmeyecekler ya da aralarına bir beşincinin girebilmesi mümkün olamayacaktır.

Bu dört parti aynı zamanda hem sosyo ekonomik, hem de kültürel açıdan dört tane kimliğin partisi haline dönüşmüş durumdadır. Türkçülük, Kürtçülük, İslamcılık, Laikçilik adı altında bu dört siyasi akım hayatımızda kalacağı için, bu dört siyasi parti de devam edecektir.

(Tüm sayılar milyon)	2015 Genel Seçim*	2014 Yerel Seçimler	2011 Genel Seçimler
Seçmen	56,6	52,7	52,8
Kullanılan Oy	47,5	46,9	43,9
Geçerli Oy	46,2	45,1	42,9
AK Parti	18,6	20,5	21,3
CHP	11,5	12,5	11,1
MHP	7,5	6,9	5,5
HDP	6	2,7	2
Diğer	2,3	2,4	2,4

“KONDA’nın geliştirdiği “kutuplaşma endeksi” verilerine göre şu anda kutuplaşmanın pençesinde olanların oranı %65’tir. Yani bugün her üç insandan ikisi herhangi bir tartışmaya başladığında, o meselenin kendi dinamikleri ile değerlendirme yapmadan, kategorik olarak oy verdiği partiye göre pozisyon almaktadır.”

4. Siyasi kutuplaşma

Toplam 100 seçmen üzerinden Ak Parti’nin çekirdek oyu 2011 yılında yüzde 42’ye kadar yükselmiş iken, şu anda yüzde 35 düzeyindedir. 7 Haziran’da Ak Parti oyu da tüm seçmen üzerinden yüzde 35 dolayındadır.

KONDA seçmen davranış modellerinden birisine göre, her bir parti gözünden seçmenler segmente edildiğinde, ilk halka “çekirdek”, yani parti ile ilişkisi daha kararlı olan insanlar; ikinci halka “sempatizan seçmen” yani partiye güvenmiyor olabilir veya ideolojik olarak eleştirileri olabilir ama bu dört parti içinde ona oy veriyor; üçüncü halka gri alanda; dördüncü diğer partilerin seçmenleri; beşinci grup kuş kondursa bir partiye oy vermeyecek olanlar şeklinde açıklanabilir. AK Parti %42’den %35’e gerilerken bütün

(Tüm sayılar milyon)	2010 Referandum	2014 CB Seçimi
Seçmen	49.5	53.1
Kullanılan Oy	38.2	40.7
Geçerli Oy	37.4	40.0
Evet oyu	21.6	
Hayır oyu	15.8	
Erdoğan oyu		21.0
İhsanoğlu oyu		15.6

sempatizan oylarını kaybetti, şu anda bu 18-18,5 milyon çekirdek oyuna kilitlenmiş durumdadır.

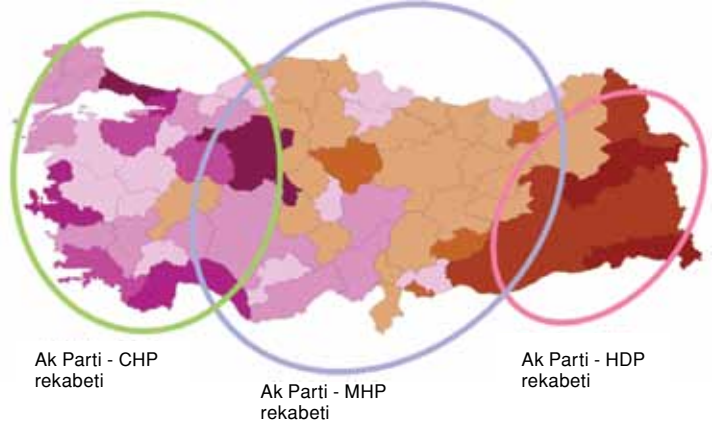
Tabloda yer alan 2010 Anayasa referandumunun sonuçları %58 evet, %42 hayır olmuştur. Yüzdelere yerine sayılara bakıldığında “Evet” oyu veren 21.6 milyon iken, Cumhurbaşkanlığı seçiminde Tayyip Erdoğan’ın oyu da 21 milyon düzeyindedir. “Hayır” oyu 15.8 milyon iken, Ekmeleddin İhsanoğlu’nun oyu- CHP-MHP’nin toplamı- 15.6 milyon olmuştur. Bu tablonun gösterdiği şey, Türkiye siyasetinin kutuplaşmış olmasıdır. Bir yandan kimlik bazında baktığınızda dört tane kimliğin temsilcisi, bir yandan güncel siyasetten baktığınızda da bir tarafta Ak Parti yandaşı diğer yanda karşıtları olmak üzere, siyaset iki ayrı eksen üzerinde çok keskin bir kutuplaşma zemininde yürümektedir.

Yaşanan bu siyasal kutuplaşmanın toplumda da bir karşılığının olduğunu söylemeliyiz. Bu sadece siyasi kutuplaşma olarak devam etseydi, çok önemli olmayabilirdi. KONDA’nın geliştirdiği “kutuplaşma endeksi” verilerine göre şu anda kutuplaşmanın pençesinde olanların oranı %65’tir. Yani bugün her üç insandan ikisi herhangi bir tartışmaya başladığında, o mesele-nin kendi dinamikleri ile değerlendirme yapmadan, kategorik olarak oy verdiği partiye göre pozisyon almaktadır. Dolayısıyla, 1 Kasım akşamı da bu tablo kolay kolay bozulmayacak.

Yaşanan sadece siyasi kutuplaşma olsaydı, ‘Türkiye buna alışkın, 60’lardan önce 80’lerden önce yaşad’ denirdi. Bu kutuplaşmaya “cilt kanseri” diyorum, ama ete, kasa bulaşmış bir kısmı var. Daha da vahimi kanserin kemiğe dayandığı yer dediğim benim, bunun hayat tarzı kutuplaşmasına dönüşmüş olmasıdır. Türkiye’nin asıl içinde bulunduğu tuzak budur. Yani giderek ayrışıyoruz, sadece siyasi tercihlerimiz ayrışmıyor, giderek konutlarımız, tatil köylerimiz, gazete, televizyonlarımız, kullandığımız markalarla da iletişimimiz değişiyor. Türkiye’de şu anda bir süpermarkete giderken, daha kapıda her dört tüketiciden birinin kendi kimliğine muhalif diye tanımadığı ve “içerde bedava veriyorlarsa da almam” dediği birkaç marka vardır. Bu yönetilebilir bir problem değildir.

5. Siyasi rekabet eksikliği

Siyasi tabloya baktığımız zaman bir dördüncü temel meselemiz var. Türkiye siyasetinde siyasi rekabet



eksik. Ülkede daha çok yaygın olarak görülen şey Ak Parti, diğer üç parti ya hayat tarzı ya demografik ya da coğrafi olarak belli alanlara sıkışmış durumdadır. Haritada da siyasetin ana karakterinin rekabet eksikliği olduğu görülmektedir.

7 Haziran seçimlerinde Ak Parti 970 ilçenin 181’inde %60’ın üzerinde oy almış, sadece 41’inde %10’un altında kalmıştır. Yani tüm ülkeye yaygın bir görünümde. CHP sadece 78 ilçede %60’ın üzerinde, 262’sinde %10’un altında, MHP 188’inde %10’un altındadır. Üç parti için belli coğrafyalarda yoğunlaşma varken, Ak Parti daha yaygın oy almaktadır. İstanbul – Ankara iki büyük il; 11,5 milyon seçmen var. Oy oranları: Ak Parti % 41, CHP %29, MHP %13, HDP %10. Arkalarından dokuz tane metropol geliyor. Sonra 17 tane büyükşehirin 10,6 milyon seçmeni bulunuyor. Geri kalan 11 milyonluk diğer 53 tane il. Ak Parti aşağı yukarı %41-42.7 arasında hemen hemen dört grubun içinde de var. CHP metropolleşmeye bağlı olarak rolü artıyor. MHP daha ge-

“Giderek ayrışıyoruz, sadece siyasi tercihlerimiz ayrışmıyor, giderek konutlarımız, tatil köylerimiz, gazete, televizyonlarımız, kullandığımız markalarla da iletişimimiz değişiyor.”



leneksel hayatın hüküm sürdüğü yerlerde, HDP en yoksul kesime sıkışmış durumdadır. Dolayısıyla nerden bakarsak bakalım, siyasette rekabetin eksik olduğunu ya da olmadığını görüyoruz.

Yukarıda KONDA bulgularına ait, 2012 Ocak'tan bugüne yaklaşık 3,5 yıllık grafik görülmektedir. Birinci çizgi siyasi tercihi sorusuna doğrudan bir parti adı verenler içinde Ak Parti diyenlerin zaman içindeki seyrini gösteriyor. Eğer rekabet olsaydı, ikinci çizginin başka bir parti olması bekle-nirdi, ama bu çizgi kararsızım veya oy kullanmayacağım diyenlere ait. Dolayısıyla asıl gidiş gelişler seçmen ile Ak Parti arasında yürüyor.

Toparlarsak, son bir buçuk yılda yapılan üç seçimin gösterdiği siyasi tablonun dört temel karakteristiği var: Siyasetin dört partiye konsolide olması, bu dört partinin kimlik siyasetlerine sıkışmış olması, siyasi kutuplaşma ve siyasi rekabet eksikliği. Bu karakteristiklerde kayda değer değişiklik gözlenmediğine göre de 1 Kasım'da büyük de-ğişiklik beklenmemelidir. Yine de ve tam da bu nedenlerle 1 Kasım akşamı, partilerin oy oranlarını belirleyecek asıl şey seçime katılım oranı olacaktır.

6. Tarihsel süreç

1969 genel seçimlerinden 12 Eylül darbesine kadar geçen sürede bir hükümetin ortalama ömrü 10,5 ay ya da 305 gün. 1983 Genel seçimlerinden 2002'ye kadar geçen sürede de bir hükümetin ortalama ömrü 1 yıl 4 ay. 31 Milyon yetişkin insanın göç ettiği bir zaman aralığını konuşuyoruz. Modern tarihte hiçbir batı toplumunda böyle bir hareket yoktur. Önümüzdeki 1 Kasım seçimlerinde 31 milyon kişi, doğduğu yerin dışında oy kullanacaktır. Dolayısıyla bildiğimiz bütün hikaye değişmiş olabilir ve önemli olan bu hikayeyi yönetip yönetemediğimiz veya siyasetin yönetip yönetemediğidir.

	Seçim Yılı	1.PARTİ	2.PARTİ
1	14.05.1950	DP 54,8	CHP 40,9
2	02.05.1954	DP 57,3	CHP 35,3
3	27.10.1957	DP 47,9	CHP 41,1
4	15.10.1961	CHP 36,7	AP 34,8
5	10.10.1965	AP 52,9	CHP 28,7
6	12.10.1969	AP 46,6	CHP 27,4
7	14.10.1973	CHP 33,3	AP 29,8
8	05.06.1977	CHP 41,4	AP 36,9
9	06.11.1983	ANAP 45,1	HP 30,5
10	29.11.1987	ANAP 36,3	SHP 24,7
11	20.10.1991	DYP 26,6	ANAP 24,0
12	24.12.1995	RP 21,4	ANAP 19,7
13	18.04.1999	DSP 22,2	MHP 18,0
14	03.11.2002	AKP 34,3	CHP 19,4
15	22.07.2007	AKP 46,6	CHP 20,9
16	12.06.2011	AKP 49,8	CHP 26,6
17	07.06.2015	AKP 40,7	CHP 25,1

1969'da Ay'a insanoglunun ayak bastığı gün çıkan gazete- tede bütün haberler bu konuya ilişkin iken, bir tek yerli olarak Demirel'in "İtişip kakışarak zengin olamayız" demeci dikkat çekiyor. İki unsur var burada, siyaseti itişip kakış- mak diye tanımlamak, bütün amacı zengin olmak diye ta- nımlamak. 2015'e geldiğimizde durum farklı değil. Türkiye halen aynı girdabın içinde dolanıyor.

1950 yılından bu yana yaptığımız 17 genel seçimin sonuç- larını incelediğimizde, 50'de Cumhuriyeti kurmuş CHP'ye karşı Demokrat Parti, sonra 65'te 60 ihtilaline karşı Adalet Partisi, 73'te 12 Mart muhtırasına rağmen CHP, 83'te 12 Eylül'e rağmen ANAP, 2002'de de Ak Parti. Beş tane tarihi kırılma var. Bu kırılmalar sol-sağ diye çok okunuyor ama ben öyle okumuyorum. Hepsinde o günün var olan ege- men gücü kimse, ona karşı vatandaş tercihte bulunmuş. Yani vatandaş öyle her şeye boyun eğiyor değil. Fırsatını bulduğu anda ve elindeki tek silah oy olduğu için, oyuyla meseleyi hallediyor. 2010 referandumu ile askeri vesayeti, 7 Haziran'da da sivil vesayeti sonlandırdı. Onun için Türkiye toplumuna güvenmenizi öneririm.

7. Toplumsal psikoloji

Buna karşılık toplumda bazı değişimler var, toplumsal psikoloji açısından baktığımızda; birincisi siyasete olan güvensizlik yüzde 40, hatta %43-44'e çıkmış durumda. Yani var olan sorunların siyaseten çözülebileceğine olan inançları giderek kayboluyor. İkinci gözlem, toplumun yüz-

de 25'i, "emniyet şeridinden gidenler veya kırmızı ışıktaki geçenler" diyorum ben, apayrı bir küme haline gelmiş durumda. Özellikle metropollerde hiçbir kamu düzeni, hukuku hatta adab-ı muaşeretini umursamadan yürüyor. Üçüncüsü de toplumun hukuka olan inancı tümüyle yerlere düşmüş durumda.

Dolayısıyla toplumun kendince geliştirdiği bir takım davranış kodlamaları var. Bir yandan değişim istiyor, bir yandan da korkusundan ödü patlıyor. Değişimin ona getireceği vaadin ne olduğundan emin değil. Hiçbir parti ona bir vaat anlatmıyor. Şu anda partiler ona bir korku anlatıyor. Korkutma sonucu da toplumdaki değişim talebi kararsız geliyor.

Türkiye toplumunda bugüne dair en önemli belirtilerden bir tanesi, giderek lümpenleşiyor olduğudur. Özellikle son 10 günde sokaklarda yaşadığımız da budur. Aslında köpürmeye hazır bir kitle var.

Türkiye toplumunun yüzde 65-70'i birçok konuda irrasyonel düşünüyor. Formal-informal, legal- illegal, her yönden kendi problemini çözmeyi insanlar meşru görüyor. Onun için vergi vermemek de meşru, ama sokaktaki insanları vergi vermeleri konusunda denetleyen çok sıkı bir devlet rejimi olsun istiyor. Bireysel hayatımızla toplumsal hayatımızı ayırdığımız, iki paralel evrende yaşıyor gibiyiz.

Halbuki bunun yanında, toplumda bazı başka duyarlılık alanları geliyor. Örneğin çevre meselesi, tüketici hakları ve kadın meselesi gibi konularda toplumda çok ciddi basınç birikmiş durumda. Nerde ve ne yöne kınılacağını kestiremiyoruz.

8. Güncele gelirse...

Toplumda çok ciddi bir psikolojik sıkıntı var ama bunun oya yansıyor yansımaması başka bir hikayedir. Türkiye'de 19 milyon hane var. Bunların içinde geçen ay tasarruf yapanların oranı %16, oysa son beş yıl ortalaması %25-26 idi. Bu hanelerin %50'si gelirine göre bir hayat kurar, geliri ile gideri eşittir; geliri kadar hayatları vardır. Geri kalan dörtte bir hanede ise, gelir giderden eksiktir. Toplamin yüzde 11'i veya yarıya yakınında gelir gerçek anlamıyla sıfırdır ve bunların dörtte üçü de Kürt ailelerdir.

Fakat ekonomiden daha çok önümüzdeki seçimi belirleyecek şey, güvenlik ihtiyacına hangi dürtüyle oy verildiğinde olacak. Emin olamadığımız, seçmenin güvenlik algısının kaynağı olarak kimi gördüğü meselesidir. Eğer koalisyon hükümetlerini gerektiren bir kadro çıktı diye

“Toplumda bazı başka duyarlılık alanları geliyor. Örneğin çevre meselesi, tüketici hakları ve kadın meselesi gibi konularda toplumda çok ciddi basınç birikmiş durumda. Nerde ve ne yöne kınılacağını kestiremiyoruz.”

görüyorsan, o zaman Ak Parti'ye geri dönecektir. Bazısı da Ak Parti bütün bunların nedenidir zaten diye görüyorsa, Ak Parti'nin oyu gerileyecektir.

Nasıl 7 Haziran bir başkanlık sistemi referandumuna dönüştü ve başkanlık tartışması hayatımızdan çıktı ise, bu seçim de bir Ak Parti referandumuna dönüşmek üzere ya da 1 Kasım'da Ak Parti'nin tek başına iktidarı mümkün mü değil mi oylanacak. Eğer yine tek başına iktidarı yakalayamazsa, bundan sonra tek başına iktidarı sağlayacak çoğunluğa geri dönme ihtimali, çok radikal değişiklikler yaşamazsak, yoktur. Son seçimden bu yana değişen ikinci bir şey, dört parti arasında az veya çok oy geçişgenliği vardı ama 1 Kasım'da artık dört parti arasında geçişgenlik olmayacak. 7 Haziran'dan sonra terör ve çatışma ortamının etkisi, ekonomik krizin etkisiyle başka ayrışmaya dönüştü. Dört parti bir üst konsolidasyona doğru gidiyor. Ak Parti ile MHP seçmeni bir tarafta, CHP ile HDP seçmeni bir tarafa doğru üst konsolidasyona gidiyor. Ama bu üst konsolidasyonun bir tehlikesi var. Bu konsolidasyon sosyolojik bir temele dayanmıyor, ortalıktaki güvenlik kaygılarından, tehdit algısından dolayı yükseliyor. Bir taraf vatani ve inancı üzerinde tehdit algısına, diğer taraf hayat alanı, tarzı ve özgürlükleri üzerinde tehdit algısına sahip. Karşılıklı korkular belirliyor tutumları. Onun için suni ve risklidir. Giderek toplumda böyle bir ayrışma var, dolayısıyla bu ayrışma Ak Parti tek başına iktidar üretir üretmezden daha derin bir sorun önümüze çıkarabilir. Güvenlik kaygıları, bölünme paranoyaları ile dikkate alındığı zaman toplum daha sıkı, daha otoriter bir düzene razı olabilir.

O yüzden yapabileceğimiz şey seçmene güvenmek ve yarınlar için umut taşımak ve sandıklara sahip çıkmaktır.



TEFAS'IN BAŞARISI İÇİN ÜRÜN ÇEŞİTLENDİRMESİ ÖNEMLİ

Likit ve kısa vadeli tahvil ve bono fonları dışında kalan fonların bankalar tarafından ön plana çıkarılması ve kurumların pazarlama sürecinde müşteri lehine, getiri odaklı hareket etmesi TEFAS'ın başarısı için çok önemlidir.



Cem Muratoğlu
Genel Müdür Yardımcısı,
Bireysel Bankacılık
Odeabank A.Ş.

“Yatırım fonları piyasasının büyüklük bağlamında kısır döngüden kurtulabilmesi için, bankalardaki döviz mevduatını hedefleyen ürünler yaratılarak pazarlanabilmesi son derece büyük önem taşımaktadır. Yatırım fonlarından uzakta kalan ve hatta habersiz olan bir yatırımcı kitlesi de fon piyasasına katılabilecektir.”

Türkiye'nin ilk çoklu özel yatırım fonu platformunu kurmuş ve bu operasyonel sürecin zorluğuna bizzat şahit olmuş kişiler olarak, TEFAS sistemi ile birlikte bu yönetsel karmaşıklığının ortadan kalkması, Odeabank gibi tek amacı müşteriye yüksek çeşitliğe sahip ürünler sunmak isteyen kurumların ciddi anlamda avantajına olmuştur. Zaten kendi platformumuzu kurarken de önceliğimiz müşterilerimize sermaye piyasasında farklı ürünlerden faydalanabilecekleri ve üstün getiri elde edebilecekleri bir ortam yaratmaktır. Bu açıdan bakınca Takasbank'ın hem bizim hem de piyasanın önünü açtığını düşünmekteyiz. Doğal olarak işlem hacimlerinin halen beklentilerin altında olması bir hayal kırıklığı yaratmakla birlikte, bunun kökeninin yurt içi yatırımcıların büyük kısmının tasarruflarını tutukları bankaların TEFAS dışı likit ve benzeri fonlarında işlem yap-

maları olarak açıklayabiliriz. Biz Odeabank olarak nitelikli fonlarda ağırlıklı olarak işlem yapmak-tayız ve bu bağlamda bankamız toplam müşteri fon portföyündeki para piyasası ürünlerinin, maksimum yüzde 10 ile yüzde 20 arasında kalması için büyük özen göstermekteyiz. Likit ve kısa vadeli tahvil ve bono fonları dışında kalan fonların diğer bankalar tarafından da ön plana çıkarılması ve kurumların pazarlama sürecinde müşteri lehine, getiri odaklı hareket etmesi TEFAS'ın başarısı için çok önemlidir. Bu tabi ki bir günde sağlanabilecek bir değişim değildir ve doğal olarak zorlu bir sürecin yaşanması kaçınılmaz olacaktır. Bizim avantajımız ise zaten bu düşünce yapısı ile bankamızı hayata geçirmiş olmamızdır.

Sistemde gelişme nasıl sağlanabilir?

Teknik olarak sistem efektif çalışmakla birlikte, özellikle netleşme saatlerinin biraz geç olması, artar-

da alım satım yapan ve pozisyon değiştiren müşterilerin valör saatlerini kaçırmaması sebebiyle gün kaybetmesine neden olmaktadır. Buna ek olarak, Serbest ve Korumalı gibi farklı fon türlerinin de TEFAS içerisinde yer alması bankalar üzerindeki gereksiz geliştirme yükünü ortadan kaldıracaktır. Bu iki ürün tipinin de sisteme dahil olması ile birlikte, fon piyasası müşterilerinin ihtiyaçlarının çok büyük bir kısmı karşılanmış olacaktır.

Ürün bazlı olarak baktığımızda ise, en büyük engel fonların döviz cinsinden fiyatlanamaması ve vergilendirmenin de bu fiyatlar üzerinden yapılamamasıdır. Özellikle yatırım fonları piyasasının büyüklük bağlamında bu kısır döngüden kurtulabilmesi için, bankalardaki döviz mevduatını hedefleyen ürünler yaratılarak pazarlanabilmesi son derece büyük önem taşımaktadır. Bu sayede yatırım fonlarından uzakta kalan ve hatta habersiz olan bir yatırımcı kitlesi de fon piyasasına katılabilecektir.



BİREYSEL EMEKLİLİK PLANLARINDA TERCİHLER VE BEKLENTİLER

*En fazla esnek fon ağırlıklı emeklilik planları tercih ediliyor,
en yüksek ağırlığa sahip yatırım araçları devlet tahvili-hazine
bonosu ve hisse senedi.*

Sistemdeki toplam fon tutarının yıl sonunda yaklaşık
46 milyar TL'ye ulaşması, 2016 sonunda ise 56 milyar TL'yi
aşması bekleniyor

Kurumsal Yatırımcı'nın ilkinin 2009 yılında gerçekleştirdiği
Bireysel Emeklilik Planlarında Tercihler ve Beklentiler
konulu anket çalışmasına, bu yıl sekiz bireysel
emeklilik şirketi katıldı.



Anket sonuçları, bu yıl yatırımcıların en çok tercih ettiği bireysel emeklilik planında ağırlıklı Esnek Fonlarda olduğunu gösterdi. Ankete katılan sekiz şirketin de en çok tercih edilen planında yer alan Esnek Fonları, Kamu Borçlanma Araçları (TL) Fonları izledi.

Anketin "Kurumunuzun son bir yılda en çok satan bireysel emeklilik planının fon bazında dağılımı nasıldır?" sorusuna verilen cevaplar:

Fon Grubu	Şirket Adeti	En Yüksek %	En Düşük %	Ortalama %
Esnek	8	74,03	12	38,5
Kamu Borçlanma (TL)	8	40	9	23,7
Likit	5	22	4	13,4
Kamu Borçlanma (döviz cinsi)	5	33	2,71	13,34
Standart	5	28	1,36	11,47
Hisse Senedi	7	20	2,07	8,98
Kıymetli Maden	2	5	1,44	3,22
Karma	1	23	23	23
İhtisaslaşmış	1	0,76	0,76	0,76

Hazine Müsteşarlığı'nın "2014 Yılı Türkiye'de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor" adlı raporunda, 2014 yılı sonu itibarıyla emeklilik ve hayat braşında faal şirket sayısı 19 olarak yer aldı. Bireysel Emeklilik Sistemi 2013 yılı başında uygulamaya giren doğrudan devlet katkısı uygulamasının etkisiyle 2014 yılında hızla büyümesini sürdürdü. Sistemde biriken fon tutarı bir önceki yıla göre yüzde 44 artışla 38 milyar TL'ye çıktı. Sistemdeki katılımcı sayısı da yıl içinde %23 oranında artarak 5,1 milyon kişiye ulaştı. Bireysel emeklilik sisteminde biriken fon tutarı ise 2014 yılı sonu itibarıyla GSYH'nın %2,16'sı düzeyinde gerçekleşti.

Anketin "2015 yılı içinde emeklilik planlarınızın performansını iyileştirmek veya katılımcılarınıza farklı seçenekler sunmak amacıyla aşağıdakilerden hangilerini yaptınız?" sorusuna en fazla "bazı fonlarda strateji değişikliği yaptık" cevabı geldi. Beş şirket bu cevabı verirken, üç şirket de "benchmark değişikliği" yapıldığını belirtti. Tür değişikliği yaptığını belirten şirket sayısı ikide kaldı.

Bir şirket yeni fon kurduğunu belirtirken, "diğer" seçeneğine gelen cevaplar; yeni BES planı çıkartılması, katılımcı risk profili çıkartılarak risk algılarına uygun fon dağılımlarının oluşturulması projesinin başlatılması olarak belirtildi. Bir şirket de herhangi bir değişiklik yapmadıkları cevabını verdi.

"Son bir yılda katılımcı tercihlerinde bir önceki döneme göre nasıl bir değişim gözlemlediniz?" sorusuna ağırlıklı olarak katılımcıların plan değişimlerinde önemli bir farklılık oluşmadığı cevabı verildi.

Anketin "2015 yılında en az bir kez BES planında değişiklik yapmış olan katılımcıların toplam katılımcılar içindeki payı yüzde olarak nedir?" sorusuna verilen cevaplar %0 ila %10 arasında değişti ve ortalaması %1,98 oldu.

Anketin "Kurumunuzun son bir yılda en çok sattığı BES planının yatırım araçları bazında dağılımı nasıldır?" sorusuna gelen cevaplar da en yüksek ağırlığa sahip yatırım aracı yüzde 45,6 ile tahvil-bono oldu. 2009 yılında altı kurumun katıldığı anket sonuçlarında tahvil-bono ortalaması yüzde 68,92 düzeyindeydi. Burada önemli bir düşüş gözlenirken, hisse senedinde ise tam tersi bir gelişme gözleniyor. Anketimizde yüzde 15,15 ile dağılım oranı ikinci en yüksek ortalamaya sahip yatırım aracı hisse senedi oldu. Oysa 2009 yılındaki ankette bu oran yüzde 8,54 olarak gerçekleşmişti.

Yatırım araçları dağılım yüzdeleri aşağıdaki aralıklarda gerçekleşti:

Yatırım Aracı	En Yüksek %	En Düşük %	Ortalama %
Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu	75,92	22	45,6
Hisse senedi	32,86	0	15,15
ÖST	23	0	9,32
Yabancı MK	31	0	7,13
Vadeli Mevduat	13,97	0	6,46
Repo/Takasbank Para Piyasası	14	0	5,76
Ters Repo	10	0	2,44
Altın	7,85	0	1,61
Borsa Para Piyasası	7	0	1,13

**Herhangi bir kurumun fon dağılımında yer almayan yatırımcı aracı "0" ile belirtilmiştir. **Ankete katılan tüm kurumların ortalamasıdır.*

Bir diğer soruda "Sektörün geleceğine ilişkin kısa vadeli beklentileriniz nedir?" sorusu yöneltildi. Cevaplar, 2015 sonu ve 2016 sonu için BES toplam fon tutarı ve sistemdeki katılımcı sayısı olarak iki kategoride istendi. Yedi şirketin cevap verdiği bu soruda tahminler aşağıdaki aralıklarda oluştu:

Toplam fon tutarı:

2015 sonu: 40.19 – 48.06 milyar TL (Ort. 46 milyar TL)

2016 sonu: 45.21 – 61.4 milyar TL (Ort. 56.2 milyar TL)

Sistemdeki katılımcı sayısı:

2015 sonu: 5.75 – 6.07 milyon kişi (Ort. 5.95 milyon kişi)

2016 sonu: 6.27 – 7.1 milyon kişi (Ort. 6.83 milyon kişi)

Buna göre, BES toplam fon tutarının 2015 yılında geçen yıl sonuna göre yaklaşık %21, sistemdeki katılımcı sayısının ise ortalama %17 artacağı bekleniyor. 2014 yılında bu oranların sırasıyla %44 ve %23 olarak gerçekleştiği göz önüne alındığında, 2015 yılında daha muhafazakar bir büyüme beklentisinin hakim olduğu ortaya çıktı.

Anketin son bölümünde "Sizce beş yıl sonra BES fonları içindeki hisse senetlerinin payı ne olabilir?" sorusu yöneltildi. Beş şirket "kayda değer bir artışla %15-25'e ulaşacağı", üç şirket ise fazla değişmeyeceği cevabını verdi. Tüm emeklilik fonlarında Ekim ayı itibarıyla hisse senedi yüzde 12,88 ile tahvil-bonodan sonra dağılım payı en yüksek yatırım aracı konumunda bulunuyor.



Ülkemiz Özel Emeklilik Sistemindeki Gelişim Olanakları

Ülkemizde 2003 yılında faaliyete başlayan Bireysel Emeklilik Sistemi, sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı rolünü başarıyla sürdürmektedir. 2013 yılında hayata geçirilen devlet katkısı uygulaması ile de katılımcılar için sistemin cazibesinin ciddi anlamda arttığı gözlemlenmektedir. Emekliliğin finansmanı hususunda kamunun sağladığı birinci basama-

mak emeklilik gelirine ek olarak, tamamlayıcı bir gelir oluşturulması ve ülkemiz ekonomisinin kronik sorunu olan yurt içi tasarruf eksikliğinin giderilmesi ve dolayısıyla da sürdürülebilir bir ekonomik büyüme modelinin hayata geçirilebilmesi doğrultusunda; hem Bireysel Emeklilik Sistemi, hem de geliştirilmesi gündemde olan ikinci basamak iş yeri bazlı emeklilik programları kapsamında

ciddi gelişim olanakları bulunmaktadır.

Dünyada sosyal güvenlik uygulamaları üç basamakta konumlandırılmıştır. Birinci basamakta, kamu kurumları tarafından oluşturulan, zorunlu katılıma dayalı ve asgari bir emeklilik geliri sunulmasını amaçlayan sistemler yer almaktadır. İkinci basamakta, zorunlu veya ihtiyari katılım esasına dayalı



M. Uğur Erkan
Genel Müdür
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.

“Dünyada giderek düşen doğurganlık oranı ve uzayan ortalama yaşam süreleri nedeniyle, dağıtım esaslı sistemlerin artık sürdürülemez boyutlara gelen finansman açığı sorunu, ülkemizin genç nüfus ağırlıklı demografik yapısı nedeniyle güncel bir sorun olarak gündemde yer teşkil etmiyor olsa da, acil ve yapısal bir çözüm üretilmemesi durumunda giderek artan oranda negatif etkilere neden olacak bir unsur olarak değerlendirilmektedir.”

nan ve işyeri bazlı emeklilik programları konumlandırılmakta olup, bu sistemde işverenler çalışanları adına emeklilik programlarına dâhil olmaktadır. Üçüncü basamakta ise, gönüllü katılıma dayalı bireysel tasarrufların değerlendirildiği özel emeklilik sistemleri yer almaktadır.

Ülkemizde 15 yaş üstü nüfus yaklaşık 57,8 milyon ve asgari bir emeklilik geliri sağlamayı hedefleyen, dağıtım esaslı bir işleyişe sahip olan kamu sosyal güvenlik sistemi kapsamında olan 27 milyon sigortalı bulunmaktadır. Dünyada giderek düşen doğurganlık oranı ve uzayan ortalama yaşam süreleri nedeniyle, dağıtım esaslı sistemlerin artık sürdürülemez boyutlara gelen finansman açığı sorunu, ülkemizin genç nüfus ağırlıklı demografik yapısı nedeniyle güncel bir sorun olarak gündemde yer teşkil etmiyor olsa da, acil ve yapısal bir çözüm üretilmemesi durumunda gide-

rek artan oranda negatif etkilere neden olacak bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Dünyadaki ana demografik trendlerin ülkemizde de söz konusu olması nedeniyle, önümüzdeki dönemde ciddi bir reform ihtiyacının gündeme gelebileceği değerlendirilmektedir. Bu reform dâhilinde, kamu sosyal güvenlik sisteminin hem nüfusun daha geniş bir kesimini kapsamaması hem de nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak büyüyecek finansman yükünü dengelemek üzere, emeklilik taahhütlerinin düşürülmesi ve emeklilik yaşının ötelenmesi gibi değişiklikler gündeme gelebilecektir.

İkinci basamak emeklilik sistemleri açısından bakıldığında ise, ülkemizde önemli bir boşluk olduğu görülmektedir. Bu basamak, çok sınırlı sayıda işyeri bazlı vakıf ve sandığın faaliyet gösterdiği son derece düşük bir kapsama sahiptir. Üçüncü basamakta yer alan mevcut Bireysel Emeklilik

Sistemimize kurumsal katılımın sadece %7’ler seviyesinde kaldığı da dikkate alındığında, tamamlayıcı emeklilik geliri finansmanında işveren katılımının artırılması için dünyada başarıyla uygulanmaya başlanan, otomatik katılım esasına dayalı işyeri bazlı emeklilik programlarının yürürlüğe alınmasına ihtiyaç bulunduğu görülmektedir.

Üçüncü basamakta yer alan ve gönüllü katılıma dayalı Bireysel Emeklilik Sistemi’nin özellikle 2013 yılında başlayan devlet katkısı uygulaması sonrası ivmelendiği görülmektedir. Emeklilik Gözetim Merkezi tarafından açıklanan 2 Ekim 2015 tarihli rakamlara baktığımızda, fon büyüklüğünün 45 milyar TL’ye ulaştığı görülmektedir. Yılbaşından bugüne, bu alandaki büyüme oranı %18 olarak gerçekleşmiştir. Sistemdeki katılımcı sayısı 5,7 milyonu aşmış durumdadır. Katılımcı sayısındaki artış oranı da yılbaşından bugüne %13 olmuştur.

Bana
AMCA
adettir

YILLAR HIZLA GEÇİYOR.
şimdi bireysel emeklilik
yaptırmanın tam zamanı.

#banaamcadediler



444 55 00 / anadoluhayat.com.tr

ANADOLU HAYAT
EMEKLİLİK
Herkeste İyi Gelecek

Türkiye İş Bankası Kurumları

Devlet katkısı uygulaması sistemden etkin yararlanabilecek hedef kitleyi genişletirken, sistemin sunduğu nihai faydayı daha anlaşılır hale getirmiştir. Sistem, bu uygulama sayesinde vergi mükellefi olmayan alt nüfus gruplarını da cezbedebilme olanağına kavuşarak, daha geniş bir hedef kitleyi kapsar hale gelmiştir. Sisteme özellikle bu nitelikteki genç ve üst yaş grupları, kamu sosyal güvenlik şemsiyesi altında ve işgücüne dâhil olmayan nüfus, alt gelir grupları ve yurt dışı yerleşik Türk vatandaşları gibi farklı segmentlerin katılımı yoğunlaşmıştır. Buna ek olarak, özellikle üç büyük ilde konsantre olmuş katılımcı tabanı küçük iller lehine bir gelişim göstermiş, böylelikle coğrafi olarak da bir yaygınlaşma sağlanmıştır. Dolayısıyla, devlet katkısı teşvik uygulaması ile sistem daha geniş bir hedef kitleyi kapsayacak şekilde demokratikleşmiş ve ciddi bir gelişim göstermiştir. Sistemin faaliyete başladığı tarihten 2013 yılına değin ilk 10 yılda ulaşılan 3 milyon seviyesindeki katılımcı sayısı, devlet katkısı uygulaması sonrasında geçirilen yaklaşık 3 yılda neredeyse ikiye katlanmıştır.

Devlet katkısı uygulaması ile

yakalanan bu ivme ve ulaşılan büyüklüklere rağmen; bireysel emeklilik planları halen reaktif olarak satın alınan değil, satılan ürün niteliği taşımaya devam etmektedir. Katılımcı adaylarının sisteme dâhil olabilmesi için yoğun bir bilgilendirme ve ikna süreci işletilmekte, bu da emeklilik şirketleri için yüksek müşteri edinme maliyetleri oluşturmaktadır. Gönüllü katılım esasına dayalı olması nedeniyle sistem, %10'un üzerinde seyreden bir ayrılma oranına maruz kalmakta ve artan yeni katılıma rağmen, mevcut büyüme oranlarının sürdürülebilirliğinin giderek güçleştiği bir doyum noktasına yaklaşılmakta olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, emeklilik şirketleri için hem yeni müşteri kazanımı hem de tutundurulması amacıyla satış, pazarlama ve hizmet alanında ciddi yatırımlar yapma zorunluluğu devam etmektedir.

Sistemin 2015 yılsonu itibarıyla 50 milyar TL fon büyüklüğüne ulaşacağı öngörülmektedir. Ulaşılan bu büyüklük geçmiş performans ışığında değerlendirildiğinde başarılı bir sonuç izlenimi yaratsa da, emeklilik fonlarının hane halkı finansal varlıkları içerisindeki payı henüz sadece %3'ler seviyesindedir. Bir diğer bakış açısıyla, ulaşılan bu hacmin yılsonu

itibarıyla GSYİH'ye oranının %2,6 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Emeklilik fonlarının ekonomi içerisinde ulaştığı bu büyüklük, OECD ülkeleri ağırlıklı ortalamasının %84,2 seviyesinde olduğu dikkate alındığında potansiyelin ne ölçüde büyük ve kat edilmesi gereken yolun ise ne kadar uzun olduğu görülmektedir.

Ülkemizde 15 yaş üstü nüfusun 58 milyon, iş gücü büyüklüğünün ise 30 milyon kişiden oluştuğu dikkate alındığında; Bireysel Emeklilik Sistemi'nin 5,7 milyon katılımcı ile penetrasyon seviyesinin sırasıyla %10 ile %19 seviyesinde olduğu görülmektedir. Dünyadaki gelişmiş ülkelere bakıldığında, bireysel emeklilik sisteminin iş gücü büyüklüğüne penetrasyon seviyesinin oldukça yüksek seviyelere ulaştığı ve otomatik katılım esaslı emeklilik programlarının devreye alınması sonrası ciddi bir gelişim gösterdiği gözlemlenmektedir. Örneğin, İtalya'da otomatik katılım sonrası penetrasyon oranının %8'den, %16 seviyesine yükselerek iki katına çıktığı görülmektedir. Hatta uygulamanın en başarılı örneği olan Yeni Zelanda'da; penetrasyon oranı %20'den %64 seviyelerine yükselmiştir.

Bu veriler, ülkemizde ikinci ve üçüncü basamak emeklilik sistemlerinin yapılandırılması ve katılımcı tabanının genişletilmesi için ciddi gelişim olanakları bulunduğunu göstermektedir. Bireysel emeklilik sistemimiz, sadece gelişmiş ülkelerle değil, gelişmekte olan ülkelerle de kıyaslan-

dığında oldukça düşük penetrasyon oranına sahiptir. Türkiye’de emeklilik fonlarının uzun vadede büyük bir gelişim potansiyeli arz ettiğini göstermektedir. Katılımcı anlamında da, fonların büyütülmesi anlamında da ülkemiz; genç nüfusu, gelişen ekonomisi, mevcut uzun vadeli tasarruf açığı ve düşük penetrasyon seviyeleri ile bireysel emeklilik alanında çok büyük bir gelişme potansiyeline sahiptir.

Ülkemizin genç ancak hızla yaşlanan nüfus yapısı ile önümüzdeki dönemde kapanacak olan demografik fırsat penceresini değerlendirerek, sosyal güvenlik sisteminin tüm basamaklarında bütünsel bir yaklaşımla ve iyi kurgulanmış reformları gecikmeden hayata geçirme gereksinimi bulunmaktadır. Bu yaklaşım ile mevcut Bireysel Emeklilik Sistemimiz ve ikinci basamak uygulamalar kapsamında yapılacak düzenlemelerin sahip olunan yüksek potansiyelin değerlendirilmesi anlamında, hem sosyal güvenlik sistemi hem de makroekonomik açıdan önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu doğrultuda Bireysel Emeklilik Sisteminde;

■ Genç nüfusun sisteme erken yaşlarda katılımının özendirilmesi amacıyla, bu segmente mahsus olmak üzere devlet katkısı teşvikinin artırılması ve sisteme giriş yaşının düşürülmesi,

■ Sistemde hali hazırda ortalama aylık 200 TL’ler seviyesinde olan katkı payı tutarlarının kişinin yaş, emekliliğe kalan süre, gelir seviyesi ve emeklilik dönemi gelir bek-

“ Bireysel Emeklilik Sistemimize kurumsal katılımın sadece %7’ler seviyesinde kaldığı da dikkate alındığında, tamamlayıcı emeklilik geliri finansmanında işveren katılımının artırılması için dünyada başarıyla uygulanmaya başlanan, otomatik katılım esasına dayalı işyeri bazlı emeklilik programlarının yürürlüğe alınmasına ihtiyaç bulunduğu görülmektedir. ”

lentisi ile uyumlu olacak şekilde ve anlamlı bir ek emeklilik geliri sağlayacak tutarlara yükseltilmesi amacıyla, sektörel bazda yoğun bilgilendirme ve eğitim faaliyetleri yürütülerek finansal okuryazarlığın artırılması,

■ Emeklilik yatırım fonlarının farklı konjonktürlerde katılımcıların değişen risk/getiri beklentilerini karşılayacak mevcut çeşitliliğinin gayrimenkul, altıyapı yatırımları ve risk sermayesi gibi uzun vadede yüksek getiri potansiyeli arz eden seçenekleri de içerecek şekilde artırılması, fon unvan ve işletme adlarının yatırım yapılan varlık ve stratejiyi yansıtabilecek şekilde belirlenmesine olanak tanınması, emeklilik fon türlerinin yatırım fonlarında olduğu gibi yatırım yapılan fon varlık türlerine bağlı olarak sınıflandırılması,

■ Sistemin biriktirme aşamasının sonunda ulaşılan fonun düzenli emeklilik gelirine dönüştürülmesi

amacıyla, sunulan emeklilik gelir planı ve 1 Ekim 2015 itibarıyla geliştirilmesine imkân tanınan, ömür boyu düzenli gelir olanağı sağlayan emeklilik iradı ürünlerine yönelik farkındalığın artırılması, yönünde gerekli düzenlemelerin yapılması ve aksiyonların alınmasının faydalı olacağı değerlendirilmektedir. Buna ek olarak, tamamlayıcı özel emeklilik sistemlerinin katılımcı tabanının genişletilmesi için ülkemizde eksik olan ikinci basamak işyeri bazlı emeklilik programlarının otomatik katılım uygulaması ile desteklenerek süratle devreye alınması gerektiği düşünülmektedir.

Bu yönde yapılacak düzenlemeler, özel emeklilik sistemlerinin daha geniş bir tabana yayılmasını ve emeklilik fonlarının büyümesini de destekleyerek kronik yurt içi tasarruf sorununun çözülmesi ve sermaye piyasalarının derinleşmesi anlamında son derece pozitif etkileri olması beklenmektedir.

Portföy Yönetim Şirketleri 2015'in İlk Yarısında 42 Milyon TL Kâr Etti



Yeni Sermaye Piyasası Kanunuyla 2013 yılından itibaren portföy yönetim şirketleri de Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği üyeleri arasında yer aldı. Kuruluşundan itibaren aracı kurumların faaliyetlerine ve finansal tablolarına ilişkin detaylı veriler toplayan Birlik, portföy yönetim şirketlerinden de çeşitli veriler derlemeye başladı. 2013 yıl sonundan itibaren üçer aylık dönemlerle portföy yönetim şirketlerinden toplanan faaliyet ve finansal verilerine Birliğin www.tspb.org.tr adresindeki internet

Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi

Fon Grubu	2014/06	2015/06	Değişim
Yatırımcı Sayısı	2,419	2,608	7.8%
Yatırım Fonları	364	360	-1.1%
Emeklilik Yatırım Fonları	239	264	10.5%
Özel Portföy Yönetimi	1,816	1,984	9.3%
Bireysel	1,490	1,660	11.4%
Tüzel	326	324	-0.6%
Yönetilen Portföy Büyüklüğü (Mn TL)	71,559	91,201	27.4%
Yatırım Fonları	32,124	38,277	19.2%
Emeklilik Yatırım Fonları	31,742	42,530	34.0%
Özel Portföy Yönetimi	7,694	10,394	35.1%
Bireysel	1,762	2,399	36.2%
Tüzel	5,932	7,995	34.8%

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği



Gökben Altaş
Müdür Yardımcısı / Araştırma ve
İstatistik Bölümü
Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)

sitesinden ulaşılabilir. Geçtiğimiz günlerde, 2015 yılının ilk yarısına ilişkin portföy yönetim şirketlerinin verileri yayınlanırken, sektöre yönelik detaylı bir analiz Birliğin üç aylık yayın organı Gösterge'nin 2015 Güz sayısında yer aldı. Aşağıda söz konusu verileri değerlendireceğiz.

Çalışan Sayısı

Fon Grubu	2014/06	2015/06
Erkek	366	392
Kadın	221	238
Toplam	587	630

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

Yönetilen Portföy Büyüklüğü 100 Milyar TL'ye Yaklaştı

Haziran 2015 itibarıyla 36 portföy yönetim şirketinin yönettiği portföy büyüklüğü son bir yılda %27 artarak 91 milyar TL'ye çıktı. Artışta emeklilik yatırım fonlarındaki yükseliş etkili oldu. Yönetilen portföy büyüklüğünde yoğunlaşma yüksek olup, en yüksek portföye sahip ilk

şirket toplam portföyün beşte birine sahip. İlk 4 şirkette bu oran %65'e, ilk 10 şirkette de %10'a çıkıyor.

2015/06 itibarıyla verisi derlenen 36 şirketten 32'si yatırım fonu yönetiyor. Yönetilen 360 yatırım fonunun portföy büyüklüğü 38 milyar TL'yi aştı. Yeni düzenlemeler gereği bazı aracı kurumların yönettikleri yatırım fonlarını portföy yönetim şirketlerine devrettiği görüldü.

İncelenen şirketlerden 20'si emeklilik yatırım fonu yönetiyor. Bu fonlarda toplam portföy büyüklüğü devlet teşvikinin de etkisiyle, 2014/06'da 32 milyar TL'den 43 milyar TL'ye yükselirken, yönetilen emeklilik yatırım fonu büyüklüğü, yatırım fonları büyüklüğünün üzerine çıktı.

2015 Haziran sonu itibarıyla, 31 portföy yönetim şirketi 1.660 bireysel ile 324 tüzel yatırımcıya özel portföy yönetim hizmeti sunuyor. Bu kişilerin 10 milyar TL'nin üzerinde yatırımı yönetiliyor.

Portföy Yönetim Şirketlerinde 2015/06 İtibarıyla 630 Kişi İstihdam Ediliyor

Verisi derlenen 38 kurumda 2015 Haziran sonu itibarıyla 630 çalışan bulunmakta. Çalışanların %38'i kadın. Bu çalışanların %29'unu portföy yöneticileri, %12'sini yurtiçi satış departmanındaki çalışanlar, %9'unu araştırma ve risk yönetimindeki çalışanlar oluşturuyor. Eğitim düzeyi genel iş gücüne göre yüksek olan sektörde, her 10 çalışandan 9'u en az lisans eğitime sahip. Çalışanların üçte biri de lisansüstü diploma sahibi.

Portföy Yönetim Şirketleri 2015 Yılıının İlk Yarısında 42 Milyon TL Kâr Etti

Portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları Haziran 2015 sonunda 415 milyon TL'yi geçti. Sektörün özsermayesi 380 milyon TL'ye çıktı.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Özet Bilançosu (Bin TL)

Fon Grubu	2014/06	2015/06	Değişim
Dönen Varlıklar	308,211	382,538	24.1%
Duran Varlıklar	28,691	32,568	13.5%
Toplam Varlıklar	336,903	415,106	23.20%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	26,785	30,681	14.5%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,939	5,568	-6.2%
Özkaynaklar	304,178	378,857	24.6%
Toplam Kaynaklar	336,903	415,106	23.20%

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

Sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetiminden elde ediliyor. Yılın ilk yarısında sektörün portföy yönetim faaliyetlerinden elde ettiği gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %33 artarak 137 milyon TL'ye çıktı. Yatırım danışmanlığından 1 milyon TL'lik gelir yaratıldı.

Aynı dönemde yatırım fonu yönetiminden sektör 85 milyon TL gelir kaydederken, daha yüksek portföy büyüklüğüne sahip emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelir 39 milyon TL civarı.

Yönetim ücretlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle hesaplanan ortalama yönetim ücreti oranı yatırım fonlarında %0,45 (onbinde 45) olarak hesaplanırken, bu oran emeklilik yatırım fonlarında %0,21'e (onbinde 21) iniyor. Ancak bu oranın yatırımcılardan tahsil edilen değil, portföy yönetim şirketlerine kalan pay olarak değerlendirilmesi gerek. Bu kapsamda, mevcut durumda yatırım fonlarında ortalama fon yönetim ücretinin %1-3 arasında olduğu göz önünde bulundurulduğunda, müşterilere yansıtılan fon yönetim ücretlerinin düşük bir payının portföy yönetim şirketlerine kaldığı görülüyor.

“Yatırım fonu yönetiminden sektör 85 milyon TL gelir kaydederken, daha yüksek portföy büyüklüğüne sahip emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelir 39 milyon TL civarı.”

Portföy Yönetim Şirketlerinin Faaliyet Gelirleri (Bin TL)

	2014/06	2015/06	Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	102,832	136,607	32.8%
Yatırım Fonları	60,324	85,452	41.7%
Emeklilik Yatırım Fonları	30,324	39,217	29.3%
Özel Portföy Yönetimi	12,185	11,939	-2.0%
Bireysel	4,942	5,776	16.9%
Tüzel	7,243	6,162	-14.9%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	653	1,224	87.5%
Yatırım Fonları Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri	0	0.2	A.D.
Toplam	103,485	137,831	33.20%

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

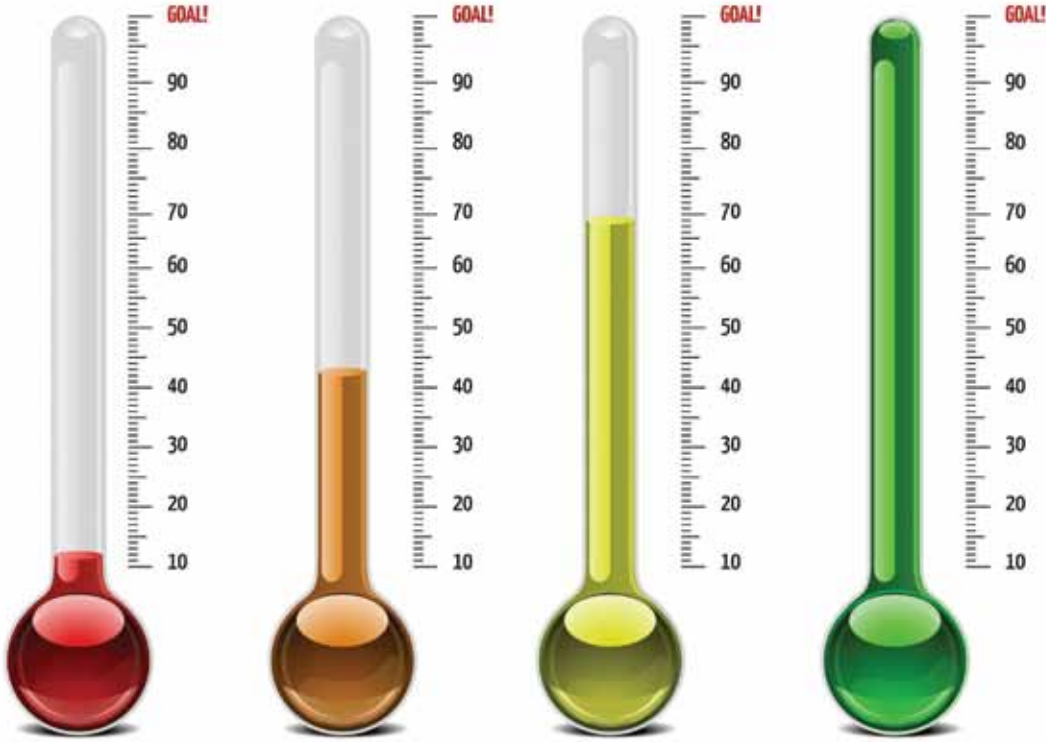
Portföy Yönetim Şirketlerinin Kâr Dağılımı

	2014/06	2015/06	Değişim
Kâr Eden Kurum Sayısı	21	20	-5%
Zarar Eden Kurum Sayısı	19	18	-5%
Toplam Kurum Sayısı	40	38	-5%
Kâr Toplamı (Bin TL)	36,141	48,995	36%
Zarar Toplamı (Bin TL)	-9,079	-6,997	-23%
Net Dönem Kârı	27,062	41,998	55%
Kârlılık*	27%	31%	A.D.

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
Net Kâr/Brüt Kâr

2015 yılının ilk altı ayında, genel yönetim giderleri geçen yıla göre %22 oranında artarak 100 milyon TL'ye yükseldi. Giderlerin %60'ını personel giderleri oluşturdu. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle hesaplanan “bir çalışanın aylık ortalama maliyeti” 2014 yılının ilk yarısında 14.724 TL iken, enflasyon artışına paralel olarak 2015 yılının ilk yarısında 15.738 TL'ye çıktı. Bu giderlere ücretlerin yanı sıra servis, yemek, özel sağlık sigortası gibi yan ödeme ve giderler de dâhil.

Sektörün net kârı 2015/06 döneminde artan gelirlerin etkisiyle, bir önceki yıla göre %55 artarak 42 milyon TL'ye yükseldi. Bu dönemde 20 portföy yönetim şirketi kâr ederken, 18'i zarar etti.



Önceliğimiz ratingin bilinirliğinin artması

Ludens Fon Rating olarak kullandığımız yöntem, fon yöneticisinin aktif yönetim performansına odaklanmıştır. Böylelikle yatırımcıya piyasadaki konjonktürün etkisi arındırıldıktan sonra, fon yönetiminin performansa olan katkısı sunulmaktadır. Yatırımcının birikimlerinin nasıl yönetildiğini anlayabilmesi için bir kılavuz niteliğinde olduğumuzu düşünmekteyiz.

Bağımsız fon derecelendirme (rating) kuruluşlarının fon piyasalarındaki yerini/konumunu nasıl görüyorsunuz? Dünya'daki durum ve Türkiye'deki derecelendirme kuruluşlarının mevcut yapıdaki yeri nedir?

ABD ve Avrupa'da yatırım fonu

derecelendirmesi oldukça yaygın ve popülerdir. Özellikle yatırımcıların fonlar hakkında çok yönlü ve karşılaştırmalı inceleme yapmasına olanak sağlayan analiz araçları sunmak konusunda, oldukça etkin çalışan fon platformlarında ratingler mutlaka yer almaktadır. Çoğu fon platformu birden fazla bağımsız rating kuruluşunun verilerini sunmakta ve böylelikle kıyaslama imkanı sağlamaktadır. Ay-

rıca, dünyadaki fon portalları incelendiğinde de, benzer bir tablo görmek mümkündür. Fon yönetim şirketlerinin sitelerinde yer alan tanıtıcı ve bilgilendirici dokümanlarda sıklıkla, bir ya da daha fazla fon ratingine yer verildiği görülmektedir. Tabi burada yatırım aracı olarak fonların kullanımının yaygınlığının ve buna bağlı biçimde piyasadaki rekabetin etkisinin altını çizmekte fayda vardır.

Bu motive edici unsurlar yatırımcılara verilen hizmetin çeşitliliğini ve niteliğini artırmaktadır. Ülkemizde ise fon piyasası bu görünüme oldukça uzaktır. Türk yatırımcı, birikimlerinin oldukça düşük bir kısmını yatırım fonlarında değerlendirmektedir. Ayrıca, fon yatırımcılarının halen önemli bir kısmı yatırım fonlarını, mevduata muadil bir finansal araç gibi algılamakta ve düşük riskli fonlara yönelmektedir. Bunun sonucunda fon piyasasındaki çeşitlilik de kısıtlı kalmaktadır. Bu noktada, oldukça kısa bir süre öncesine kadar fon piyasasının şeffaflıktan uzak ve bütünlük içermeyen bir yapıda olduğunu da göz ardı etmemek gerekmektedir. Sadece müşterisi olduğunuz bankanın fonlarına erişebileceğiniz bir dönemden bahsediyoruz. Elbette böyle bir yapıda etkin fon platformlarından, gelişkin ve çeşitli fon portallarından, etkili bir rekabet halindeki portföy yönetim şirketlerinden bahsetmek mümkün değildir. Ancak, kısa bir süre önce devreye giren düzenlemelerin neticesinde fon piyasası yeniden şekillenmektedir. Bu değişimin zaman içerisinde fon piyasamızı küresel fon piyasalarının standartlarına yaklaştıracığını düşünmekteyiz. Bunun anlamı, piyasadaki ürün ve hizmetlerin de çeşitliliğinin ve kalitesinin artmasıdır. Piyasanın yeni yüzü oluşturulurken bu çeşitlenmeyi öngören düzenleyici otorite tarafından, fon derecelendirmeye de yer verilmiştir. Fon rating kuruluşlarının yeni yapıda sağlıklı biçimde yer almasının öngörüldüğü bu düzenlemelere göre, rating hizmetini verecek kuruluşların yetki belgesi alması gerekmektedir. Ülkemizde halen bu belgeye sahip üç rating kuruluşu bulunmaktadır. Önümüzdeki süreçte ülkemiz için bir yenilik olan fon platformlarının işlerlik kazanması, fon portallarının



Dr. Nazlı Kalfa Baş ve Doç. Dr. Serra Eren Sarıoğlu
Yönetici Ortak
Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd.Şti.

zenginleşmesi ve artık yönettikleri fonların aynı zamanda kurucusu da olan fon yönetim şirketlerinin piyasa rekabetinde yer almaları söz konusudur. Elbette fon rating kuruluşları hem yatırımcıya hem de yatırımcıya ulaşmak için kullanılan tüm bu kanallara hizmet vermek üzere bu tabloda yerini alacaktır.

Fonların derecelendirilmesi neden gereklidir? Derecelendirme, portföy yönetim şirketleri açısından nasıl bir öneme sahiptir? Ratinginin yüksek olması bir fon için ne ifade eder?

Fon ratingi özü itibarıyla bir portföyün performansının analiz edilmesini ve bu analiz sonucunun kolay anlaşılır biçimde ilgili taraflara ifade edilmesini içerir. Dolayısıyla esasta hem fonun performansından etkilenenler, hem de performansı sergileyenler için rating önem arz etmektedir. Yatırım fonu kullanarak birikimlerini değerlendiren bir yatırımcı gözüyle bakıldığında rating, bu kişinin yatırım tercihlerinin sonu-

cunu gösterir. Buradaki kastımızın sadece elde edilen getiri olmadığı açıktır. Zira genel olarak tüm rating yöntemleri, yatırımcının göze aldığı risk düzeyini dikkate alarak, yatırım yaptığı fonun benzer risk düzeyine sahip fonlar arasındaki yerini ortaya çıkarır. Ludens Fon Rating olarak kullandığımız yöntem ise fon yöneticisinin aktif yönetim performansına odaklanmıştır. Böylelikle yatırımcıya piyasadaki konjonktürün etkisi arındırıldıktan sonra, fon yönetiminin performansa olan katkısı sunulmaktadır. Böylelikle yatırımcının birikimlerinin nasıl yönetildiğini anlayabilmesi için bir kılavuz niteliğinde olduğumuzu düşünmekteyiz. Uygulamada ratinglerin yatırımcılar tarafından mevcut durum değerlendirilmesinin yanı sıra, karar almaya destek bir araç olarak da sıklıkla kullanıldığı görülmektedir. Gelişmiş piyasalar üzerinde yapılan incelemelerin verdiği sonuçlar ışığında denilebilir ki, bir fonun ratingi yatırımcının satın alma/satma kararında dikkate aldığı bir unsurdur. Her ne kadar geçmiş verilerin analizine

dayanmakta olduğu ve gelecek için bağlayıcı bir yanı olmadığı biliniyorsa da, yatırımcılar fonun mevcut ratingini geleceğe dair bir ipucu olarak kullanmaktan yanadır. Bunun anlamı yüksek ratingin hem mevcut yatırımcıyı elde tutmak, hem de yeni yatırımcıların katılımını daha kolay kılmak gibi bir avantaj sağlamasıdır. Bağımsız ve tarafsız bir kuruluşun objektif biçimde yaptığı ratingin fon yönetimi açısından da önemli bir hizmet olduğunu düşünüyoruz. Fon rating kuruluşları fon piyasasını monitörize etmektedir. Sunulan bu hizmet sayesinde fonları yöneten portföy yönetim şirketleri hem kendi başarılarını görebilme hem de kıyaslayabilme imkanına kavuşmaktadır.

Sektörden fon derecelendirmeye ilişkin ne tür beklentileriniz var?

Sektör için yeni bir hizmet olan ratingin bilinirliğinin artması şu an bizim için öncelik taşımaktadır. Bu noktada sektörde fon kurucu ve yönetici rolünü üstlenen portföy yönetim şirketlerinin, fon alım satımına aracı konumundaki aracı kurumların, fon piyasası hakkında bilgi veren portalların veya yayın araçlarının bu tanıtımın parçası olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla yatırımcıya ulaşmak için tüm bu kanallarda yer almak gayretindeyiz. Portföy yönetim şirketlerinin yatırımcıyı bilgilendirdikleri periyodik fon bültenleri, fon broşürleri, fonlar hakkında yatırımcıyı bilgilendirdikleri internet sayfaları bize yer verebilecekleri mecralar. Benzer biçimde emeklilik şirketleri de kurucusu oldukları fonlara dair ratinglere katılımcı bültenlerinde ya da internet ortamında yer verebilir. Aracı kurumlar için de tabi ki bunlar geçerlidir. Bu kurumlar müşterilerine verdikleri hizmet kapsamında yaptıkları bilgilendirmelerde ratingden

KISACA LUDENS

LUDENS İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd. Şti. 2014 yılında kurulmuştur. Konusunda uzman akademisyenler tarafından yönetilen ve İstanbul Teknokent'te faaliyet gösteren Ludens'in misyonu, finans alanındaki bilimsel yöntemleri pratik uygulamalara dönüştürerek hem piyasa profesyonelleri hem de bireysel yatırımcılar için kullanışlı araçlar oluşturmak ve yatırım kararlarına destek vermektir. Ludens'in ilk ürünü olarak nitelendirebileceğimiz "Ludens Fon Rating", emeklilik ve yatırım fonlarının performanslarının dikkate alınarak notlandırılması hizmetidir. SPK'dan fon derecelendirmesi için yetki belgesi alan ilk kuruluş olan Ludens, fon ratinglerini Mayıs ayından itibaren kuruluşun web sitesi olan www.ludens.com.tr'de yayınlamaya başlamıştır.

Ludens Fon Rating, fonların performansını belirlerken çok boyutlu bilimsel bir yöntem kullanmaktadır. Burada fonların geçmiş getirileri, riskleri, yönetim ücretleri ve benzeri sayısal değerleri kullanarak bir analiz yapılmaktadır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, fonun başarısının kolaylıkla anlaşılabilmesi ve diğer fonlarla kıyaslanabilmesi için yıldızla ifade edilen notlara dönüştürülmektedir. Her fonun notu 1 ile 5 arasında değişen yıldızlarla ifade edilmektedir. Bu derecelendirmede 5 yıldız en başarılı fonlara, 1 yıldız ise en başarısızlara verilmektedir.

yararlanabilirler. Bu kurumların satış kanallarında yer verecekleri fonların belirlenmesinde de rating bir araç olarak yer alabilir. Rating hizmeti kullanımı, müşterilerine birikimlerini değerlendirdikleri fonların başarısını takip edebilmeleri için önerebilirler.

Önümüzdeki süreçte fon piyasasındaki gelişmelere bağlı olarak ürün ve hizmet çeşitliliğinin yaşanacağını söylediniz. Peki Ludens, bu piyasada hangi hizmet ya da ürünlerle yer almayı planlıyor? Hedefleriniz nelerdir?

Fon ratingi, Ludens için bireysel emeklilik ve yatırım fonu piyasasına sunulmuş bir ilk hizmet niteliğindedir. Fon piyasası gelişiminin yönü ve sektördeki talepler, beklentiler bizim sunacağımız hizmetlere şekil vermek-

tedir. Ludens Fon Rating'i oluştururken de bu şekilde düşünerek yola çıkmıştık. Yine önümüzdeki süreçte ülkemizde de önem kazanacağını düşündüğümüz ve gelişmiş fon piyasalarında hem piyasa profesyonelleri hem de yatırımcıların kullandıkları, fon performansının daha derinlikli olarak incelendiği attribution analizlerini şimdiden gündemimize almış durumdayız. Bir diğer çalışmamız da model portföyler oluşturmak üzerine. Yatırım danışmanlığı veren piyasa aktörlerine kullanışlı ve güvenilir bir araç sunabilmek için çalışıyoruz. Ayrıca bireysel emeklilik sistemine de bazı hizmetler vermeyi amaçlıyoruz. Bunlar arasında emeklilik fonlarıyla ilgili detaylı analiz ve raporlama hizmetleri ve bireysel emeklilik sistemiyle ilgili eğitim hizmetleri yer almaktadır.



Zayıflayan politik ve ondan etkilenen ekonomik algı düzeltilmeli

Yatırımcının öngörmesi gereken seçim sonrası içinde bulunduğumuz ortamın ve/veya en azından beklentilerin düzeliş düzelmeyeceği.

Küresel piyasalardaki oynaklığın zirve yaptığı bugünlerde, Türkiye sermaye piyasaları da negatif seyrini sürdürüyor.

Uzun vadeli tahvil faizinin son bir yılın zirvelerini görürken, Türk Lirası da döviz sepetine karşı her gün yeni rekorlar kırarak zayıflamakta ve sene başından beri yüzde 19 değer kaybetmiş durumdadır. Gelişmekte olan ülkeler arasında Türk Lirası'ndan daha fazla değer kaybetmiş tek para birimi olan Brezilya Real'ının ABD Doları'na karşı değer kaybı yüzde yüzde 33 düzeyindedir. Türk Lirası'nın aynı para birimine karşı değer kaybı ise yüzde 20'dir.

BİST-100 endeksine baktığımızda, yüzde 15 değer kaybeden endeksin dolar bazında kaybı bu satırları yazdığımız sıralarda yüzde 34 mertebesine gelmişti ve dünyadaki en fazla kayıp getiren piyasalar arasında en ön sıralardaydı.

FED, ECB, Çin, veri akışı, seçimler, terör, ikinci yarı kar beklentileri ve ekonomi bileşenlerindeki bilinmezler derken, küresel ve yurtiçi ortam gerçekten iç karartıcı. Ancak, geçmişin bize öğrettiği, bu iç karartıcı ortam aynı zamanda tam da fırsatların ortaya çıktığı dönem.

Peki yatırımcılar ne yapmalı ve piyasalardan neler beklemeliyiz? Öncelikle şunu belirtmekte fayda var. Kısa vadeli işlem seven yatırımcılara, içinde bulunduğumuz ortam başarıyı yakalamayı hemen hemen imkansız hale getiriyor. Zira, dövizin gün içerisinde yüzde 1-2 aralığında değişim gösterdiği bir ortamda, diğer para piyasalarının hareketlerini, özellikle borsayı öngörmek çok güç. Zaman para kazanma zamanı değil, parayı koruma zamanı. Belirsizliğin



Ali Kerim Akkoyunlu
Uluslararası Piyasalar Araştırma Müdürü
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

baş gösterdiği zamanlarda paramızı koruyalım ki, kara bulutlar dağıldığında para kazanabilelim. Ancak yine de kısa vadeli işlem yapmak için ısrarlı yatırımcılara ya çok emin oldukları hisselerde ya da pozisyonlarını 'hedge' ederek işlem yapmalarını tavsiye ederiz. Hedge ederek kazançlar daha az olacaktır ancak en azından bugünlerde sıklıkla gördüğümüz negatif haber şoklarına ve kazanabileceklerinden daha fazla kayıplara karşı kendilerini korumuş olacaklardır.

Gelelim uzun vadeli yatırımcılara: Yukarıda da bahsedildiği üzere,

ortamın karamsarlığı, normal zamanlarda olmayan fırsatları beraberinde getiriyor ve kademeli olarak döviz bozdurup BİST endeksine yatırım yapmak, seçimler akabinde alternatif yatırım araçlarından çok daha yüksek getiriler sağlayabilir. Zira, her ne kadar küresel piyasalar FED faiz kararına odaklanmış olsa da, Türkiye'nin içinde bulunduğu karmaşa oldukça fazla ögeyi ve risk primini fiyatlara yansıtmış durumda. Bunların başında da Türkiye'deki politik ortam, ekonominin sürdürülebilir büyümesi ve reform ortamının devam etmesi geliyor. Dolayısıyla, Türkiye piyasaları hakkında bir yorum yapmak için finansal uzman olmaya gerek olmadığı kanısındayız. Yatırımcının öngörmesi gereken seçim sonrası içinde bulunduğumuz ortamın ve/veya en azından beklentilerin düzeliş düzelmeyeceği. Bizim görüşümüz olasılıklara baktığımızda, en azından beklentilerin bir nebze düzelme eğiliminde olma şansının olduğu, zira hemen herkesin bildiği gibi seçimden yine çıkacak iki olasılık var: Birincisi, Ak Parti kontrolünde bir hükümet. İkincisi ise şu ana kadar açıklanan anketlerde de görünen, Ak Parti ve CHP arasında bir koalisyon. Salt bir Ak Parti hükümeti, ilk aşamada beklentileri iyileştirme

“ Her ne kadar küresel piyasalar FED faiz kararına odaklanmış olsa da, Türkiye'nin içinde bulunduğu karmaşa oldukça fazla ögeyi ve risk primini fiyatlara yansıtmış durumda. Bunların başında da Türkiye'deki politik ortam, ekonominin sürdürülebilir büyümesi ve reform ortamının devam etmesi geliyor. ”

“Şu anda, hemen herkesin seçim sonrası için bir beklentisi var. Bu beklenti gerçekleşmez ise Türkiye'nin içinde bulunduğu durum, harika bir 14 seneden sonra 1 senelik bir sekme olarak görünmeyecek ve risk primi daha da yüksek konumlara geçecektir.”

eğilimine girecektir. Ancak bu senaryodaki temel konu, Ak Parti'nin ekonomik politika açısından Gezi öncesi ilerici politikalarına geri dönüp dönmeyeceği ve başkanlık sistemi için bir referanduma gidip gitmeyeceğine bağlı. Zira, bu konuda referandum demek, Türkiye'nin yine altı ay seçim atmosferinden çıkmaması anlamına gelir ve piyasalardaki olumlu trend çok kısa vadeli olur. Bu da günümüz koşullarından daha da kötüleşme riski demektir. Diğer ve bugün daha yüksek ihtimalli görünen AK Parti-CHP koalisyonu ise, çok daha sert bir toparlanma ve sene sonu rallisi sağlayacaktır. 7 Haziran sonrası her iki partinin yaptığı görüşmelerde oluşan algı, yürütme organlarının makro politikalara bakış açısının çok da farklı olmadığı yönünde. Bu koalisyon tabii ki Gezi öncesi Ak Parti performansını yakalayabilecek yapıda olamayacaktır, ancak yine de ekonomik, sosyal politikalar ve özellikle Merkez Bankası'nın manevra kabiliyetini rahatlatmak algısı açısından olumlu bir başlangıç yapacaktır.

Haliyle yerli ve yabancı tüm yatırımcıların ortak sorusu: “7 Haziran'da kurulamayan bu koalisyon kurulabilir mi?” Bizce kurulabilir, zira bu sefer de koalisyon kurulamaması hem ekonomik, hem politik intihar anlamına gelir ve partiler samimi olmasalar dahi, ilk aşamada ekonomiye bir nefes aldırarak amacıyla bir araya geleceklerdir. Tüm bunların yanında BİST-100'un temel ve teknik diğer göreceli bilgilerini analiz edelim. Sene başından bugüne kadar yabancı pozisyonlarına baktığımızda, ilginç bir veri ile karşı karşıyayız. Fon satışlarının toplamı sadece 1 milyar dolar mertebesinde. Yaklaşık 45 milyar dolarlık bir hisse stoğu ve içinde bulunduğumuz ortam ele alındığında bu satışlar oldukça cüzi. Temel açıdan bu rakamın bize söylediği, yabancı portföyler TL'nin değer kaybı ile ‘doğal underweight’ pozisyonuna geçmiş gözüküyorlar. Nitekim sene başındaki dolar bazındaki hisse stoğu 62 milyar dolar idi, yani stok düşüşü hemen hemen TL'nin dolar karşısındaki değer kaybına eşit. BİST'in bir şansı da, 90'ların aksine, sadece bizde işler karışık değil. Her yerde, yani Türkiye'ye rakip piyasalarda politik ve ekonomik sorun var. Dolayısıyla, yabancılar bu değerlerden satmanın çok da anlamlı olmadığını düşünüyorlar. Ancak, şu çok önemli: Şu anda, hemen herkesin seçim sonrası için bir beklentisi var. Bu beklenti gerçekleşmez ise Türkiye'nin içinde bulunduğu durum, harika bir 14 seneden sonra 1 senelik bir sekme olarak görünmeyecek ve risk primi daha da yüksek konumlara geçecektir. Zira, devam edecek bir politik belirsizlik, zaten yavaşlayan kar artış ivmesinin negatife geç-

mesi anlamına gelecektir. Değerlemelere baktığımızda, gelişmekte olan piyasalar 11.5 fiyat kazanç oranında işlem görürken, Türkiye 9.6 fiyat kazanç oranında işlem görüyor. Ancak şu da bir gerçek, Türkiye'nin kar beklentileri; üçüncü çeyrek ve özellikle dördüncü çeyrek beklentileri oluşmaya başladığında düşecektir. Yani fiyat kazanç oranımız yükselecek ve rakip piyasalardan alışıktığımız iskontolarda işlem görmeyecek. Tekrarlamakta fayda var: Buradaki düşüş, şayet politik belirsizlik giderilirse bir sekme olarak algılanır ancak giderilemez ise tam tersi etki yapar.

Sonuç: Çoğu yatırımcı FED ve dünyadaki olası faiz artışı konusuna odaklanmış durumda. Bu konudaki farklı görüşler, piyasalarda yüksek miktarda oynaklığa sebep oluyor. Bu da normal bir durum, zira dünyada çok fazla likidite var, ancak aynı miktarda yatırım aracı yok. Dolayısıyla para yön değiştirdikçe oynaklığın olması doğal. Ancak, biraz daha temel açıdan düşünelim, yükselen faiz; ekonomilerin genişlemesi, karların ve temettülerin artması demek. Dolayısıyla bu; hisse senedi piyasaları açısından olumlu bir gelişme.

Burada asıl takip edilmesi gereken Çin. Buradaki olası artan bir ekonomik yavaşlamanın ve krizin etkisi piyasalar açısından çok daha önemli. Ancak hepsinden önemlisi, şu anda piyasalarımızın üzerinde fiyatlanan en büyük risk primi Türkiye'nin kendisi. Türkiye zayıflayan politik ve ondan etkilenen ekonomik algısını düzeltmek zorunda. Seçimlerin akabinde Türkiye'de olumlu gelişmeler, en azından beklentiler, yaşanma ihtimali var. Dolayısıyla piyasaların zayıflıklarından faydalanıp, maliyet oluşturmak anlamlı bir strateji olabilir.



KASIM - 2015

Bonds, Loans & Sukuk konferansı, 11-12 Kasım 2015, Shangri La Hotel, İstanbul
<http://www.globalfinancialconferences.com/bonds-loans-turkey>

2nd Fund Selector Forum Asia, 17 Kasım 2015, Hong Kong
<http://www.fundselectorforum.asia/>

EFAMA Investment Management Forum, 18-19 Kasım 2015, Brüksel
<http://www.efama.eu/>

Smart Beta Investor Forum, 25 Kasım 2015, Londra
<http://www.iiribcfinance.com/event/Smart-Beta-Conference>

European Investment Conference, 26-27 Kasım 2015, Londra
<http://www.iiribcfinance.com/event/European-Investment-Conference>

ARALIK - 2015

7th Southeast Asia Institutional Investment Forum, 2-3 Aralık 2015, Singapur
<http://www.seaiif.com/>

2015 Global Trading and Market Structure Conference, 8 Aralık 2015, Londra
https://www.iciglobal.org/iciglobal/events/upcoming/ci.conf_15_global_trading.global

OCAK - 2015

European Alternative Investment Funds Conference, 19-20 Ocak 2016, Lüksemburg
<http://www.alfi.lu/node/2927>

UBAM Türkiye Hisse Senedi Fonu

“Fonumuz, kurulduğundan beri geçen beş seneyi aşkın sürede yurt dışında kurulu Türkiye hisse senedi fonları içinde en yüksek getiriye sağlayan fon oldu. Buradaki başarımızın tamamen araştırma ve temel analize dayalı hisse seçim stratejimizden kaynaklandığını düşünüyoruz.”

UBAM Türkiye Hisse Senedi Fonu, Nisan 2010'da Union Bancaire Privée (UBP) tarafından yurt dışında yerleşik bireysel ve kurumsal yatırımcılara Türkiye hisse senedi piyasasına yatırım fırsatı vermek amacıyla kuruldu. Fonumuz, kurulduğundan beri geçen beş seneyi aşkın sürede yurt dışında kurulu Türkiye hisse senedi fonları içinde en yüksek getiriye sağlayan fon oldu. Buradaki başarımızın tamamen araştırma ve temel analize dayalı hisse seçim stratejimizden kaynaklandığını düşünüyoruz.

Yatırım felsefemizin temeli, bizim finansal analizimize göre değerinin altında işlem gördüğünü düşündüğümüz hisseleri bulmaya ve bunlara uzun dönemli yatırım yapmaya dayanıyor. Yatırım süremiz en az iki sene, ama birçok yatırımımız fon kurulduğu günden beri portföydeki ağırlıkları zaman zaman artsa ya da azalsa da kesintisiz devam ediyor. Hisse seçiminde en önem verdiğimiz nokta, doğru değerlendirme yapabilmek. Bunun için de hisse senedi piyasasının günlük haber akışı ve oynaklığından kendimizi mümkün olduğunca uzaklaştırarak, şirketlerin bilançolarına ve finansal



Eli Koen
Fon Yöneticisi
Union Bancaire Privée

verilerine odaklanmak gerektiğine inanıyoruz. Şirketlerin tüm finansal verilerini en az bir, tercihen iki tam ekonomik döngüyü içine alacak bir zaman aralığı içinde inceliyoruz. Ortalama bir ekonomik döngünün 5-7 sene aralığında olduğu düşünüldüğünde, analiz yaptığımız dönemin uzunluğu ortaya çıkıyor. Değişik makro ekonomik koşulların şirketlerin satışlarını, kar marjlarını, bilanço yapılarını, nakit yaratma güçlerini, yatırım harcamalarını, büyüme potansiyellerini nasıl etkilediğini araştırıyoruz. Bu dönemdeki faaliyet dışı veya olağanüstü finansal

etkileri ayıklayarak, şirketlerin gerçek işlerinden nasıl bir getiri elde ettiklerine bakıyoruz. Bu finansal verilere dayanarak yaptığımız değerlendirme modelleri, incelediğimiz her şirket için bize getiri potansiyelinin ne kadar olduğunu gösteriyor. Bu şekilde bakıldığında karşımıza piyasanın günlük hareketlerinden çok daha farklı bir resim çıkıyor. Örneğin büyüme hızının, kar marjlarının, piyasadaki iyimserliğin çok yüksek olduğu dönemlerde, hisse fiyatları bizim değerlemelerimizin çok üstüne çıkıp bize satış fırsatları verirken, tam tersi olan dönemlerde de alış tarafında oluyoruz.

Ucuz hisse arayışına dayalı stratejilerin en önemli riski, yapısal bir sorunla karşılaştığı için ucuzlayan ve sürekli olarak bilanço yapısı bozulmaya, sermaye karlılığı düşmeye devam eden şirketlere yatırım yapmak. Böyle bir hataya düşmemek için, şirketlerin karlılığının düştüğü dönemlerde bunun sebebinin yapısal mı yoksa döngüsel mi olduğunu anlayabilmek büyük önem taşıyor. Bu konuda yurt dışından yönetilen diğer Türkiye fonlarına göre önemli bir avantajımız, Türkiye'deki araştırma ekibimiz. Bu ekip sürekli olarak şirketlerin yönetimleri, yatırımcı ilişkileri birimleri, sektör

kuruluşları ve uzmanları, rakipler, tedarikçiler, müşteriler ve düzenleyici kurumlarla görüşüp gelişmeleri yakından takip ediyor. Şirketlerdeki ve sektördeki gelişmeleri çok yakından izleyerek, şirketlerin içinde bulunduğu durumun kalıcı yapısal sebeplerden mi yoksa geçici dönemsel sebeplerden mi kaynaklandığını doğru analiz edebiliyoruz. Bu şekilde fiyatı düşen, ama uzun vadede büyük yapısal sorunlarla boğuşmak zorunda kalacak olan şirketlerden uzak durmayı başara-biliyoruz.

Türkiye'deki araştırma ekibimizin yanında, UBP'nin uluslararası hisse senedi ve bono piyasalarındaki uzmanlığı da fonumuza destek oluyor. UBP'nin Londra, New York, Paris, Cenevre, Zürih, Hong Kong Şangay gibi gelişmiş ve gelişmekte olan belli başlı finansal merkezlerdeki fon yöneticileri, düzenli aralıklarla bir araya gelip finansal piyasalardaki gelişmeleri değerlendiriyor ve fikir alışverişinde bulunuyor. Bu toplantılarda ortaya çıkan görüşlerin Türkiye ve BIST şirketleri üzerindeki olası etkileri, Londra'daki fon yöneticilerimiz tarafından Türkiye fonunun yönetiminde dikkate alınıyor.

BIST'de dolaşımdaki hisselerin yaklaşık %60-%70'inin yabancı fonlar tarafından tutulduğu göz önüne alındığında bir Türk hisse senedi fonu için uluslararası finansal gelişmeleri yakından takip edebilmenin ve doğru okuyabilmenin önemi kolayca anlaşılabilir. Örneğin Çin'deki yavaşlamanın emtia fiyatlarındaki domino etkisiyle Türkiye'deki çelik fiyatlarına nasıl yansıtacağı, Ortadoğu'da yapılan rafineri kapasite artışlarının bölgedeki rafineri marjlarını nasıl etkileyeceği veya son teknolojik gelişmelerin telekom şirketlerinin yatırım harcamalarını nasıl etkileyeceği, Fed'in faiz değişimlerinin küresel hisse senedi fonlarında nasıl bir harekete sebep olacağı gibi yüzlerce değişken, her biri ayrı konuda uzmanlaşmış fon yöneticilerinin ve araştırmacıların birlikte çalışmasıyla değerlendiriliyor. Bu şekilde Türkiye ve uluslararası piyasalardaki kaynaklarımızın ortak çalışmasıyla oluşturulan portföyümüzde yaklaşık 40 hisse bulunuyor. Fon yöneticileri ve araştırma ekibimiz, piyasa koşulları ve uzun vadedeki beklentilerimize göre gerektiği zamanlarda portföyde değişiklik yaparak, risk

ve getiri kombinasyonunu en etkin şekilde yönetmeye çalışıyor. Portföyün belirlenen risk, performans ve likidite kriterlerine uygunluğu Cenevre'de fon yönetiminin bağımsız bir risk kontrol takımı tarafından günlük olarak takip edilip, haftalık olarak ilgili birimlere raporlanıyor. Böylece bu kriterlerden olası bir sapma hemen tespit edilip gerekli düzenlemeye gidiliyor.

UBAM Türkiye Hisse Senedi Fonu

Fon Adı

UBAM Turkish Equity

Legal form

Lüksemburg kanunlarına göre SICAV kuralları çerçevesinde kurulu UBAM UCITS IV Şemsiye Fonu

Halka Arz Tarihi

16/04/2010

Risk skalası

7 (1: en düşük risk, 7: en yüksek risk)

Karşılaştırma Ölçütü

MSCI Turkey IMI 10/40

Tavsiye edilen Yatırım Süresi

En az uc sene

Para birimi

USD

Fonun Yöneticisi

Eli Koen

Yönetim Komisyonu

1.75% (Klasik A-share)

1.25% (Kurumsal, I-share)

Giriş Komisyonu/ Çıkış Komisyonu

Yok

Toplam Gider Oranı

(15/04/15 itibari ile yıllık)

2.40% (Klasik, A-share) (tahmini)

1.62% (Kurumsal, I-share) (tahmini)

Fon Yöneticisi (Kurum)

Union Bancaire Privée Luxembourg

Fon Yöneticisi

(Delege edilmiş Kurum)

Union Bancaire Privée, UBP SA, London Branch

ISIN Kodları

Klasik : LU0500236210

Kurumsal : LU0500236640

Bloomberg Kodu

UBATUAC LX (Klasik A-share)

UBATUIC LX (Kurumsal, I-share)

UBAM Turkish Equity fonu'nun kuruluşundan beri ölçüt endeks MSCI Turkey IMI 10/40 endeksine göre karşılaştırması (USD bazında)



İş Portföy Py Eurobond Borçlanma Araçları Özel Fonu

Emeklilik ve yatırım fonları birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye'de eurobond fonlarının üçüncü çeyrek sonu itibarı ile 3 milyar TL sınırına dayanarak, yılbaşından bu yana %80,7 büyüdüğü hesaplanmaktadır.

Eurobond fonları, ülkemizde yılbaşından bu yana gerek Bireysel Emeklilik Sistemi gerek serbest tasarruf sahipleri tarafından yoğun ilgi ve katılım gördü. Emeklilik ve yatırım fonları birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye'de eurobond fonlarının üçüncü çeyrek sonu itibarı ile üç milyar TL sınırına dayanarak, yılbaşından bu yana %80,7 büyüdüğü hesaplanmaktadır. Bu büyüme rakamı içerisinde, fonların pay fiyatlarının kur artışı ve eurobondların faiz getirisi ile değerlenmesinin etkisi arındırıldığında, büyümenin yaklaşık %50'sinin katılımcıların bu fonlara yönlendirdikleri tasarruflardan kaynaklandığını söyleyebiliriz. Bu da net giriş olarak 800 milyon TL'yi aşkın bir kaynağın 2015'in ilk üç çeyreğinde eurobond fonlarına yönlendiğini göstermektedir.

Söz konusu artışlara paralel şekilde emeklilik ve yatırım fonları pazarında, bu fonlar nezdinde birikimi bulunan bireysel sözleşme sayısı da %26'lık bir artışla 738,400'e ulaşmıştır. Bu da eurobondlara yönelen kaynak artışında, mevcut katılımcıların tasarruflarını sisteme yönlendirmeye devam etmeleri ve bu fon grubuna yönelen 150.000'i aşkın yeni katılımcının benzer ölçüde etki ettiğini göstermektedir. Buna mukabil, eurobond fonlarının sayısında son üç çeyrek içerisinde bir değişim olmamıştır.

Eurobond fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi ise yılbaşından bu yana %20,6 olarak gerçekleşmiştir. Yılbaşından bu yana fon getirilerini belirleyen unsurların başında, eşit ağırlıklı kur sepetinin %24,3, eurobond evreni içinde ağırlığı oluşturan ABD dolarının ise %29,7 artmış olması bulun-



maktadır. Sistemdeki fonların neredeyse tamamının bu getirilerin gerisinde kalmasında ise, Türkiye'de TL cinsi tahvillere benzer şekilde döviz cinsi kıymetlerde de yükselen faiz hadleri neticesinde tüm eurobondların vade uzunluklarına göre çeşitli oranlarda değer kaybetmesi etkili olmuştur. Türkiye'de yılbaşından bu yana devlet ve özel sektör ihraçlı eurobondlardan beklenen getirilerin yükselmesinde bir dizi faktör etkili olmuştur. Başlıca nedenler olarak, siyasi karışıklık ve ekonomik büyümenin yavaşlaması neticesinde kredi riskinin artması, jeopolitik sorunlar ve küresel ticaretteki zayıflama ile ihracatın negatif performans göstermesi, bunlarla bağlantılı şekilde TL'deki değer kaybının, GSYH'sine göre yüksek miktarda açık döviz pozisyonu bulunan ülkemizde özel sektör bilançolarında bozulmaya yol açmış olması sayılabilir. Buna rağmen döviz cinsinden değer kaybeden eurobondlar, dayandıkları yabancı

para biriminin TL'ye karşı yüksek oranda değer kazancı nedeni ile üçüncü çeyrek sonu itibarı ile TL bazında yatırımcılarına yüksek bir getiri sağlamayı başarmışlardır. İş Portföy A.Ş. olarak yönettiğimiz İş Portföy Py Eurobond Borçlanma Araçları Özel Fonu'nun 2015 yılına dair yatırım stratejisini belirlerken, TL'nin ABD doları karşısında değer kaybından azami şekilde faydalanırken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri negatif etkilemesini öngördüğümüz fon çıkışlarından asgari ölçüde etkilenecek bir eurobond portföyü oluşturmayı hedefledik. Bu bağlamda, efektif vadesi (durasyonu) altı yılı geçmeyen, bilançosu ve karlılığı sağlam şirketlere ait eurobondları bulundurmaya öncelik verdik. Söz konusu eurobondların temiz fiyatlarındaki değer kaybı, yarattıkları yüksek kupon faizi ile birlikte düşünüldüğünde nete çok sınırlı bir değer düşüşü ortaya çıkardı.

Bu durum neticesinde fonun portföyü, şirketlerin kredi ve likidite risk primlerinden pozitif etkilenirken, daha uzun vadeli Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi ihraçlı eurobondların maruz kaldığı olumsuz rüzgardan minimum şekilde etkilenmişlerdir. Ayrıca, fonda likidite amacıyla taşınan ABD hazine tahvilleri ve kısa vadeli Hazine eurobondları da faiz seviyesindeki yükselişten kayda değer biçimde zarar görmemiştir. Kısa ve orta vadede fonun yatırım stratejisinde önemli bir değişiklik öngörülmemektedir. TPE fonu kredi ve likidite priminden faydalanmak amacıyla kısa ve orta vadeli özel sektör Euro tahvillerine ağırlık verirken, sadece likidite amacı ile ABD ve Türkiye'de kamu tarafından ihraç edilmiş kısa vadeli kıymetleri belirli bir ölçüde bulundurmaya devam edecektir.



Portföy Yönetimi Şirketlerinde Risk Yönetimi

Risk Yönetimi Birimi, portföy yöneticilerinin karar alma süreçlerinde etkin rol oynamalı, riske maruz değer, stres testi ve senaryo analizleri sonuçları portföy yöneticileri ile düzenli olarak paylaşılarak, risk getiri dengesini en uygun düzeyde tutacak portföylerin oluşturulması desteklenmelidir.

Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ile portföy yönetim şirketlerinde risk yönetim sistemi UCITS standartlarına uyumlu hale gelirken, risk yöneticilerinin de sorumlulukları ve önemi artmıştır. Önümüzdeki dönemde

risk yönetim sistemini kurarak, risk kontrollerine ilişkin işlemleri yerine getirebilecek bilgi ve tecrübe düzeyine sahip risk yöneticisi ile bu ihtiyaca cevap verecek risk yönetimi yazılımları portföy yönetim şirketlerinin en önemli ihtiyaçları arasında yer almaya devam edecektir.

Risk yönetimi biriminin sorumlulukları ve raporlama standartları

Portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerine ilişkin tebliğ ve Yatırım Fonları Rehberi'ndeki risk yönetim sistemine ilişkin esaslar, risk yönetimi biriminin sorumluluklarını ve raporlama standartlarını

belirlemiştir. Fonların kuruluşu, yönetimi, raporlaması, tasfiyesi gibi tüm süreçlerinde risk yönetiminin devrede olması, risk yönetimi tarafından hazırlanan risk raporları ile üst yönetimin riskler ve olası sonuçları hakkında bilgilendirilmesi ve hazırlanan stres testlerinin portföy yöneticilerinin karar alma süreçlerine dahil olması nedeniyle, risk yönetimi birimi portföy yönetim şirketlerinde en önemli birimlerden biri olmuştur.

Öncelikle şirket bünyesinde risk yönetim hizmetini sağlayan birim, portföyün yönetiminden sorumlu birimden bağımsız olmalıdır. Risk yönetimini gerçekleştirecek birimin personelinin risk kontrolüne ilişkin işlemleri yerine getirebilecek bilgi ve tecrübe düzeyi ile Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ve Türev Araçlar Lisansına sahip olması gerekmektedir.

Şirketin faaliyetleri ile yönetimindeki portföyler için bir risk yönetim sisteminin oluşturulması ve buna ilişkin prosedürlerin yazılı hale getirilmesi zorunludur.

Portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerine ilişkin tebliğde, yönetilen portföylerin maruz kalabileceği risklerin tespit edilmesi ve ölçülmesi sorumluluğuna, şirketin faaliyetlerinin de ilave edilmesi, oluşturulacak risk yönetim sisteminde operasyonel risklerin de takip edilmesi gerekliliğini ifade etmektedir. Şirket'in mali durumu açısından olağandışı sonuçlar doğuracak herhangi bir durumun varlığının tespit edilmesi halinde hazırlanacak raporun en kısa zamanda yönetim kuruluna sunulması gerekliliği, risk yönetimi prosedüründe de yer almalıdır.

Fonların yatırım stratejileri ile yatırım yapılan varlıkların yapısına ve risk düzeyine uygun bir risk



Gökçen Yumurtacı
Risk Yöneticisi, Risk Yönetimi Bölümü
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

yönetim sistemi oluşturulmalı ve risk yönetim sisteminin iç kontrol sistemi ile bütünlük arz etmesi esas olmalıdır. Risk yönetim sisteminde kaldıraç yaratan işlemlere ilişkin Yönetim Kurulunca belirlenen risk limitlerine uyulup uyulmadığı ve açık pozisyon tutarları, günlük olarak izlenmelidir. Ayrıca kaldıraç yaratan işlemler de dahil edilerek rehberine uygun netleştirme esasları ile ihraççı riskinin hesaplanması, risk yönetim sistemi çerçevesinde yapılacak kontroller ve raporlama kapsamına dahil edilmelidir. Risk yönetim prosedüründe her fon için kaldıraç ve riske maruz değerleri için bir limit belirlenmesi gerekmektedir. RMD için risk yönetim prosedüründe belirlenen limit, fonun risk profiline uygun olmalıdır. Fonun yatırım stratejisi ve risk profili dikkate alınarak "Görelî RMD" ve "Mutlak RMD" yöntemleri arasından bir seçim yapılmalıdır. Mutlak RMD, bir fonun riske maruz değerinin fon toplam değerinin belirli bir oranı ile sınırlandırılması yöntemidir. Görelî RMD ise fon portföyünün RMD'sinin, referans alınan portföyün RMD'sinin iki katı ile sınırlandırılmasıdır. Prosedürlerde önceden belirlenen erken uyarı

ve önlem prosedürleri ile bu limitlerin aşılmasının önüne geçilmesi mümkündür.

Ayrıca her fon için ayrı bir stres testi prosedürü hazırlanması ve bu prosedürün fon için uygun olduğuna ilişkin açıklamalara prosedürde yer verilmesi zorunludur. Risk yönetimi prosedürünün ekinde fonların yatırım stratejisi ve risk profili dikkate alınarak, fon toplam değeri üzerinde etkili olabilecek hangi senaryonun oluşturulduğu ve söz konusu senaryoya ilişkin erken uyarı ve önlem prosedürleri risk yönetimi prosedürünü tamamlamaktadır. Fonlar tarafından, kullanılan risk ölçüm modelinin doğruluğunu ve performansını ölçmek amacı ile geriye dönük test uygulanmalıdır. Geriye dönük test, risk ölçüm modelinin riske maruz değer hesaplamalarında etkinliğini ölçmekte ve Kurul tarafından belirlenen aşım sayısı limitine uygunluğunu göstermektedir. Aşım sayısına bağlı olarak kullanılan riske maruz değer modelinde gerekli düzeltmelerin yanı sıra Yatırım Fonları Rehberi'nde yer alan zorunlu bilgilendirmeler de yapılmalıdır.

“Fonların yatırım stratejileri ile yatırım yapılan varlıkların yapısına ve risk düzeyine uygun bir risk yönetim sistemi oluşturulmalı ve risk yönetim sisteminin iç kontrol sistemi ile bütünlük arz etmesi esas olmalıdır.”

Fonların riske maruz değer sonuçları ve kaldıraç yaratan işlemlere ilişkin riskler haftalık olarak Yönetim Kurulu'na raporlanırken, stres test sonuçları ve geriye dönük test sonuçları aylık olarak Yönetim Kurulu'na raporlanmalıdır. Borsa dışında taraf olunan türev araç ve swap sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan karşı taraf riski, Rehberde uygun olarak hesaplanmalı ve karşı taraf riskinin fon toplam değerine oranı günlük olarak izlenmelidir. Borsa dışı türev araç ve swap sözleşmelerinin değerleme esasları belirlenmeli ve borsa dışı türev araç sözleşmelerinin “adil bir fiyat” içerip içermediği Risk Yönetimi Birimi tarafından kontrol edilmelidir.

Ayrıca kaldıraç yaratan işlemlere ilişkin genel ilkeler çerçevesinde fon, sözleşmelerden kaynaklanan ödeme ve teslim yükümlülüklerini yerine getirebilecek durumda olmalıdır. Bu hususun takibine ilişkin kontroller risk yönetim sürecinin ayrılmaz bir parçasıdır.

Risk Yönetimi Birimi, portföy yöneticilerinin karar alma süreçlerinde etkin rol oynamalı, riske maruz değer, stres testi ve senaryo analizleri sonuçları portföy yöneticileri ile düzenli olarak paylaşılarak risk getiri dengesini en uygun düzeyde tutacak portföylerin oluşturulması desteklenmelidir.

Özel sektör tahvili ihraçlarının portföyler içinde önemli bir büyüklüğe ulaşması, bu tahvillerin likidite ve karşı kurum riski hesaplamalarının risk ölçüm sistemine dahil olması gerekliliğini doğurmuştur. İhraç tutarları dikkate alınarak yoğunlaşma riski, tahvillerin alım satım spreadleri ve ortalama işlem hacimleri bu risklerin ölçülmesi için genel kabul görmüş metodolojilerdir.

Fonların getiri volatiliteleri kullanılarak hesaplanan “Risk Değerleri”

ile fon yatırımcılarının standart hale getirilmiş “Yatırımcı Bilgi Formları” ile bilgilendirilmesi yeni düzenlemeler ile önem kazanmıştır. Risk değerlerinin hesaplanmasına ilişkin olarak fonun risk yönetim sisteminde belirlenen prosedürlerin dikkate alınması ve devamlı olarak takibinin yapılması gerekmektedir. Kurul performans sunum standartlarına göre hazırlanan performans raporu ile, yönetilen portföylerin performanslarının karşılaştırma ölçütü ile mukayese edilmesi ve karşılaştırma ölçütüne göre alınan risk karşılığında yaratılan katma değeri ifade eden “bilgi rasyosu-nun” yatırımcılara sunulması risk yönetimi biriminin sorumluluğuna eklenmiştir.

Risk Yönetim Sisteminin Asgari Unsurları:

1- Riskleri tanımlamak ve önemli gelişmelere paralel güncellemek,

2- Risklerin ölçüm yöntemlerini ve bu kapsamda kullanılacak risk ölçüm modelini Yönetim Kurulu'na sunmak,

3- Yönetim Kurulunca onaylanan risk ölçüm modelini uygulamaya koymak,

4- Yönetim Kurulunca belirlenen risk limitlerine uyulup uyulmadığını günlük olarak izlemek ve limit aşımalarını aynı gün içinde bağlı olduğu yöneticiye raporlamak,

5- Söz konusu risklerin sonuçları ve alınması gereken önlemlere ilişkin olarak haftalık olarak yönetim kuruluna yazılı rapor sunmak,

6- En az ayda bir kez olmak üzere stres testlerini düzenli olarak gerçekleştirmek ve üst yönetime sunmak,

7- Geriye dönük testi en az aylık dönemler itibarıyla, söz konusu aydaki her işgünü için ayrı ayrı uygulamak ve gerekli olması halinde düzeltme ve iyileştirmeler yapmak.

Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber Çerçevesinde Örnek Risk Raporlamaları:

Portföy Tanımı	Bağlanç Tarihi	İşlem Tarihi	Hesaplama Tipi	Güven Aralığı	Volatilité Methodu	Örneklem Sayısı	İşlem Tarihi	Örneklem Sayısı
11.08.2015	11.08.2014	11.08.2015	Tarihsel Benzetim	0.99	EWMA	252	11.08.2015	252
Günlük Rapor								
Fon Adı	Fon Toplam Değeri	Toplam RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)
A	82,622,129	487.87%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
B	92,006,329	1,028,312	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
C	13,722,208	421,738	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%
Haftalık Rapor								
Fon Adı	Fon Toplam Değeri	Toplam RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)
A	82,622,129	487.87%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
B	92,006,329	1,028,312	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
C	13,722,208	421,738	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%
Aylık Rapor (Stres Test)								
Fon Adı	Original PV	Analysis PV	Toplam RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)	Benchmark RMD (%)
A	82,622,129	89,477,107	-2,529,222	-2.75	-3.04	-3.04	-3.04	-3.04
B	92,006,329	81,531,541	-1,490,588	-1.80	-1.85	-1.85	-1.85	-1.85
C	13,722,208	12,466,788	-1,255,420	-9.15	-9.00	-9.00	-9.00	-9.00
Aylık Rapor (Backtest)								
Fon Adı	Fon Toplam Değeri	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı (Model gözden geçirme)	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı (Kurul ve Risk Komitesi)	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı (Kurul ve Risk Komitesi)	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı (Kurul ve Risk Komitesi)	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı (Kurul ve Risk Komitesi)	Geriye Dönük Test Aşım Sayısı (Kurul ve Risk Komitesi)
A	82,622,129	0	3	5	5	5	5	5
B	92,006,329	5	3	5	5	5	5	5
C	13,722,208	6	3	5	5	5	5	5



BYF'ler dünyada rekora doymazken ülkemizde küçülüyor

Hisse senedi işlem kolaylığı ile yatırım fonlarının avantajını birleştiren Borsa Yatırım Fonları dünya piyasalarında gördüğü yoğun ilgi ile rekor büyüklüğe ulaşırken, ülkemizde aynı gelişimi sağlayamadı.

İlk olarak 1990'lı yılların başında Kanada'da piyasaya sunulan Borsa Yatırım Fonları (BYF), sunduğu avantajlar ve yatırımcılardan gördüğü ilgi sonucunda birçok kıtaya yayılarak toplam portföy büyüklüğü, 2015 Ağustos sonu itibarıyla 2,849 milyar dolara ulaşmıştır. Dünya Borsalar Birliği'nin (WFE) verilerine göre, toplam işlem hacmi 2015 Ağustos itibarıyla 2003 yılının yaklaşık yüz katı düzeyine çıkmış bulunmaktadır. Borsa yatırım fonlarının 25 yıllık gelişimine baktığımız zaman, büyük bir başarı elde ettiklerini görmekteyiz. Bu fonlar pasif yönetilen ve hisse senedinin işlem kolaylığı ile yatırım fonlarının avantajlarını birleştiren, katılma belgeleri borsalarda işlem gören fonlardır. Bu başarıyı elde etmelerinde

düşük yönetim ücreti, vergi avantajı, yüksek likidite, şeffaflık, işlem kolaylığı (tek bir işlemle endekse yatırım) özelliklerini sayabiliriz. Bir endeksi baz alan BYF'ler etkin çeşitlendirme özelliği ile yatırımcılara, maliyetler ve diğer teknik nedenlerle yer alamadığı veya az olduğu piyasalara yatırım imkanı sunmaktadır. Dünyada istenilen bölgeye, belli sektörlere veya bilinen piyasa endekslerine yatırım yapmak hızlı, kolay ve düşük maliyetle gerçekleştirilebilmektedir. Bu özelliklerinden dolayı yatırım fonu ticareti kolaylaşmış, yatırım fonlarının alım-satım etkinliği artmıştır. İlk başlarda hedeflenen amaç hisse senedi endekslerinin performanslarının takip edilmesiyle, bugün sabit getirili menkul kıymetler, emtia, para birimleri, aktif yönetilen, alternatif,

kaldıraçlı ve inverse (endekse ters pozisyon alan) BYF'ler piyasalarda işlem görmektedir.

Amerika yüzde 71 pazar payı ile BYF pazarında dünya liderliğini elinde tutmaktadır. Toplam BYF varlıklarının yüzde 82'si hisse senedinden oluşmaktadır. İkinci sırada ise tahvil ve bono takip etmektedir. Amerika'da BYF'lerin büyük başarı elde etmesinden sonra Avrupa'da ilk BYF, 2000 yılında Almanya'da işlem görmeye başlamıştır. Bugün Avrupa borsalarında 2320 adet BYF işlem görmektedir. Avrupa'da toplam varlık dağılımında dünya sıralaması değişmemekle beraber, tahvil ve bono ile emtianın toplam içerisindeki payının dünya ortalamasından daha yüksek oranda gerçekleştiğini görmekteyiz. Avrupa'da işlem gören BYF sayısı



Pınar İnanöz
Borsa Yatırım Fonları
Portföy Yöneticisi

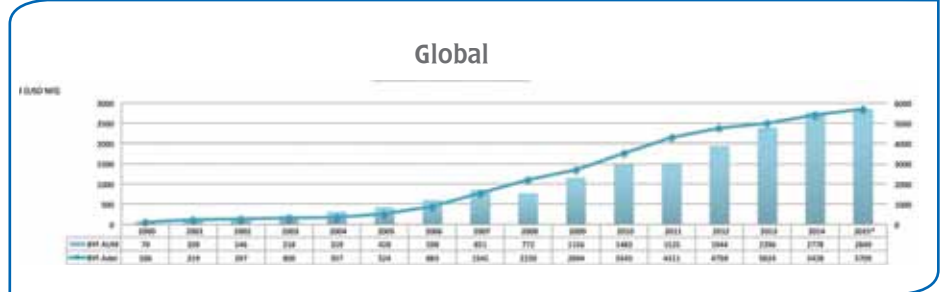
Amerika'dan fazla olsa da, WFE verilerine göre 2015 Ağustos sonu itibarıyla işlem hacminin yüzde 84'ü Amerika bölgesinde gerçekleşmiştir. Bugün 63 borsada 5709 adet BYF işlem görmektedir. Bu BYF'lerin 2,237 milyar doları hisse senetlerine, 475 milyar doları tahvil ve bono endekslerine, 117,5 milyar doları emtia endekslerine yatırım yapmaktadır. BYF'lerin bölgesel dağılımı ise 2,033 milyar dolar Amerika, 498 milyar dolar Avrupa, 224 milyar dolar Asya-Pasifik bölgesinde, 63,5 milyar doları ise Kanada şeklindedir. Orta Doğu-Afrika ve Latin Amerika'nın pazar payları oldukça geride, 20,1 milyar dolar ile yüzde 1'in altında gerçekleşmiştir.

Yılbaşından bu yana küresel piyasalarda BYF'lere 219,682 milyon dolar para girişi olmuştur (ETFGI Raporu). Blackrock'ın tahminlerine göre, 2019 sonuna kadar BYF toplam varlık büyüklüğünün 5,976 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

BYF'ler ülkemizde neden aynı ilgiyi görmüyor?

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 13 Nisan 2004 tarihinde "Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" yürürlüğe girmiş, ardından 1

Yıllar İtibarıyla BYF Adet ve Büyüklükleri



Kaynak: Blackrock BYF Raporu
*31/08/2015 itibarıyla

Kasım 2004 tarihinde Borsa İstanbul Borsa Yatırım Fonları Pazarı kurulmuştur. İlk BYF 2005 yılında işlem görmeye başlamıştır. 2015 Ağustos itibarıyla Borsa İstanbul'da 13 adet BYF, toplamda 148,354 milyon Türk Lirası büyüklüğe ulaşmıştır (Tablo 3). Hisse senedi endekslerini takip eden BYF'lerin sayısı ve büyüklükleri, sabit getirili ve kıymetli madenlere dayalı B tipi BYF'lerden fazla olmasına rağmen, B Tipi fonların 2007 yılından itibaren portföy büyüklüklerinin daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir. B Tipi fonlar içerisindeki en büyük payı ise altın fonları almaktadır. 2012 yılında BYF varlıkları zirve yaparken, 2013 yılında ise en büyük azalışı gerçekleştirmiştir. Ayrıca 2012 yılına kadar 17'ye kadar yükselen BYF sayısı, bu tarihten sonra azalmaya başlamış ve 2015 yılında 13'e düşmüştür.

Dünyada hızla büyüyen ve çeşitlenen borsa yatırım fonları pazarına rağmen, Türk Sermaye Piyasalarında aynı gelişimi ve ilgiyi görmemiştir. Bunun nedenlerini incelediğimiz zaman Türkiye'de tasarruf oranının düşük olması, sermaye piyasası araçlarının yurtiçi tasarrufları içindeki payının 2014 sonu itibarıyla yüzde 33 seviyesinde gerçekleşmesi gösterilebilir. EFAMA verilerine göre, Türkiye'de yatırım fonlarının GSYH oranı yüzde 1,8 ile dünyada 31. sırada yer almaktadır. Yatırım fonlarına, dolayısıyla BYF'lere olan ilginin düşük olması, fon kurucularının bu fonları tasfiye etmesine ve/veya

yeni fon kuruluşuna engel olmaktadır. BYF'ler yapısı gereği takip ettiği endekslere ve bu endeksleri oluşturan endeks yapıcılara ödedikleri lisans ücretleri, piyasa yapıcılığı işlem giderleri, piyasa yapıcılarının elinde bulunan fon paylarını fonlama maliyetleri, veri yanını ve data sağlayıcılara ödenen ücretler nedeniyle cazibesini yitirmektedir. Pasif yönetilen fonlar olması sebebiyle diğer yatırım fonlarına göre düşük seviyelerde olan yönetim ücreti de, fon kurucularının tercih etmeme nedenlerinden biri olmaktadır. 2013 yılında yeni SPK Kanunu çerçevesinde Borsa Yatırım Fonları Tebliği'nde de değişikliğe gidilmiştir. Yeni Tebliğ esaslarına göre fon kurucuları sadece Portföy Yönetim Şirketleri olabilir. Fona konulacak olan avans veya halka arz tutarının asgari 6 milyon TL olması, işlem görmeye başladıktan sonra fon toplam değerinin 3 milyon TL'nin altına inmiyor olması da ek yükler getirmiştir. 2015 yılında yeni tebliğ esaslarına uyum ve kurucu değişikliği sürecinde bazı BYF'lerin tasfiye kararı aldığı görülmektedir.

BYF İşlem Hacmi (USD Milyar)

Bölge	2003	2015*
Amerika	9.757,1	8.768.916
Asya-Pasifik	26.711,6	1.300.104
Avrupa-Afrika-Orta Doğu	69.015,9	372.401
Toplam	105.484,6	10.441.421



Küresel Yatırımcıdan Sürdürülebilirlik Risklerini En Aza İndirme Talebi

Sürdürülebilirlik performansının derinlemesine incelemesi, kurumlar için bilinen risklerle beraber yatırımcı portföylerine ilişkin finansal riskleri de en aza indirebilir.

Sürdürülebilirlik/ ÇTY yatırımlarında büyüme

Sorumlu Yatırım için Birleşmiş Milletler Prensipleri'ne (PRI) imza veren finansal kurumların sayısı 2015 yılında küresel olarak 1,300'ü geçti. Bu kurumlar, 59 trilyon ABD doları bir varlığı veya küresel varlık büyüklüğünün yüzde 63'ünü yönetiyorlar. Bu yatırımcılar, PRI'ı imzalayarak çevresel, toplumsal ve yönetişimsel (ÇTY) kriterleri yatırım stratejilerine dahil etme konusunda taahhütte bulundular.

PRI'ı imzalayanların varlıklarının tamamının ÇTY veya sürdürülebilirlik stratejilerinin içinde yer almadığı açıkken, 2014 Global Sustainable Invest-

ment Review, 'sürdürülebilir' yatırım varlıklarının iki yıllık bir sürede yüzde 61 büyüyerek, 2014 yılı başlangıcında 21.4 trilyon ABD dolarına ulaştığını ortaya koydu.

Sürdürülebilir yatırım ya da ÇTY şirketlerinin tam olarak nasıl hareket etmeleri gerektiğini şarta bağlayan bir tanım bulunmuyor ancak, bu kriterleri göz önüne alan yatırımcıların yüksek sayısı yatırım kararı almada önemli bir değişim anlamına gelmektedir.

Yatırımcı motivasyonları

ÇTY kriterlerini yatırım kararlarına dahil etme konusunda yatırımcıyı motive eden faktörler, değer bazlıdan risk-getiriyi gözönünde tutmaya kadar değişiklik göstermektedir. Sorumlu

yatırım sektörünün, şirketlerin alkol ve tütün üretimi veya insan hakları ihlallerine karışma gibi "etik olmayan" faaliyetlerde bulunmasına karşı çıkan yatırımcılar arasında doğmasına rağmen, değer bazlı dışlayıcı stratejiler bugün bir çok ÇTY yaklaşımından sadece bir tanesini oluşturmaktadır.

Yatırımcılar, artan ölçüde hem itibarı hem de operasyonel riskleri göz önüne alarak yatırımlarının sürdürülebilirlik (veya ÇTY) performansını, riski azaltma yolu olarak iyice incelemektedirler. Büyük yatırımcılar, faaliyette oldukları çevresel ve toplumsal şartları göz ardı eden şirketlere yatırımda paydaş eleştirisi riskini yönetiyorlar.

Ayrıca yatırımcılar arasında, sürdü-



Cecilia Barsk
Müdür, Danışmanlık Hizmetleri
Sustainalytics

rülebirlilik konularının şirketlerin ve hissedarlarının kar/zararını doğrudan etkilediği artan ölçüde kabul görüyor. Örneğin, Volkswagen'ın yakın zamanda ABD'de araç emisyon testi manipülasyonuna bağlantıyı görme-yen çok az yatırımcı oldu ve hisse fiyatında yüzde 30 düşüş yaşandı.

Buna benzer şekilde, yatırımcılar finansal getirilerinde etki yapabilecek potansiyel iş risklerini tanımak için ÇTY performansına ilişkin kavramalarını güçlendiriyorlar. Örneğin, kötü sağlık ve güvenlik standartlarına sahip şirketler veya yüksek işçi ölümü sayısına sahip olanlar grevler, yüksek çalışan sirkülasyonu oranları veya kanuni cezalar nedeniyle daha büyük operasyonel risklere maruz kalabilir. Tüm senaryolar öngörülemezse bile, sürdürülebilirlik performansının derinlemesine incelemesi, yatırımcı portföylerindeki finansal risklerin yanı sıra kurumlarına yönelik itibari riskleri de en aza indirebilir.

Getiri perspektifinden bakıldığında, yatırımcılar ortaya çıkan ekonomik ve sürdürülebilirlik konusundaki zorluklara hitap edecek şekilde, iyi konumlanmış yenilikçi şirketleri tanımak için de ÇTY performansını değerlen-

diriyorlar. Bunu yaparak, yatırımcılar su ve karbon yönetimi gibi konulara gelindiğinde düzenleme eğrisinin önünde kalacak şirketleri arıyor, ve ilgili çözümleri geliştirecek yenilikçileri belirliyorlar. Örneğin yatırımcılar, kömür gibi karbon varlıklarına yoğun yatırım yapan elektrik şirketleri ile yenilenebilir enerji ve akıllı şebeke teknolojilerine doğru geçişi teşvik edenler arasında ayırım yapmak isteyebilirler.

Gelişmiş ve Gelişmekte olan Piyasalardaki İtici Güçler

Bir çok yatırımcı ÇTY kriterlerini yatırım analizine dahil etmenin değerini görse de, bunu yapmak için çoğunlukla bir yetkilendirme istiyorlar. Hem düzenleyiciler hem de sektörel otoriteler varlık sahiplerini sürdürülebilirlik faktörlerini yatırım hedeflerine dahil etmeleri için zorluyor, ve sonuç olarak da yöneticilerini ÇTY'nin nasıl dahil edileceğini göstermeleri için yetkilendiriyorlar. Bazı yüksek profilli Avrupa ve Kuzey Amerika kamu emeklilik fonları bu gündeme geleneksel olarak öncülük etmekte. Yakın zamanda büyüyen bir küresel varlık sahipleri bazından da destek aldılar. Yatırım yöneticileri de geniş bir sürdürülebilirlik çözümleri ve ürünleri yelpazesi ile cevap verdiler.

Yatırımcı talebi ve yönetici arzı arasındaki, bu olumlu görüş alışverişi halkasını güçlendirmek için düzenleyiciler de, varlık sahiplerini güçlendirmek ve ÇTY stratejilerinde şeffaflığı teşvik etmek için yavaşça işe adım atıyorlar. Yakın zamanda çıkan 'Fiduciary Duty in the 21st century' adlı bir PRI yayınına göre, yatırımcıları hem ÇTY kriterlerini dahil etmeleri hem de raporlamaları için teşvik edecek yumuşak kanun ve kamuya açıklama kurallarında bir artış var. Bir çok düzenleyici itici güç bugüne kadar Avrupa ve Kuzey Amerika'da odak-

lanmış olmasına rağmen, gelişmekte olan piyasalarda Brezilya ve Güney Afrika buna önderlik ediyor.

Söz konusu PRI yayınına göre, gönüllü kodlar formundaki yumuşak düzenleme küresel bir trend olarak ortaya çıkmakta. İmzalayıcıların yatırım yaptıkları şirketler arasında sürdürülebilirlik performansı ve kamuya açıklama çitasını yükseltmekte oldukları İngiltere, Japonya ve Güney Afrika'da kodlar halihazırda yürürlükte bulunuyor.

Düzenlemenin sorumlu yatırımı bir kolaylaştırma şekli de, yatırım zincirinde yani varlık sahipleri ve yatırım yöneticileri arasında daha geliştirilmiş kamuya açıklama yoluyla gerçekleşiyor. Bu tür açıklama kuralları, Kanada, Almanya ve Brezilya'da yetkilendirildiği gibi, emeklilik fonlarının ÇTY yaklaşımlarına ilişkin raporlamalarına odaklanma eğiliminde.

Emeklilik fonları için ÇTY stratejilerini hem formüle etme hem de kamuya açıklamalarına yönelik bu zorlama, yatırım yöneticileri için belirlenen beklentilerde de yer bulacak. Böylelikle yatırım yöneticilerini ÇTY yaklaşımlarını güçlendirmeye teşvik edecek, ve ÇTY performansı için çitanın daha geniş bir şekilde yükseltilmesini sağlayacak.

Buna karşılık, ÇTY performansı ve kamuya açıklama için genel yatırımcı talebi gelişmekte olan ülkelerde halen sınırlı. Güney Afrika ve Brezilya gibi ülkeler bu konuya liderlik ediyorlar. Dünyanın bir çok bölgesinde sorumlu yatırım sektörünün nasıl hızlı bir şekilde büyüdüğünün ışığında, diğer gelişmekte olan piyasaların da hızla takip edeceğine dair çok az şüphe var. Bu ara, geleceği gören yatırımcıların ön saflarda pozisyon almaları için değerli bir fırsat sunuyor.



FED'in faiz arttıracacağı söylentileri neden gündemden hiç düşmüyor?

Enflasyon yükselmeyecek olsa dahi, FED'in faiz arttırması gerektiğini savunan bir kesim var. Bu kesimin savunduğu temel görüş, faizlerin uzun süre düşük seyretmesinin varlık fiyatlarında balon oluşturarak finansal istikrarı tehdit ettiği...

Amerikan Merkez Bankası (FED) heyecanla beklenen faiz kararını Eylül ortasında açıkladı... Açıklama öncesi bazı piyasa oyuncuları ve yorumcular FED'in faiz arttırmasını bekliyordu. Ancak beklenen olmadı. FED, bir sonraki para kurulu toplantısına kadar politika faizini değiştirmeme kararı aldı.

Peki FED neden faiz arttırmadı? Bu soruyu yanıtlamadan evvel, FED'in temel politika hedefinin enflasyonu makul bir seviyede tutarken, büyümeyi arttırmak ve işsizlik oranını düşürmek olduğunu hatırlatalım. Bu hedefe ulaşmak için merkez bankaları tarafından kullanılan araçlardan en önemlisi politika faizi... Büyüme ve işsizlik olumlu seyrettiğinde, ekonominin fazla ısınmasını (yani enflasyonu) önlemek için faizler arttırılırken, ekonominin soğuduğu ve işsizliğin arttığı dönemlerde faizler düşürülüyor. Şimdi sorumuza geri dönelim. Eylül

2015 itibarı ile ABD'de FED'in faiz arttırmasını gerektirecek bir enflasyon artışı ya da enflasyon beklentisi var mıydı?..

FED, temel enflasyon göstergesi olarak gıda ve enerji fiyatlarından arındırılmış bir fiyat endeksi kullanıyor. Bu endekse göre yılın ikinci çeyreği itibarı ile ABD'de yıllık enflasyon oranı %1,30 civarındaydı. Bu oran FED'in %2'lik enflasyon hedefinin oldukça altında... Ayrıca, söz konusu fiyat endeksine dayalı enflasyonun 2012'nin ilk çeyreğinden beri hafif de olsa bir düşüş trendinde olduğunu vurgulamakta da fayda var. Geçmişe dönük enflasyon verileri yerine geleceğe dönük enflasyon beklentisi verilerine baktığımızda da, benzer bir resimle karşılaşyoruz. Eşit vadeli nominal faizli hazine bonoları ile enflasyon korumalı hazine bonolarının faiz farkını incelediğimizde, Ağustos 2015 itibarı ile, ABD'de yıllık ortalama enflasyon beklentisinin önümüzdeki beş yıl için %1,23, ön-

müzdeki 10 yıl için ise %1,59 olduğunu görüyoruz. Uzun vadeli enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefinin altında seyretmesi, bugün gözlemlediğimiz düşük enflasyon oranının geçici olmadığına işaret ediyor. En azından yatırımcıların beklentileri bu yönde diyebiliriz...

Özetle, enflasyon oranlarında FED'in faiz arttırmasını gerektirecek bir yükselme ya da yükselme beklentisi şu an için söz konusu değil. Buna rağmen, işsizlik oranlarında gözlenen istikrarlı düşüş, ekonomik büyümenin kriz yıllarına göre daha makul bir noktaya gelmesi, ve politika faizinin tarihi ortalamalara nispetle çok düşük seviyelerde olması belli kesimlerde FED'in 2015 yılı içinde faiz arttıracacağı beklentisinin devam etmesine neden oluyor. Ben FED'in iki sebepten ötürü faiz düşürmesi gerektiği görüşüne katılmıyorum... Birincisi, son günlerde Çin'de ciddi ekonomik belirsizlikler yaşandığını, ABD'de emtia ve hisse senedi fiyatlarının düştüğünü, ve bono



Doç. Dr. Cem Demiroğlu
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Finans
Bölümü - Koç Üniversitesi

piyasalarında risk primlerinin arttığını gözlemliyoruz. Ben bu veriler ışığında ABD ekonomisinin önümüzdeki aylarda daha yavaş büyüyeceğini ve dolayısıyla enflasyonun üzerinde kısa vadede yukarı doğru bir baskı oluşmayacağını tahmin ediyorum. İkincisi, faizlerin bazı yorumcular tarafından iddia edildiği gibi “olması gerekenden daha düşük” olduğu görüşüne katılmıyorum. “Olması gerekenden daha düşük” faiz, enflasyona neden olan faiz demektir. Ancak, yukarıda da bahsettiğim gibi, enflasyonda ya da enflasyon beklentilerinde herhangi bir yükseliş görmüyoruz... Bu da “faizin olması gerekenden daha düşük” olmadığını işaret ediyor.

Yanlış anlaşılmasın için buraya not düşmek isterim... Bu yazıda, “FED 2015 yılı içinde faiz arttırmayacak,” şeklinde bir iddiada bulunmuyorum. Sadece, “bu yazının yazıldığı tarih itibari ile elimizde olan veriler göz önüne alındığında faiz arttırmaması daha uygun olur,” diyorum. Bu noktada, enflasyon yükselmeyecek olsa dahi, FED’in faiz arttırması gerektiğini savunan bir kesim olduğunu not etmekte fayda var. Bu kesimin savunduğu temel görüş, faizlerin uzun süre düşük seyretmesinin varlık fiyatlarında balon oluşturarak

finansal istikrarı tehdit ettiği... Finansal istikrarsızlık konusundaki kaygıyı haklı buluyorum. Ancak yukarıda da bahsettiğim gibi, piyasa fiyatlarında ve faizlerde son haftalarda bir düzeltme söz konusu ve FED’in müdahalesi olmadan da piyasalar kendi kendine dengeye oturabilecek gibi görünüyor. Şimdi başka bir soru soralım: Faiz artışını gerektirecek koşullar oluşmadığı halde neden FED’in faiz arttıracağı söylentileri gündemden hiç düşmüyor? Öncülüğünü Nobel ödüllü ekonomist Paul Krugman’ın yaptığı Amerikalı bazı meslektaşlarım, ABD’de faiz artışını sürekli gündemde tutarak FED’i baskı altına almaya çalışan bir “faiz lobisi”nin var olduğuna inanıyor. Faiz lobisi ile kastettikleri, birebir ilişkiler, medya, ve manipülatif piyasa hareketleri yoluyla sistematik olarak FED’i faiz arttırmaya zorlayan bir grup... Peki “faiz lobisi” kimlerden oluşuyor? İlk akla gelen parasını faize yatıran ve yüksek reel faizden para kazanan zengin bireysel yatırımcılar... Olası bir faiz artışının bu kesimin borç piyasası yatırımlarından elde edeceği getirileri arttıracığı ortada. Ancak, yüksek faiz ortamında aynı kesimin sahip olduğu reel varlıkların değer kaybedeceği de unutulmamalı. Dolayısıyla, faiz artışının zengin bireysel yatırımcıların servetine ne etki yapacağı pek net değil.

Akla gelen diğer bir grup ise bankalar. Düşük faiz ortamında ticari bankaların krediden kazandıkları faizle mevduata ödedikleri faiz arasındaki fark azalıyor. Bir diğer deyişle, bankaların faizden para kazanması zorlaşıyor. FED’in faiz kararının, banka hisselerinde yarattığı sert düşüşlere bakarak, bankacıların faizlerin bir an evvel yükseltilmesinden memnun olacaklarını öngörebiliriz.

“Faiz lobisinin” varlığına inanan meslektaşlarım, bankacılar için iyi olanın her zaman ülkenin geri kalanı için iyi olmayabileceğini ileri sürüyor-

lar. Örneğin, şartlar uygun olmadığı halde “faiz lobisi”nin baskısıyla faizleri yükseltmek, borçlanma maliyetlerini yükseltip, reel yatırımı ve hane halkı harcamalarını düşürebilir... Ekonomik büyümeyi yavaşlatıp, işsizliğe neden olabilir...

Her grubun kendi ekonomik çıkarları için en uygun olan faiz oranını talep etmesi ve bu talebini meşru kanallar yoluyla duyurması en doğal hakkıdır. Önemli olan, politika yapımcıların, bu taleplerin etkisi altında kalmadan, ekonominin rasyonel kuralları ışığında faiz oranlarını belirlemeleridir. Son olarak FED’in faiz kararının Türkiye’ye etkileri üzerinde duralım... FED’in faiz arttırması ülkemizden ve (diğer gelişmekte olan ülkelerden) sıcak para çıkışına, TL’nin dolara karşı bir miktar değer kaybetmesine, sermaye piyasası varlıklarının fiyatlarının düşmesine, ve cari açığımızı biraz daha yüksek maliyetle finanse etmemize neden olacaktır.

Ancak ben olası bir faiz artışının Türkiye için yıkıcı olacağını düşünmüyorum. FED’in faiz artışını uzun zamandır konuşuyoruz. Finansal piyasalar önümüzdeki dönemde yapılacak bir artışı büyük oranda fiyatladılar. Döviz ile iş yapan şirketler mümkün olduğunca açık pozisyonlarını kapattılar. Enerji fiyatlarının düşmesiyle birlikte cari açığımız da geçmişe göre daha iyi durumda. Ayrıca, faiz artışı 2015’te başlasa bile temkinli bir şekilde, aşama aşama yapılacaktır...

Bundan sonra yapılması gereken en önemli iş, 1 Kasım seçimlerinin ardından politik istikrarı tekrar sağlamak, güçlü bir ekonomi yönetimi ile yola devam etmek, uzun zamandır ertelenen mikro reformları bir an önce yapmak, gelişmekte olan ülkelerle ticareti yerel para birimleri üzerinde yapmaya çalışmak, ve döviz açık pozisyonu ile iş yapan şirketlerin kırılganlıklarını azaltmak için döviz dayalı türev ürünleri yaygınlaştırmaya çalışmak olacaktır...



Beş milyonluk Norveç'in kurumsal yatırımcı büyüklüğü €200 milyar

Norveç Fon ve Portföy Yönetimi Derneği (Norwegian Fund and Asset Management Association - VFF) CEO'su Bernt Zakariassen ülkesinde kurumsal yatırımcıların gelişimi ve çalışmaları konusunda Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını cevaplandırdı.

Kurumsal yatırımcıların Norveç ekonomisi için önemi ve rolünü açıklar mısınız? Mevcut büyüklükleri nedir?

Özellikle emeklilik fonları ve hayat sigortası şirketleri mesleki emeklilik

sistemi içinde önemli bir rol oynadıkları için, kurumsal yatırımcıların Norveç finans sektörü içindeki yeri oldukça önemlidir. Bu oyuncuların toplam varlık büyüklüğü yaklaşık 200 milyar Euro düzeyindedir. Norveç'in sadece beş milyon olan nüfusu göz önüne alındığında, bu oldukça önemli bir büyüklüktür.

Fonlara yatırım kültürü nasıl gelişti? Norveç yatırım fonları sektörünün kısa tarihçesinden bahsedebilir misiniz?

Norveç fon sektörü, 60'ların ortalarına kadar giden bir tarihe sahiptir ancak sektörün gerçek piyasa yayılımı 90'ların ortasına kadar gerçekleşmemiştir. Perakende tarafında 90'ların



Bernt S. Zakariassen

CEO

The Norwegian Fund and Asset Management
Association (VFF)

son yarısında bir miktar başarı elde ettik, ancak 2002-2003'te dot.com balonunun patlamasından sonra Norveç fon sektörünün başarısı kurumsal müşterilerde sağlandı. Bazı Norveçli fon yöneticileri, UCITS konseptine bağlı olarak yabancı müşterilerle gerçekten başarılı bir büyüme yaşadı. Son dönemde de yerel perakende müşterilerden tekrar artan para girişi gördük. Bu temel olarak düşük

“ Fon sektörünün 90'ların ortalarındaki büyümesi temel olarak perakende segmentinden gelen para girişine bağlı olarak gerçekleşmişti. Yıllık bir meblağın hisse fonlarda tasarruf edilmesini teşvik eden vergi kuralları, bu gelişmeyi açıklayan önemli parametre olmuştur. ”

banka mevduat faizlerinin etkisi ile gerçekleşti.

Sizce yatırım fonları sektöründeki gelişmenin arkasındaki ana etkenler nelerdir? Yasal düzenlemelerde, özellikle vergilerde, değişiklikler yapıldı mı?

Fon sektörünün 90'ların ortalarındaki büyümesi temel olarak perakende segmentinden gelen para girişine bağlı olarak gerçekleşmişti. Yıllık bir meblağın hisse fonlarda tasarruf edilmesini teşvik eden vergi kuralları, bu gelişmeyi açıklayan önemli parametre olmuştur. 1997 yılına kadar süren bu kurallar ayrıca insanların hisse fonların farkına varmalarını da sağladı, ve bu yüzden fayda getiren bu vergi kuralları sona erdikten sonra da önemli miktarda para akışı bir kaç yıl daha devam etti. Yerli kurumsal müşterilerden devam eden

para akışı, yüksek düzeyde düzenlenmiş yatırımcı koruması ve yatırım fonlarında çeşitlendirme kabiliyetinin daha fazla profesyonel yatırımcıyı cezbetmesinden kaynaklandı.

Yabancı yatırımcılardan gelen büyüme ise temel olarak, seçilmiş yüksek performanslı fonlarda oldu.

Yatırım ve emeklilik fonlarının rolünü geliştirmek için VFF neler yapmaktadır? Finansal okuryazarlık ve eğitim alanındaki faaliyetleri nelerdir?

Biz temel olarak toplumu basında makaleler yazarak, doğru yatırımcı davranışı olduğuna inandıklarımız hakkında yorum yapan basın bültenleri yayınlayarak ve basına röportajlar vererek eğitime çabasındayız. Bunun eğitici mesajlarımızı aktarmada oldukça etkin ve de düşük maliyetli bir yol olduğu görüldü.





Ülkemizin Genel Eğitim Düzeyi ve Finansal Eğitimlere İlişkin Politika Önerileri

Bilindiği üzere, ülkelerin milli gelirlerindeki büyüme söz konusu ülkelerin ekonomik faaliyetlerinin kantitatif artışını gösterir. Milli gelir artışlarının ilgili ülkelerin vatandaşlarına çok pozitif yansıdığı hiç tartışmasızdır, ama politika yapıcılara veya kullanıcılara sadece rakamsal bazda ve tek yönlü fikir vermektedir. Milli gelir artışları ile birlikte ekonomik faaliyetler artmaktadır ama söz konusu faaliyetler eğlence harcamaları, savaş harcamaları vb. gibi pek arzu edilmeyen, buna karşılık enerji veya eğitim gibi arzu

edilen faaliyetlere de dönüştürülebilir. Dolayısıyla, milli gelir ülkelerin refahı hakkında sadece bir ön bilgi sağlamaktadır. Bu kapsamda milli gelir artışlarını tek bir düzlemde ele alıp, belli sonuçlara varmak pek sağlıklı olmayabilir. Nitekim ülkemiz gayri safi yurt içi gelir sıralamasında dünyada ilk 20 en iyi ülke içine girerken, yine gelir ile ilişkilendirilebilecek birçok kişisel istatistik maalesef ülkemizin potansiyel gücüne yansımamaktadır. Örneğin, Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı tarafından açıklanan İnsani Gelişim Endeksi (HDI) kapsamındaki birçok parametrede başarısız sayılacak sonuçlar üretil-



Serkan Karabacak
Yönetim Kurulu Üyesi
Suryapı SPV

miştir. HDI endeksinin okuryazarlık, uzun ve sağlıklı yaşam ve eğitim gibi kıstasları dikkate aldığı düşünüldüğünde, ülkemizin istenilen yerde olmadığı kolayca tespit edilebilir.

Aşağıdaki Tablo'da milli gelir ile insani gelişmişlik düzeylerine ilişkin sıralama verilmiştir. HDI sıralaması 2014 Yılı Birleşmiş Milletler HDI Raporu'ndan üretilmiştir.

Tablo: Milli Gelir ve HDI Sıralamaları

Milli Gelir Sıralaması	HDI Sıralaması
1) Amerika Birleşik Devletleri	5
2) Çin	91
3) Japonya	17
4) Almanya	6
5) Fransa	20
6) İngiltere	14
7) Brezilya	79
8) İtalya	26
18) Türkiye	69

Tablo'dan da anlaşıldığı üzere, ülkemiz HDI sıralamasında oldukça düşük bir dereceyi haizdir. Buna karşılık, Çin dışındaki tüm ülkelerin göreceli üstünlüklerini korumayı başarmış oldukları, diğer bir deyişle gerçekleştirdikleri üretim-

den kazandıkları gelirleri, doğru alanlara yapmış oldukları yatırımlar neticesinde insani gelişmişlik düzeylerini artırdıkları anlaşılmaktadır. Bir nevi milli gelirleri ile insani gelişmişlikleri aynı doğrultuda ilerlemiştir. Diğer taraftan Çin'in

Tablo: Ülkelerin Ortalama Eğitim Süreleri

Ülkeler	Ortalama Eğitim Süresi
1) Amerika Birleşik Devletleri	12,9
2) Almanya	12,9
3) Avusturya	12,8
4) Norveç	12,6
5) Yeni Zelanda	12,5
6) İsrail	12,5
7) Kanada	12,3
8) İsveç	12,2
9) Danimarka	12,1
106) Türkiye	7,6

Kaynak: HDI Report, men years of schooling.

“Bizim 17 katımızdan daha büyük bir nüfusa sahip olan Çin'in insani gelişmişlik düzeyini dikkate almazsak, bu durumda milli geliri ile insani gelişmişlik düzeyi paralel olmayan birkaç ülkeden birisi olduğumuz görülmektedir.”

devasa nüfusunu dikkate almadan yapılacak bir karşılaştırmalı analiz eksik sonuçlar verecektir. Çin ile ülkemizi aynı klasmanda değerlendirmemek gerekir. Neticede bizim 17 katımızdan daha büyük bir nüfusa sahip olan Çin'in insani gelişmişlik düzeyini dikkate almazsak, bu durumda milli geliri ile insani gelişmişlik düzeyi paralel olmayan birkaç ülkeden birisi olduğumuz görülmektedir. Sonuç olarak milli gelir artışına odaklanılmalı ama daha büyük bir çabanın insani gelişmişlik düzeyinin artırılmasına verilmesi, doğru bir politika tercihi olarak ele alınmalıdır. İnsani gelişmişlik düzeyinin hemen en önemli parametresi eğitim kriteridir. Yazıya konu edilen eğitim politikaları ile ilişkili istatistiklere kısaca bir göz atıldığında, durum olağan açıklığıyla ortaya çıkmaktadır. Örnek olarak yandaki Tablo'da ülkelerin ortalama eğitim sürelerine ilişkin sıralama verilmektedir.

Tablo'dan da görüldüğü üzere, ülkemizin mevcut durumda ortalama eğitim alma süresi 7,6 yıl gibi çok düşük bir seviyede gerçekleşmiş ve sıralamada 106'ncı olabilmektedir. Bu noktada ülkemiz vatandaşlarının genel olarak ortaokul mezunu olarak nitelendirilmesi gerekmektedir. HDI endeksinde 69'uncu sırada

olmasına rağmen, ortalama eğitim görme yılı sıralamasında çok daha kötü bir durumda olması eğitim konusunu daha da önemli bir hale getirmektedir.

Eğitimin kalitatif durumu analiz edildiğinde de aynı sonuçlar ortaya çıkmaktadır. OECD tarafından düzenlenen Uluslararası Öğrenci Değerleme Programı (PISA) kapsamında yapılan araştırmalar dahilinde, ergen öğrencilerin modern bir toplumda iş üretebilmeleri açısından gerekli temel bilgi altyapısına ne ölçüde sahip olduğu ölçümlenmektedir. Bir nevi ilgili ülkelerin eğitim sistemlerinin nitelikli insan gücünü yetiştirme potansiyeli test edilmektedir. En son PISA araştırması kapsamında ülkemiz matematik alanında 65 ülke arasında 44, fen alanında ise 43'ncü sırada kendine yer bulabilmiştir. Türkiye'nin üstünde yer alan ülkeler arasında her iki sıralamada da ilk sırada yer alan Çin ile Sırbistan ve Yunanistan vb., ülkemizin geride bıraktığı ülkeler arasında ise Endonezya, Ürdün, Tunus gibi ülkelerin yer aldığı düşünüldüğünde eğitim sistemimizin pek başarılı olamadığı gerçeği ortaya çıkmaktadır.

PISA araştırmaları genellikle pek üzerinde düşünülmemeyen, ama aslında çok önemli olan diğer bir faktörü de analiz etmektedir. Söz konusu faktör başarı puanları varyansıdır. Varyans ile kastedilen ilgili ülkedeki çeşitli okullar arasındaki eğitim kalitesi farkıdır. Dolayısıyla başarı puanları varyansı yüksek ise ülkedeki okulların eğitim kalitesinde bir standart olmadığı, bazılarının iyi bazılarının ise kötü düzeyde eğitim verdiği anlaşılmaktadır. Çalışmada ülkemizin varyans derecesi %70 olarak tespit edilmiş-

“ Bir ülkenin finansal alandaki eğitim düzeyi gerek tasarrufların arttırılması ve milli gelir büyümesi, gerek nitelikli işgücünün oluşturulması, gerekse de ülkenin bir finansal merkez olması gibi pek çok alana doğrudan ve dolaylı etki edebilen önemli bir husustur. Bu noktada, finansal alandaki eğitim düzeyi o ülkenin mühendislik ve/veya temel bilimler alanındaki gelişmişliği kadar değerli sayılıp politika üretilmelidir. ”

tir. Finlandiya'daki varyans düzeyi yüzde 10'dur. Yani Finlandiya'da bir velinin çocuğunu herhangi iki liseden birisine kaydetmesi arasında çok büyük bir fark olmayacağı, diğer bir deyişle en kötü karar verilmesi durumunda bile alınacak eğitim kalitesinde sadece yüzde 10'luk bir fark oluşacak olması, fen ve matematik öğreniminin tüm ülkede standart kalitede verildiğini de ortaya koymaktadır.

Yukarıda kısaca verilen istatistiklerden bile, genel eğitim politikalarımızın acilen ve çok ciddi anlamda gözden geçirilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Diğer taraftan finansal alanlardaki eğitim politikalarının genel eğitim politikalarımızdan pozitif ayrışmadığı da bir gerçektir. Bir ülkenin finansal alandaki eğitim düzeyi gerek tasarrufların arttırılması ve milli gelir büyümesi, gerek nitelikli işgücünün oluşturulması, gerekse de ülkenin bir finansal merkez olması gibi pek çok alana doğrudan ve dolaylı etki edebilen önemli bir husustur. Bu noktada, finansal alandaki eğitim düzeyi o ülkenin mühendislik ve/veya temel

bilimler alanındaki gelişmişliği kadar değerli sayılıp politika üretilmelidir. Bu kapsamda detaylı bir analiz bu yazının konusunu hayli aşmakta olduğundan, bu aşamada sadece parasal bazlı olmayan ve hemen uygulamaya alınabilecek bazı politika önerileri geliştirilmiştir.

Öncelikle ülkemizde finansal alanda faaliyet gösteren tüm kamusal kuruluşlar, finansal eğitimlere ilişkin çalışma yapmakta ve çaba sarf etmektedirler. Tüm bu çalışmaların tamamıyla koordine olmuş şekilde, kurumların kendi içlerinde yaptıkları çalışmalardan diğer kurumların haberdar olmasını sağlayacak bir üstyapı kurulmuş olması, gösterilen çabaların daha etkili sonuçlar vermesini sağlayacaktır.

Finansal okuryazarlık konusunun da ülkemizin gündeminde ciddi anlamda yer alması gerekmektedir. Yine yukarıda verilen gereklilikten hareketle, konu ilgili tüm kurumların gündeminde yer almakla birlikte, yapılan çalışmalardan ilgili tüm kurumların hızlı bir şekilde



haber alması sağlanmalıdır. Ayrıca yapılan toplantıların devamlılığı olması hususunun dikkate alınması gerekmektedir. Yapılan toplantılara mutlaka konuyu çalışmış ilgililerin katılımının sağlanması her bir ilgili kurumun amacı olmalıdır. Aynı şekilde çalışmanın bir defalık olmadığı ve süreklilik arz ettiği toplantılara katılacak kişilerin, mümkün mertebe değişmemesi de önemli bir husustur. Aksi takdirde önceki toplantılarda konuşulmuş konuların tekrarı yapılabilecek ve ilerleme sekteye uğrayacaktır. İstanbul'un uluslararası düzeyde bir finans merkezi olması hedefi kapsamında yapılması gereken en önemli çalışma, ülkemizde geniş tabanlı nitelikli bir finansal işgücünün oluşturulması olacaktır. Bu kapsamda yapılan çalışmalar sonucunda iki temel politika belirlenmiştir.

- a) Finans alanında uluslararası geçerliliği olan sertifikaya ve ileri düzey yabancı dile sahip kişi sayısının artırılması,
 - b) Finans sektörünün ihtiyaçları doğrultusunda lisans ve lisansüstü müfredatın geliştirilmesi.
- Bu kapsamda söz konusu politikaların gerçekleşme oranlarının

ve hızının sürekli olarak kontrol edilmesi gerekmektedir. Bu noktada yukarıda sayılan koordinasyon ile alakalı gereklilikler çok daha önemli hale gelmektedir. Nitelikli finansal işgücü politikalarının önemli bir boyutu olan sürekli eğitimin kalitesinin gelişmiş ülkeler düzeyine getirilmesi için yapılan çalışmaların, mutlaka uzun dönemli bir perspektifte ele alınması gerekmektedir. Bu noktada, yapılan hukuki düzenlemelerin sık sık ve radikal olarak değiştirilmemesi önemlidir. Nitelikli finansal işgücünün ikinci ayağı, verilen eğitimlerin sürekli olarak kontrol edilip bireylerin yetkinliklerinin ölçülmesidir. Finansal piyasalarda çalışan kişilerin yeterliliklerinin ölçümlendiği sınavların mevcut kalitesinin artırılması gerekmektedir. Bu konuda adil bir sistem oluşturulmalı ve ücrete tabi uygulamalara kesinlikle yer verilmemelidir. Regülasyonların bu sayılan kriterleri dikkate alınması sağlanmalıdır. Bu kapsamda, finansal eğitim politikalarının önemli bir ayağı olan regülasyon kalitesinin de değerlemeye tabi tutulması gerekmektedir. Aksi takdirde nitelikli finansal işgücü bacağı

“İstanbul'un uluslararası düzeyde bir finans merkezi olması hedefi kapsamında yapılması gereken en önemli çalışma, ülkemizde geniş tabanlı nitelikli bir finansal işgücünün oluşturulması olacaktır.”

eksik kalacaktır.

Buna ek olarak, ülkemiz finansal işgücünün daha fazla rekabet etmesini sağlayacak şekilde işgücü hukuki altyapısının liberalleştirilmesi gereklidir. Yurtdışından gittikçe artan oranda kaliteli finansal işgücünün İstanbul'da istihdam edilmesi ülkemiz için şans olacak ve finansal hizmet sektörünün daha da büyümesini sağlayacaktır. Bu konudaki en önemli örnekler Londra ve New York'tur.

Sonuç olarak milli gelir sıralamasında göreceli olarak daha iyi bir durumda olan ülkemizin, özellikle eğitim konusunda yeterli başarıyı gösterememiş olması inovasyon bazlı gelecek trend ve gerçeklikleri gözden kaçırmaya sebep olabilecektir. Gerek genel eğitim, gerekse de mikro bazda finansal eğitim politikasının ülkemizin en stratejik hedefleri arasında yer alması, uzun vadede milli gelir büyümesini hızlandıracaktır ve bunun türevi sayılabilecek birçok diğer sorun çözülecektir.



Derleyen: Halim Çun
Genel Müdür, Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

NYASINDAN FON HABERLER FON DÜNYASINDAN HABERLER

Bono kralı Bill Gross'tan PIMCO'ya \$200 milyon'lık dava

Bono kralı Bill Gross eski şirketi PIMCO'ya 200 milyon dolarlık dava açtı. Yetmişbir yaşındaki Gross, kendisinin bir komplo ile şirket dışına itildiğini ve prim havuzundan % 20 olan payının verilmediğini ileri sürüyor. Dava dilekçesindeki iddialara göre, söz konusu meblağ 1,3 milyar dolarlık "prim havuzu"na göre 250 milyon dolar etmekte.

Gross, kendisine karşı yapılan bu planın daha sonra şirketin başına geçen Daniel Ivacy'n tarafından gizlice tezgahlandığını ileri sürdü. Gross, dava dilekçesinde, şirketten ayrılırken kendisine haksızlık edildiğini ve Pimco'nun iktidar hırsı içinde, kariyer ihtirası ve kendi çıkarlarından başkasını düşünmeyen açgözlü dalavereci bir üst yönetim tarafından yönetilmekte olduğu yönünde suçlamalara yer verildi.

Gross'un Pimco'dan ayrılması sonrasında, yatırımcılar onun yönettiği ve performansında son yıllarda gerileme gördükleri bono fonundan 100 milyar dolar çekmişlerdi. Nisan 2013 tarihinde 293 milyar dolar büyüklüğe

ulaşan PIMCO Total Return Fonu, daha sonra 100 milyar doların altına kadar geriledi. Ancak son zamanlarda bu çıkışın yavaşladığı ve fon performansının toparlandığı kaydediliyor. Diğer yandan, fondan bu kadar çıkış olmasına karşın Gross, yeni şirketi Janus Capital Group'ta kurduğu yeni bono fonuna ancak 1 milyar dolar toplayabildi. Gross'un şirketten ayrılmasına neden olan olaylar yumağına ilişkin tartışmalarda, kendisinin otoriter ve tutarsız mizacının, bir ara halefi olarak gösterdiği El-Erian'ın 2014'te şirketten ayrılmasında da rolü olduğu söyleniyor. Gross'un El-Erian'la olan anlaşmazlığına

da yer verilen dava dilekçesine göre, Gross şirketi başarılı olduğu geleneksel bono ve sabit getirili ürünlerde tutmak isterken, El-Erian hisse senedi, alternatif yatırımlar gibi ürün çeşitlendirmesine gidilmesini savunmuş. Böylece, Gross'un 1971 yılında kurduğu ve iki trilyon dolarlık bir büyüklükle zirveye taşıdığı şirketinden 40 yıl sonra, geçen yıl 26 Eylül'de ayrılmak zorunda kalmasının yankıları bir süre daha devam edeceğe benziyor. Forbes tarafından 2,3 milyar dolar serveti olduğu söylenen Gross, yeni şirketi Janus Capital'da şimdilerde 1,4 milyar dolarlık bono fonunu yönetmekte.



Hedge fonların performansında düşüş sürüyor

Küresel hisse senetleri, emtia ve yüksek getirili krediler büyük kayıplar yaşarken, Eylül ayında hedge fon performansı da artarda dördüncü kez geriledi. Buna karşılık HFI Fund Weighted Composite Index'i hesaplayan HFI verilerine göre, hedge fonlar yine de S&P 500 endeksini 500 baz puan, Dow Jones Industrial Average'ı 700 baz puan geçti.

Eylül ayındaki %1.1'lik düşüş art arda dördüncü gerilemeyi gösterirken, 2008 finansal krizinden bu yana hedge fon performansındaki en uzun süreli düşüşe de işaret ediyor. Haziran-Eylül sonu arasında performans %5.5 geriledi ve yılbaşından bu yana kayıp %1.3 olarak gerçekleşti. Eylül düşüşleri, hisse senedi ve kredi-

ye hassas gelişmelere bağlı stratejilerin önderliğinde gerçekleşti. HFRI Equity Hedge Index yüzde 1.7 geriledi.

Korelasyonu olmayan makro stratejilere açık fonlar, düşüşleri kısmen karşıladılar. HFRI Macro Index yüzde 0.4 arttı. Ancak bu diğer hedge fon stratejilerindeki kayıpları karşılamaya yetmedi.

HFR Başkanı Kenneth Heinz'a göre, makroekonomik belirsizlik ve piyasa volatilitesine göre pozisyon alan fonların, önümüzdeki dönemde alternatif hisse ve krediye açık stratejilere erişmek isteyen yatırımcılardan ilgi görmesi bekleniyor.

Diğer taraftan hedge fon kuruluş ve likiditasyonları beş yıldır en düşük seviyelerine inmiş durumda. 2015 yılının ilk altı ayında 516 fon kurulurken, bu



2010 yılından beri en düşük seviyelere doğru gidiyor. 417 adet likiditasyon da 2011 yılından beri yıllık en düşük sayıyı gösteriyor. Hedge fon veri şirketi HFR'ye göre, bu gelişmenin nedeni finansal piyasadaki volatilitenin artması. İkinci çeyrekte kurulan hedge fon sayısı 252 ile önceki çeyrekte yaşanan 264'e göre hafif bir daralma yaşadı. Ancak hedge fon likiditasyonları da ikinci çeyrekte geriledi. Tahminen 200 fon kapatılırken, önceki çeyrekte yaşanan 217 kapatmaya göre düşüş, geçen yıl ikinci çeyreğine göre hafif bir artış gösterdi.



Bonds, Loans & Sukuk TURKEY

11th & 12th November 2015 · Shangri-La Bosphorus, Istanbul

Turkey's largest capital markets event

- Hear from over **65** high level speakers
- **15** panel discussions
- Network with **600** senior executives
- **Content focused on:** Macro economic Analysis, Risk and Funding, Projects and Infrastructure, Islamic Capital Market and Sukuk, Regulation and Bank Capital

Book today and SAVE 20%
Promo Code TKYD20

To register your place contact **Antonella De Cuia** on:

E: Antonella.DeCuia@GFCconferences.com

T: +44(0)20 7045 0910

www.bondsloansturkey.com



Dünyada emeklilik fonları gelişiminde Güney Amerika lider

Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) tarafından yayınlanan Küresel Emeklilik Fonları raporuna göre, dünya çapında emeklilik fonları yatırım ihtiyaçlarına hitap etmek üzere artan ölçüde sınır ötesine bakıyorlar. "Beyond their borders: evolution of foreign investment by pension funds," adlı raporun önsözünde PwC Lüksemburg Piyasa Araştırma Merkezi'nden Dariush Yazdani'nin belirttiği gibi, "Bugün 10 yıl öncesinden daha fazla insan emekli oluyor ve sayı önümüzdeki yıllarda daha da artış gösterecek. Bu, emeklilik fonları yatırım stratejileri üzerinde baskı yaratıyor ve risk tahminlerini sorgulamalarına neden oluyor. Üstüne üstlük mevcut ekonomik senaryo düşük faiz oranları ile karakterize ediliyor. Bu da yatırım fonlarını, uzun vadeli zorunluluklarını karşılayabilmek için gereken en sürdürülebilir formülün bileşimini tekrar düşünmeye zorluyor". Emeklilik fonları şu an dünyada en büyük kurumsal yatırımcı grubunu oluşturuyor. 2014 yılında yönetimleri altındaki toplam portföy büyüklüğü 37.6 trilyon ABD doları düzeyindeydi. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler, emeklilik sistemine dahil edilen nüfus oranlarını yükseltmek için çalıştığından, bu fonların satışlarının da 2020 yılına kadar 56.5 tn2 ABD dolarına ulaşacağı tahmin ediliyor. Bazı ülkelerde emeklilik varlıkları büyüklüğü GSYİH'nin yüzde 100'ünü aşıyor. Örneğin Hollanda'da emeklilik varlıkları ulusal GSYİH'nin yüzde 197'sine tekabül ediyor. ABD'de yüzde 146, Kanada'da yüzde 142 ve İsviçre'de yüzde 117 düzeyinde. Emeklilik fonlarının küresel olarak gelişimi, bölgesel bazda varlık dağılımları ve yurtdışı yatırımlarını inceleyen araş-

tırmanın sonuçlarına göre, fon varlıklarında küresel olarak en hızlı büyüme Güney Amerika'da gerçekleşti. 2008-2014 yılları arasında, Güney Amerika'daki emeklilik fonları varlıkları birleşik yıllık büyüme bazında yüzde 19.2 artarak, 184 milyar dolardan 528 milyar dolara çıktı. Aynı dönemde Kuzey Amerika'nın emeklilik fonları varlıkları ise 2008'deki 15.8 trilyon dolardan, 2014'te 27.2 trilyon dolara yükseldi. Rapor, Güney Amerika emeklilik fonlarının uluslararası varlık dağılımları açısından da en yüksek seviyelere sahip olduğunu ortaya koydu. Güney Amerika emeklilik planları tarafından yapılan denizaşırı yatırıma ilişkin kümülatif bir büyüme oranı verilmeyen, 2014 yılında Şili fonlarının toplam varlıklarının yüzde 44'ünün yabancı piyasalarda olduğu ve Peru fonlarının denizaşırı varlıklarının yüzde 41 düzeyinde olduğu bilgisi raporda yer aldı. Ancak Brezilya, sıkı düzenleme sınırlamaları nedeniyle 2014 yılında yabancı piyasalara yüzde 1'den daha az yatırım yaptı. Kuzey Amerika'da ABD planlarının denizaşırı yatırımları için bir rakam raporda yer almadı, ancak Meksika emeklilik fonları yabancı yatırımlarının oranını 2008'deki yüzde 6'dan 2014'te yüzde 12'ye yükseltti. Asya Pasifik emeklilik fonları denizaşırı yatırımlarını 2008 yılındaki yüzde 19 düzeyinden 2014'te yüzde 31'e artırdı. Hong Kong ve Japonya, Asya'da yabancı yatırımlarda en agresif yatırımcılar oldular. Yazdani, birçok OECD ülkesi ve Avrupa'da kaydedilen denizaşırı yatırımların büyümesinin yüksek emeklilik maliyetlerinin getirdiği artan zorluklarla paralel gittiğine işaret etti. Ancak Yazdani'ye göre, emeklilik fonu yöneticileri için gelecek fırsatları da beraberinde getiriyor çünkü uzun



vadeli yatırımlara odaklanma ve onları çeşitlendirme yeteneğine sahipler. ABD dışındaki birçok OECD ülkesinden emeklilik fonlarının denizaşırı yatırımları, 2008 yılındaki ortalama yüzde 25 düzeyinden, 2014 yılında yaklaşık yüzde 31'e çıktı. Avrupa emeklilik fonları denizaşırı yatırımlarını 2008 yılındaki yüzde 32 düzeyinden, 2014'te yüzde 34'e yükseltti. Hollanda, Finlandiya ve Portekiz en büyük uluslararası alokasyon payına sahip ülkeler oldu. Daha az gelişmiş emeklilik piyasaları için ise gelecek yıllarda yatırım fonu kullanımı oranının daha yükseleceği bekleniyor. Raporda, gelişmekte olan ülkelerin, Şili emeklilik fonlarının hareketini takip edebilecekleri belirtiliyor. Şili emeklilik fonları UCIT fonları kullanarak daha yüksek çeşitlendirme başarısını göstermiş durumdadır. Rapor ayrıca, emeklilik fonları tarafından küresel olarak alternatif varlıklara yatırımın 2008 yılına göre yüzde 117 artarak 2014 yılında 9.7 trilyon dolara çıktığını ortaya koyuyor. Raporun tamamına http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/files/Publications_Statements/Surveys/Beyond-their-borders-Evolution-of-foreign-investment-by-pension-funds-final.pdf adresinden ulaşılabilir.

Robot endüstrisine yatırım yapan ilk fon çıktı

Temalı yatırım fonlarında dünyada öncü şirketlerden olan Pictet Asset Management, Pictet-Robotics isimli robot ve yapay zeka teknolojilerine yatırım yapan türünün ilk örneği yatırım fonunu Ekim ayında kurdu. Lüksemburg'da Sicav olarak kurulan fon, gelecek 10 yılda küresel ekonomiden dört kat daha hızlı büyüyeceği tahminleri yapılan endüstrinin büyümesini sermayeleştirme hedefinde. Bulut bilişim ve yeni güçlü mikro işlemciler gibi teknolojik gelişmeler, robot endüstrisi ve otomasyon teknolojilerinde devrim yapıyor. Modern

robot araçlar artık dikkate değer bir kapasiteye sahip. Bilgiyi hissedip, biraraya getirip, işleyip, harekete geçebiliyor. Yüz ifadelerindeki ve ses tonundaki değişimleri ayırtedebilen robotlar, hizmet ve güvenlik sektörlerinde kullanılıyor. Ulaşımında akıllı algı teknolojisi sürücüsüz araçlarda kullanılırken, sağlık ve bakım sektöründe gelişmiş robotlar karışık işlemlerde cerrahlara yardımcı oluyor. Pictet'in robot endüstrisi fonu dışında dijital iletişim, güvenlik, sağlık ve su alanına yönelik uzmanlaşmış fonları var. Temalı fonlar, yatırımcıların dünyamızı şekillendiren uzun vadeli sosyo-ekonomik trendleri sermaye-



leştirmesini sağlıyor. Robot fonu, Avusturya, Belçika, Güney Kıbrıs, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Lihtenştayn, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç ve İngiltere'de kayda alınmış durumda. Diğer ülkelerde de kısa zamanda kayıt edilecek.

Yıldız portföy yöneticisi ayrıldığında...

Her portföy yönetimi şirketinin bir yıldız portföy yöneticisi veya en azından rol model olarak alınan bir yöneticisi vardır. Bu genellikle, uzun yıllara dayanan deneyim ve sektörde çok iyi tanınan bir itibara sahip bir portföy yöneticisidir. Örneğin Franklin Templeton'da Mark Mobius ve Michael Hasenstab veya Matthews Asia'da Andy Rothman, BlackRock'tan bahsediyorsak Russ Koesterich veya Allianz GI'dan Greg Saichin'i unutmamalıyız. İyi sonuçlara sahip ekiplere liderlik ederler ve büyük yatırım fonu şirketlerinde yer alırlar. Yıllardır, yönetimleri müşterileri cezbeder ve bu yüzden de sermaye akışını artırır. Sorun ise yeni projeler başlatmak, şirketleri değiştirmek veya daha fazla patırtı çıkarmadan emekli olmak istediklerinde ortaya çıkar. Bu durumun en son örneği Bill Gross oldu. Kuruluşuna yardım ettiği PIMCO'da bir yıldız yöneticisi olarak

yıllardır çalıştıktan sonra, hava değişimine karar vererek Janus Capital'e katıldı. Bu PIMCO için gerçek bir felaket oldu. 2014 yılında \$176 milyar'lık para çıkışı yaşarken, Gross'un yönettiği PIMCO Total Return fonunun kayıpları sadece beş ay içinde \$96 milyar'a çıktı. İspanya'da da, Francisco Garcia Paramés'in Acciona Group şirketi Bestinver'den 25 yıllık çalışma hayatı sonrası ayrılmasıyla benzer bir durum yaşanmıştı. "Avrupa'nın Warren Buffett'ı" olarak bilinen Paramés, şirketin yatırım fonlarının sınıflarının en tepesinde yer almasını sağlamıştı. Yeni bir proje başlatmaya karar verdiğinde, fon çıkışı da başladı. Yönetimdeki portföy, özellikle kurumsal yatırımcıların çıkışlarıyla, yüzde 30 düşüş yaşadı. Sermaye çıkışları, şirketlerin en uygun yerine atamayı bulabilmek için hızlı hareket etmelerini gerektirmektedir. Ancak durum böyle olsa da, aynı itibara sahip benzer yöneti-

cileri seçmeyi tercih ederler. Şirkete verilen zarar iki katına çıkar. Sadece gitmezler, rekabete katılmak için de böyle yaparlar. Yakın zamanda Morningstar, Ian McVeigh'in ayrılmasından sonra Jupiter UK Growth fonunu Steve Davies'in ellerine teslim ederek, şirkette düşük etki yaratacak kurallı bir geçiş örneği ortaya koyup umutlanmak için kapıyı açık bıraktı. Bundan çıkartılacak ders, yıldız yönetici veya onun yerine geçecek yönetici ne kadar uzun süre birlikte çalışırlarsa, şirkete etkinin de o kadar az olacağıdır.



Yatırım fonlarında büyüme para piyasası fonlarından geldi

**Yatırım fonları pazarı 38,9 milyar TL'ye ulaştı. Yılbaşından beri Para Piyasaları fonlarının büyüme katkısı %73 ile toplam 2,5 milyar TL oldu.*

** Şirket bazlı büyümelere baktığımızda, para piyasası fonlarındaki 2,464 milyar TL büyümenin 1,670 milyar TL'sinin yani %70'inin kamu bankalarından geldiği görülmekte.*

Yılın ikinci çeyreğini yurtiçi piyasalarda koalisyon hükümeti ve erken seçimle ilgili gelişmeleri takip ederek bitirmişken, üçüncü çeyrek sonunda da benzer resim devam ediyor. Piyasaların takip ettiği konuların başında, yurtiçinde doğu ve güneydoğu bölgelerinde yaşanan çatışmalar ve erken seçim kararı sonrası gelişmeler geldi. Yurtdışı piyasalarda FED faiz artışının zamanlaması, Avrupa'da büyüme dayalı beklenti-

ler ile Çin'den gelen olumsuz haberler gündemdeydi. Türkiye olarak negatif ayrıştığımız bir üç ay geçirirken, önümüzdeki aylarda da gündemde bu konular olmaya devam edecek.

Üçüncü çeyrekte TL, diğer para birimlerine göre negatif ayrılarak yüksek değer kayıplarına uğradı. Yılbaşında 2,5812 olan döviz sepeti, 1. Çeyrekte 2,6982 seviyesine, 2. Çeyrek sonu itibarıyla ise 2,8377 seviyesine yükseldikten sonra 3. Çeyrekte

de yükselişe devam ederek 3,2678 seviyesine ulaştı. USD/TL 3. Çeyrekte rekor seviyeye yükselerek 3,0744 seviyesini gördü. BIST 100 endeksi son bir yılın en düşük seviyesini gördü ve 69,797 seviyesine düştükten sonra 3. Çeyreği 74,205 seviyesinden kapatırken, gösterge tahvil de son zamanların en yüksek değeri olan %11,20 seviyelerine kadar yükseldi. Yatırım fonları pazarı 1. Çeyrekte 2 milyar TL'nin üzerinde, 2. Çeyrek'te piyasalardaki belirsizlikler nedeniyle

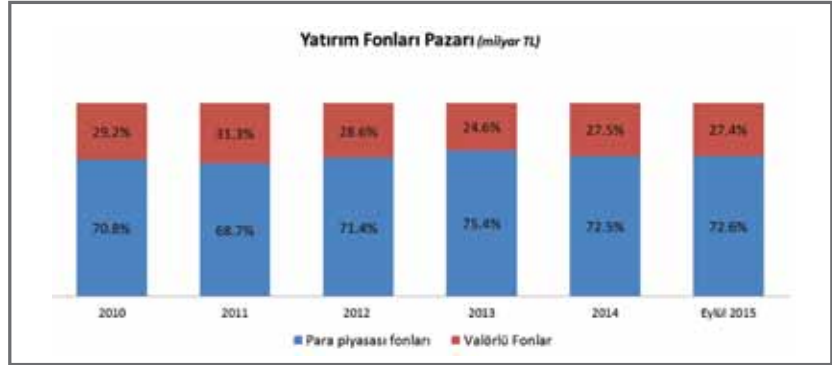


Ceren Angılı

Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyonu
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

370 milyon TL olarak sınırlı büyürken, 3. Çeyrek'te 988 milyon TL ile yılbaşından beri %10 büyümeye ile toplam 3,385 milyar TL arttı. Yatırım fonları pazarı 38,9 milyar TL'ye ulaştı. Yılbaşından beri Para Piyasaları fonlarının büyümeye katkısı %73 ile toplam 2,5 milyar TL oldu. İkinci sırayı 784 milyon TL ile B tipi valörlü fonlar aldı fakat 3. Çeyrekte bu fonların yaklaşık 320 milyon TL küçülmesi dikkat çekici oldu. A tipi fonlarda 3. Çeyrekte %2,3 küçülme gözlemlenirken BİST 100 endeksinin %9,8 değer kaybettiği de unutulmamalıdır. Diğer iki kalem olan Anapara Garantili/Korumalı fonlar ve Altın fonlarda ise 3. Çeyrekte 50 milyon TL, yılbaşından beri ise toplam 74 milyon TL daralma gerçekleşti. Serbest fonlarda ise ilk yarıda 150 milyon TL büyümeye gözlenirken 3. Çeyrekte de 116 milyon TL giriş gerçekleşti ve toplam 2015 büyümesi 262 milyon TL'ye ulaştı.

B tipi valörlü fonların alt kırımlarını incelediğimizde yılbaşından beri tahvil ve bono fonlarından çıkışların olduğu, Özel Sektör Tahvil ve Bono (ÖST) fonları ile içerisinde belirli oranlarla hisse senedi içeren değişken fonlara girişler olduğu dikkat çekici idi. Bu durum üçüncü çeyrekte değişti ve ÖST ve değişken fonlarda ilk kez bu çeyrekte, sırasıyla 47 ve 62 milyon TL



çıkış görüldü. Tahvil ve bono fonlarında çıkışlar devam etti ve toplam yılbaşından beri 254 milyon TL azaldı. Değişken fonlarda yılbaşından beri giriş 447 milyon TL'ye geriledi. Bu iki fon türünün yanı sıra USD/TL'deki yükselişle beraber Eurobond fonlarına yılbaşından beri 314 milyon TL giriş gerçekleşti ve bu fon türü 640 milyon TL üzerinde büyüklüğe ulaştı.

Pazardaki büyümenin kaynağı, para piyasaları fonları olarak gözükmektedir.

Şirket bazlı büyümelere baktığımızda, para piyasası fonlarındaki 2,464 milyar TL büyümenin 1,670 milyar TL'sinin yani %70'inin kamu bankalarından geldiği görülmekte. Bu kurumlar toplam pazardaki 3,385 milyar TL'lik büyümenin %49'unu oluşturmaktadır. Sadece para piyasaları fonlarında büyüyen kamu kurumlarının belirli bir noktadan sonra pazardaki etkisinin limitlenip limitlenmeyeceğini ileriye ayar gösterecek.

BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI PAZARI

* Yılbaşından beri toplam pazarın büyümesi %16,8 olarak gerçekleşti.

* Fon türlerine göre, büyümeye en yüksek katkı üçüncü çeyrekte de Esnek ve Karma fonlardan oluşan Dengeli Fonlardan geliyor ve bu fon türleri 1,9 milyar TL büyüklük ile toplam büyümenin %30'unu oluşturuyor.

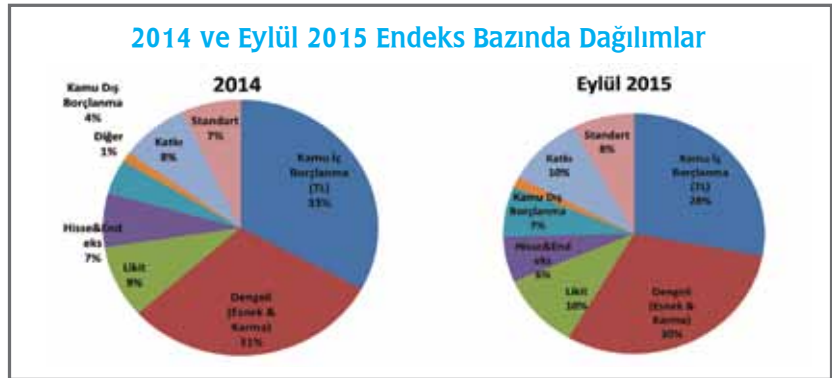
Yılbaşından beri 6,3 milyar TL büyüyerek toplam 44,2 milyar TL'ye ulaşan emeklilik fonları pazarı ilk iki çeyrekte gerçekleşen %6'lık büyümenin ardından 3. Çeyrekte %4'e geriledi. Bu gerilemenin, emeklilik pazarındaki net girişlere baktığımızda, sırasıyla çeyrek bazında 2,1 milyar TL, 2,4 milyar TL ve 2,2 milyar TL olması nedeniyle fonların fiyat kaybindan kaynaklandığını söyleyebiliriz. Yılbaşından beri toplam pazarın büyümesi ise %16,8 olarak gerçekleşti.

Fon türlerine göre, büyümeye en yüksek katkı 3. Çeyrekte de Esnek ve Karma fonlardan oluşan Dengeli Fonlardan geliyor ve bu fon türleri 1,9 milyar TL büyüklük ile toplam büyümenin %30'unu oluşturuyor. Bu fon türünde ilk iki çeyreğe göre daha düşük büyüme gözlemlenirken, bunun nedeninin de yine fiyat hareketinden kaynaklandığını söylemek doğru olacaktır. Diğer yandan USD'deki artışın da etkisiyle Kamu Dış Borçlanma Araçlarındaki

girişlerin 560 milyon TL ile bu çeyrek yılbaşından beri en yüksek seviyeye çıktığı ve toplam büyümedeki payının da arttığı dikkat çekici. Yılbaşından beri bu fon türünün toplam büyümesi 1,3 milyar TL oldu. 3. Çeyrekte 524 milyon TL giriş gördüğümüz Likit fonlara piyasadaki dalgalanmalardan rahatsız olan ve pozisyon almak için bekleyen yatırımcıların yöneldiğini söyleyebiliriz. Likit fonların 2015 yılında toplam 1 milyar TL'nin üzerinde büyümesi dikkat çekici.

Yılbaşından beri büyümeye büyük katkı sağlayan diğer fon türleri ise, sırasıyla toplam 4,2 milyar TL ve 3,4 milyar TL ile Katkı ve Standart fonlar oldu. Katılım bankalarının yatırımcılarını hedefleyen katılım fonları da büyümeye devam etti ve yılbaşından beri %45 artarak toplam 1,7 milyar TL'ye ulaştı. Diğer yandan bu senenin en düşük büyümesini gerçekleştiren fon türü hisse senedi fonları oldu. Bu fon türü yılbaşından beri %4 büyüdü ve 2,7 milyar TL'ye ulaştı, büyümeye katkısı ise %2 ile sınırlı kaldı.

2014 ve Eylül 2015 Endeks Bazında Dağılımlar





YENİ

**TEPETAKLAK BİR DÜNYADA
YÜKSELEN PİYASALAR**

JEROME BOOTH

Barkod: 9786054650538

Fiyat: 45-TL

Sayfa: 468

Dünya tepetaklak olmuş. Yükselen piyasalar, yatırımcıların gerçekte fark ettiklerinden çok daha önemlidir. Geçtiğimiz birkaç on yıl içinde Batıyı şakalamaya başlamışlardır. Soğuk Savaş'ın bitiminden itibaren dünya geniş piyasa öngörüsüyle hareket etmeye başlamıştır ve onunla birlikte kurumsal değişimlerde yükselen piyasaların daha üretken, esnek ve dirençli hale gelmesine katkıda bulunmuştur. 2008'den bu yana Batıda süregelen finansal kriz yükselen piyasaların göreceli yükselişini hızlandırmıştır – göreceli ekonomik gücü ve bununla birlikte politik gücü ve bunların yanında tasarruf yapan, yatırım yapan ve kredi veren ülkeler olarak finansal güçlerini artırmışlardır.

Tepetaklak Bir Dünyada Yükselen Piyasalar: Portföy Dağılımı ve Yatırım Alanlarında Meydan Okuyan Algılar finans teorisinin risk kavramını yanlış anladığını ve bu yanlışın yanlış yatırım kararları almaya neden olduğunu iddia ediyor. Yükselen piyasalar geleneksel finans teorisinin neden yanlış olduğunu açıklayan iyi bir örnektir. Bu kitap yatırımcının ve portföy dağılımı yapının şu anda önünde duran karmaşık ve değişen küresel çevreyi doğru biçimde tasvir etmektedir. Basite indirgenen varsayımlar ve modeller kullanılması nedeniyle çoğu zaman geçirilen birçok sorunu ortaya getiriyor. Kitabın anlatımı portföy dağılımı yapan ve yatırım için bir konu ve sorular takip listesi hazırlanması yöneltiyor ve bundan sonra çok çeşitli düzenleme ve politika sorunlarının tartışılmasını getiriyor.

Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında ekonomi, finans, iş idaresi ve uluslararası ilişkiler öğrencilerini hedef alan Tepetaklak Bir Dünyada Yükselen Piyasalar birçok karmaşık fikri işlemektedir, ancak uzman olmayan okurun da yararlanmasını düşünlere yazılmıştır.



İstiklal Cad. Han Geçidi Sok. No: 116/3B Beyoğlu-İST

Tel: 0 212 251 51 26

Fax: 0 212 245 28 43

Email: scala@scala.com.tr Web: www.scala.com.tr

SCALA Kitapçı
Şşşt... Okuyorum!

her kitap
başka bir
yolculuk...

www.
scalakitapci.
com



**Oyun Teorisi ve
Ortaklaşa Rekabet**

Adam M. Brandenburger ve Barry J. Nalebuff

**Oyun Teorisi
ve Ortaklaşa Rekabet**

1. Rekabet ile işbirliği arasında bulgulara dayalı bir yaklaşım.
2. İş yapma şeklinizi Oyun Teorisi stratejisi.

ISBN: 9789757132225

Fiyat: 40-TL

Sayfa: 310

Adam M. Brandenburger ve Barry J. Nalebuff

"İş oyunu sürekli değişiyor, o halde stratejilerimiz de sürekli değişmeli."

Yazarlar, yeni bir iş stratejisi oluşturulduğunda onun değerini ortaya koymak için yeni bir kavram ortaya atılması gerektiği fikrinden yola çıkıyor. Ortaklaşa Rekabet, rekabet ve işbirliğine ait eski kuralları arasında dolayarak, her ikisinin de avantajlarını kullanan yeni bir yöntem ortaya koyuyor.

Otaklaşa Rekabet, iş oyununu oynama biçiminde devrimci bir dönüşüm gerektirecektir.

"Büyük bir satış için pazarlık yapıyordum. Alıcı, Ortaklaşa Rekabet kitabını ortaya atarak pazarlığı yumuşatmak istedi. "Hayır" dedim, "ben pazarlık konusunda uydum!"

-Herb Cohen, "You Can Negotiate Anything" adlı kitabın yazarı

"Ortaklaşa Rekabet, mükemmel bir kitap. Aslında biraz karmaşık bir kitap ama asla anlaşılması güç değil.

Brandenburger ve Nalebuff, özellikle işbirliği konusunda tüm iş insanlarına, yeni ve piyasaya güvenle kullanabilecekleri bir gözlük veriyor."

-Tom Peters

"Adam Brandenburger ve Barry Nalebuff'un Kitabı, iş hayatında başarı elde etmek için devrimci bir yaklaşıma kullanıyor; birbirleriyle ilişkili, silsile telen ve ilgili herkesin kazanmasını sağlayan bir düşünce tarzı. Ortaklaşa Rekabet, pek çok spiritüel ve mavi başının sekizinci kuralı olabilir."

-Deepak Chopra. Başarının Yedi Spiritüel Kuralı ve The Way of the Wizard kitaplarının yazarı

"Ortaklaşa Rekabet, şirket yöneticilerine tam da ihtiyaçları olan şeyi veriyor; en karmaşık durumlarda bile doğru stratejik kararları almalarını sağlayacak bir yöntem. Bu kitaptan azami ölçüde yararlanmayacak çağdaş bir işletme düşünmüyorum."



İstiklal Cad. Han Geçidi Sok. No:116/3B Galatasaray/Beyoğlu-İST.

Tel: 0 212 251 51 26

Faks: 0 212 245 28 43

www.scala.com.tr scala@scala.com.tr

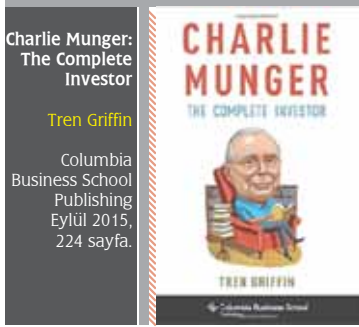
Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırımcı'nın 30. Sayısında Fon Dünyası sayfalarında yayınlanmış bilgilerden oluşan soruların doğru cevaplarını **4 Ocak 2016** tarihine kadar **info@kyd.com.tr** adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

1- Avrupa'nın ilk hidroelektrik fonunu kuran Aquila Capital'ın yönetimindeki toplam portföy büyüklüğü nedir?

2- JP Morgan'ın Lüksemburg'da kurulu Sicav fonlarının varlık büyüklüğü nedir?

Charlie Munger'ın yatırım için deneyimlerle örülmüş akıllı modelleri



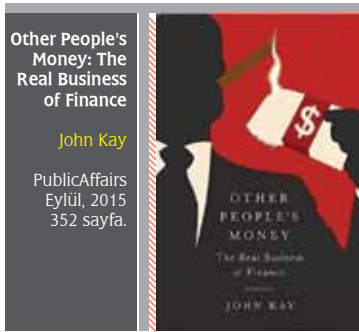
Berkshire Hathaway'ın vizyoner başkan yardımcısı ve Warren Buffett'in finans sektöründeki vazgeçilmez ortağı olan Charlie Munger, borsa endekslerinin tekrar tekrar üzerinde getiri sağladı ve sıradan yatırımcının da benzerini yapabileceğine inanıyor. Munger'in "temel ve tecrübeyle sabit" anlayışı -ekonomi, iş dünyası, psikoloji, etik, yönetimi içeren disiplinler arası akıllı modeller dizisinden- oluşuyor ve bu kavramsal inancı, duygularını yatırımlarından uzakta tutması ve kötü yargıların sıradan tuzaklarına düşmeyi

önlemesini de sağlıyor. Munger'in sistemi yatırımlarını 40 yıl boyunca yönetti ve nesiller boyunca başarılı yatırımcılara rehberlik etti. "Charlie Munger: Mükemmel Yatırımcı" (Charlie Munger: The Complete Investor) başlıklı bu kitapta; röportajlar, konuşmalar, yazılar ve hissedarlara mektuplardan yoğunlaştırılmış bir şekilde ve fon yöneticileri, değer yatırımcıları ve iş vakası tarihçilerinin de yorumlarının eşlik ettiği Munger'in yatırım stratejisinin temel adımları yer alıyor. Ben Graham'ın değer yatırımı sisteminden türetilmiş olan Munger'in yaklaşımı, sıradan bir yatırımcının kendi portföyüne rahatlıkla uygulayabileceği derecede anlaşılabilir. Bu kitap sadece yatırım hakkında değildir. Başta yatırımlarınız olmak üzere tüm yaşamınıza uygulayabileceğiniz geliştirici mental modeller de içermektedir.

"The Warren Buffett Way and Investing" adlı kitabın yazarı Robert Hagstrom, Charlie Munger'in muhtemelen dünyanın en iyi yatırımcısı olduğunu, farklı disiplinleri kavrayan ve nakış gibi örülmüş stratejisinin, olağanüstü yatırım sonuçları sağlamak için güçlü bir yol sunduğunu ifade ediyor. "Berkshire Beyond Buffett" adlı kitabın yazarı Lawrence Cunningham ise, kitabı kaleme alan Tren Griffin'in, Munger'in yıllar boyunca çeşitli vesilelerle dile getirdiği görüşlerini ve Munger'in teorisini zengin örneklerle, kolay anlaşılır bir çerçevede bir araya getirdiğini vurguluyor. Cunningham, "zeki, düşünceli, yardımcı ve keyifli bir okuma" diye de ekliyor. Ritholtz Wealth Management'in CEO'su Joshua M. Brown, "Dünyanın en büyük yaşayan yatırımcısının, ayrıca yatırım konusunda en üretken yazar

ve düşünürlerden biri olduğunu söylesem... Ayrıca, tek bir kitapta onun yararlı yorumlarının, başarıya giden yolda çıkardığı ders, anekdot ve direktiflerinin yer aldığını söylesem... İşte bu kitap Tren Griffin'in Charlie Munger'i, sonunda yayımlandı" diyor. "A Wealth of Common Sense" adlı kitabın yazarı Ben Carlson, Warren Buffett'in ortağından eksiksiz bir kitap ile karşı karşıya olduğumuzu belirterek, Griffin'in iş ve yatırım hayatındaki en iyi ve en parlak fikirleri herkesten çok daha iyi ve okuyucuların kolaylıkla anlayacağı bir şekilde anlattığını dile getirdi. Kitabın yazarı Tren Griffin, Microsoft'ta çalışıyor. Daha önce de menkul değer firması Eagle River'in ortağı idi. "25iq.com" adlı blogunda yatırım ve diğer konular hakkında yazıyor. Daha önce yayımlanan "Küresel Müzakereci" adlı kitabında da dünyanın çeşitli bölgelerinde güçlü iş ilişkilerinin nasıl kurulacağını anlatıyor. Ayrıca, Güney Kore ve Tayvan ekonomisi hakkında da kitapları var.

Finansallaşma ve 2008 krizinin hasar raporu...



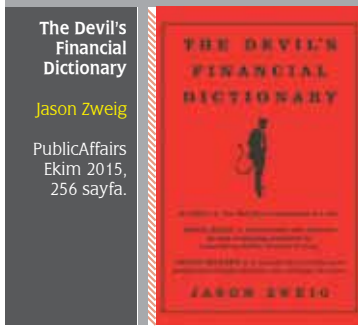
Batılı ekonomilerdeki finans sektörü çok büyük ve her yıl en başarılı üniversite öğrencilerini çekiyor. Finansallaşma son 30 yılda hata esnekliği olmayan bir yapı yaratırken, mantıksız denilebilecek işlem hacmiyle dikkat çekiyor. Dünya ekonomisinin büyüklüğü 77.6 trilyon dolar, ABD'nin gayrisafi yurtiçi hasılası 17.4 trilyon dolar, Çin'in 10.4 trilyon dolar. Küresel hisse senedi piyasalarında ise yılda 64, tahvil piyasalarında 100 trilyon dolar döner. Dünyadaki halka açık şirketlerin hisse senet-

lerinin değeri 50 trilyon doların üzerinde. Dünyadaki bankaların toplam aktifleri 120 trilyon dolar ve türev piyasalarda yılda 700 trilyon dolarlık işlem yapılır. Döviz piyasalarında ise sadece bir günde 5.3 trilyon dolar... John Kay'ın kaleme aldığı, "Diğer İnsanların Parası: Finans Sektörünün Gerçek İş Hayatı" (Other People's Money: The Real Business of Finance) adlı kitap, finans sektörünün nasıl işlediğini anlatan en iyi çalışmalardan biri... Finansın ne işe yaradığını, küresel finans konusunda mesleki ve akademik deneyimi olan ve sektörü herkesten daha iyi bilen John Kay'ın tanıklığı ile anlıyoruz. Kitabında finansallaşmanın tanımını kapsamlı bir şekilde yapan John Kay, günümüzde finansal ekonominin, reel ekonomiye kaynak sağlamadığını, servetin yerine borcun geçtiğini, bankaların ve halka açık şirketlerin batık tahviller ve kanşık türev

araçlarla borçlarını sakladığını ifade ediyor. Kay, iyi bankaların ve etkili fon yöneticilerinin varlığına inanıyor ancak finans sektörü sadece bu kadar değil. Kitapta, finans dünyasında şaşırtıcı ve açığa vurucu bir tur yapılırken, 2008 krizinin hasar raporu alınıyor. Eleştirilerinde gözünü budaktan sakınmayan John Kay, bazı işlerin Citigroup ve Goldman Sachs'ın yaptığı gibi yapılması gerektiğini, ancak bir çok şeyin de onların yaptığı gibi yapılmaması gerektiğini vurguluyor. John Kay; finans sektörünün temel ilkesinin yeniden hatırlanması gerektiğini ve bunun; "başkalarının parasını iş dünyasının ve hane halkının çıkarları doğrultusunda yönetmek" olduğunu vurguluyor. Kay, finans sektöründe reform gerekliliğine dikkat çekerek, yasaların-yasa koyucuların bu sektöre de diğer sektörler gibi yaklaşması gerek-

tiğini ifade ediyor. The Economist dergisi, John Kay için, "Britanya'nın önde gelen ekonomistlerinden biri" diye yazarken, Financial Times ise, "Birinci sınıf ekonomist ve mükemmel bir yazar" diyor. San Diego Üniversitesi hukuk ve finans profesörü Frank Partnoy, kitabı yazdığı için John Kay'e teşekkür ediyor ve "Bunu ancak John Kay yapabiliirdi, bu kitap klasik olacak" diye ekliyor. Siyah Kuğu'nun yazarı Nassim Nicholas Taleb ise, Kay'ın mit'ler ve yanlış inanışlar karşısında gerçeği ortaya çıkardığını, başkalarının görmediği çok önemli konuları ele aldığını yazıyor. John Kay, London School of Economics'te misafir ekonomi profesörü olarak görev yapıyor. Bazı halka açık şirketlerin de yöneticidanişmanı olan John Kay, Financial Times gazetesinde, haftalık yazılar yazıyor. Daha önce dokuz kitap yayımladı. Kendisini "johnkay.com" adlı sitesinden takip edebilirsiniz.

Wall Street cehenneminde esprili bir hayatta kalma rehberi



“Şeytanın Finansal Sözlüğü” (The Devil's Financial Dictionary); finans gazetecisi ve yazarı Jason Zweig'in mizahi bir dille kaleme aldığı ancak içinde yatırım konusunda sıkıcı olmayan akademik notlar da bulacağınız bir çalışma...

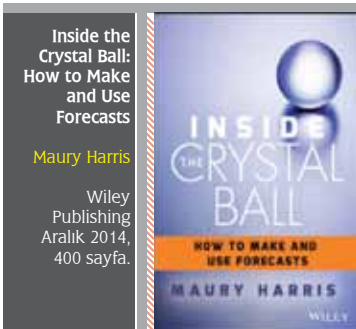
Finans sektöründe ABD'lilerin ellelerinde “patlayan” mortgage kredilerini veren yöneticiler ve bürokratlarla, garip risklerle, batmak için çok büyük

bankalarla dalga geçen Jason Zweig, kitabın tanıtımında yer alan ibare ile “Wall Street cehenneminde hayatta kalma rehberi” hazırladı. Nobel ekonomi ödüllü ünlü finans profesörü Robert J. Shiller kitap hakkında, “Finansın ilkeleri hakkında şimdiye dek gördüğüm en eğlenceli sunum” derken, Princeton Üniversitesi profesörü ve “Borsada Rastgele Seyir” adlı kitabın yazarı Burton G. Malkiel ise, finans piyasaları hakkında bu nefis esprili kitabın, Wall Street'in hicivli bir eleştirisi olduğunu ve her ciddi yatırımcının kütüphanesinde bulunması gerektiğini vurguluyor. Vanguard Group'un kurucusu John C. Bogle de, birisinin Wall Street'in beyaz yalanları

ve masalları hakkında etkili bir taşlama yazması gerektiğini ve bu kişinin Jason Zweig olduğunu belirterek, Şeytanın Finansal Sözlüğü'nü okuyanların hem eğleneceğini hem de öğreneceğini ifade ediyor. Zweig ise, “jasonzweig.com” adlı internet sitesinde, yatırımcıların bilmesi gereken ancak hiç bir zaman anlamadığı finansal terimlerden bir sözlük oluşturduğunu, her maddeyi yazarken, o konu hakkında tüm bildiklerini büyük bir süzgeçten geçirdiğini ve çok az kelime ile eğiten ve aynı zamanda eğlendiren tanımlar yazdığını ifade ediyor. Yatırımcılar için paranın ve Wall Street'in jargonunu tercüme etmeye çalıştığını ifade eden Zweig, kitabı yazarken,

her maddede ayrı ayrı güldüğünü ve kariyeri boyunca yazdığı en eğlenceli metin olduğunu söylüyor. Money dergisinin yazarları arasında olan Jason Zweig, The Wall Street Journal gazetesine kişisel finans yazıları yazdı ve halen Time ve Cnn.com'da konuk yazarlık yapıyor. Warren Buffett'in, “yatırım konusunda şimdiye dek yazılmış en iyi kitap” olarak değerlendirdiği, Benjamin Graham'ın “Akıllı Yatırımcı” kitabının gözden geçirilmiş yeni baskısının editörü olan Zweig, Time dergisinin ekonomi bölümü için muhabir-araştırmacı olarak da çalıştı. Zweig, ayrıca çeşitli televizyon ve radyo kanallarındaki konuşmalarıyla da tanınıyor.

Kristal kürenin içinde isabetli tahminler yapmak için...



Ekonomik tahminleri anlama konusunda pratik bir rehber ile karşı karşıyayız. Yatırım bankası UBS'in Amerika kıtası yöneticisi ve kıdemli ekonomisti olan Maury Harris'in; “Kristal Küre'nin İçinde: Tahminler Nasıl Yapılır ve Kullanılır” (Inside the Crystal Ball: How to Make and Use Forecasts) kitabı okuyucuya kendi tahmin yeteneklerini geliştirme konusunda yardımcı oluyor. Bunu yaparken, incelenen unsurları tanıtır ve başarılı-başarısız tahmin

örneklerinden yararlanıyor. Maury Harris'in “Kristal Küre'nin İçinde” adlı kitabı okuyuculara ana başlıklarla şunları sunuyor: - Bloomberg'in “Küresel Finanstaki En Etkili 50 İnsan” arasında gösterdiği Maury Harris'in yatırım anlayışını... - Tahminlerin bir araya getirilmesi ve değerlendirilmesinde “en iyi uygulamaları” gösterir. Harris, kendisinin ve diğer başarılı tahmincilerin projeksiyonlarının hazırlanmasında gerçek hayattan aldığı örnekleri bu kez okuyucuları ile paylaşıyor. Bu değerli uygulamalar tahmincilerin sonuçları değerlendirmesinde ve kendi iş ve yatırım kararlarında verileri kullanmasında son derece yardımcı olacaktır. - Tamamen istatistiksel yöntemler ile türetilen projeksiyonların karar verme süreçlerinin geliştirilmesindeki kritik rolüne de vurgu

yapılıyor. Harris, güçlü bir tahmin yapabilmek için, ön koşulların, iyi bir tarih duygusunun, çağdaş teorik çerçevenin iyi anlaşılmasının ve aydınlatıcı detayların önemine vurgu yapıyor. - Resmi istatistiklerin kredibilitesi, tüketicilerin ve iş dünyasının oynaklığı gibi günlük tahmin konularına da değiniyor. Harris ayrıca, doğal afetler, terörist tehditler, oynak petrol ve hisse senedi fiyatları ve uluslararası ekonomik krizler gibi özel durumlar için de kendine özgü kuralları ortaya koyuyor. - Harris profesyonel bir ekonomist ve tahminci olarak görev yaptığı yaklaşık kırk yıl boyunca, yaşamından süzülen kendi deneyimlerini de sunuyor ve ticari başarı için uzun vadeli güvenilirlik ve gelecek hakkında tavsiyelere ihtiyacı olan herkese

kendi kişisel tariflerini sunuyor. Wells Fargo'nun kıdemli ekonomisti John E. Silvia, Maury'nin okuyucularına çok önemli bir madalyonun iki yüzünü de gösterdiğini belirterek, kitabın tahmin geliştirmek için kullanıcı dostu ve gerçekçi bir kılavuz olduğunu, aynı zamanda tahmin kullanıcıları için de ilginç ve ihtiyaç duyulan bir perspektif sunduğunu vurguluyor. UBS'in Amerika kıtası yöneticisi ve kıdemli ekonomisti olan Maury Harris, ABD'de ekibiyle birlikte son 10 yılın en isabetli tahminlerini yapması, çeşitli defalar “yılın en iyi ekonomik araştırma ekibinin lideri” olmasıyla tanınıyor. Daha önce, New York FED ve Uluslararası Ödemeler Bankası'nda çalışan Harris, Columbia Üniversitesi'nden ekonomi konusunda doktora derecesine sahip.

Avrupa yatırım fonları ikinci çeyrekte %0,8 küçüldü

Avrupa UCITS ve yeni sınıflandırmaya göre AIFlerin toplam varlıkları ikinci çeyrekte 12.63 trilyon Euro düzeyine geriledi.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı dönemsel istatistiklere göre, Avrupa'da toplam yatırım fonu varlıkları yılın ikinci çeyreği itibarıyla yüzde 0,8 kayıpla 12,63 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti. EFAMA istatistiklerinde UCITS, transfer edilebilir menkullere ve para piyasası enstrümanlarına yatırım yapabilen açık uçlu fonlar olarak tanımlanırken, Alternative Investment Managers Directive (AIFMD) yürürlüğe girmesi ile bu direktifteki kurallar baz alınarak kurulan yatırım fonları için ayrı bir kategori oluşturuldu. Yeni kategori (AIF), 2014 dördüncü çeyrek istatistiklerinden itibaren değerlendirilmeye başlandı. AIFMD ile alternatif yatırım fonları (AIF) AB'de profesyonel yatırımcılara "evsahibi devlet" izni baz alınarak pazarlanabiliyor. AB fon yöneticileri de artık pan-Avrupa dağıtımı için UCITS ile sınırlı değiller.

Avrupa yatırım fonu piyasasının yüzde 65'ini oluşturan

UCITS'e yatırılan varlık büyüklüğü ikinci çeyrek itibarıyla yüzde 0,9 düşüşle 8.17 trilyon Euro olurken, yüzde 35'i oluşturan AIF'lerin büyüklüğü 4.46 trilyon Euro düzeyindeydi.

NET SATIŞLAR

İkinci çeyrekte UCITS fonlara net para girişi 114 milyar Euro oldu. Böylece ilk çeyrekteki 283 milyar Euro düzeyinin altında kaldı. Uzun vadeli fonlar 144 milyar Euro, hisse fonlar 22 milyar Euro, tahvil fonları 32 milyar Euro net para girişi çekti. Çoklu varlık fonlarında da net para girişi ilk çeyreğe göre azalarak 72 milyar Euro'ya indi. Bu dört kategoride de ilk çeyreğe göre düşse de net para girişi yaşanırken, para piyasası fonlarından ise 30 milyar Euro çıkış kaydedildi. İlk yarı itibarıyla UCITS net satışları 397 milyar Euro ile geçen yıl aynı dönemindeki 274 milyar Euro'nun üzerinde bulunuyor.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

UCITS TÜRLERİ	30 Haziran 2015 EUR m	31 Mart 2015 Pay	% Değişim	Eur M
Hisse	3,119	38%	-1.7%	-55
Dengeli	1,409	17%	2.0%	28
Tahvil	2,217	27%	-1.4%	-31
Para Piyasası	1,015	12%	-3.1%	-32
Fon Sepeti ⁽³⁾	18	0%-	5.7%	-1
Diğer	389	5%	5.5%	20
TOPLAM (Garantili Fonlar)	8,167	100%	-0.9%	-72

1. Haziran 2015 – Mart 2015 sonu karşılaştırması

Kategorilerine göre AIF Varlıklarının Dağılımı

UCITS TÜRLERİ	30 Haziran 2015 EUR m	31 Mart 2015 Pay	% Değişim	Eur M
Hisse	420	9%	-2.5%	-11
Çoklu varlık	1,285	29%	-0.4%	-6
Tahvil	737	17%	-5.2%	-40
Para Piyasası	90	2%	-4.1%	-4
Garantili/Korumalı	59	1%	-13.3%	-9
Gayrimenkul	417	9%	3.4%	14
Diğer	1,456	33%	1.4%	21
Toplam	4,465	100%	-0.8%	-34
Fon Sepeti Fonları				
Kurumsal	1,979	44%	-1.6%	-32

1. Haziran 2015 – Mart 2015 sonu karşılaştırması

İkinci çeyrek sonu itibariyle 21 ülke fonlarına net para girişi sağlandı. Bunlardan Lüksemburg ve İspanya 10 milyar Euro'nun üzerinde para girişi yaşarken, yedi tanesinde ise 1 milyar Euro'nun üzerinde giriş gerçekleşti. İrlanda'dan 19 milyar Euro çıkış yaşandı. AIF'lere ikinci çeyrekte net para girişi 48 milyar Euro düzeyinde gerçekleşti. İlk çeyrekte 18 milyar Euro olmuştur.

UCITS VARLIKLARI %0,9 KÜÇÜLDÜ

İkinci çeyrekte UCITS net varlıkları yüzde 0,9 azalışla 8,17 trilyon Euro düzeyine indi. Hisse fonların net varlıkları yüzde 1,7 azalarak 3.12 trilyon Euro, tahvil fonları net varlıkları yüzde 1,4 küçülerek 2.22 trilyon Euro'ya, para piyasası fonlarının varlıkları da yüzde 3,1 kayıpla 1.02 trilyon Euro'ya indi. Çoklu varlık fonlarının varlıkları ise yüzde 2 artış yaşayarak 1.41 trilyon Euro oldu.

AIF'lerin net varlıkları ise ikinci çeyrekte yüzde 0,8 azalarak 4.47 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti. Haziran 2015 sonu itibariyle UCITS fonları 29,276 adet idi. Mart sonunda 28,945 adet olmuştur. AIF'lerin sayısı ise ikinci çeyrekte 26,784 olarak kaydedildi. İlk çeyrek sonu itibariyle 26,984 adet olarak gerçekleşmişti.

Ülke bazında UCITS varlıkları

İkinci çeyrekte 19 ülke UCITS fon varlıklarında gerileme yaşandı. En büyük fon merkezlerinden sadece Lüksemburg yüzde 0,2 artış kaydedebildi. İrlanda yüzde 3,3, İngiltere yüzde 0,2 küçülürken, Fransa'da kayıp yüzde 1,3 oldu. Almanya yüzde 3,5 geriledi. Fon varlıklarında artış kaydedilen ülkelerden İspanya yüzde 7,4 ve Çek Cumhuriyeti yüzde 4,9 ile dikkat çekti.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisi Net Varlık Değerleri

Üye Ülkeler	30/06/2015		31/03/2015		31/12/2014	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽²⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	170,425	1.3%	173,901	-2.0%	162,522	4.9%
Belçika	120,508	1.0%	122,480	-1.6%	113,864	5.8%
Bulgaristan	438	0.0%	441	-0.7%	414	5.8%
Hırvatistan	2,417	0.0%	2,218	8.9%	2,143	12.8%
Çek Cumhuriyeti	7,174	0.1%	6,804	5.4%	6,143	16.8%
Danimarka	247,693	2.0%	250,458	-1.1%	230,234	7.6%
Finlandiya	97,373	0.8%	95,468	2.0%	85,060	14.5%
Fransa	1,696,011	13.4%	1,715,112	-1.1%	1,598,295	6.1%
Almanya	1,716,788	13.6%	1,757,207	-2.3%	1,584,940	8.3%
Yunanistan	7,148	0.1%	7,273	-1.7%	7,446	-4.0%
Macaristan	17,978	0.1%	18,451	-2.6%	17,509	2.7%
İrlanda	1,857,941	14.7%	1,895,935	-2.0%	1,663,894	11.7%
İtalya	276,311	2.2%	273,849	0.9%	253,449	9.0%
Lihtenştayn	43,584	0.3%	43,766	-0.4%	38,277	13.9%
Lüksemburg	3,528,131	27.9%	3,524,793	0.1%	3,094,987	14.0%
Malta	9,961	0.1%	10,008	-0.5%	9,727	2.4%
Hollanda	71,935	0.6%	80,835	-11.0%	74,103	-2.9%
Norveç	102,522	0.8%	104,833	-2.2%	92,438	10.9%
Polonya	54,842	0.4%	53,950	1.7%	48,928	12.1%
Portekiz	22,602	0.2%	23,298	-3.0%	22,986	-1.7%
Romanya	6,197	0.0%	6,168	0.5%	5,718	8.4%
Slovakya	5,653	0.0%	5,603	0.9%	5,365	5.4%
Slovenya	2,404	0.0%	2,433	-1.2%	2,143	12.2%
İspanya	254,062	2.0%	251,129	1.2%	229,162	10.9%
İsveç	283,533	2.2%	288,827	-1.8%	252,800	12.2%
İsviçre	491,007	3.9%	491,755	-0.2%	420,487	16.8%
Türkiye	27,137	0.2%	28,839	-5.9%	27,659	-1.9%
İngiltere	1,509,896	12.0%	1,501,884	0.5%	1,266,016	19.3%
Tüm fonlar	12,631,672	100.0%	12,737,718	-0.8%	11,316,708	11.6%
UCITS	8,166,865	64.7%	8,238,416	-0.9%	6,861,678	19.0%
AIFler	4,464,807	35.3%	4,499,301	-0.8%	4,455,030	0.2%

1. Haziran 2015 sonu – Mart 2015 sonu karşılaştırması 2. Haziran 2015 sonu – Aralık 2014 sonu karşılaştırması

Dünya Yatırım Fonlarına ikinci çeyrekte €596 milyar para girişi oldu

Dünya Yatırım Fonu Varlıkları ikinci çeyrek sonunda Euro bazında yüzde 1,6 azalışla 37.06 trilyon Euro oldu. Dolar bazında ise yüzde 2,3 artışla 41.5 trilyon dolara çıktı.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 46 ülkeyi kapsayan Dünya Fon İstatistikleri 2015 yılı 2. çeyrek sonuçlarına göre, dünyada düzenlenmiş yatırım fonu varlıkları büyüklüğü yüzde 1,6 azalışla 37.06 trilyon Euro'ya indi.

Dolar bazında ise, küresel yatırım fonu varlıkları önceki çeyreğe göre yüzde 2,3 artışla \$41.5 trilyon oldu.

Dünyada yatırım fonlarına yılın ikinci çeyreğinde toplam 596 milyar Euro net para girişi oldu. İlk

çeyrekte net para girişi 564 milyar Euro düzeyindeydi.

Hisse fonlara ikinci çeyrekte 121 milyar Euro net para girişi gelirken, bu ilk çeyrekteki 145 milyar Euro'nun altında kaldı. Tahvil fonlarına giren para ise önceki çeyrekteki 176 milyar Euro'ya göre azalarak, 100 milyar Euro düzeyine geriledi.

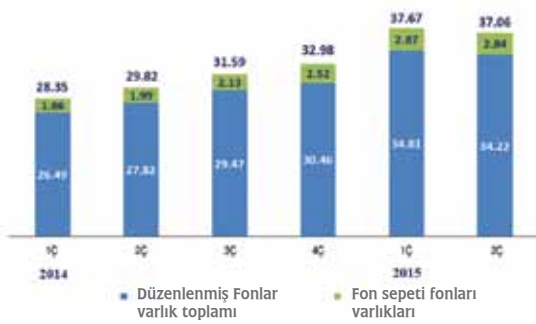
Para piyasası fonlarından 20 milyar Euro düzeyinde çıkış yaşandı. Bu ilk çeyrekteki 9 milyar Euro çıkışa göre artışı gösterdi. Dengeli/karma fonlara girişler 342 milyar Euro düzeyinde gerçekleşti. İlk çeyrekte 213 milyar Euro olmuştu.

Net Varlıklar

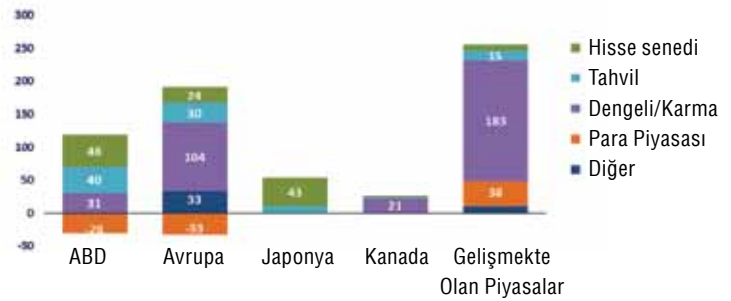
İkinci çeyrekte dünya çapında hisse fonları varlıkları yüzde 2,8 oranında azalışla 15,1 trilyon Euro'ya geriledi. Dengeli/karma fonlar yüzde 1,6 artışla 6,9 trilyon Euro'ya çıktı. Tahvil fonları yüzde 2,5 küçülerek 7,7 trilyon Euro'ya inerken, para piyasası fonları net varlıkları da yüzde 3,2 oranında gerileyerek 4,1 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti.

İkinci çeyrek sonu itibarıyla dünya yatırım fonları varlıklarının yüzde 41'i hisse fonlarda, yüzde 21'i tahvil fonlarında, yüzde 19'u dengeli/karma fonlarda ve yüzde 11'i para piyasası fonlarında yer aldı.

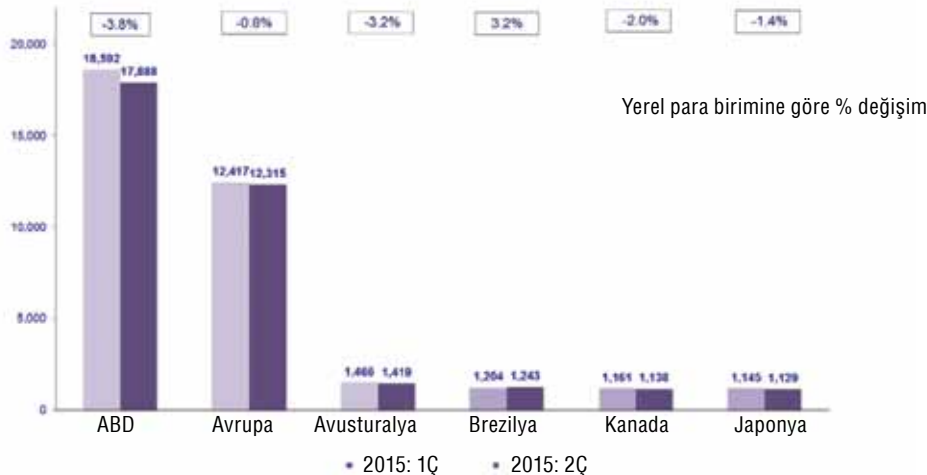
Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonlar Küresel Varlıkları
(Trilyon Euro, çeyrek sonu)



Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonların Küresel Net Satışları
(Milyar Euro, 2Ç 2015)



Uluslararası Yatırım Fonu Varlıklarında Coğrafi Trendler
2015/2Ç (Milyar Euro, çeyrek sonu)



Not: Fon sepeti fonları dahildir.

Yatırım Fonlarında 2015 Üçüncü Çeyrek

Fonlarda Büyüme

		Haziran 15	Eylül 15	Değişim	Haziran 15	Eylül 15
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	(%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları	17.007.269.624,07	17.965.172.295,30	5,63	21,28	21,76
	Fon Sepeti Fonları	173.592.128,42	155.227.816,27	-10,58	0,22	0,19
	Hisse Senedi	1.186.841.174,33	1.170.943.883,28	-1,34	1,48	1,42
	Karma & Esnek Fonlar	5.098.278.575,23	5.003.793.759,08	-1,85	6,38	6,06
	Katılım Fonları	42.043.114,42	50.024.616,59	18,98	0,05	0,06
	Kıymetli Madenler	386.651.616,83	345.642.816,16	-10,61	0,48	0,42
	Para Piyasası	13.455.573.631,49	13.507.037.737,14	0,38	16,83	16,36
		37.350.249.864,79	38.197.842.923,82	2,27	46,73	46,28
Emeklilik Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	16.595.500.640,83	17.075.702.294,06	2,89	20,76	20,69
	Fon Sepeti Fonları	0,00	807.013,52		-	0,00
	Hisse Senedi Fonları	2.931.683.925,41	2.926.295.846,34	-0,18	3,67	3,55
	Karma ve Değişken Fon	17.782.176.485,64	18.383.259.035,04	3,38	22,25	22,27
	Katılım Fonları	875.304.147,33	939.633.962,22	7,35	1,10	1,14
	Kıymetli Madenler Fonları	432.616.554,29	532.397.422,54	23,06	0,54	0,64
	Para Piyasası Fonları	3.962.939.464,65	4.486.453.196,19	13,21	4,96	5,44
		42.580.221.218,15	44.344.548.769,91	4,14	53,27	53,72
Piyasa	Piyasa	79.930.471.082,94	82.542.391.693,73	3,27		

Yatırım Fonlarında Büyüklük

	Aralık 14		Mart 15		Haziran 15		Eylül 15	
	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı
Borçlanma Araçları Fonları	16.259,85	93	17.088,21	93	17.007,27	93	17.965,17	93
Fon Sepeti Fonları	47,16	5	110,24	5	173,59	5	155,23	5
Hisse Senedi Fonları	1.060,84	67	1.186,44	67	1.186,84	67	1.170,94	67
Karma ve Değişken Fon	4.513,97	122	4.813,77	122	5.098,28	125	5.003,79	128
Katılım Fonları	15,63	5	29,16	6	42,04	7	50,02	7
Kıymetli Madenler Fonları	458,60	19	434,37	19	386,65	19	345,64	19
Para Piyasası Fonları	12.630,97	35	13.321,86	35	13.455,57	35	13.507,04	35
TOPLAM	34.987,01	346	36.984,04	347	37.350,25	351	38.197,84	354

Genel Değişim

	İlk Tarih 30/06/2015	Son Tarih 30/09/2015	Değişim (%)
Emeklilik Fonları (BES)	42.580.221.218,15	44.344.548.769,91	4,14
Yatırım Fonları	37.350.249.864,79	38.197.842.923,82	2,27

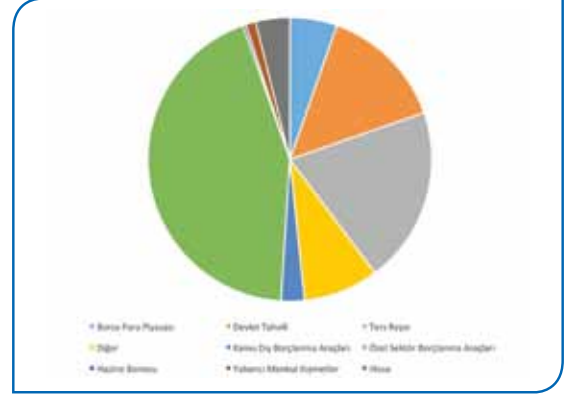
Tür Bazında Büyüklük

			İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı	İlk Portföy Değer	İlk Portföy Değer	Değişim (%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	Diğer Borçlanma Araçları Fonları (*)	58	58	14.553.466.017,51	15.507.449.638,72	6,56	18,21	18,79
		Kamu Borçlanma Araçları Fonları	14	14	108.994.504,06	91.100.301,83	-16,42	0,14	0,11
		Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	5	5	601.166.672,43	698.209.745,67	16,14	0,75	0,85
		Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları	11	11	1.654.850.621,28	1.580.740.793,83	-4,48	2,07	1,92
		Yabancı Borçlanma Araçları Fonları	5	5	88.791.808,79	87.671.815,25	-1,26	0,11	0,11
			93	93	17.007.269.624,07	17.965.172.295,30	5,63	21,28	21,76
	Fon Sepeti Fonları	Diğer Fon Sepeti Fonlar	3	3	164.579.139,64	145.696.414,85	-11,47	0,21	0,18
		Emtia Fon Sepeti Fonları	1	1	4.113.519,35	4.080.941,27	-0,79	0,01	0,00
		Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları	1	1	4.899.469,43	5.450.460,15	11,25	0,01	0,01
			5	5	173.592.128,42	155.227.816,27	-10,58	0,22	0,19
	Hisse Senedi Fonları	Endeks Hisse Senedi Fonları	24	24	597.333.541,35	597.200.963,23	-0,02	0,75	0,72
		Hisse Senedi Fonları	31	31	392.341.650,81	347.481.178,90	-11,43	0,49	0,42
		Yabancı Hisse Senedi Fonları	12	12	197.165.982,17	226.261.741,15	14,76	0,25	0,27
			67	67	1.186.841.174,33	1.170.943.883,28	-1,34	1,48	1,42
	Karma & Değişken Fonlar	Değişken Fonlar	109	112	4.556.246.603,32	4.480.074.722,01	-1,67	5,70	5,43
		Karma Fonlar	16	16	542.031.971,91	523.719.037,07	-3,38	0,68	0,63
			125	128	5.098.278.575,23	5.003.793.759,08	-1,85	6,38	6,06
Katılım Fonları	Kira Sertifikası Fonları	6	6	41.029.651,51	49.042.130,11	19,53	0,05	0,06	
	Yüksek Riskli Katılım Fonları	1	1	1.013.462,91	982.486,48	-3,06	0,00	0,00	
		7	7	42.043.114,42	50.024.616,59	18,98	0,05	0,06	
Kıymetli Madenler Fonları Para Piyasası Fonları		19	19	386.651.616,83	345.642.816,16	-10,61	0,48	0,42	
		35	35	13.455.573.631,49	13.507.037.737,14	0,38	16,83	16,36	
Emeklilik Fonları		Borçlanma Araçları	62	62	16.595.500.640,83	17.075.702.294,06	2,89	20,76	20,69
		Fon Sepeti Fonları	0	1	0,00	807.013,52			
		Hisse Senedi	30	30	2.931.683.925,41	2.926.295.846,34	-0,18	3,67	3,55
		Karma & Esnek Fonlar	104	104	17.782.176.485,64	18.383.259.035,04	3,38	22,25	22,27
		Kıymetli Madenler	12	12	432.616.554,29	532.397.422,54	23,06	0,54	0,64
		Para Piyasası	23	23	3.962.939.464,65	4.486.453.196,19	13,21	4,96	5,44
		Katılım Fonları	14	14	875.304.147,33	939.633.962,22	7,35	1,10	1,14
		PIYASA	596	354	79.930.471.083	82.542.391.694	3,27		
	Diğer Borçlanma Araçları Fonları (*) : Diğer Borçlanma Araçlarının Detay altıdır;								
	Diğer Borçlanma Araçları Fonları	Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	26	26	13.554.703.250,72	14.590.667.826,87	7,64	16,96	17,68
		Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	25	25	814.713.604,27	756.460.936,43	-7,15	1,02	0,92
		Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	7	7	184.049.162,52	160.320.875,42	-12,89	0,23	0,19
			58	58	14.553.466.017,51	15.507.449.638,72	6,56	18,21	18,79

SEKTÖR VERİLERİ

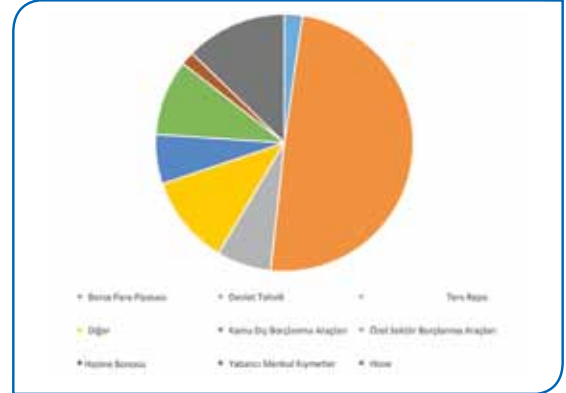
Yatırım Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	30.09.2015
Borsa Para Piyasası	5,38
Devlet Tahvili	14,31
Ters Repo	20,10
Diğer	8,61
Kamu Dış Borçlanma Araçları	2,65
Özel Sektör Borçlanma Araçları	43,69
Hazine Bonosu	0,34
Yabancı Menkul Kıymetler	1,14
Hisse	3,89



Emeklilik Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	30.09.2015
Borsa Para Piyasası	2,25
Devlet Tahvili	49,38
Ters Repo	6,83
Diğer	11,28
Kamu Dış Borçlanma Araçları	6,21
Özel Sektör Borçlanma Araçları	9,53
Hazine Bonosu	0,00
Yabancı Menkul Kıymetler	1,67
Hisse	12,73



Yatırım ve Emeklilik fonlarında
detaylı, hızlı ve pratik analizler Fonbul Plus'ta
www.fonbul.com

