

Değerli okurlar,

Dile kolay, dergimizin 40. sayısı...Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) sektörümüze kazandırdığı bu önemli ürünün ilk sayısının çıktığı Nisan 2008'den bu yana, hem Derneğimiz faaliyetlerinin anlatılması hem de sektörümüzün tanıtımı anlamında üzerine düşen görevi en iyi şekilde yerine getirdiğini düşünüyorum. Yeni düzenlemelerle çeşitlenerek, sermaye piyasamızın hızlı büyümeye en açık alanı olan kolektif yatırım araçlarını en uzman ağızdan ve en güncel haliyle dergimizde anlatma, tanıtma gayretimizi sürdüreceğiz.

Her Ocak-Mart sayısında olduğu gibi ilk sayfalarımızı yine Portföy Yönetimi Çalışan Anketi ve 10 Ekonomistin yeni yılda Türkiye Ekonomisi tahmin ve beklentilerini içeren çalışmalara ayırdık. Anketlerimize katılan kurumlara bir kez daha teşekkür ederim.

Değerli bir sektör profesyonelimiz, Portföy Yönetimi sektörümüze ilişkin değerlendirmelerini akademik kimliği ile dergimiz için kaleme aldı. Otomatik Katılım sayfamız için son durum ve değerlendirmeler Anadolu Hayat Emeklilik'ten geldi. Fon yönetimi sayfamızda İstanbul Portföy ve Azimut Portföy farklı stratejilere sahip fonları tanıttılar.

Takas İstanbul'un Altın saklama ve takasına yönelik yeni projesinin detaylarını bulacağınız makale, Borçlanma Araçları konusunda TEB Portföy'ün kaleme aldığı detaylı bir analiz, Risk Yönetimi sayfasında ise RiskActive'in mevcut mevzuatı irdeleyen çalışması dergimizin zengin içeriğinden öne çıkan bazı başlıkları oluşturuyor.

Yabancı Konuk sayfamızda Lipper'ın 2018 Avrupa Yatırım Fonları sektöründe beklenen gelişmeleri ele aldığı bir analiz yer alıyor.

Halka arzlar konusunda umutla bakılan 2018 yılını değerlendiren makaleyi Ünlü Yatırım kaleme aldı. Davranışsal Finans sayfamızda önemli bir akademik çalışmaya yer verdik: Türkiye'de Bireysel Tasarruf ve Harcama Davranışları...

Sektörün belki de en güncel konularından biri Fintech ile ilgili olarak Fintech İstanbul ve ZEKAI tarafından kaleme alınan yazılar ilginizi çekecek. Yatırım dünyasında popüler trendleri geçen sayımızdan itibaren yeni bir sayfa başlığı olarak başlatmıştık. Bu sayımızdaki yazının konusu Smart Beta. Sanat sayfamızda 2017 yılının ilgi çeken sanat etkinliklerinden bazılarını bulacaksınız. Eğitim sayfamız için yine Finansal Planlama Derneği katkıda bulundu.

Sürekli sayfalarımız Türkiye Yatırım Fonları Piyasası, Portföy Yöneticisi Gözüyle, Fon Dünyasından Haberler, EFAMA Avrupa ve Dünya İstatistikleri gündemi yakınınıza getiriyor.

Tüm okurlarımızın yeni yılını kutlarım.

Saygılarımla,

Dr. Alp Keler, CFA
TKYD Başkanı



“Yeni düzenlemelerle çeşitlenerek, sermaye piyasamızın hızlı büyümeye en açık alanı olan kolektif yatırım araçlarını en uzman ağızdan ve en güncel haliyle dergimizde anlatma, tanıtma gayretimizi sürdüreceğiz.”

içindekiler



4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 TKYD ANKET FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4. Çeyrek/2017

8 TKYD'DEN

10 PYS ÇALIŞAN ANKETİ
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2017

12 2018'de TÜRKİYE EKONOMİSİ
10 EKONOMİSTTEN 2018 YILI İÇİN TÜRKİYE TAHMİNİ

16 SEKTÖR ANALİZİ
Portföy Yönetiminin Yükselişi Doç. Dr. Engin KURUN / Piri Reis Üniversitesi

22 OTOMATİK KATILIM
Otomatik Katılımda dijital çözümlere odaklandık
M. Uğur Erkan / Genel Müdür / Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.

24 TAKAS İSTANBUL
Taşı Toprağı Altın İstanbul'dan Altın Saklama Merkezi İstanbul'a
Mahmut Kayacık / Genel Müdür, Yönetim Kurulu Üyesi / Takas İstanbul A.Ş.

26 TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI
YATIRIM FONLARI PAZARINDA 2017 YILI GÖRÜNÜMÜ
Ceren Angılı / Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon / Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

29 PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE
Kredi kaynaklı hızlı büyüme, sağlıklı bir platformda dengelenmeli
Alper Özge / Fon Yöneticisi / Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

32 YABANCI KONUK
Önümüzdeki Yol – yatırım fonları sektöründeki trendlere bir Avrupa bakışı
Detlef Glow / Head of Lipper EMEA Research / Thomson Reuters

36 BORÇLANMA ARAÇLARI
Özel sektör tahvilleri: Alternatif fonlamadan ötesi
Alen Bebiroğlu, CFA / Çoklu Varlık Yönetimi Direktörü / TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

40 RİSK YÖNETİMİ
Para ve Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Risk Yönetiminin Artan Önemi
Dr. Özge Yürükoğlu / Projeler Koordinatörü / RiskActive Yrd. Doç. Dr. Barış Akçay / Partner / RiskActive

43 FON YÖNETİMİ
İstanbul Portföy Yönetimi Bosphorist Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
Burak Üstay / Genel Müdür / İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.

44 Azimut Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu
Dr. Abdullah Selim Kunt / Yönetim Kurulu Üyesi / Azimut Portföy Yönetimi A.Ş.



16



22



29



40

OCAK - ŞUBAT - MART 2018

46 HALKA ARZLAR

2018 yılı için halka arzlar ve satın almaların görünümü
Simge Ündüz / Kurumsal Finansman Bölümü Yönetici Direktör / ÜNLÜ & Co

48 DAVRANIŞSAL FİNANS

Türkiye'de Bireysel Tasarruf ve Harcama Davranışları
Doç. Dr. Belma Öztürkcal / belma.ozturkcal@khas.edu.tr

51 KONFERANS

WBAF Dünya Melek Yatırım Forumu İstanbul'da yapılacak
Baybars Altuntaş / Dünya Melek Yatırım Forumu Başkanı (WBAF) &
Avrupa Melek Yatırım Ticaret Örgütü Başkan Yardımcısı (EBAN) &
Türkiye Melek Yatırımcılar Derneği Başkanı (TBAA)

54 FINTECH

Değişen teknoloji ile portföy yönetimi endüstrisi için değişim kaçınılmaz
Aylin Alkan / Fintech İstanbul / Londra Temsilcisi

56 Robot Danışmanlar finansal ürünlerin iş modellerini değiştirmek için geldiler
Hakan Elmas, CFA / Kurucu ortak, CFE / ZEKAI

58 YATIRIM TRENDLERİ

Factor Investing: Smart Beta ve Ötesi
Gökhan Kula, CFA, FRM / Yönetici Ortak ve CIO, Fon Yöneticisi / MYRA Capital

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

65 KONFERANS AJANDASI

66 SANAT

Sonsuzluğa 30 Saniye ve 2017 Yılıın En İyi Sergileri
Doç. Dr. Evren Bolgün / Ekonomist/Stratejist

68 EĞİTİM

Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır?
Alparslan Budak / Başkan Yardımcısı Finansal Planlama Derneği / Yönetim Kurulu Üyesi,
Uluslararası Yatırımcı Eğitimi Forumu

71 Ülkemizde yeni bir girişim: Trader Koçluğu
Deniz Başkaynak / Kurucu ve Trader Koçu / Performind Zihin Odaklı Performans ve
Trader Koçluğu / www.performind.com

72 YATIRIMCI KİTAPLIĞI Derleyen: Levent Gürses

74 EFAMA

Avrupa Yatırım Fonları Sektörü 2017 3.Çeyrek Görünümü
Dünya Yatırım Fonları Varlıkları ve Satış Verileri

76 TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

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, CFA
Didem Çankaya Ural
Mehmet Ali Ersarı
Murat İnce
Sadettin Yalman
Selçuk Seren

Danışma Kurulu
Dr. Alp Keler, CFA
Namık Aksel
Emir Alpay
Fatih Arabacıoğlu
Gür Çağdaş
Tantuk Taner Çelik
Tevfik Eraslan
Bengi Subaşı Gerçek
Osman Gökten
Murat Gülkan
Özgür Güneri
Mahmut Kaya
Avşar Sungurlu
Alim Telci
Dr. Gürman Tefik
Selim Yazıcı

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

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

Yönetim Adresi
KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş.
İş Kuleleri 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
Tel: 0212 321 2171

Baskı
Şekil Ofset A.Ş.
Tel: 0212 565 77 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.

FON KURULUŞLARI, PYS FAALİYET İZİNİ, SERMAYE ARTIŞI*

1. Kare Portföy Yönetimi A.Ş. Değişken Şemsiye Fon kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

2. KT Portföy Yönetimi A.Ş. Miraj Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

3. Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ve Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş. Buket Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgelerinin onaylanması talebi olumlu karşılandı. Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Akaryakıt Sektörü Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun katılma payları ihracına ilişkin ihraç belgesi onaylandı.

4. İş Portföy Yönetimi A.Ş.

Altyapı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

5. 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 1.000.000 TL başlangıç sermayeli **Oragon Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.** kuruluşuna izin verildi.

6. Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4. maddesinin birinci fıkrası çerçevesinde faaliyet gösterebilmesini teminen ve unvanının Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. olarak değiştirilmesi amacıyla esas sözleşmesinin tadil edilmesi ile yatırım danışmanlığı yetki belgesi verilmesi talepleri olumlu karşılandı.

7. Actus Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 25.000.000 TL kayıtlı ser-

maye tavanı içerisinde 5.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 6.000.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.

8. Ata Portföy Yönetimi A.Ş. Değişken Şemsiye Fon kuruluşuna izin verildi.

9. RE-PIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Maslak 1453 Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesi onaylandı.

10. Troya Portföy Yönetimi A.Ş.'nin kayıtlı sermaye tavanının 4.000.000 TL'den 10.000.000 TL'ye artırılması ve eşanlı olarak 4.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 4.750.000 TL'ye artırılması amacıyla esas sözleşmesinde yapılacak değişiklik olumlu karşılandı.

11. Oyak Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 4.250.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 6.750.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.

12. 24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 3.500.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 3.750.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.

13. RE-PIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Avrasya Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu ve REPIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Avrupa Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgeleri onaylandı.

14. İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Bosphorist Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebi olumlu karşılandı.

15. Aşağıda unvanları yer alan emeklilik yatırım fonlarının kuruluşlarına izin verilmesi ve söz konusu fonların paylarının Kurul kaydına alınması talepleri olumlu karşılandı:

Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, BNP Paribas Cardif Emeklilik

A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Groupama Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Groupama Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Standart Emeklilik Yatırım Fonu, Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. OKS Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu.

16. Aşağıda unvanına yer verilen fonların katılma paylarının ihracına ilişkin izahnamenin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

Fonun Ünvanı
Ak Portföy %100 Anapara Koruma Amaçlı Yirminci Fon
Halk Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu
Deniz Portföy Frs Serbest Özel Fon
Ak Portföy ING Bank Özel Bankacılık ve Platinum Fon Sepeti Özel Fonu
Garanti Portföy ING Bank Özel Bankacılık ve Platinum Değişken Özel Fon
Fokus Portföy Forest Serbest Fon
Actus Portföy Lidya Serbest Fon
Gedik Portföy Ege Serbest Özel Fon
Hedef Portföy Kuzey Serbest Fon
İstanbul Portföy Dördüncü Serbest Fon
Deniz Portföy Esmeser Serbest Özel Fon
Garanti Portföy Mutlak Getiri Hedefli Değişken Fon
Garanti Portföy İkinci Fon Sepeti Fonu
Qinvest Portföy İkinci Serbest Fon

17. Vera TYT Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.

18. KT Portföy Yönetimi A.Ş. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verildi.

19. Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebi olumlu karşılandı.

20. RE-PIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 3.750.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 4.000.000 TL'ye çıkarılması talebi olumlu karşılandı.

21. ICBC Turkey Portföy Yönetimi A.Ş.'nin yatırım danışmanlığı faaliyet izni ile yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.



FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1.Çeyrek/2018

Yeni yıla girerken favori yatırım aracı hisse senedi

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği **“Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”**ne göre, yeni yılın ilk çeyreğinde öne çıkan yatırım aracı hisse senedi olacak. Fon yöneticilerinin borsada sektör tercihleri bankacılık, perakende ve petrokimya olarak sıralandı. Hisse senedi yoğun yatırım fonları yine favori.

En fazla takip edilecek ekonomik veri ise enflasyon...

Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti 2018 1. Çeyrek Anketi, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinden oluşan 19 fon yöneticisinin katılımıyla 20-27 Aralık 2017 tarihleri arasında gerçekleştirildi.

Yeni yıla girerken ABD Merkez Bankası kararları yine belirleyici

Piyasalarda belirleyici olacak etken	%
FED para politikası kararları	36
İç siyasi gelişmeler	11
Avrupa'da ekonomik ve siyasi gelişmeler	5
Dış siyasi gelişmeler ve Orta Doğu	11
TCMB para politikası kararları	16
Çin ve Uzakdoğu ekonomik verileri	-
Diğer	21

ABD Merkez Bankası'nın (FED) para politikasına ilişkin kararlar yeni yıla girerken de fon yöneticileri tarafından piyasalarda en önemli belirleyici faktör olarak belirtildi. Beklenti anketine katılan fon yöneticilerinin %36'sı bu yönde görüş belirtti. Anketin diğer faktörler seçeneğine gelen dört cevabın ikisi şirketlerin kar beklentileri, biri ABD'de ekonomik gelişmeler ve bir diğeri de enflasyon olarak yer aldı.

Hisse senedi yeni yılın ilk çeyreğinde öne çıkıyor

Yatırım aracı hangisi olur?	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	5
Hisse senedi	48
Altın	5
Özel sektör tahvili	21
Euro/Dolar	5
Emtia	-
Uzun vadeli tahvil	-
Eurobond	16

Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi'ne katılanların %48'i yeni yılın ilk çeyreğinde yatırım aracı tercihlerinin hisse senedi olacağını belirtti. En yakın takip eden yatırım aracı ise %21 ile özel sektör tahvili oldu.

Enflasyon yine en önemli gösterge

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?

	%
Enflasyon	58
Büyüme	11
Cari açık	-
Döviz kuru	26
Bütçe açığı	5
Petrol fiyatları	-
Diğer	-

Fon yöneticilerinin takip edeceği en önemli ekonomik göstergelyi sorgulayan anket sorusuna verilen cevaplar, 2017 yılının son iki çeyreğindeki sonucun değişmediğini ortaya koydu. Katılımcıların %58'inin belirttiği Enflasyon yeni yılın ilk çeyreği için de en önemli gösterge oldu. Döviz kuru %26 ile izledi.

Avrupa piyasalarından yüksek performans beklentisi sürüyor

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?

	%
ABD	26
Avrupa	42
Gelişmekte olan piyasalar	32
Diğer	-

Fon yöneticileri, küresel hisse senedi piyasalarında beklenen en iyi performansa yönelik olarak Avrupa piyasalarını tercih etmeye devam edecek. Anket katılımcılarının %42'si ilk çeyrekte en iyi performansı Avrupa'dan beklediklerini belirtirken, gelişmekte olan piyasalar %32, ABD %26 oy aldı.

YATIRIM ARAÇLARI 2018 1. ÇEYREK VE YIL SONU TAHMİNLERİ

Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	13	13,75	11,5
Yılsonu	12,9	15	10,5

BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	115,000	120,000	106,000
Yılsonu	124,500	140,000	100,000

Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	4,6	4,75	4,43
Yılsonu	4,8	5,15	4,15

TCMB politika faiz oranı (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	12,62	13,5	8
Yılsonu	11	14	8

ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	3,89	4	3,72
Yılsonu	4,1	4,4	3,5

Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	4,24	4,37	4,07
Yılsonu	4,45	4,77	3,82

12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
12 aylık enflasyon	10	12	8

Altın ve Petrolde yatay seyir beklentisi devam ediyor

Yön	Altın	Brent Petrol
YUKARI	%32	%32
AŞAĞI	%21	%16
YATAY	%47	%52

2017 son çeyreğinde olduğu gibi Altın ve Petrol için yeni yılda da yatay seyir tahminleri yapıldı. Anket katılımcılarının %52'si Petrol için, %47'si de Altın için ilk çeyrekte yatay seyir beklediklerini belirttiler.

Her iki emtada da yukarı hareket bekleyenlerin oranı %32 oldu. Altın için aşağı yönde hareket bekleyenler %21 olurken, petrolde %16'da kaldı.

Yeni yıla girerken hisse senedi fonları favorisi

Fon Türü	Katılımcı sayısı	%
Borçlanma Araçları	7	37
Hisse Senedi	13	68
Kıymetli Madenler	4	21
Fon Sepeti	8	42
Para Piyasaları	6	32
Katılım	-	-
Değişken	9	47
Serbest	5	26
Diğer	2	11

Yılın ilk çeyreğinde yatırım fonu türü tavsiyelerinin başında Hisse Senedi Fonları yer alacak. Anket katılımcılarının %68'i tavsiye listesinde bu türe yer verdi. Değişken fonlar %47 ora-

nında yer alırken, Fon Sepeti fonları %42 ile dikkat çakti. Katılımcıların en fazla üç fon türü belirttiği ankette, Borçlanma Araçları Fonları da %37 oy aldı. Diğer seçeneğini işaretleyen katılımcıların tercihleri ise Özel Sektör Tahvili Fonu ve Eurobond Fonu olarak belirtildi.

Banka, perakende ve petrokimya sektörü hisseleri favorisi

İlk çeyrekte fon yöneticilerinin borsada sektör tercihlerinin başında bankacılık sektörü hisseleri yer aldı. 2017 yılında listenin gerisinde kalan banka hisselerinin tekrar cazip görülmeye başladığını ortaya koyan anket sonuçlarına göre, perakende ve petrokimya hisseleri de en fazla tercih edilen diğer iki sektör olarak takip etti.



14 – 15 Kasım 2017'de Wyndham Grand Hotel 'de gerçekleşen Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi 2017 Geleceğimiz İçin Büyüme konferansında TKYD Başkanı Dr. Alp Keler, "Birikimlerimiz Portföy Yönetimi ile Değer Kazanıyor" başlıklı oturumda Moderatör olarak yer aldı.



TKYD geleneksel Yeni Yıl Kokteyli 26 Aralık 2017 akşamı Levent Şans Restaurant'ta yapıldı

YENİ



Mayıs Çiçeği ve Hazine Yelkenlileri

Geçmişten günümüze paranın epik hikâyesi ve küresel ekonominin geleceği

Yusuf A. Kalyoncuoğlu

"İlk kıtalararası keşif seferlerini, Coğrafi Keşifler'den çok önce, döneminin dünya devi olan Çin 1405 yılında başlatmıştı. Çin, Avrupalı benzerlerinden on kat daha büyük *Hazine Yelkenlileri* adı verilen gemilerle Hint Okyanusu çevresine ve Afrika kıyılarında sayısız sefer düzenledi, ancak Çin eli boş döndü. Avrupa ise Coğrafi Keşifler'le ekonomisini zirveye taşıyacak zengin kaynaklara ulaştı ve dünya tarihini seyrini değiştirdi. İlk yerleşimcileri Amerika kıtasına taşıyan *May Flower* (Mayıs Çiçekleri) adlı gemi, yeni kaynaklara ulaşmanın ve zenginliğin simgesi olarak görüldü.

"Çin'in başarısızlığı, Doğu ve Batı olarak kutuplaşan dünya ekonomisinde Doğu'nun da yenilgisine anlamına geliyordu. Ekonomik alandaki bu yenilginin ardından derin bir uykuya gömülen Çin, dünya sahnesine ancak yüzyıllar sonra dönebildi. Ve bu, dünya ekonomisinde yeni ve büyük bir savaşın başlangıcını oluşturdu..."

ISBN
978-605-9248-40-2

FIYATI
35 TL (KDV dahil)
268 sayfa

DİLİ
Türkçe

EDİTÖR
Cengiz Ayvaz

YAYINEVİ
SCALA



İstiklal Caddesi, Han Geçidi Sokak,
116/3B - 34430/Galatasaray-Beyoğlu
Tel: 0 212 251 51 26
Faks: 0 212 245 28 43
www.scalakitapci.com
scala@scala.com.tr

YENİ



Olağanüstü Kitlesele Yanılıgılar ve Kalabalıkların Çılgınlığı & Karışıklığın Karmaşası

Charles Mackay, Joseph De La Vega

Martin S. Fridson'un günümüze dair perspektifiyle...

Bu kitap ticari hileler ve kitle davranışlarının finansal piyasalar üzerindeki kimi zaman neselendirilen, kimi zaman kahreden etkisini keşfetmek için, iki ebedi yatırım klasijini birbirleriyle ilişkilendirmektedir. *Olağanüstü Kitlesele Yanılıgılar ve Kalabalıkların Çılgınlığı & Karışıklığın Karmaşası*, bizi 1834'deki Lale Çılgınlığı'ndan -lalelerin altından daha yüksek fiyata alınıp satıldığı dönem- alıp, 1720'deki South Sea "balonu"na ve ötesine götürmektedir. Menkul kıymet uzmanı Martin S. Fridson, ilginç, eğlendirici ve kesinlikle entrikacı bir geçmişe yapacağınız yolculukta, size rehberlik etmektedir.

"Yatırım Üzerine Yazılmış En İyi On Eser Arasında" - *Financial Times*

"Piyasa insanı şaşırtmaktan ve elindeki avucundakini almaktan asla vazgeçmez. Bu iki saygın eser, menkul kıymetler piyasası üzerine yazılmış en değerli kitaplar listesinin vazgeçilmezleri arasında yer almaya, yatırımcılar da onlara inanmaya devam etmektedir."

-Martin S. Fridson'un Sunuş Yazısından

"Kitle psikolojisi ve dolayısıyla finansal piyasalar üzerine yazılmış en önemli kitap. Piyasaları öğrenmek isteyenler ve insan davranışlarının uc boyutlarıyla ilgilenen herkes, bu kitabı mutlaka okumalı!"

-Ren Isasna, CNBC

"*Olağanüstü*" ile "Çılgınlık"ı birbirleriyle ilişkilendirmenin sonucunda ortaya, olağanüstü bir çılgınlık çıkmamış. Tam tersine kitap, kalabalığı takip etmenin tehlikelerini çağdaş yatırımcının zihnine büyük bir açıklıkla yerleştiriyor."

-Greg Hebertin, *The Seattle Times*

ISBN
9786059248358

FIYATI
44 TL (KDV dahil)
268 sayfa

DİLİ
Türkçe

CEVİRİ
Ali Perşembe
Levent Cinemre

YAYINEVİ
SCALA



İstiklal Caddesi, Han Geçidi Sokak,
116/3B - 34430/Galatasaray-Beyoğlu
Tel: 0 212 251 51 26
Faks: 0 212 245 28 43
www.scalakitapci.com
scala@scala.com.tr

 **SCALA** Kitapçı
Şşşt... Okuyorum!

her kitap
başka bir
yolculuk...

www.
scalakitapci.
com

Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırımcı'nın 39. sayısında (Ekim-Aralık 2017) Fon Dünyası sayfalarında yayınlamış bilgilerden oluşan soruların doğru cevaplarını

13 Nisan 2018 tarihine kadar info@kyd.com.tr adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

1- İspanyol fon yöneticisi Cobas'ın finans kültürünün yaygınlaşması için başlattığı projesinin adı nedir?

2- The Food for Generations fonunu kim kurdu?

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2017

Portföy Yönetimi Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çalışan profilini ortaya koyup, sektörün büyüme trendine ilişkin verileri oluşturmayı amaçlayan ve ilki 2009 yılında gerçekleştirilen **Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi'ne** 2017 yılı için toplam 15 portföy yönetim şirketi ve üç gayrimenkul portföy yönetim şirketi katıldı.

ŞİRKETLERİN FAALİYET ALANLARI:

Ankete katılan kurumların 14'ü yatırım fonu, 11'i de emeklilik yatırım fonu faaliyetinde bulunduğunu bildirdi. Borsa Yatırım Fonu sadece iki kurum tarafından belirtilen faaliyet alanı olarak dikkat çekti. Özel portföy yönetimi yapan kurumların sayısı 13 olurken, Yatırım Danışmanlığı faaliyeti ise yedi kurum tarafından belirtildi. Ankette yer alan tüm alanlarda faaliyet gösteren şirket sayısı ise iki oldu. (Tablo 1)

Tablo 1: Faaliyet Alanları	Şirket sayısı
Yatırım Fonu	14
Emeklilik Yatırım Fonu	11
Borsa Yatırım Fonu	2
Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar	5
Özel Portföy Yönetimi	13
Yatırım Danışmanlığı	7
Diğer	1



ÇALIŞANLARA VE DEPARTMANLARA İLİŞKİN BİLGİLER:

Tablo 2: Personelin pozisyonlarına göre dağılımı	Kişi sayısı
Üst düzey yönetici (Müdür ve üstü)	88
Portföy Yöneticisi	115
Yatırım Danışmanı	15
Kurumsal İletişim/İş Geliştirme/Pazarlama/Satış	43
Araştırma	22
Operasyon/Bilgi İşlem	44
Mali ve İdari İşler	53
Risk Yönetimi/Denetim/Teftiş	49
Diğer	12

Tablo 3: Cinsiyet dağılımı	Kişi sayısı
Kadın	158
Erkek	272
Toplam	430

Tablo 4: Yaş dağılımı	Kişi sayısı
18-29	58
30-39	194
40-49	157
50 ve üzeri	21

Tablo 5: Eğitim durumu	Kişi sayısı
Lise ve altı	27
Lisans	221
Lisansüstü	172
Doktora	10

Tablo 6: 2017 yılında personel sayısında değişim	
Personel sayısında artış	22
Personel sayısında azalış	7
Personel sayısı değişmeyen kurum sayısı	6

Tablo 7: Dışarıdan alınan hizmet	Şirket sayısı
Bilgi İşlem/IT	11
Fon Hizmeti	9
Risk Yönetimi	7
Araştırma	4
İç Kontrol	3
İnsan Kaynakları	2
Hukuk	2
Gayrimenkul değerlendirme	2

DIŞARIDAN ALINAN HİZMETLER:

Dışarıdan alınan hizmetlerin başında Bilgi İşlem/IT hizmetleri yer alarak ilk kez Fon Hizmeti'nin önüne geçti. Üçüncü sırayı yine Risk Yönetimi aldı. Denetim, vergi mevzuat/ danışmanlık, finansal danışmanlık, eğitim birer kurum tarafından belirtilen alanlar oldu.

10 EKONOMİSTTEN 2018 YILI İÇİN TÜRKİYE TAHMİNİ

Ekonomistlere göre, 2018 yılında küresel ölçekte yüksek risk iştahı ve büyümenin süreceği beklentileri Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalara olumlu yansıtılabilecek. Merkez Bankalarının politikaları yine yakından takip edilirken, jeopolitik gelişmeler de önemli bir faktör olmayı sürdürecektir. Geçen yıl kamunun ekonomiyi destekleyen politikalarının seyri de belirleyici olarak değerlendiriliyor.



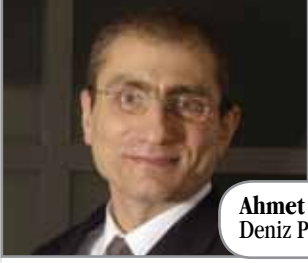
Gözde İter Çağal
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

“Ekonomik aktivitenin olağan koşullarına girmesi, yüksek enflasyon temasını bir miktar törpüleyecektir. Bu ortamda yegâne risk faktörünün gelişmiş ülkeler tarafında arz kaynaklı sınırlı enflasyon artışı ve merkez bankalarının bu duruma vereceği muhtemel politika tepkisinin olduğu söylenebilir.”

Küresel büyüme teması ile ılımlı enflasyon görünümü, gelişen ülke ekonomilerine yeni yılda elverişli bir ortam yaratacak nitelikte... Küresel likidite bolluğunun hız kesse de 2018 yılında da devam edeceği algısı güçlü risk iştahını destekliyor. Dolayısıyla, küresel şartların bizim piyasalarımız açısından olumlu olduğunu söyleyebiliriz. Ancak, 2017'nin kamu tarafının sıra dışı önlemleri ile büyüme açısından çok parlak bir yıl olması, 2018'de bu durumun aynı ölçekte tekrarını güç kılıyor. Ekonomik aktivitenin olağan koşullarına girmesi, yüksek enflasyon temasını bir miktar törpüleyecektir. Bu ortamda yegâne risk faktörünün gelişmiş ülkeler tarafında arz kaynaklı sınırlı enflasyon artışı ve merkez bankalarının bu duruma vereceği muhtemel politika tepkisinin olduğu söylenebilir.

2018 tahminleri	Büyü- me%	\$/TL Yılsonu	\$/TL Yıl içi En Düşük	\$/TL Yıl içi En Yüksek	€/Ş Yılsonu	€/Ş Yıl içi En Düşük	€/Ş Yıl içi En Yüksek	TÜFE	CARİ AÇIK MLYRS
Gözde İter Çağal/ AK Portföy	5	4,16			1,18			9,3	46
Ahmet Levent Alkan/ Deniz Portföy	4							9,80	48
Burak Kanlı/ Finans Yatırım	4,7	4,18	3,70	4,25	1,17	1,13	1,21	9,5	39
Nihan Ziya Erdem/ Garanti Yatırım	4-4,5							9	50
Erol Gürcan/ Gedik Yatırım	4	4,02	3,55	4,10	1,22	1,10	1,30	8,5	45
Banu Kıvıncı Tokal/ Halk Yatırım	4	3,98	3,65	4,05	1,20	1,15	1,25	8,7	46
İbrahim Aksoy/ HSBC Portföy	5	4,17						9,9	49
Nilüfer Sezgin/ İş Portföy	4	4,20			1,20			9,7	45,4
Serkan Gönenciler/ Şeker Yatırım	3,5	4,05	3,70	4,15	1,13	1,13	1,20	9,5	47,5
Pınar Uğuroğlu/ TEB Portföy	4	4,04			1,23			9	43,7

Kurumlar alfabetik olarak sıralanmıştır.



Ahmet Levent Alkan
Deniz Portföy

“Hükümetin teşvikleriyle tamamlanan 2017'nin ardından 2018 yılında Euro bölgesinin ılımlı toparlanması, FED'in faiz artışlarını sürdürmesi ve jeopolitik gelişmelerin şekillenmesi gibi parametreler önemli olacak.”

IMF tahminine göre, dünya ticaret hacmi 2018'de %4,0 ve DTÖ tahminlerine göre de %3,2 oranında artacak. Bu kümülatifte Türkiye ekonomisini dış ticarete monoton bir yıl bekliyor. Toplam dış ticaret hacmimizin milli gelire oranı %45'ler düzeyinde seyrediyor. 2015 yılında \$12.07 Milyar olan “doğrudan yabancı yatırımlar” 2016 yılında \$7.36 Milyar'a geriledi. 2017'nin Ocak-Eylül kapanışında ise \$5.09 Milyar'da kaldı. Sektörel bazda doğrudan yatırımlarda “Hizmet/Sinai” oranındaki artış sanayi yatırımlarındaki duraksamayı işaret ediyor. 2015/ 1.1, 2016/ 1.4 ve 2017 Eyl/ 1.77 şeklinde seyrederken, enerji yatırımları dışında doğrudan yabancı yatırımlarda artış da bulunmuyor. Hükümetin teşvikleriyle tamamlanan 2017'nin ardından 2018 yılında Euro bölgesinin ılımlı toparlanması, FED'in faiz artışlarını sürdürmesi ve jeopolitik gelişmelerin şekillenmesi gibi parametreler önemli olacak.



Burak Kanlı
Finans Yatırım

“2018 yılının makro anlamda normalleşme yılı olmasını bekliyorum. Yani, büyümenin daha ılımlı hale geldiği, kredi büyüme hızının normal seviyelere döndüğü, enflasyonun bununla ilintili biçimde bir miktar düştüğü, cari dengenin altın ithalatındaki normalleşmeyle düzeldiği bir yıl...”

2017 yılı tüm makro göstergelerin beklentilerin ve geçmiş ortalamaların çok üstüne çıktığı bir yıl oldu. Büyüme, enflasyon, faizler, cari denge... 2018 yılının makro anlamda normalleşme yılı olmasını bekliyorum. Yani, büyümenin daha ılımlı hale geldiği, kredi büyüme hızının normal seviyelere döndüğü, enflasyonun bununla ilintili biçimde bir miktar düştüğü, cari dengenin altın ithalatındaki normalleşmeyle düzeldiği bir yıl... Bu yıl, jeopolitik gelişmeler ve diğer ülkeler ile ilişkiler finansal piyasalar ve ekonomi için hem riskleri hem de fırsatları barındıran hususlar olmaya devam edecek. 2018 yılı için bence en kritik alan ise kamu dengesi olacak. Kamu, gerek yarattığı yatırım talebi gerekse özel sektöre verdiği destekler ile oyunun içinde olmaya devam edecek. Ancak özel sektör talebindeki bir yavaşlama veya küresel sermaye hareketlerindeki zayıflama, bütçe açığı ve faizler üzerinde yüksek oranda olumsuz etkide bulunabilir.



Nihan Ziya Erdem
Garanti Yatırım

“2018 yılında hem tüketim hem de yatırım harcamalarındaki artışın büyüme destekleyeceğini düşünüyoruz. Öte yandan kamunun ekonomiyi destekleyen politikalarının 2018 yılında da devam etmesini bekliyoruz.”

Türkiye ekonomisi, beklentilerin üzerinde 2017 yılının ilk üç çeyreğinde yıllık %7.4 büyüdü. Bu büyümede vergi indirimleri, KGF'den sağlanan kredi imkanı, AB'ye ihracat ve turizm sektöründeki toparlanma etkili oldu. Bu etkilerle 2017 yılında büyümenin %7'ye yakın olduğunu tahmin ediyoruz. 2018 yılında ise normalleşen ekonomik aktivite ile büyümenin %4-4.5 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz. 2018 yılında hem tüketim hem de yatırım harcamalarındaki artışın büyüme destekleyeceğini düşünüyoruz. Öte yandan kamunun ekonomiyi destekleyen politikalarının 2018 yılında da devam etmesini bekliyoruz. 2017 yılında enflasyon son yılların en yüksek seviyesine çıktı. Manşet enflasyonun 2018 yılsonunda %9 seviyesine düşmesini bekliyoruz. TL'nin reel bazda değer kaybetmeyeceğini düşündüğümüz 2018 yılında, gıda ve çekirdek enflasyonun aşağı yönlü bir eğilimle manşet enflasyona yakın seyredeceğini tahmin ediyoruz. Yıl genelinde Brent petrol fiyatlarının varil başına ortalama 65 ABD Doları olacağı varsayımı ile cari işlemler açığının 2018 yılında genişlemeye devam ederek \$50 milyar'a yaklaşmasını bekliyoruz.

2018'de TÜRKİYE EKONOMİSİ



Erol Gürcan
Gedik Yatırım

“2018 yılında bir miktar yumuşak iniş öngörmekle birlikte büyümenin güçlü olarak nitelenebilecek seviyelerde devam etmesini bekliyoruz. 2017 sonu itibarıyla baz etkisinin olumluya dönmesinin beklendiği enflasyonda, yılın ilk yarısında yeniden tek hanelere döneceğini öngörmekteyiz.”

Son yıllarda yaşanan iç ve dış negatif şokların ardından, ekonomi ve finansal piyasaları destekleme yönünde atılan adımların katkısıyla 2017 yılında oldukça güçlü bir büyüme performansı yakalandı. Bu durumun yüksek bir baz oluşturmaması ve 2017 yılındaki ekstra destekleyici adımların 2018 yılında önemli ölçüde normale dönecek olması nedeniyle, 2018 yılında bir miktar yumuşak iniş öngörmekle birlikte büyümenin güçlü olarak nitelenebilecek seviyelerde devam etmesini bekliyoruz. 2017 sonu itibarıyla baz etkisinin olumluya dönmesinin beklendiği enflasyonda, yılın ilk yarısında yeniden tek hanelere döneceğini öngörmekteyiz. Özellikle, büyüme performansı ile gıda fiyatları ve kur kaynaklı gelişmelerin, enflasyon tarafında tek haneli seviyelerin kalıcı olup olmayacağını belirleyeceğini düşünüyoruz. Yıllar itibarıyla büyümenin hızlı seyrettiği dönemlerde artış gösteren cari açık ile 2018 – 2020 OVP ile birlikte yukarı yönlü önemli revizenin yapıldığı bütçe açığının seyri de 2018'de yakından takip edilecek başlıklar arasında olacak. Cari açık/GSYH ve bütçe açığı/GSYH oranları tarafında önemli bir bozulma öngörmemekle birlikte; özellikle mali çıpanın korunduğu algısının korunmasının son derece kritik olduğunu düşünüyoruz.



Banu Kıvıncı Tokalı
Halk Yatırım

“Gelişmiş ekonomilerde enflasyonun ılımlı seyri ve merkez bankalarının likidite desteğini çekmede gösterdiği tedirginlik, küresel risk iştahı açısından gelişen piyasaları ön planda tutmaya devam edecek önemli bir unsur.”

Bu yıl kadar güçlü olmamakla ve daha fazla dalgalanma içermesi muhtemel görünmekle birlikte, 2018 yılında da destekleyici küresel düşük faiz ortamının devam edebileceğini düşünüyoruz. Gelişmiş ekonomilerde enflasyonun ılımlı seyri ve merkez bankalarının likidite desteğini çekmede gösterdiği tedirginlik, küresel risk iştahı açısından gelişen piyasaları ön planda tutmaya devam edecek önemli bir unsur.

Böyle bir küresel ortamda da, enflasyonda en kötünün geride kaldığını düşündüğümüz, büyüme hızı yavaş dünya ekonomisinde dikkat çekmeye devam eden, petrol fiyatlarının ılımlı görünümü altında enerji ithalatçısı olmanın avantajıyla cari açığı sürdürülebilir seviyelerde tutabilecek, bu yıl yaşanan artışa karşın bütçe açığı uluslararası karşılaştırmalarda oldukça düşük seviyelerde bulunan Türkiye ekonomisi, yabancı yatırımlar için cazip görünmeye devam edebilecektir.

Nitekim, üçüncü çeyrek sonundan itibaren diğer gelişen ekonomilerden olumsuz ayrılan piyasa dengelerinin son dönemde gösterdiği dikkat çekici toparlanma hareketi, bahsettiğimiz bu olumlu dinamiklerin bir yansıması olarak görülebilir. Ancak, iyileşme hareketinin korunmasında, iç ve dış ekonomik ve finansal dengelerin gelişimine uyumlu para ve maliye politikalarının uygulanmaya devam edilmesinin kritik öneminin de göz ardı edilmemesi gerekiyor.



İbrahim Aksoy
HSBC Portföy

“TCMB'nin para politikası duruşu ve piyasanın yurtiçi risk algısı 2018'de de ekonomik aktivite ve finansal varlık fiyatları açısından birinci derece önemde olacak görünüyor. Bu konulardaki gelişmelerin tahminlerde değişikliğe neden olabileceğini şimdiden belirtelim.”

Ekonomi yönetimi, son çeyrekte TL'de yaşanan oynaklığın ekonomi üzerindeki olumsuz etkisinin minimuma indirilmesi için Kredi Garanti Fonu'nun 2018'de aynı büyüklükte devam edeceğini ve yeni istihdam teşviklerini açıkladı. Atılan adımlar 2018'de de ekonomik aktiviteye olumlu yansımalar görünüyor. Fakat 2018'de KGF etkisinin azalmasıyla kredi büyümesi yavaşlayabileceği için büyümede yavaşlama görülebilir. HSBC Portföy olarak büyümenin 2017'deki %6.8'den 2018'de 5.0'e yavaşlayabilecek olsa da görece yüksek seyretmesini öngörüyoruz. Fiyatlama davranışında bozulma ve TL'de değer kaybının gecikmeli etkisiyle enflasyonun 2018'de görece yüksek seyredeceğini ve yılı %9.9'da biteceğini tahmin ediyoruz. Cari açığın ise petrol fiyatındaki artışın da etkisiyle 44 milyar dolardan (%5.2) 49 milyar dolara (%5.4) yükseleceğini öngörüyoruz. HSBC Portföy olarak Dolar/TL ve Euro/TL için 2018 sonu tahminlerimiz sırasıyla 4.17 ve 5.00 seviyesinde bulunuyor. TCMB'nin para politikası duruşu ve piyasanın yurtiçi risk algısı 2018'de de ekonomik aktivite ve finansal varlık fiyatları açısından birinci derece önemde olacak görünüyor. Bu konulardaki gelişmelerin tahminlerde değişikliğe neden olabileceğini şimdiden belirtelim.



Nilifer Sezgin
İş Portföy

“ Küresel görünümün yurt içinde büyümeye ve dış finansman koşullarına olumlu yansımaları beklenmektedir. Kredilerdeki normalleşme ve yüksek baz etkisi ile Türkiye ekonomisinin büyüme hızında bir yavaşlama öngörülürken, kamunun destekleyici rolünün süreceği ve ihracat kanalının lehte işleyeceği tahmin edilmektedir. ”

2018 yılında küresel büyüme hızının artacağı öngörülmektedir. Gelişmiş ülkelerde gevşek para politikalarından çıkış sürecinin tarihsel kıyaslamalarda oldukça yavaş bir şekilde ilerleyecek olması ve merkez bankalarının etkin beklenti yönetimi sayesinde uzun vadeli tahvil faizlerindeki yükselişin sınırlı kalması beklenmektedir. Bu durum getiri arayışları ile gelişmekte olan ülkelere yönelen yatırımları destekleyebilecektir. Küresel görünümün yurt içinde büyümeye ve dış finansman koşullarına olumlu yansımaları beklenmektedir. Kredilerdeki normalleşme ve yüksek baz etkisi ile Türkiye ekonomisinin büyüme hızında bir yavaşlama öngörülürken, kamunun destekleyici rolünün süreceği ve ihracat kanalının lehte işleyeceği tahmin edilmektedir. Jeopolitik ve siyasi belirsizliklerin derinleşmediği durumda, döviz kurunda kalıcı oynaklıklar beklenmezken, 4,20 dolar/TL seviyesine doğru değer kaybının sürebileceği değerlendirilmektedir. Bu varsayımlar altında enflasyondaki düşüşün sınırlı kalarak seneyi %9,7 ile bitirmesi mümkün görünmektedir ve bu katılık bir faiz artırımını daha gerektirebilecektir. Küresel konjoktüre bağlı olarak reel faizde yükseliş yaşanabileceği değerlendirilmekte ve iki yıllık tahvillerde %12,8 seviyesi öngörülmektedir. 2017 yılında hızla artan altın ithalatının normalleşmesi sayesinde cari dengede 45 milyara doğru sınırlı bir genişleme öngörülmektedir.



Serkan Gönençler
Şeker Yatırım

“ Türkiye’de KGF ve hükümetin mali teşviklerinin yardımıyla güçlü büyüme eğilimi, buna karşın kurdaki volatilitenin etkisiyle çok yüksek seyreden enflasyon ve devam eden dış kırılganlıklar öne çıkıyor. ”

Finansal piyasalarda, bir yıl önceki tedirgin ruh halinin aksine, küresel ölçekte senkronize büyüme sürecinin desteği ve gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında normalleşme eğilimine karşın, destekleyici duruşlarını sürdüreceğine yönelik beklentilerle risk iştahı yüksek seyrediyor. Jeopolitik risklerin azalacağı ve Çin’in bir miktar yavaşlansa da güçlü büyüme eğilimini koruyacağı düşüncesi de risk iştahını destekliyor. Türkiye’de ise KGF ve hükümetin mali teşviklerinin yardımıyla güçlü büyüme eğilimi, buna karşın kurdaki volatilitenin etkisiyle çok yüksek seyreden enflasyon ve devam eden dış kırılganlıklar öne çıkıyor. ABD ve AB ile ilişkilerin durumu da önemli bir risk faktörü. 2018’de KGF desteğinin azalması, kredi/mevduat oranının %125’in üzerinde seyretmesi ve yurtdışından borçlanmanın da birkaç yıl önceye göre kısıtlı kalması nedeniyle büyüme %3,5 civarına gerileyebilir. Politik ve jeopolitik riskler, TCMB’nin para politikası duruşuna ilişkin belirsizlikler ve dış finansman ihtiyacımız, kurlarda yıl boyu volatilité yaratma potansiyeli taşısa da, TL’nin reel anlamda tarihi dip seviyelerine yakın seyretmesi nedeniyle, 2016 ve 2017’deki kadar aşırı değer kaybı süreci beklemiyoruz. Enflasyonun ise baz etkisi ile önümüzdeki birkaç ayda gerilese de, yıl boyu çift hane ya da çift haneye yakın seviyelerde seyretmesini ve yılı %9,5 civarında bitirmesini bekliyoruz.



Pinar Uğuroğlu
TEB Portföy

“ Türk Lirasının döviz sepetine karşı geldiği değeri “pahalı” olarak algılamak mümkün olmadığından 2018 yılı içinde kur üzerinde önemli bir atak riski nispeten daha az olabilir. Diğer taraftan, Türkiye’nin enflasyonu kontrol altında tutması, dünyada reel faizlerin artabileceği bir ortamda her zamankinden daha büyük önem taşıyor. ”

2018’e girerken küresel fon yöneticileri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan hisse senedi piyasaları için olumlu bakıyor. BNP ekonomistlerine göre, dünyada Phillips eğrisi yatay kalmaya devam edecek. Yani küresel olarak ekonomilerin büyüdüğü, enflasyonun tehdit olarak algılanmadığı bir başka “Goldilocks” senaryosu ile başbaşaız. Gerçekten de ABD uzun vadeli tahvil faizleri artmayacak, FED’in bilanço sıkılaştırmasına rağmen ABD doları güçlenmeyecek ve Merkez Bankaları ekonomik büyümeyi riske atacak herhangi bir adımda bulunmayacak ise, 2018 Gelişmekte olan Ülke Ekonomileri için olumlu bir yıl daha olabilir. Ama, 2017’nin Eylül ayında karşılaştığımız gibi FED’in şahin algılanarak doların aniden güçlendiği ortamda, Türk Lirası başta olmak üzere tüm Gelişmekte olan Ülkeler kurları baskılanabilir. Bununla birlikte, Türk Lirasının döviz sepetine karşı geldiği değeri “pahalı” olarak algılamak mümkün olmadığından 2018 yılı içinde kur üzerinde önemli bir atak riski nispeten daha az olabilir. Diğer taraftan, Türkiye’nin enflasyonu kontrol altında tutması, dünyada reel faizlerin artabileceği bir ortamda her zamankinden daha büyük önem taşıyor.



Portföy Yönetiminin Yükselişi

Giriş
Sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir rolü olan portföy yönetim sektörü ülkemizde TKYD'nin çok değerli çalışmaları, kamunun ve SPK başta olmak üzere düzenleyici kurumların kurumsal yatırımcıları önemseyen vizyonu, Bireysel Emeklilik Sisteminin de katkısı ile son 10 yılda

önemli aşamalar kaydetmiştir. Bu gelişmeleri değerlendireceğim ve önümüzdeki döneme ilişkin öngörülerimi paylaşacağım bu makalede öncelikle kuruluşundan itibaren kurumsal yatırımcıların gelişimi ve etkinliğinin artması için değerli katkılarından dolayı TKYD yönetimine ve özellikle 10 yıldır adeta bir arşiv niteliğinde birikime kavuşan Kurumsal Yatırımcı dergisinin yayın kuruluna ve editörüne teşekkür ediyorum.

2011-2014 yılları arasında görev yaptığım TKYD Yönetim Kurulu ve Kurumsal Yatırımcı dergisi yayın kurulundaki çalışmalarımız ve o dönemde proje halindeki pek çok hususun bugün hayata geçirilmiş olması benim için önemli bir deneyimdir.

Portföy Yönetimine bakış

Portföy yönetimi sektörü konum itibarıyla yatırım kararlarını alan, paraya yön veren, bu görevi

profesyonel ve etik ilkeler çerçevesinde yerine getiren, lisans sahibi, alanında yetkin uzmanların çalıştığı bir sektördür. Sermaye piyasalarında yatırım yapan (buy-side), yatırımlara aracılık eden (sell-side), bir de yatırım araçlarını ihraç eden (issuer) kurumlar vardır. Bunların herhangi bir tanesinde yetersizlik var ise bu piyasaların etkinliğinden bahsedilemez. Eğer yatırım yapmak için yeterli fon mevcut değilse, yatırım araçlarını ihraç edenler için de yeterli kaynak oluşmayacaktır. Bir diğer açıdan da yeterli fon olmadığından yatırımlara aracılık eden kurumların başarılı ihraç gerçekleştirmesi söz konusu olamaz. Bu durumu kişisel kariyerimde hem düzenleyici kuruluşlar, hem yatırım yapan, hem de yatırımlara aracılık eden kurumlarda üst düzey yönetici olarak yakından gözlemledim.

Bana göre portföy yönetimi sektörünü güçlü yönde ayırıştırın en önemli düzenleme, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yukarıda açıkladığım şekilde piyasa aktörlerinin rollerinin yeniden tanımlanmasıdır. Bu Kanunda PYS'lerin bağımsızlığı esas alınarak uluslararası rekabet koşullarına uygun hale getirilmiştir. Bu düzenleme öncesinde sektördeki genel görünüm fon kurucularının ağırlıklı olarak bankaların olduğu, PYS'lerin iştirak konumu ile yer aldığı, fon yönetim komisyonlarının ağırlıklı bölümünün kurucu bankalara aktarıldığı ve bu nedenle PYS sektörüne kısıtlı yatırım yapıldığı, kurucu bankaların mevduat/kredi ürün önceliğinin fon satış/dağıtım önceliği ile çatıştığı, sektörde bağımsız



Doç. Dr. Engin KURUN
Piri Reis Üniversitesi

PYS niteliğindeki kurumların fon satış/dağıtım imkanlarının kısıtlı olduğu, yatırım ve emeklilik fonlarının tür ve sınıfının benzer olduğu, %80 ağırlıklı olarak para piyasası fonundan oluşan, az sayıda alternatif (serbest, korumalı) fonun olduğu, yabancı PYS'lerin ve bireysel portföy yönetiminin sınırlı sayıda olduğu bir ortamdı. Bir diğer önemli gelişme de Ocak 2015'de TEFAS'ın uygulamaya alınmasıdır.

Gelinen durum itibariyle henüz yeterli olmayan bazı değerlendirme kriterlerine (AUM/GDP) rağmen PYS'lerin SPKanunu'na uyum sürecini hızla tamamlamalarının ardından PYS sektöründe hem konsolidasyon, hem yabancı ilgisi, hem de yeni girişler gözlemlenmiştir. Ayrıca 2014 yılında düzenlenen gayrimenkul (real estate) yatırım fonları (GMYF) ve girişim sermayesi (private equity) yatırım fonları (GSYF) ile PYS'lerin arasına gayrimenkul yönetimi ve girişim sermayesi yönetimi odaklı yeni PYS'ler katılmıştır.

Mevcut PYS'lerin de koşulları sağlanması halinde kurabileceği bu yeni fon türleri için uknvanlarında yer vermek suretiyle yeni PYS'lerin kurulduğu görülmüştür. Hatta hem gayrimenkul hem de girişim sermayesi fonu yönetmek üzere unvan değişikliğine giden PYS'ler de mevcuttur. Bu yeni türde kurulan fonlar tanımı itibariyle alternatif yatırım fonları sınıfına girmektedir ve bu ürünlerin yakın bir zaman içinde Borsa İstanbul Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmesi beklenmektedir. 26 Aralık 2017 tarihi itibariyle 10 PYS tarafından kurulan 28 adet gayrimenkul yatırım fonu ile 6 PYS tarafından kurulan 7 adet girişim sermayesi yatırım fonu ihraç belgesi SPK tarafından onaylanmıştır. Bu PYS'lerden 3'ü her iki türde de fonun kuruluşunu gerçekleştirmiştir. Bu fonların kuruluşunun, 1 Ocak 2018 tarihinde uygulamaya alınacak olan BES standart otomatik katılım fonu portföyünün asgari %10'unun GMYF, GSYF veya Türkiye Varlık Fonu'na (TVF) aktarımı kararlarına hazırlık olarak da yapıldığı düşünülmektedir.

Gözden geçirme

Bu bölümde PYS'lerin gelişiminde önemli gördüğüm basamakları gerek mesleki deneyimim ve 2004 yılından itibaren yaptığım akademik araştırmalar, gerekse de PYS sektörüne ilişkin katıldığım toplantı, konferans ve seminerlerdeki tespit ve öngörülerimin gözden geçirmesini (performance checklist) yapacağım. (Tablo:1)

Tablo 1: PYŞ'lerin gelişimine yönelik öneri/öngörüler ve mevcut durum analizi

Yıl	Tespit	Öneri/Öngörü	Mevcut Durum	Sonuç
2004 ¹	Türkiye'de faiz riski yönetimi için faiz türevleri kullanılmalı Faiz fiyat endeksleri ve verim eğrisi modelleri yetersiz Faiz türev sözleşmeleri risk yönetimi- minde kullanılmalı	VOB 91 ve 365 gün vadeli işlem sözleşmeleri kullanılabilir IMKB verim eğrisi modelleri yayınlamalı Faiz türev araçları geliştirilmeli, kullanılmalı	BIST VIOP gecelik repo vadeli sözleşmeleri var ancak likidite yok BIST BAP ve KYD endeksleri yayınlanıyor Faiz riski yönetilemiyor	- + -
2006 ²	Fon performans ölçümleri ve sunumu şeffaf değil Fon sınıflandırmaları yetersiz Karşılaştırma ölçütleri çok Fon yönetim ücreti yüksek	Fon derecelendirmesi yapılmalı Fonlar sınıflandırılmalı Yeniden belirlenmeli Performansa olumsuz etki	Fon derecelendirmesi yapılıyor Fonlar sınıflandırıldı Ölçütler netleşti Yönetim ücreti azaldı	+ + + +
2007 ³	Türkiye'de finansal olmayan firmalarda risk yönetimi zayıf Reel sektör kur riskleri ölçülemiyor ve izlenemiyor	Finansal istikrar için risk yönetiminde türev ürünler kullanılmalı Reel sektör riskleri izleyen bir birim oluşturulmalı	2017'de reel sektör firmalarının kur riskine sınırlama getirildi Türev ürün kullanımı yetersiz 2017'de TCMB'ye yetki verildi	+ - +
2008 ⁴	Fon performans analizinde kullanılan rasyolar yetersiz	Türkiye'ye uygun risk bazlı rasyolar belirlenmeli Portföy yöneticisinin varlık seçimi ve zamanlama performansı ölçülmeli	- Fon seçiminde risk bazlı getiri değerlendirilmiyor.	- -
2011 ⁵	BES'de Kamu teşviki yetersiz Kamu fonları etkin yönetilmiyor Tasarruflar yetersiz Stratejik sektörlerin desteklenmesi ve uzun vadeli yatırımlar için kaynak gerekli	BES'de Kamu teşviki artırılmalı Kamu fonları PYŞ'ler tarafından yönetilmeli BES yaygınlaştırılmalı Türkiye Varlık Fonu kurulmalı ve fonun yönetiminde PYŞ'lere de tahsis yapılmalı	%25 devlet katkısı - Otomatik BES TVF kuruldu. PYŞ'lere henüz fon tahsis edilmedi.	+ - + + -
2011 ⁶	Opsiyon sözleşmeleri ile birlikte özel portföy yönetimi gelişecektir Tarihsel volatilitenin yanı sıra zımnî volatilitenin hesaplanabileceği Opsiyonlar ile sentetik pozisyon yaratılabilir	Yönetilen bireysel portföy varlıklarında artış olacak Portföy yöneticileri için fiyatlamada ve risk yönetiminde önemli bir gösterege olacak SPAN metodolojisi ile etkin pozisyon yönetimi	Bireysel portföy sayısı ve tutarında artış var ancak yetersiz Opsiyon sözleşmelerinde likidite yetersiz -	- - -
2013 ⁷	Yatırım fonlarında yıllardır büyüme gerçekleşmiyor, ivme BES fonları kaynaklı Sektör büyüklüğü 30 milyar dolar (GSMH'nin %3-4'ü) Sektörün gelişimi için çevresel faktörler olumlu Borsa Yatırım Fonları (BYF) yeterli derecede ilgi görmüyor Bireysel fon yöneticileri fon kurup arz edemiyor Sektörün büyümesi ile tasarruf açığı daralabilir	BES fonlarında ivmelenme hızlanarak devam edecek OECD ülkeleri ortalaması %30-40'larda, büyüme potansiyeli yüksek Yapılması gereken, piyasalarda likiditenin sağlanması, yatırımcı eğitimi, finansal okuryazarlık kampanyası Alternatif fonlar kurumsal yatırımcıların ilgisini çekecek Böyle bir imkan yatırımının ilgisini çekebilir Alternatif yatırım araçlarının gelişmesi ile halen devlet tarafından üstlenilen alt yapı, enerji vb. yatırımlar bu kaynaklarla fonlanabilir	BES fonlarının ağırlığı artmıştır. (%60) Sektör büyüklüğü 40 milyar dolardır. GSMH'nin %5'i SPK, TSPB ve sivil toplum kuruluşları ve derneklerin (TKYD, FPD, FODER vb) çalışmaları olumlu Alternatif fonlar kurulmaya başlandı - Kaynaklar halen yetersiz	+ - + + - -

Tablo 1: PYŞ'lerin gelişimine yönelik öneri/öngörüler ve mevcut durum analizi

Yıl	Tespit	Öneri/Öngörü	Mevcut Durum	Sonuç
	Bağımsız PYŞ'lerin satış ağlarına eklenmesi konusunda problemler var. Sektöre yabancı ilgisi var PYŞ'ler açısından rekabet artacak Fon satış ve dağıtım kanalındaki görevlilerin bilgi düzeyi ve deneyimi yetersiz	Satış ağında tüm şirketlerin eşit şartlarda rekabet edebilmesi, sektörün büyümesine olumlu katkı yapar. Özellikle PYŞ'lerin kurucu olması ile birlikte ilgi artabilir. Bu da şirketleri yeni ürün arayışlarına, farklı alternatiflere, geçmişe oranla daha aktif ve getiri odaklı yönetime itecek Lisanslı yatırım danışmanı ve bağımsız finansal danışmanlar bu rolü üstlenecek	TEFAS ile kısmen rekabet koşulları sağlandı, ancak yetersiz Yabancı ilgisi artıyor Özellikle BES'lerde bir PYŞ'ye %40'dan fazla portföy yönetimi kısıtı kuralı rekabeti körikleyecek Hazine'nin son düzenlemesi ile PYŞ'lere danışmanlık rolü verildi	+ + +/- +/-
2013 ⁸	Yeni Kanun ile sektöre ilgi artacak, sektör büyüyecek PYŞ sektörünün desteklenmesi ile toplam varlıklar uzmanlar tarafından yönetilecek Kanuna uyum kapsamında PYŞ'lerde yapısal değişiklikler olacak	PYŞ sektörüne yeni katılımlar olacak Yeni enstrümanlar ile portföyler çeşitlendirilecek, kurumsal yatırımlar artacak Bu sayede kurumsal yatırım bilinci ve kültürü oluşacak Risk yönetimi, araştırma, pazarlama, operasyon maliyetlerinde artış PYŞ'lerde konsolidasyon ve yabancı PYŞ ilgisi	Yeni PYŞ'ler kuruldu. GMYF ve GSYF gibi yeni ürünler ihraç edildi. Fon yatırımcı sayısı yeterince artmadı. Yeni birimler kuruldu, bazı faaliyetler outsource edildi Konsolidasyon gerçekleşti	+ + - + +
2015 ⁹	Yatırım kuruluşları ve PYŞ'ler Kanunda yan hizmetlerden sayılan finansal planlama hizmeti verebilirler BES'de emeklilik planları etkin yönetilmiyor	Geleceğin mesleği lisanslı finansal planlama uzmanlığı olacak Eğitilmiş, lisanslı ve yetkin uzmanlar bu işi yapacak	PYŞ'ler Aralık 2017'de BES katılımcılarına finansal planlama hizmeti vermek üzere yetkilendirildi Henüz lisans koşulu yok ancak tercih sebebi olacaktır	+ -
2017 ¹⁰	Bireysel finans alanındaki çalışmalar yetersiz Bireysel mali tabloların oluşturulması ve analizi finansal plan için önemlidir Finansal okuryazarlık için bireysel finans dersleri olmalı	Bu alanda sektör standartları oluşturulması gerekmektedir Bu alanda çalışmalar ve yazılım çözümleri olacak Lisans ve yüksek lisans dersleri açılacak Lisanslı finansal planlama uzmanları finansal okuryazarlığa katkı sağlayacak	100'e yakın sayıda kişi bu konuda eğitim aldı - Yeditepe, Boğaziçi ve İstanbul Ticaret Üniversitelerinde sertifika programları, Piri Reis Üniversitesi İİBF'de (2017) "Bireysel Finans" dersi açıldı	+ - +
2017 ¹¹	Finansal planlama alanı kurumlara yeni bir iş geliştirme fırsatı sunar Şirket performansı ve karlılığı olumlu katkı sağlar Otomatik danışmanlık varlık yönetiminde önemlidir	Türkiye'de CFP lisansı sahiplerine ilgi artacak Yurtdışına paralel benzer bir büyüme olacak Fintech alanında bu konuda fırsatlar var	Henüz lisanslama sınavı yapılmadı - -	- - -

1 Kurun, Engin, "Faiz Riskinin Riske Maruz Değer Yöntemi ile Ölçümü ve Faiz Riski Yönetiminde Türev Araçların Rolü, Bireysel Emeklilik Fonu Portföyü Uygulaması", Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, 24 Haziran 2004

2 Kurun, Engin, Akçay, B., "Performance Evaluation of Turkish Mutual Funds" EMFE International Conference, Bilgi Üniversitesi, 8 Eylül 2006

3 Kurun, Engin, Yılmaz, M.K., "The Impact of Derivatives on Financial Stability Evidence from the Istanbul Stock Exchange and TurKDEX", International Research Journal of Finance and Economics, No.9, 180-200, Mayıs 2007

4 Kurun, Engin, Akçay, B., Dayıoğlu A., Yücel, S., "Yatırım Fonlarının Performans Analizinde Kullanılan Risk Bazlı Ölçüm Teknikleri ve Türk Yatırım Fonları Üzerine Bir Uygulama, Uluslararası Finans Sempozyumu, Marmara Üniversitesi, 19 Aralık 2008.

5 Kurun, Engin, "Turkey's Saving Deficit Issue From an Institutional Perspective", CFA İstanbul Konferansı, 25 Ekim 2011

6 Kurun, Engin, "Organize Borsa Opsiyon İşlemleri Başlarken", Kurumsal Yatırımcı Dergisi, ss. 16-19, Nisan-Haziran 2011,

7 Kurun, Engin, "Fon Büyüklüğü'nde İlk 3'ü Hedefliyoruz", Capital Dergisi, 1 Mayıs 2013

8 Kurun, Engin, "Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tebliğler ve Uygulamalar Paneli", TKYD Kolektif Yatırım Araçları 7. Sektör Toplantısı, Antalya, 30 Eylül 2013

9 Kurun, Engin, "Türkiye'de Lisanslı Finansal Planlama Uzmanı Olmak", Lisanslı Finansal Planlama Uzmanlığı Semineri, Sermaye Piyasası Lisanslama A.Ş., 19 Mart 2015

10 Kurun, Engin, "Preparation of Personal Financial Statements and Financial Situation Analysis During Financial Planning Process: Evidence From Turkey", International Symposium on Economics, Finance and Econometrics, İstanbul, 22 Eylül 2017

11 Kurun, Engin, "Bireysel Finans ve Geleceğin Mesleği: Finansal Planlama", Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi, 15 Kasım 2017

2018 ve gelecek yıllarda PYŞ'ler için fırsatlar ve tehditler

2018 yılının PYŞ'ler açısından ben- ce en önemli gelişmesi, Hazine Müsteşarlığı'nın performans ve rekabeti teşvik amaçlı almış olduğu emeklilik şirketlerinin kurucusu olduğu fonların en fazla %40'ını bir portföy yönetim şirketine yönetme kuralı ile sektörde kartların yeniden dağıtılması ile pazar paylarının yeniden belirlenmesi süreci olacaktır. Bu duruma ilişkin tespitimi 2013 yılında yaptığımda rekabetin sek- töre olumlu yansımaya beklentim vardı. Ancak mevcut durum itibariyle emekli- lik şirketleri ile PYŞ'ler arasında yaşa- nan portföy yönetim ücreti payı esaslı pazarlıklar, niteliğin niceliğe kayabilece- ği endişesi uyandırmaktadır. Benzer bir durum Sermaye Piyasası Kanunu alt dü- zenlemeleri aşamasında da yaşanmış, o zaman %30 olan öneri bankaların başını çektiği bir grup tarafından reddedilmişti. 2013 yılında TBB'de yapılan toplantıya Ziraat Portföy'ü temsilen katılmış ve %30 uygulamasının lehinde oy kulla- nmıştım. Rekabetin yıkıcı değil yapıcı olması şartıyla sektörün gelişimine katkı sağlayacağını düşünüyorum. Bireysel portföy yönetiminde uzun yıllar mev- duat karşılaştırma ölçütü ile mücadele eden sektör, halen hak ettiği yönetim ücretini değil de başarı primine dayalı ücretlendirme ile rekabet etmekte, bu da aracı kurum sektörünün komisyonla- rın serbest bırakıldığı zaman müşterileri kazanabilmek adına sıfır komisyona yakın yıkıcı rekabetini hatırlatmaktadır. Nitelikli yatırımcının, uzun vadeli kalıcı yatırımcının çok kısıtlı olduğu ülkemiz- de bu tür rekabet koşulları genel olarak rekabet eden kurumların tümünde kalıcı hasarlar yaratmıştır.

Tablo-1'de yer alan artı ve eksileri toplu olarak değerlendirdiğimizde sektörün bugünkü durumuna gelmesi için ön- görülen veya önerilen hususların uzun zamanda gerçekleştiği, kazanımların bir düzenleme ile kolayca değişebildiği, fırsatların tehlide dönüşebilme riskini de taşıdığı görülmektedir.

PYŞ sektörünün yeniden yapılandırıldığı Kanun düzenlemesi öncesi 35 PYŞ'nin

12'si banka iştiraki konumundaki PYŞ'ler iken bunların pazar payı %95, kalan 23 bağımsız PYŞ'nin Pazar payı %5'di. Kasım 2017 itibariyle 49 PYŞ'nin 18'i banka iştiraki konumun- dadır ve toplam Pazar payı %93, kalan 31 bağımsız PYŞ'nin Pazar payı %7'ye yükselmiştir. Burada dikkat çeken husus 6 banka son 4 yılda iştirak olarak yeni PYŞ'ler kurmuştur. Bu 6 PYŞ'nin 2'si katılım bankaları tarafın- dan kurulan PYŞ'lerdir. Bu gelişmeler PYŞ sektörünün banka iştiraki ağırlıklı yapısının değişmeyeceğini, bağımsızla- rın pazar payını artırmasının uzun bir süre alabileceğini işaret etmektedir. Yönetilen varlık büyüklüğü PYŞ'ler açısından önemli bir göstergedir. Sek- törde son 7 yıldaki gelişimi özetlemek açısından Tablo-2'de yönetilen yatırım fonu (YF) ve bireysel emeklilik fonu (BEF) ile bireysel portföyler dahil toplam TL ve USD cinsinden tutarlar sunulmuştur. 2013 yılsonunda YF bü- yükülüğünü yakalayan BEF önce devlet katkısının, ardından otomatik katılımın desteği ile ivmelenmiştir. Yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO veya CAGR) 2011-2017 yılları arasında YF, BEF, toplam varlıklar için sırasıyla %12.2, %33.7, %21.6 olarak gerçekleşmiştir. Dolar bazında büyüme oranı ise aynı dönem için %7.7 olarak hesaplanmış- tır. Bu oranın Investment Company Institute tarafından yayınlanan son raporunda 2016 yılında 40.4 trilyon dolar ile en yüksek tarihi seviyesine ulaşmış olan dünyadaki fon varlıklarının son 5 yıllık dolar bazında YBBO

ile birebir aynı çıkması, ülkemizdeki varlıkların yurtdışına benzer oranda büyüdüğünü de ispatlamaktadır. Tür- kiye'deki varlıklar dünyada yönetilen fon varlıklarının yaklaşık %1'idir. Bu dönemde devlet katkısı ile otomatik katılımın BES'de devreye alınması, TEFAS'ın YF büyüklüklerine olumlu etkisi, yeniden yapılandırılan PYŞ sek- törünün ürün ve hizmet çeşitliliğinin artması pozitif faktörler olurken tüm dünyada varlık fiyatlarının artması da olumlu katkı sağlamıştır.

2018 yılında BEF tutarının 100 milyar TL sınırını aştığını göreceğiz. Bununla birlikte yönetilen toplam varlıkların da 200 milyar TL tutarına erişmesini ön- görmekteyim. 2013 yılında BES'in 10. Yılında yaptığım bir konuşmada, 2023 hedefleri kapsamında o tarihte 22.5 milyar TL olan BEF tutarının 2023'de 400 milyar TL'ye, 3,5 milyon kişi olan katılımcı sayısının ise 10 milyon kişiye ulaşacağını tahmin etmişim. YBBO üzerinden bir tahmin yürüttüğümde 400 milyar TL hedefi ulaşılabilir olmak- la birlikte, BES'e sağlanan teşvikler ve otomatik katılım uygulaması ile 2017 yıl sonu itibariyle katılımcı sayısı 7 mil- yon kişiye ulaşmış durumdadır. Küresel finans krizi sonrasında oluşan düşük faiz ortamı ve bol likidite döne- mi 2017 yılında FED'in beklenen çıkış politikasını uygulamaya başlaması ile sona erecektir. FED parasal sıkılaştır- maya geçmeden önce bilanço büyü- mesini durdurmuş ve varlık alımlarına son vermiştir. TCMB'de uzun süredir uyguladığı parasal sıkılaştırma politi-

Tablo 2: Yönetilen varlık büyüklüğünün gelişimi (tutarlar milyar TL ve USD'dir)

	YF TL	BEF TL	Toplam TL	Toplam USD	PYŞ Sayısı
2011	27	14	48	25	32
2012	30	20	56	32	35
2013	30	26	65	30	41
2014	33	38	82	35	48
2015	41	48	98	34	51
2016	44	58	122	35	50
2017	54	80	155*	39*	49*

* 30 Kasım 2017 tarihi itibariyle

Kaynak: TSPB, SPK

kaları ile tüm para piyasası fonlamasını (yaklaşık 120-130 milyar TL) geç likidite penceresi faiz oranı (%12.75) üzerinden yapmaktadır. Bu durum piyasalarda faizin serbestçe belirlenmesi üzerinde belirgin bir baskı yaratmaktadır. 2018 yılı başında TL DİBS verim eğrisinin şekli parasal sıkılaştırma uygulandıktan 7 yıl vadeye kadar % 13.75-11.75 aralığında ters verim eğrisi şeklinde en uzak vade olan 10 yıllık DİBS oranı ise %11.75 seviyelerindedir. USD ve Euro cinsi verim eğrileri ise vadeye göre artan eğimlidir. YF ve BEF portföy dağılımlarının ağırlıklı bölümünün borçlanma araçlarına dayalı olduğu dikkate alındığında, faizlerde olası bir yükselişin birikmiş tasarruflara olumsuz etki edeceği açıktır. Faiz riski ve yeniden yatırım riski olarak ifade edilebilen piyasa riski faktöründen son yıllarda ÖST ihraçlarıyla fon kaynaklarını çeşitlendiren reel sektör şirketleri, borçlanma ihtiyacı artan kamu kesimi, kredi yükümlülükleri artan hanehalkı ile emeklilik birikimlerinin korunması gerekmektedir. Aksi takdirde yıllar boyunca elde edilen kazanımlar kaybedilecek, piyasadaki dalgalanmalar, portföy akımlarının tersine dönmesi riski, döviz kurlarında ani yükselişler ve risk algısındaki değişimler portföylerde kırılganlık yaratabilecektir. 2004 yılında doktora tezimde ele aldığım bu eksiklik için maalesef halen yeterince önlem alınabilmiş değildir. Buradaki diğer risk faktörü ise kartopu etkisi ile fonlardan hızlı çıkışın, likidite ve alternatif varlık

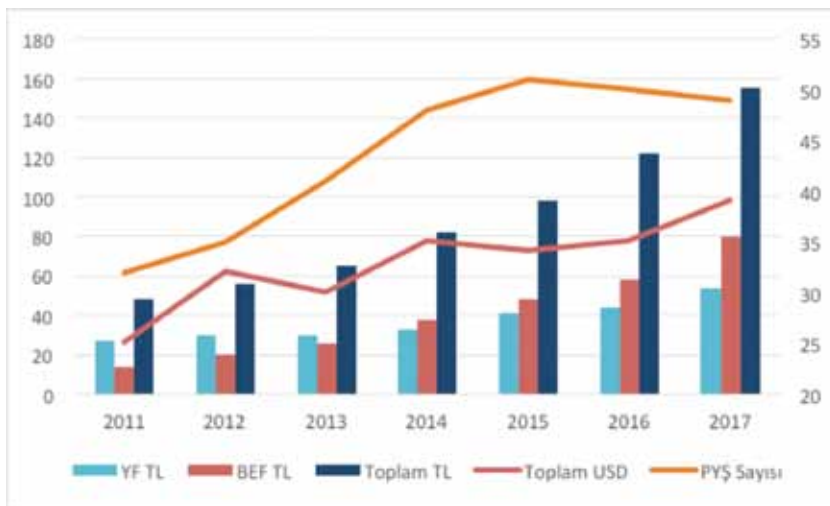
sınıflarının olmaması halinde fon fiyatlamasını olumsuz etkilemesidir. Küresel ekonomideki toparlanma, ABD'de başlayan büyüme ve AB ve Japonya'da gözlenen büyüme-ye geçiş süreci, 2018 için küresel portföylerde olumlu beklentileri desteklemektedir. Jeopolitik riskler ve para politikalarına ek olarak 2018'de dünyanın önde gelen üç merkez bankası (ABD, Japonya, Çin) başkanının değişimi, ABD vergi reformu ve altyapı yatırımlarının etkileri, Çin'de 22 trilyon dolar olduğu tahmin edilen şirket borçları sarmalı, İtalya'daki seçimler, Brexit süreci portföy yöneticileri tarafından takip edilecek önemli gelişmeler olacaktır. PYŞ'lerin fon kurucusu olması ile yaratıcı ve yenilikçi ürünlerin geliştiği gözlemlenmiştir. 2017 yılı sonunda serbest fonların toplam yatırım fonları içindeki payı %11'e ulaşmıştır. Önümüzdeki yıllarda pasif yönetilen fonlar olan BYF'ler ile alternatif varlık sınıfında büyüme bekliyorum. BYF'lere olan ilginin kaynağı düşük yönetim ücretleridir. GMYF ve GSYF'lere nitelikli yatırımcıların iştahının artması, emeklilik fonlarında uzun vadeli yaklaşım açısı ile portföylerin yeniden yapılandırılmaya başlanması, altyapı sektöründe getiri fırsatlarının artması, birleşme ve satınalmaların hacimlerinde gözlenen artış, Avrupa'da alternatif fonların ağırlı-

ğının %39 Türkiye'de ise %0.3 olması bu görüşümü desteklemektedir. Bir diğer önemli değişim de portföylerde yer alan ÖST oranının %44'e ulaşmasıdır. ÖST ihraçlarının en önemli alıcısı YF ve BEF'lerdir. ÖST'lerde kupon veya anapara ödenmemesi halinde oluşabilecek riskler maalesef 2017'de yaşanmış, yeniden yapılandırılan borçlarda PYŞ'ler tarafından risklerinin yoğun olarak tartışıldığı günümüzde, PYŞ'lerin seçici davranması önemli bir husustur.

19 Aralık 2017 tarihinde Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından yayınlanan "Fon Tercihi, Fon Dağılımı Değişikliği ile Bu Hakların Devrine İlişkin Genelge 2017/21" ile PYŞ'lere BES katılımcıları, sponsor veya işveren tarafından kullanılan fon seçim hakkının devrine imkan tanınmıştır. 01.01.2018 tarihinde yürürlüğe giren Genelge ile PYŞ'ler Kanunda yan hizmetler kapsamında tanımlanan finansal planlama hizmeti sunma konusunda yetkilendirilmişlerdir. Tasarrufların etkin yönetilmesinde önemli bir rolü olacağına inandığım finansal planlama hizmetinin yurtdışında lisanslı danışmanlar tarafından verildiği dikkate alınarak, PYŞ'lerin bu hizmeti verecek personele bu konuda lisans ve eğitim almış kişileri görevlendirmesini gelecek planlaması açısından önemli buluyorum. Bu kapsamda Türkiye'de finansal planlama konusunda çalışmalar yürüten Finansal Planlama Derneği'nin eğitim ve uygulama konusunda TKYD ile birlikte çalışarak finansal planlamacıların yetişmesinde işbirliği yapılmasını öneriyorum.

Sonuç

PYŞ'lerin yükselişi devam ediyor ve devam edecek. Bu kazanımların korunması ve sektördeki kalitenin sürdürülebilirliği için risk yönetimine önem verilmeli, yapıcı rekabet olmalı, ürün çeşitliliği ve müşteri memnuniyetine öncelik verilmelidir. Etik ilkelere bağlı, uluslararası varlık yönetim prensiplerini uygulayan PYŞ'ler ile yatırım yapan tarafın (buy-side) hakimiyeti yurtdışına benzer bir çizgide yakın zaman içinde oluşacaktır.



Otomatik Katılımda dijital çözümlere odaklandık

Operasyonel süreçlerde işverenlere ya da kurumlara düşen sorumlulukları hafifleterek manuel işlemlerden kaynaklanabilecek hataları en aza indirmek için otomatik katılımda da dijital çözümlere odaklandık.

Otomatik Katılım, 45 yaşını doldurmamış Sosyal Sigortalar Kurumu ile Emekli Sandığı'na bağlı mevcut çalışanların ve yeni işe başlayanların, çalıştıkları şirketler aracılığıyla otomatik olarak sisteme katılmasına olanak veren işyeri bazlı emeklilik sistemidir. Kademeli geçiş takvimi kapsamında belirlendiği üzere, 2017 yılının Ocak, Nisan ve Temmuz aylarında sisteme toplu katılımların gerçekleştiği üç geçiş fazı tamamlandı. 15 Aralık 2017 tarihli en güncel Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) verilerine göre; 3

milyon 430 bin çalışanın sisteme dâhil olduğunu görüyoruz. Yine aynı tarihli verilere göre çalışanların toplam fon büyüklüğünün 1 milyar 700 milyon TL'ye yaklaştığını söyleyebiliriz. Beş adet ve üzeri çalışanı olan tüm işyerlerinin 2019 yılına kadar kademeli olarak dâhil olacağı bu sistemde; 2018 yılının Ocak ayından itibaren 50 ila 99 arasında çalışanı olan özel sektör şirketleri ve çalışan sayısı göz önünde bulundurulmaksızın, tüm Mahalli İdareler ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri de sisteme katılacak. Bu fazda yaklaşık 1 milyon 400 bin çalışanın sisteme

dâhil olması bekleniyor. Temmuz 2018'de ise çalışan sayısı 10 ile 49 arası olan özel sektör şirketlerinde çalışan 3 milyon 100 bin kişinin sisteme gireceği öngörülmüyor.

2017 yılına kadar ağırlıklı olarak ferdi katılımlarla büyüyen bireysel emeklilik sektöründe, otomatik katılım sonrası işyeri bazlı katılımların yoğunlaşmasıyla birlikte sistemde yaygın ve sağlam bir katılımcı tabanı oluştu. Daha önce tasarruf yapamayan milyonlarca çalışan, bireysel emeklilik ile tanışarak otomatik katılım vasıtasıyla tasarruf



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

etmeye başladı. Bu durumu sistemin gelişimi ve yurt içi tasarruf oranının artması yönünde olumlu bir adım olarak değerlendiriyoruz.

Şirketimiz özelinde 2017 yılına baktığımızda, gerek çalışan sayısı gerekse fon büyüklüğü anlamındaki üretim rakamlarının hedeflerimiz doğrultusunda gerçekleştiğini görüyoruz. Bireysel Emeklilik Sistemi'nde hâlihazırda gruba bağlı sözleşme kategorisinde pazar lideri şirket olarak, Otomatik Katılım sonrası oluşan kurumsal pazarda da sunduğumuz rekabetçi ürünler ve hizmet seviyesi ile sektördeki konumumuzu güçlendirmeye devam ediyoruz. Bu sene yürüttüğümüz yoğun satış ve pazarlama faaliyetlerimize ilaveten, hem bordro yazılımları ile entegrasyon hem de online hizmetlerimiz ile en uygun çözümleri sunarak, otomatik katılımın tüm süreçlerini kolaylaştırmak ve müşterilerin daha hızlı hizmet alabileceği bir yapıya ulaşmayı hedefledik. Operasyonel süreçlerde işverenlere ya da kurumlara düşen sorumlulukları hafifleterek manuel işlemlerden kaynaklanabilecek hataları en aza

indirmek için otomatik katılım da dijital çözümlere odaklandık.

Otomatik katılım kapsamında, işverenlerin mevzuatla belirlenen sorumlulukları bulunuyor. Otomatik katılıma dâhil olma şartlarını sağlayan çalışanların otomatik katılıma özel emeklilik planına dâhil edilmesi, sisteme giriş aşamasında çalışandan fon tercihinin alınması, çalışanın prime esas kazancının veya emeklilik keseneğine esas aylığının %3'ünün aylık katkı payı olarak hesaplanması ve bu tutarın emeklilik şirketine aktarılması gibi işlemlerin işverenler tarafından yapılması gerekiyor. Otomatik ifadesinin tam olarak karşılığını verebilmek için hesap açma, katkı payı ödemeleri, işten ayrılma gibi tüm operasyonel işlemlerin gerek şirketlerin muhasebe ya da insan kaynakları birimleri gerekse de mali müşavirler tarafından kolay ve yalın süreçlerle yönetilmesi gerekiyor.

Kurum yetkililerinin otomatik katılım kapsamındaki operasyonel iş yükünü asgari düzeye indirmek için ürettiğimiz pratik çözümlerden biri, yaygın olarak kullanılan bordro yazılım programlarıyla yürüttüğümüz online entegrasyon çalışmaları oldu. İnsan kaynakları ve bordro uygulamaları ile sağladığımız online entegrasyon sayesinde işlemler pratik şekilde ve kolaylıkla yürütülüyor. Bordro entegrasyonu kapsamında bireysel emeklilik hesabı açma, hesapların güncel statüsünü sorgulama, katkı payı aktarımı ve tahsilat mutabakatı gibi pek çok işlemin otomatik olarak yapılmasını mümkün kılıyoruz. Online entegrasyon sayesinde işverenler, mali müşavirler ve muhasebeciler otomatik katılım kapsamında açılan

bireysel emeklilik hesaplarına ilişkin pek çok işlemi anlık olarak gerçekleştirebiliyor.

Bordro entegrasyonu çözümümüze ek olarak otomatik katılıma giriş işlemlerinin birkaç dakika içinde tamamlanabileceği yeni dijital kanalımız olan "Online Otomatik Katılım"ı Aralık ayında hizmete sunduk. Bu sayfadan; kurumlar, serbest muhasebeciler ve mali müşavirler diledikleri anda teklif olarak kurumlarının otomatik katılım sözleşmelerini dijital kanal aracılığıyla oluşturabiliyorlar. Önümüzdeki dönem için, otomatik katılım da manuel süreçleri mümkün olduğunca dijitalleştirerek, bordro entegrasyonunun ve self-servis kanallarımızın kurumsal müşterilerimiz tarafından yaygın şekilde kullanılmasını sağlamayı hedefliyoruz.

Açıklanan 2018-2020 Orta Vadeli Programı'nda otomatik katılım tarafında katılımcı sayısını ivmelendirecek öneriler mevcut. Bu doğrultuda, önümüzdeki yılın hem toplu katılım fazları hem de olası mevzuat değişikliklerinin de etkisiyle hareketli geçeceğini düşünüyoruz. Programda yer alan; otomatik katılıma 45 yaş üstünün dahil edilmesi, dünyadaki diğer başarılı örneklerde olduğu gibi işveren katkısının getirilmesi, cayma koşullarında revizyon yapılması, sistemden ayrılanların haklarını kaybetmeden dilediği an sisteme tekrar dahil olabilmesi gibi değişikliklerin sistemin gelişimine ve katılımcı tabanının genişlemesine katkı sağlayacağı görüşündeyiz. Biz de Anadolu Hayat Emeklilik olarak, faaliyet gösterdiğimiz sektörlerdeki lider ve öncü duruşumuzu pekiştirecek, pazar payımızın artırılması amacıyla satış ve pazarlama faaliyetlerimizi sürdüreceğiz.



Taşı Toprağı Altın İstanbul'dan Altın Saklama Merkezi İstanbul'a

“Loco İstanbul” olarak adlandırılan ve halihazırda Takasbank tarafından altyapı çalışmaları yürütülen proje, en genel tanımıyla, finansal sistem içerisinde işleme konu olacak belli standarttaki fiziki ve kaydi altın varlığının saklanması, takası, transferi ve altına dayalı türev ürünler ile likidasyonu konularını içeren bütüncül bir altın eko-sisteminin Türkiye sınırları içerisinde kurulması ve işletilmesi şeklinde ifade edilebilir.

İnsanoğlunun ilkçağlardan beri ilgisini çekmiş ve en kıymetli metaller arasında zirvedeki yerini hiç kaybetmemiş nadir bulunan bir maden...İlk defa M.Ö 5000'li yıllarda kadim Anadolu topraklarında süs eşyası olarak kullanılmaya başlanan, yine ilk defa M.Ö 550 yıllarında Salihli-Sart Yöresinde hüküm süren Lidya Kralı Krezüs (Karun) döneminde dünyada ilk defa para olarak ba-

sılan finansal bir ürün... Adını latince ışıldayan, parıldayan anlamındaki AURUM kelimesinden alan, doğada serbest halde bulunabilen, yüksek bir yoğunluğa sahip, yumuşak ve sarı renkli bir element...ALTIN. İstanbul tarih boyunca gerek çeşitli medeniyet ve kültürlerle ev sahipliği yapmış olması, gerekse yüzyıllar boyunca önemli bir ticaret merkezi olması sebebiyle birçok konuda

olduğu gibi altın konusunda da dünyadaki önemli merkezlerden biridir. Halihazırda Zürih, Londra, New York, İstanbul, Hong Kong gibi şehirler altının dünyadaki merkezleri olarak anılmaktadır. Ülkemizde ekonomik bir değer olarak altın, ya finansal sistem içerisinde fiziki ve/veya kaydi olarak yer almakta ya yastıkaltı diye tabir edilen daha çok hanehalkının az da olsa tüzel kişilerin



Mahmut Kayacık
Genel Müdür, Yönetim Kurulu Üyesi
Takas İstanbul A.Ş.

mülkiyetinde tasarruf amaçlı fiziken tutulmakta ya da kuyumculuk sektörü (toptancı, atölyeci ve perakendeci/sarraf) tarafından alım satıma konu edilmektedir.

Fiziki altın denildiğinde; madenden altın cevherinin çıkarılması, has altının altın rafinerilerinde işlenerek belli standartlarda külçelere dönüştürülmesi, ithal/ihrac edilmesi, toptancılar tarafından yerine göre darphane yerine göre de kuyumcu atölyelerinde ürüne dönüştürülmesi ve nihayetinde sarraf denilen perakendecilerde satışa sunulması ve çeşitli saiklerle yatırımcıların satın alması süreçlerine konu olan elle tutulur gözle görülür altın kastedilmektedir.

Kaydı altın ise; karşılığı fiziken Bankaya teslim edilmiş veya TL / konvertibl döviz karşılığı bankalardan satın alınan altın için Bankalar tarafından gerçek / tüzel kişi adına vadeli/vadesiz kıymetli maden depo hesapları açılması ve Bankanın USD karşılığı altın swap işlemi ile Yurtdışı piyasalardan edindiği altından oluşmaktadır. Yastıkaltı diye tabir edilen, hanehalkının tasarruf amaçlı elinde bulundurduğu tahminen 2.200 ton altının ekonomiye kazandırılması için TCMB, Hazine Müsteşarlığı, SPK ve BDDK gibi düzenleyici kurumlar tarafından alınan önemli kararlar ve yapılan

çalışmalar neticesinde BDDK verilerine göre bugüne kadar açılan kıymetli maden depo hesapları yaklaşık 125 tona ulaşmıştır. Özellikle Bankaların Merkez Bankası'nda (TCMB) tutmak zorunda oldukları TL yükümlülüklerinin bir bölümünü çeşitli katsayılarla altın zorunlu karşılık olarak tutma imkanının tanındığı 2011 yılı Kasım ayından bu yana ülkemizde altın bankacılığı önemli bir mesafe kat etmiştir.

Altın Saklama Merkezi olarak İSTANBUL

“Loco İstanbul” olarak adlandırılan ve halihazırda Takasbank tarafından altyapı çalışmaları yürütülen proje, en genel tanımıyla, finansal sistem içerisinde işleme konu olacak belli standarttaki fiziki ve kaydı altın varlığının saklanması, takası, transferi ve altına dayalı türev ürünler ile likidasyonu konularını içeren bütüncül bir altın eko-sisteminin Türkiye sınırları içerisinde kurulması ve işletilmesi şeklinde ifade edilebilir.

Loco İstanbul Projesinin hayata geçmesiyle birlikte hayatımıza girecek en önemli yeniliklerden biri altının, TL ve döviz gibi, bir hesaptan diğer bir hesaba veya bir bankadaki hesaptan diğer bankadaki bir hesaba transfer edilebilecek olmasıdır. Bu yeniliğin altına mobilite kazandırılmasının yanında, hanehalkı kesiminde atıl halde bulunan altının sisteme çekilmesinde de pozitif etki yaratacağı açıktır.

Loco İstanbul Projesinin en önemli özelliklerinden bir diğeri ise, küresel standartlarda ve rekabetçi işlem maliyetlerinde altının saklanmasına imkan vermesidir. Bu kapsamda, Borsa İstanbul bünyesinde organize bir piyasa olan Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası bünyesinde 1.600 ton kapasiteli altın saklama kasaları hizmete sokulmuştur. Hâlihazırda gerek ülkemiz bankacılık sektöründe altın depo hesabında bulunan altınlar gerekse bankaların zorunlu karşılık olarak TCMB nezdinde tuttukları altınların önemli bir kısmı yurt dışında

saklanmakta ve/veya bu pozisyonlardan kaynaklanan riskler yurtdışı ile yapılan türev işlemler ile hedge edilmektedir. Bu durum ise önemli bir altın potansiyeline sahip olan ülkemizin altın merkezi olması noktasında bir engel olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda, yurt dışında saklanan altının yurt içi piyasalara çekilmesinde ilgili paydaşlar tarafından teşvik edici kararlar alınması önem arz etmektedir. Diğer taraftan altının yurt içi piyasalara çekilmesi sonrasında, piyasanın etkin bir şekilde işleyebilmesi için altın ödünç sisteminin geliştirilmesi, altın pozisyonundan kaynaklanan risklerin yönetilmesi noktasında gerekli adımların atılması gibi hususlar da sistemin tamamlayıcı unsurları olarak karşımıza çıkmaktadır.

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi vizyonu kapsamında, gerek ülkemizde ekonomik sisteme dahil edilmeyi bekleyen yüksek altın miktarı gerekse İstanbul'un komşu coğrafya için önemli bir altın merkezi olabilecek bir konumda olması hususları da göz önüne alınarak; **Sahip olduğumuz organize bir piyasa, bu piyasanın işlem hacmini artıracak kaydı hesap açma imkanı, uygun saklama maliyetleri, sahip olunan yüksek kapasiteli saklama kasaları, altın ödünç sistemini besleyecek altın yatırım fonlarının varlığı, Takasbank'ın üzerinde çalıştığı altın transfer sistemi ile sağlanacak mobilite gibi hususlar dikkate alındığında Loco İstanbul Projesi özgün, yerli ve milli bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır.**

Projeden beklenen faydaya ulaşılabilmesi noktasında, düzenleyici ve denetleyici kurumlarımız tarafından özellikle altın bankacılığının gelişimine vesile olan adımların Loco İstanbul için de atılacağı düşüncesiyle Bankalarımızın sistemi desteklemesi ve geliştirilmesine katkı sunması, en önemli paydaşlardan olan Borsa İstanbul'un da işlem maliyetleri konusunda yurt dışı piyasalara göre rekabetçi şartların oluşturulmasına katkı sağlaması beklenmekte ve sistemin arzu edilen noktalara erişmesi için çok önemli olduğu düşünülmektedir.

YATIRIM FONLARI PAZARINDA 2017 YILI GÖRÜNÜMÜ

- ▶ Yatırım fonları pazarı 2017 yılında geçtiğimiz seneye göre 7,3 milyar TL ile daha fazla büyüyerek 50,5 milyar TL büyüklüğe ulaştı. 2017'nin her çeyreğinde %3 civarında büyüyen Pazar son çeyrekte ivmeyi artırarak %6 büyüdü ve yılı %16,9 büyümeye ile kapattı.
- ▶ Yılbaşından beri en çok büyüme kaydeden fon türü olan Karma&Değişken fonlar, 4. çeyrekte de fon türleri arasında en yüksek büyümeyi kaydederek 788 milyon TL büyüdü ve yılı toplam 2 milyar TL'nin üzerinde büyüyerek kapattı.
- ▶ 2017 yılının en çok büyüyen 2. Fon türü özellikle serbest fonların da etkisi ile Alternatif fonlar oldu. Yıl sonu itibariyle alternatif fon türleri toplam 3,3 milyar TL, serbest fonlar 2,8 milyar TL ve gayrimenkul fonları toplam 350 milyon TL büyüklüğe ulaşmıştır.
- ▶ Hisse senedi fonları ise %60 büyüdü ve 2,2 milyar TL'ye ulaştı.
- ▶ En dikkat çekici durum para piyasası fonlarının 2016 yılı sonunda toplam sektörün %70'ini oluştururken 2017 sonunda %62'ye gerilemesi oldu.

Geçen yıldaki en önemli gelişmeler; ABD'de Trump'ın Başkanlığı devralması ve Kuzey Kore ile artan siyasi gerilim, Avrupa'da Brexit ile Birleşik Krallığın AB'den ayrılma süreci ve Türkiye'de ise ekonomi üzerinde en büyük etki yaratan gelişme, Nisan ayında gerçekleşen referandum oldu. Amerikan Merkez Bankası beklendiği şekilde 2017 yılında üç kez faiz artışı gerçekleştirerek Aralık itibariyle borçlanma faiz oranını %1,25-1,50 seviyesine çekerken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) varlık alım programını aylık 80 milyar avrodan 60 milyar avroya indirdi ve yılsonuna kadar bu şekilde devam edeceğini açıkladı. TCMB ise yıl boyunca politika faizini değiştirmeyerek %8 seviyesinde bıraktı, ağırlıklı fonlamayı önce faiz

koridorunun üst bandına, ardından



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

da Geç Likidite Penceresi'ne (GLP) çekerek fonlama maliyetini 12,75'e yükseltti. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'in Ocak

ayında kredi notunu "BB+" seviyesine indirmesiyle, Türkiye son "yatırım yapılabilir" kredi notunu kaybetmiş oldu. Moody's ve S&P ise ülkenin kredi görünümünü "durağan"dan "negatif"e çekti.

USD/TL 2017 yılında %7,4 yükseldi ve 3,5267 seviyesinden 3,7890 seviyesine geldi, yıl içerisinde ise en yüksek seviyesini 22 Kasım tarihinde 3,9815 ile gördü. EUR/USD paritesi yılbaşından beri %14,1 artışla 1,0513 seviyesinden 1,1996'ya yükselirken, EUR'nun küresel piyasalardaki değerlenmesi TRY'ye de yansdı ve yılbaşında 3,7116 seviyesinden işlem görürken yılı %22,5 yükselerek, 4,5478 seviyesinde kapattı. TRY sepeti ise %15 yükseldi. Reuters jenerik endeksine göre, yılbaşında %11,09 seviyelerinde olan 10 yıllık tahvil faizi %11,43'e, 2 yıllık tahvil

faizi ise %10,70 seviyelerinden %13,01'e yükseldi. Amerikan 10 yıllık tahvilleri ise %2,43 seviyesinde yıla başlamışken düşerek %2,41 seviyesine, 2 yıllık tahvil faizi ise %2,4770'den %2,4110 seviyesine geriledi. Hisse senedi piyasalarında ise BİST 100 endeksi son yılların en yüksek performansını göstererek, %47,6 yükseldi ve tarihi rekor seviyesini yılın son işlem gününde 115,840 ile gördü ve yılı 115,333 seviyesinden kapattı. S&P endeksi USD bazında %19,4 kazanç sağlarken, teknoloji şirketlerinin işlem gördüğü Nasdaq 100 endeksi seneyi USD bazında %31,5 getiri ile sonlandırdı.

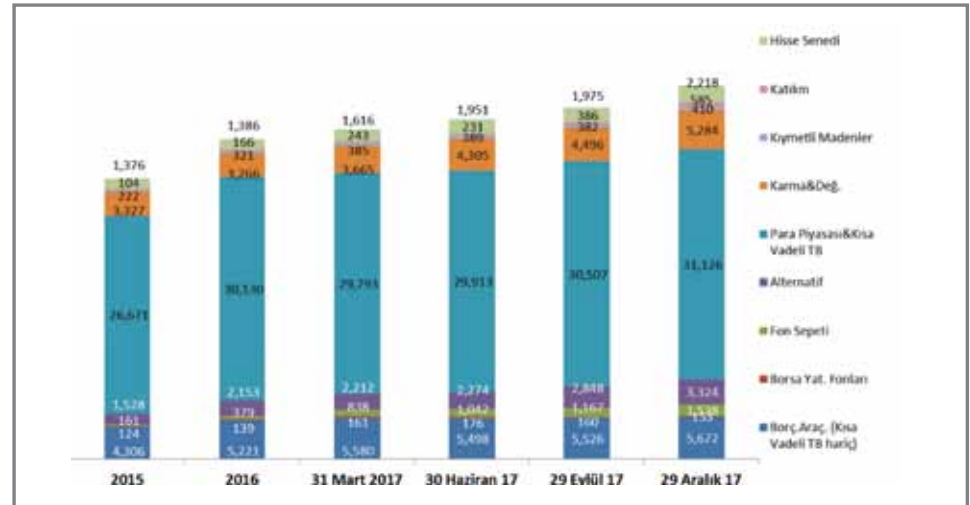
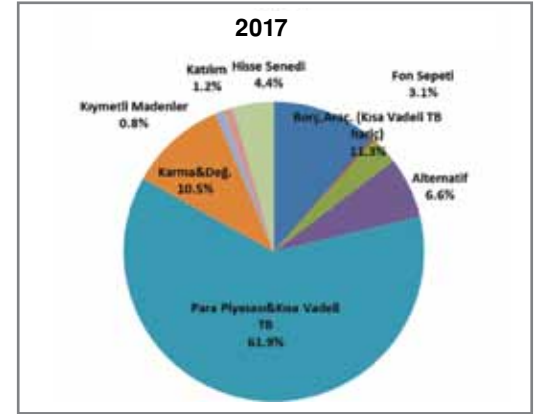
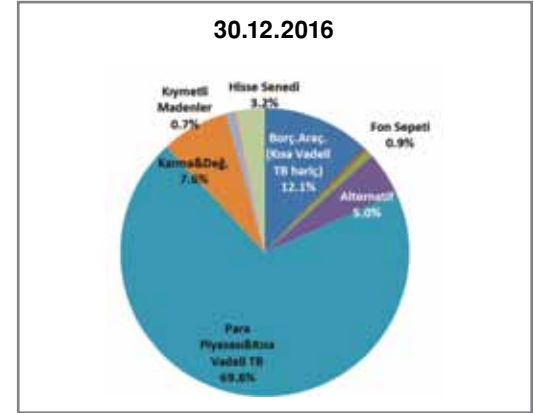
Yatırım fonları pazarı 2017 yılında geçtiğimiz seneye göre 7,3 milyar TL ile daha fazla büyüyerek 50,5 milyar TL büyüklüğe ulaştı. 2017'nin her çeyreğinde %3 civarında büyüyen Pazar, son çeyrekte ivmeyi artırarak %6 büyüdü ve yılı %16,9 büyüme ile kapattı.

Yılbaşından beri en çok büyüme kaydeden fon türü olan Karma&Değişken fonlar, 4. çeyrekte de fon türleri arasında en yüksek büyümeyi kaydederek 788 milyon TL büyüdü ve yılı toplam 2 milyar TL'nin üzerinde büyüyerek kapattı. Bu fon türündeki büyümenin %98'inin sadece iki kurumun dört fonunda olması ve sektör geneline yayılmış bir büyüme olmadığı dikkat çekicidir. 2017 yılının en çok büyüyen 2. Fon türü özellikle serbest fonların da etkisi ile Alternatif fonlar oldu. Bu fon türü içerisinde başlıca serbest ve gayrimenkul fonlarını sonrasında ise girişim sermayesi ve anapara korumalı fonları barındırmakta. Yılbaşından beri serbest fonlar 1 milyar TL büyümüşken, gayrimenkul fonları toplam 263 milyon TL büyüdü diğer iki alt türde ise toplam 25 milyon TL büyüme gerçekleşti. Alternatif fonlar içerisinde özellikle yüksek büyüme sergileyen fonların tamamının bilgileri halka açıklanmamakla birlikte, sektörde satışları devam eden serbest ve gayrimenkul fonlarının büyüklüğü yukarıda belirtilen rakamdan daha fazladır. 2017 sonu itibariyle alternatif fon türleri toplam

3,3 milyar TL, serbest fonlar 2,8 milyar TL ve gayrimenkul fonları toplam 350 milyon TL büyüklüğe ulaşmıştır. Yılbaşından beri en yüksek 3. Büyüme ile 1,5 milyar TL'ye ulaşan fon sepetlerinde oldu. Bu fon türü 2017 yılında yaklaşık üç katı büyüklüğe ulaştı. Para piyasaları fonu geçtiğimiz seneye göre oldukça düşük bir büyüme göstererek 996 milyon TL ile %3 büyüdü. Yıllık yaklaşık getirileri %11 civarında olan bu fon türünde aslında net para çıkışı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Hisse senedi fonları ise %60 büyüdü ve 2,2 milyar TL'ye ulaştı. Son yıllarda gitgide popülaritesini yitiren tahvil ve bono fonları bu sene de benzer şekilde geri planda kalarak 452 milyon TL büyüdü ve toplam 5,7 milyar TL'ye ulaştı. Tahvil ve bono fon türünün aksine son yıllarda yeni kurularak popülaritesi artan katılım fon türü ise 419 milyon büyüdü ve 585 milyon TL oldu. Kıymetli madenler ve Borsa yatırım fonları, sırasıyla 89 ve 14 milyon TL büyüyerek toplam 410 milyon TL ile 153 milyon TL büyüklüğe ulaştı. Yılbaşından beri küçülen hiçbir fon türü olmaz iken 4. Çeyrekte bir tek borsa yatırım fonlarında 7 milyon TL küçülme gözlemlendi.

Geçtiğimiz seneye göre fon türlerinin değişimini inceleyecek olursak; en

dikkat çekici durum para piyasası fonlarının 2016 yılı sonunda toplam sektörün %70'ini oluştururken 2017 sonunda %62'ye gerilemesi oldu. Pazar'da Para piyasası fonlarının azalan payı, Karma ve Değişken ile Alternatif fon türlerine yansıdı ve pazar payları sırasıyla %8'den %11'e ve %5'den %7'ye yükseldi.



BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI PAZARI

- Başlangıç fonlarındaki yatırımcılar sistemde kaldığı takdirde, fon pazarı %31 büyüyerek 79,5 milyar TL'ye ulaşıyor.
- Emeklilik fonları pazarında yılbaşından beri ilk üç çeyrekte en yüksek büyümeyi kaydeden Dengeli (Esnek&Karma) fonlar, bu fon türündeki bazı fonlarda yaşanan tür değişikliğine bağlı olarak son çeyrekte yerini Katkı ve Kamu Dış Borçlanma fonlarına bıraktı. Katkı fonları yılbaşından beri toplam 2,7 milyar TL ile 10,1 milyar TL büyüklüğe, Kamu Dış Borçlanma fonları da yine 2,7 milyar TL artarak 7,3 milyar TL'ye ulaştı.

Emeklilik fon pazarı 2017 yılında %28 ile toplam 17,1 milyar TL büyüdü ve 78 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Bu sene başından beri kademeli olarak devreye giren otomatik katılım sistemi ile başlangıç fonlarında 1,8 milyar TL büyüklüğe ulaşıldı. Başlangıç fonlarındaki yatırımcılar sistemde kaldığı takdirde, fon pazarı %31 büyüyerek 79,5 milyar TL'ye ulaşmakta.

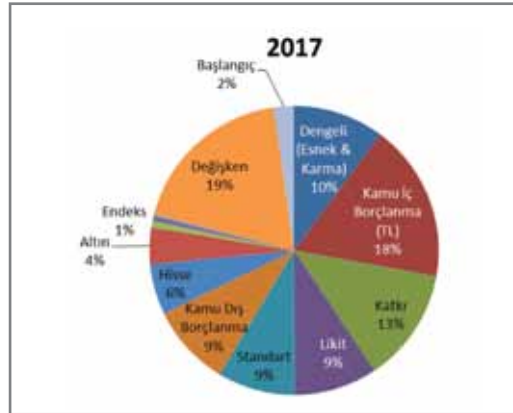
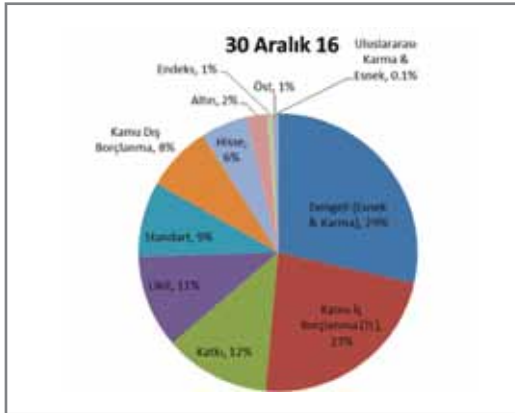
Emeklilik fonları pazarında yılbaşından beri ilk üç çeyrekte en yüksek büyümeyi kaydeden Dengeli (Esnek&Karma) fonlar son çeyrekte yerini Katkı ve Kamu Dış Borçlanma fonlarına bıraktı. Bu trend değişiminin esas nedeni, bu fon türündeki

bazı fonlarda yaşanan tür değişikliği oldu. Katkı fonları yılbaşından beri toplam 2,7 milyar TL ile 10,1 milyar TL büyüklüğe, Kamu Dış Borçlanma fonları da yine 2,7 milyar TL artarak 7,3 milyar TL'ye ulaştı. Döviz varlıklarına yatırım yapan kamu dış borçlanma fonlarındaki büyümenin bir diğer nedeni de 4. çeyrekte USD/TL'deki yükseliş oldu.

Altın fonu özellikle 1. ve 4. çeyrelerde yüksek büyümesi ile dikkat çekiyor iken, toplam 1,8 milyar TL ile 2007 yılının en fazla büyüyen 3. fon türü olarak 3,3 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Standart fonlar 1,6 milyar TL büyürken, hisse fonları toplam büyümenin %7'sini oluşturdu ve 1,2

milyar TL büyüdü. Likit fonlar 850 milyon TL büyüdü.

Yıllardır yüksek büyümesi ile ayrıışan Dengeli (Esnek & Karma) fonların bir kısmı Değişken fon türü olarak yeniden düzenlendiği için bu türde küçülme görmekteyiz, fakat iki türün toplamı olarak Pazar değişimlerine bakılırsa burada toplam 5,6 milyar TL büyüme dikkat çekici. Diğer yandan bu iki fon türü toplamı emeklilik fonlarının %29'unu oluşturuyor. Bu fon türlerinden sonra en yüksek pay ise halen %18 ile yılbaşından beri sadece 172 milyon TL büyüyen kamu iç borçlanma (TL) fonları oldu.





Kredi kaynaklı hızlı büyüme, sağlıklı bir platformda dengelenmeli

Küresel ve bölgesel riskler yine rahatsız edici. Bu sefer FED'in kararlılığı sayesinde, küresel finansman maliyetinde yükseliş de devrede. Türkiye'nin yeni yılda bu durumu enflasyonist baskı olarak hissetmemesi için yatırımcı güvenine ihtiyacı olacak

2018 yılında piyasalarda hangi dinamiklerin etkili olacağını analiz ederken, hiç kuşkusuz Türkiye'den bakışımızı etkileyen en önemli olgu 2016 yılının son çeyreğinde ve 2017 yılının Ekim-Kasım aylarında yaşadığımız sert kur hareketleri-

dir. ABD dolarına karşı, yaklaşık olarak, ilk dalgada yüzde 21 ikinci dalgada ise yüzde 14 değer kaybeden TL yüzünden başta enerji olmak üzere ithal girdileri üzerinden enflasyon da ithal etmiş olduk. Bu maliyet itişli enflasyonun KGF kredileriyle birlikte genişlemeye geçen ekonomide ek olarak, daya-

nıklı tüketim ürünleri talebi üzerinden talep bacağı da gelişti. Böylece yükselen enflasyon beklentilerine paralel olarak gösterge tahvil faizinin Ekim 2016'dan Kasım 2017'ye geçen bir yıldan biraz fazla sürede yüzde 8'den yüzde 14'e vurmasına tanık olduk. Belki bundan da daha ağırı, mev-

PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE



Alper Özge
Fon Yöneticisi
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

duat artışının sınırlı kalması, enflasyon ve risk beklentilerinde yükseliş ve bankalar arası rekabetle birlikte mevduat faizlerinin yüzde 12 seviyesinin üzerine kalıcı olarak yerleşip zaman zaman 15'e dokunması oldu.

Türkiye'nin ekonomik büyümesinin yakın geleceğini en fazla etkileyen faktörlerden biri mevduat. Diğer tasarruf araçlarıyla karşılaştırıldığında ciddi bir ağırlığa sahip. Bu yüzden enflasyon beklentileri bir an önce yüzde 8 seviyesinin altına, mevduat faizleri de yüzde 12 seviyesinin altına düşürülmek üzere ülkenin kalıcı ve tatminkâr bir büyüme seviyesine ulaşması zor olacak.

Enflasyon ve faizdeki olumsuz şartlara rağmen ne oldu da 2017 yılında tatminkâr bir büyüme seviyesine ulaşabildik? BIST hisse endekslerinin yüksek getirisinde de ifade bulan bu duruma herhalde sadece tek bir yanıt vermemiz istense, Kredi Garanti Fonu (KGF) deriz. Fon sayesinde ulaşılan güzel sonuçların orta ve uzun vade bazı maliyetlerine dikkat çekmek istiyorum. Ama bundan önce, ağırlığı

daha düşük de olsa, 2017 büyümesindeki başka etkenlerden de söz etmemek olmaz.

Belli başlı dört tanesini KGF'ye ek olarak sıralayabiliriz:

Milli gelir serilerinde yapılan düzenlemelerle özellikle son yıllarda lokomotif işlevi gören inşaat ve savunma sektörlerinin milli gelir içindeki ağırlığının artırılması, 2016 yılında 15 Temmuz darbe girişimi sonrası sektöre uğrayan ekonominin, düşük baz etkisi oluşturarak 2017 yıllık büyüme oranını normalden biraz daha fazla yükseltmesi,

Suriye'den gelen büyük göçmen nüfusunun, artık bir harcama kalemi olmaktan çıkıp büyük ölçüde ekonomimize entegrasyon sağlamaya başlamaları, Son olarak Avrupa ve Rusya ile olan ihracatımızın yine bir yıl önceki zayıflıkla karşılaştırıldığında, önemli miktarda artış kaydetmiş, yeni ihracat pazarlarının açılmış olması...

Bunlardan ilk ikisi kaydı, son ikisiyse reel faktörler olarak dikkat çekiyor. Özellikle Avrupa'nın rolünü hiç azımsamamamız gerekiyor. Türkiye'nin en iddialı ihracat sektörlerinden otomotiv, makine, kimya ve dayanıklı tüketimde Avrupa pazarının beklenenden daha kuvvetli olması, 2017 toparlanmasında ihmal edilemeyecek bir rol oynadı. Avrupa'da koşulların beklenenden daha iyi olması, 2018 için de çok önemli bir faktör olarak rol oynayacaktır.

KGF, şirketlerin hızla artan kur ve pazar riskleri nedeniyle daha fazla takipteki kredi karşılığı ayırma ihtiyacı olduğu dönemde devreye girdi. Yeni yatırımları finanse etmesi beklenen bir kısım krediye kamu garantisi verilmesi, hiç

şüphesiz ekonomimiz için kısa vadede kurtarıcı ve büyümeyi hızlandırıcı bir faktör oldu. Düzenleme, bankacılık sisteminde kredi maliyetini düşürerek ve sermaye yeterliliğini yukarı çekerek kredi/mevduat oranını yükseltti. En büyük ifadesini 2016 ile 2017 üçüncü çeyrekleri arasındaki bir yılda yüzde 11,1 büyüme sığarmasıyla bulan bu kaynak girişi, istihdam ve yatırım göstergelerinde beklenen etkiyi gösteremese de ekonomik aktivitede büyük canlılık yarattı.

Yılın hemen başında, üç yıl daha açık kalmasına imkân sağlanacağı ilan edilen kredi garanti mekanizması, başından itibaren eleştiri konusu da yapıldı. Bu eleştirilerin en ciddiye alınanları, başarısızlığı sonucu ekonomik sıkıntıya giren şirketlerin, aslında yeni yatırıma gitmesi gereken kaynaklarla hayatta tutulması. Bu tür örneklerin varlığı bilinmekle birlikte toplam KGF portföyü içinde düşük ağırlıkta olduğunu varsayıyor ve umut ediyoruz. Diğer taraftan bu kaygıların en önemli kaynağı, istihdam ve yatırım göstergelerinde, büyüme göstergelerine benzer hızlı bir toparlanma yaşanmamış olması. Nitekim hizmet sektörü ilk kez 2017 yılında, artan işgücünü artık soğuramaz hale geldi ve bunun üzerine tarımsal üretim sorunları, işsizlik rakamlarının şaşırtıcı düzeyde yüksek seyretmesine neden oldu.

TL'deki zayıflamanın, reel değer endeksini tarihteki en düşük noktalardan birine getirmiş olması, yatırımcının algıladığı riskin yüksek olduğunu, ama en ufak olumlu gelişmenin yukarı yönlü bir momentumla çevrilebileceğini gösteriyor.

Risk algısının bileşenlerini kısaca özetlememiz gerekirse: Herhalde en başta enflasyon geliyor. Tüketici enflasyonunda, daha Kasım 2017'de revize edilmiş olan yıllık yüzde 10,3 olan merkez bankası hedef aralığının üst bandını ciddi miktarda aşarak 11,92'de kapattık.

Enflasyonun temelinde, dayanıklı tüketim malları başta olmak üzere tüketim malları talebindeki artış, tarımsal üretimdeki sorunlar nedeniyle meyve sebze fiyatlarının yüzde 21,5 artması ve bahsettiğimiz kur artışlarının yarattığı maliyet itişisi var. TL'de 2016 sonundaki yüzde 21 değer düşüşünden sonra, Ekim ve Kasım 2017'deki yüzde 14'lük düşüşün etkileri Mart 2018'e kadar sürebilir. Ancak bu tarihten sonra, 2018 boyunca kurların istikrar kazandığı görülürse enflasyon beklentilerinde hızlı bir düzelme olacağı kanaatindeyiz. Bu beklentimizi 2019 seçimlerinden birinin veya tümünün erkene alınması sarsabilir.

FED'in 2018 yılı için üç tane çeyrek puanlık sıkılaştırma yapma niyeti var. Gelişen piyasalar, yılbaşından sonraki birkaç haftada başta Çin, Brezilya ve Rusya sayesinde bir canlanma yaşasa da bu yıl, paranın ABD'ye dönme niyetinde olabileceğinden korkuluyor. Bu durum en çok cari açık veren gelişen piyasaları etkileyecektir.

Güney komşularımız Suriye, Irak ve İran'ın üçünde birden ortaya çıkan ve devam eden karmaşık sorunlar tüm diplomatik ve ekonomik ilişkilerimizi etkiler hale gelmiş durumda. Her üç ülkedeki istikrar arayışlarının

etkisini doğrudan hissedeceğimiz kanısındayım.

ABD ekonomik not kuruluşları tarafından verilen notların yatırım yapılabilir seviyenin altında ve pozitif olmayan görünümünde tutulması, batı ülkeleriyle ilişkilerde sürtüşmeler 2017 boyunca kurumsal yatırımcı erozyonuna yol açtı. Bu trendin geri çevrilmesi, önemli yukarı hareketler yaratabilir. Hem Suudi Arabistan - Katar diplomatik çatışması, hem de hemen tüm Arap ülkelerinin daha fazla içe dönmeye ve ödemeler dengesi sıkıntısı yaşamaya başlamaları nedeniyle Ortadoğu'dan Türkiye'ye sermaye girişinde aksamalar yaratması kaygısı henüz devam ediyor.

Bankaların takipteki krediler kaleminin, KGF kredilerinin yavaşlamaya başlamasından sonra, ekstra maliyet yaratacak bir hızda yükselmesinden duyulan kaygı da bankacılık hisselerinde, dünyanın kalanıyla karşılaştırıldığında, bilançolara oranla ucuz fiyatlama-ya yol açmakta.

Ve en son, emlak piyasasında satışların ve fiyatların durgunlaşma eğilimi göstermesi ve satılmayan konut stokundaki büyümenin müteahhitlik sektörünü olumsuz etkileme kaygısı devam ediyor. Tüm bu faktörlere rağmen, 2019 seçimlerinin yaratacağı atmosfere bir yıldan biraz daha uzun bir zaman kala piyasalarda iyimserlik daha fazla hâkim olmaya başladı. Bunun en önemli nedeni, 2017 sonunda KGF kredilerinde iki yıl boyunca yenilenme imkânının tanınması ve konut sektöründe satışları kolaylaştırmak için yeni metotların önerileceği beklentisi. Bizce daha da artabilecek olan iyimserlik için bir ayağa daha ihtiyaç var: O da ülkenin en azından

“ KGF, şirketlerin hızla artan kur ve pazar riskleri nedeniyle daha fazla takipteki kredi karşılığı ayırma ihtiyacı olduğu bir dönemde devreye girdi. Yeni yatırımları finanse etmesi beklenen bir kısım krediye kamu garantisi verilmesi, hiç şüphesiz ekonomimiz için kısa vadede kurtarıcı ve büyümeyi hızlandırıcı bir faktör oldu. ”

5-10 yıllık bir stratejiyle yapısal sorunlara hitap edilebileceğine inanılması. Çünkü yapısal değişiklik olmadığı sürece ekonomide yaşadığımız dalgalanmalar, nihayetinde gelişmiş ülkelerle aramızdaki farkın kapanmasına, yani orta gelir tuzağına hapis kalmamıza neden oluyor. Sonuç olarak dünyadaki fon yöneticileri gözünde ucuz, aşağı riski sınırlı fakat bu iskonto için ciddi nedenleri olan bir ülke olarak kalmaya devam ediyoruz. Volatilitiyi kısa vadeli pozisyonlar için kullanan yatırımcılar ağırlık kazanmaya devam ediyor. Ama para ve sermaye piyasalarında, istikrar yönündeki her küçük adımı fazlasıyla ödüllendirebilecek bir fiyatlama var.



Detlef Glow
Head of Lipper EMEA Research
Thomson Reuters



Önümüzdeki Yol – yatırım fonları sektöründeki trendlere bir Avrupa bakışı

Avrupa yatırım fonları sektörü için 2017, yatırım fonlarına para girişinin tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştığı, genel olarak olumlu piyasa ortamı ile bağlantılı olarak yönetim altındaki portföy büyüklüğünün de tarihi en yüksek seviyelerine çıktığı, bir rekor yılı oldu.

Avrupa yatırım fonları sektörü için 2017, yatırım fonlarına para girişinin tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştığı, genel olarak olumlu piyasa ortamı ile bağlantılı olarak yönetim altındaki portföy büyüklüğünün de tarihi en yüksek seviyelerine çıktığı, bir rekor yılı oldu.

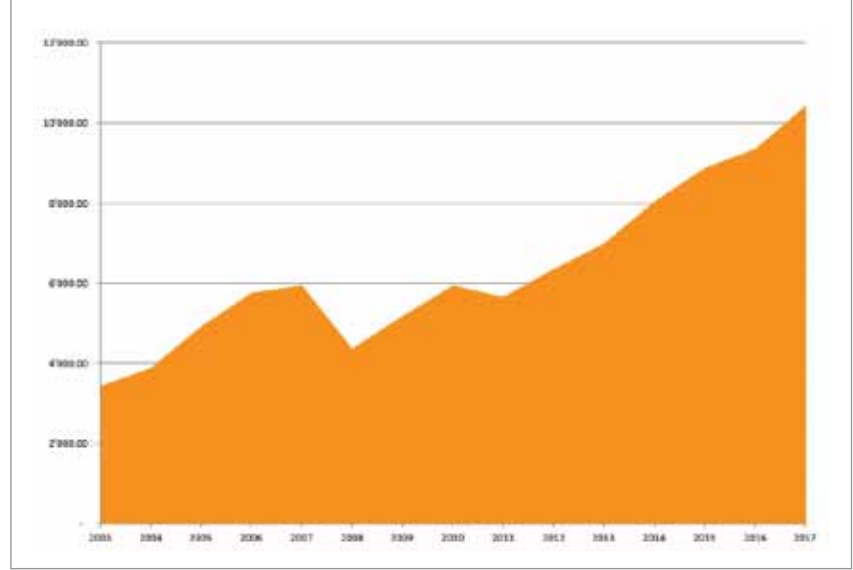
Arkasına aldığı bu rüzgarla Avrupa yatırım fonları sektörü 2018 yılında da menkul kıymet piyasaları için genel ortam olumlu kalmaya devam ederse, büyümesini sürdürebilecek durumda olmalıdır. Buna karşılık 2018 yılı, dağıtım platformları için MiFID II şartları olan gerekli belgeler ve veriyi teslim edemeyen bir kaç Avrupalı portföy yöneticisi için sarsıntılı başladı. Bu durum platformlardaki bazı fonların işlemlerinin durdurulmasına yol açtı. Bu demektir ki, geçmişte yatırımcıların sevgilisi olan bazı fonlar için bile 2018 yılı düşük satış rakamları ile başladı.

Düzenlemeler fon dünyasında değişim getiriyor

Bugünlerde portföy yöneticileri tüm dünyada düzenlemelerdeki değişikliklerle başa çıkmaya çalışıyor. Piyasa otoriteleri yeni bir finansal krizi önlemek istiyorlar, ve portföy yöneticileri de yeni düzenlemelere uyum sağlamak için çabalarını artırmak zorunda kalıyor. Bazı Avrupalı olmayan portföy yöneticilerinin gereken çabayı hafife almış olabileceklerinden dolayı MiFID II hükümlerini yerine getirmede zorlanacakları tahmin edilse de, ihtiyaç duyulan kaynaklara sahip olması gereken bazı büyük Avrupalı portföy yöneticilerinin de MiFID II hükümlerini yerine getirmede zorlandığını görmek oldukça sürpriz oldu.

MiFID II düzenlemesinin Avrupa fon sektörü üzerinde büyük bir baskı oluşturduğu net bir şekilde ortaya çıktı. Özellikle yönetiminde nispeten düşük portföy büyüklüğüne sahip az sayıda fonu olan bazı butik portföy

Grafik 1: Avrupa Yatırım Fonları Yönetimi Sektöründe Yönetim Altındaki Portföy Büyüklüğü



Kaynak: Thomson Reuters Lipper

Grafik 2: Avrupa Fon Yönetimi Sektörü için Tahmin Edilen Net Satışlar



Kaynak: Thomson Reuters Lipper

yöneticileri için düzenlemelerin getirdiği ek maliyetler, karlarının büyük kısmını alıp götürüyor olabilir.

Büyük fonların yöneticileri bile yeni düzenlemeden kaynaklanan maliyet-

lerin, hepsi müşterilere yansıtılmayacağından, kazançlarını olumsuz etkilediğinden şikayet ediyorlar. Halihazırda oldukça etkin operasyon modelleri olan küçük şirketler için daha da etkinleşerek karlılığı

artırmak zor olduğundan, bazı ölçek ekonomilerini kullanmaları gerekebilir. Portföy yöneticisi butiklerin tersine, Avrupa'daki büyük portföy yöneticileri yüksek maliyetlerden etkilenen olsalar bile, genel olarak zarara dönüşmeyecek yeterli bir marja sahip görünüyorlar. Daralan marjlar ve/veya düzenleyicilerden fazlalaşan talebin küresel fon sektöründe bir konsolidasyona yol açması da mümkündür çünkü her gün daha fazla portföy yöneticisi karlılığını koruyabilmek için iş modelini yeniden değerlendirmek zorunda kalmaktadır.

Karlılığı korumanın bir yolu ölçek ekonomilerini kullanmaktır. Küçük portföy yöneticileri için ölçek ekonomilerini yürürlüğe koymak sadece bir düşünce egzersizi olabilir, çünkü – yukarıda bahsedildiği gibi – normalde oldukça etkin bir çalışan tabanı ile sınırlı sayıda fon yönetmektedirler.

Bu durumun tersine büyük portföy yöneticileri (özellikle yüzlerce fon yönetirken) ölçek ekonomilerini kolaylıkla kullanabilirler. En belli başlı çözüm benzer yatırım hedeflerine sahip fonların birleştirilmesi olurdu. Büyük portföy yöneticilerinin ürün gamında her zaman aynı bölgeye yatırım yapan ve/veya aynı yatırım hedefine sahip, konservatif veya dengeli/karma fonlar gibi bir kaç fon bulunmaktadır. Eğer bu fonlar birleştirilirse, portföy yöneticisi daha az satış materyali yaratmak zorunda kalacak ve gözetim ve düzenleme taleplerinin yerine getirilmesi için daha az çalışana ihtiyaç duyacak. İlave olarak, daha az fon ürün gamında karışıklığın azalmasını sağlayacağından, ürün

gamını sadeleştirmek yatırımcıların ihtiyaçlarına uygun fon bulmalarını daha kolaylaştırmış olacaktır.

ABD fon piyasası bu süreç için iyi bir örnek teşkil ediyor. ABD'de portföy yönetimi sektörü Avrupa'dan oldukça büyük olsa da, satışta olan fonların sayısı Avrupa'daki fon sayısının kabaca üçte biri. Her bir fon için yönetimdeki ortalama portföy büyüklüğü ise kabaca altı kat daha fazla. Dolayısıyla Avrupa fon sektörü gelişimi için oldukça alan bulabilecektir.

Ölçek ekonomisi için bir diğer yol da portföy yöneticilerinin birleşmesi olabilir. 2017'de şahit olduğumuz başka bir trend de buydu. Büyük portföy yönetim şirketlerinin küçük veya orta ölçekli portföy yönetim şirketlerini alacakları yaygın beklentisine karşın, Aberdeen ve Standard Life ile Janus ve Henderson gibi büyük portföy yönetim

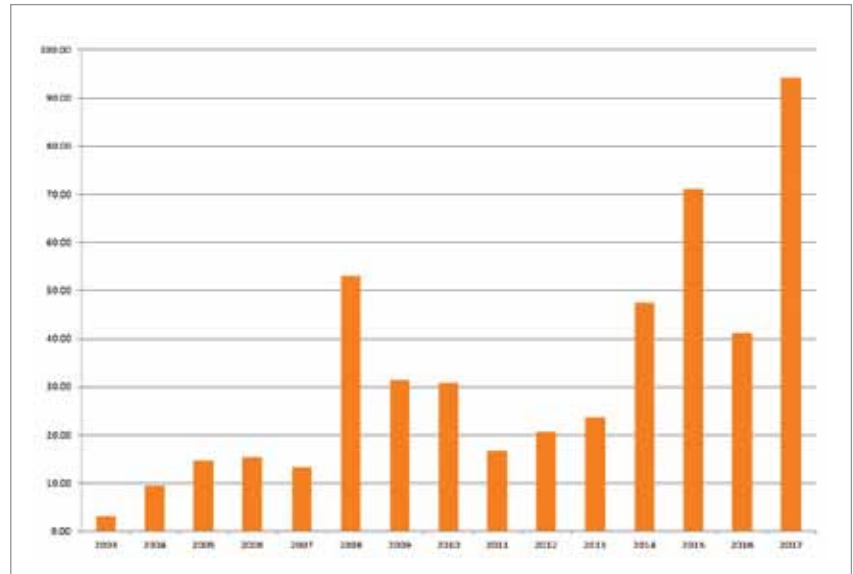
şirketlerinin birleşmesine tanık olduk. Satınalmalar, portföy tabanını büyütmek ve/veya portföy yöneticilerinin geçmişte aktif olmadıkları piyasalardaki ayakizlerini genişletmek için hızlı bir yol olduğundan, 2018 yılı içinde bu tür birleşmelerin daha çok olacağını bekliyoruz.

Değişimin itici gücü olarak Yatırımcılar

Avrupa ve küresel fon sektöründeki değişimi sadece düzenlemeler ve portföy yöneticileri üzerindeki kazanç baskısı getirmiyor. Nihayetinde yatırımcılar hangi fona yatırım yapacaklarına karar verdiklerinden, yatırımcı talebi de değişime itiyor. Yatırımcıların bu gücü, başlıca Borsa Yatırım Fonları olan maliyet etkin pasif yatırım araçlarına yönelik trendde kendini göstermekte.

MiFID II düzenlemesinin anahtar konularından biri olan araştır-

Grafik 3: Avrupa BYF Sektöründe Tahmini Net Para Girişi



Kaynak: Thomson Reuters Lipper



ma maliyetlerinin ayrılması ile Avrupa'da bazı portföy yöneticilerinin açıkça araştırma maliyetini ek ücret olarak yatırımcıya yansıtmaya karar verdiğini fark ettim. Kanımca, yatırımcı halihazırda fon yönetimine yönelik tüm maliyetleri kapsayan yönetim ücreti ödemekte olduğu için, bu tamamıyla kabul edilmez bir şeydir. Ancak gerçekte, yönetim ücreti iki kısma ayrılır; bir kısım fon yönetimi maliyetlerini ve portföy yöneticisinin kar marjını kapsar. Normalde oldukça büyük olan ikinci kısım ise, fon dağıtımına hizmet ücretini ödemekte kullanılır.

Fon dağıtımına süregelen hizmet ücreti ödemesi, MiFID II düzenlemesinin yürürlüğe girmesi ile inceleme altına alınmıştır. Bununla birlikte, portföy yöneticileri bilançolarında büyük bir etki yaratmadan ihtiyaç duydukları araştırma için, yatırımcı tarafından ödenen yönetim ücretinden ödeme yapabilmelidirler.

Pasif ürünlere yönelik küresel trend, yatırımcıların portföy yöneticileri

için, onlara daha zengin olmaları için ve bazı durumlarda ek bir değer almadan paralarını verecek, "cash cows" olmak istemediklerini ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar yüksek getirisi olsa da olmasa da bir fonun yönetimi için zaten yüksek bir ücretin üzerinde ek ücretler isteyen bir fona yatırım yapmayı isteyip istemediklerini iki kez düşünmek zorundadır ve düşüneceklerdir. Aktif portföy yöneticilerinin daha yatırımcı odaklı ücret yapısına doğru gelişen bir trend var. Fidelity, Allianz Global Investors, ve AB düşük bazlı ücret ile performansla alakalı ücreti birleştiren yeni ücret modelleri açıkladılar. Son iki şirket yeni ücret yapılarını ilk olarak ABD'de deneyeceklerken, Fidelity de Avrupa'da müşterilerine sunacak.

Özet

Sonuç olarak, önümüzdeki üç ila beş yıl içinde küresel portföy yönetimi sektöründe bir çok değişiklik göreceğimiz tahmin edilebilir. An-

“Avrupa ve küresel fon sektöründeki değişimi sadece düzenlemeler ve portföy yöneticileri üzerindeki kazanç baskısı getirmiyor. Nihayetinde yatırımcılar hangi fona yatırım yapacaklarına karar verdiklerinden, yatırımcı talebi de değişime itiyor. Yatırımcıların bu gücü, başlıcası Borsa Yatırım Fonları olan maliyet etkin pasif yatırım araçlarına yönelik trendde kendini göstermekte..”

cak fikrime göre, yeni düzenlemelerle veya olası zor piyasa koşulları ile gelebilecek tüm zorluklar fırsatları da getirir. Portföy yöneticileri iş modellerini sadece şirketlerini daha büyük ve daha karlı hale getirmek için değil de yatırımcıların ihtiyaçlarına göre oluşturarak, "geleceğe dayanıklı" hale getirebilirler. Buna ilaveten, portföy yöneticileri hayalgüçlerini kullanabilir ve işlerini yatırımcıların taleplerine cevap verir konumda tutabilmek için dijitalleşme gibi potansiyel yeni iş alanlarına olduğu kadar, daha iyi eğitilmiş ve kendini işine vermiş çalışan tabanına yatırım yapabilirler.

Görüşler yazara aittir, Thomson Reuters görüşlerini yansıtmamaktadır.



Özel sektör tahvilleri: Alternatif fonlamadan ötesi

TEB Portföy olarak biz, ÖST'lerin fon yöneticileri için en önemli varlık sınıflarından biri haline geldiğini düşünmekteyiz. Portföy yönetimi şirketlerinde çoklu varlık (multi-asset) birimlerinin gelişmesine de en büyük katkıyı sağlayan varlık sınıflarından biri olmaya devam edecektir.

Geçtiğimiz dönemdeki gelişmeler özel sektör tahvili (ÖST) yatırımlarında risk/getiri dengesinin önemini göstermiş oldu. Geldiğimiz noktada sistemin artık daha sağlıklı olduğunu söylemek yanlış olmaz, fakat Türk özel şirketlerinin ÖST piyasasını daha tam olarak keşfetmemiş olması sektörün potansiyelini sınırlamaktadır.

Hızlı büyümesine rağmen, Türk banka-dışı yerel para cinsinden ÖST'lerin şirket borcu bilançolarına oranının %1 ve GSMH (Gayri Safi Millî Hasıla) oranının ise %0.8 ile diğer gelişmekte olan ülkelerin çok altında olması, gidilecek yolun grafikte görüldüğü gibi çok uzun olduğu anlamına gelmektedir. Burada yatırımcılara ve ihraççılara daha dostane bir ortam sağlanması, bütün paydaşların çıkarına olacaktır. Aşağıda bu konuda yardımcı olacağını düşündüğüm önerileri özetlemeye çalıştım.



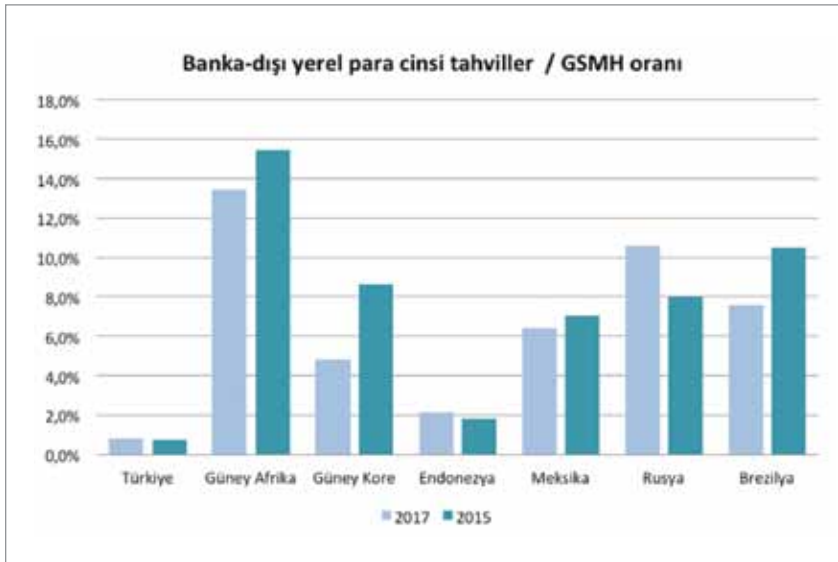
Alen Bebiroğlu, CFA
Çoklu Varlık Yönetimi Direktörü
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

Pazarın gelişmesinin önündeki en önemli engel nedir? Niye Türkiye ÖST piyasası diğer ülkelerin gerisinde?

ÖST'lerin banka kredilerine karşı üç ana avantajının a) teminatsız olması, b) ana şirkete rücu edilemez olması, ve c) geri çağırılmaz olması (putable olarak dizayn edilmediği takdirde) ihraççılar tarafından takdir edilmektedir. Bu özellikleri-

nin yanında bilançolara fonlama çeşitliliği getirmesi, diğer fonlama kanallarına karşı pazarlık gücü sağlaması ve finansal piyasalarda şirketin tanıtımı gibi yararları da bilinmekte. Bu açıdan bakılınca, ÖST'lerin hak ettiği yeri bulmamasının, yüksek maliyet veya beraberinde getirdiği zorunlu şeffaflık ile açıklamak zorlama olacaktır. Şeffaflık olmaz ise olmaz bir şarttır, yatırımcıların ihraççıları tanıması ve risk fiyatlamasını buna göre yapması gereklidir. Yalnızca derecelendirme raporlarını baz alan tahvil seçimi süreci, portföy yönetiminin derecelendirme kuruluşlarına yaptırılmasından çok farklı değildir. Maliyet tarafında ise yukarıda belirtilen avantajlar göz önüne alınmasa dahi kredi faizi/bono faizi arasındaki fark çok farklı değildir. 2007 başından beri banka kredi faizi ve 2 yıllık Türkiye bonusu

“ÖST'lerin hak ettiği yeri bulmamasının, yüksek maliyet veya beraberinde getirdiği zorunlu şeffaflık ile açıklamak zorlama olacaktır. Şeffaflık olmaz ise olmaz bir şarttır, yatırımcıların ihraççıları tanıması ve risk fiyatlamasını buna göre yapması gereklidir.”



Kaynak: Bloomberg, TEB Portföy

BORÇLANMA ARAÇLARI



Kaynak: BDDK, TEB Portföy

artı 350bps arasındaki fark ortalama 60bps olarak gerçekleşmiştir. İleri doğru yukarıda belirttiğim avantajların öneminin daha iyi anlaşılacağını düşünüyorum. Ama bunun yanında ÖST piyasasının kısa vadede daha öne çıkmasını sağlayacak ana etmenler şunlar olacaktır:

- ▶ Kur riskinin şirket bilançoları üzerindeki etkisinin daha iyi anlaşılmasına bağlı olarak şirket bilançolarındaki TL fonlamanın payının artışı,
- ▶ Banka kredi/mevduat oranlarının yüksek seviyesi ile yükselen kredi faizi oranları.

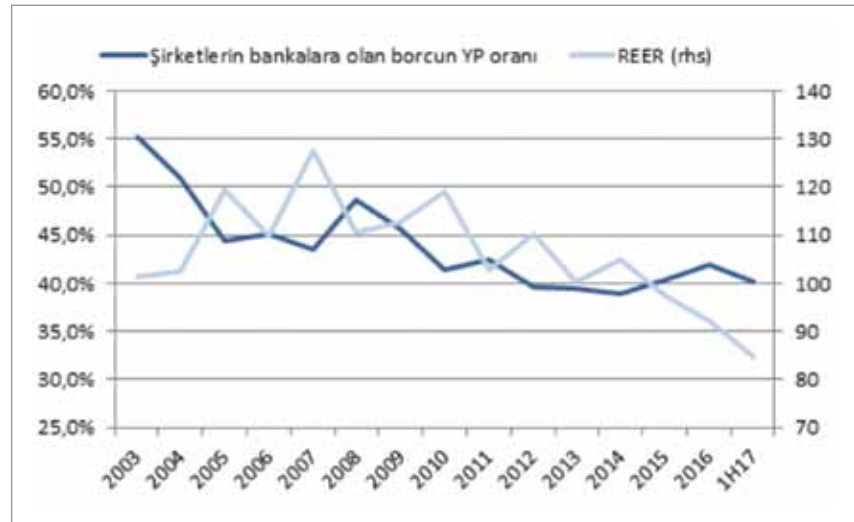
Yabancı para cinsinden fonlama, Türk lirasının volatilitésinin düşük seviyelerde ya da kurun değerlendirilme trendinde olduğu dönemlerde Türk şirketlerinin bilançolarını önemli ölçüde desteklemiştir. Türkiye'nin son 16 yılda yaşadığı iki dönem, TL cinsi özel sektör tahvillerinin aslında her zaman şirketin borç yapısında olması gerektiğinin en güzel örneği olmuştur.

2002 ve 2010 yılları arasında Türkiye'de başarılı mali işler müdürlerini (CFO) diğerlerinden ayıran en büyük özellik, döviz cinsi borçlanmanın şirket bilançolarının içindeki ağırlığı oldu. Başarının formülü yüksek yabancı para cinsi borç ve kaldıraçlı bilanço idi. Kasım 2002 genel seçimleri sonrası başlayan süreçte Türk lirası sepeti

sekiz yıl boyunca reel olarak değer kazandı ve REER endeksi (Real effective exchange rate, Baz yılı 2003) Ekim 2010'a kadar güçlü kalmaya devam etti (her yıl ortalama %3 artış). Güzel günler 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflasında kısa bir ara vererek 2010 yılına kadar sürdü.

Türk şirketleri geçtiğimiz 15 yıl boyunca bilançolarındaki toplam yabancı para pozisyonunu aşağı çektiyseler de, 2011 yılından itibaren Türk Lirasının değer kaybetmesine bağlı olarak durağanlaşan bu oran, şu anda %40 civarında seyretmeye devam etmektedir ve Türk şirket bilançolarında bulunan en büyük risk kaynağıdır.

2002-2010 arasında TL ve USD kredi faizleri arasındaki yıllık ortalama fark %16 seviyesinde oldu, bu fark en düşük seviyesini 2011 yılının ilk çeyreğinde %4.3 ile gördü. 2011-2017 arasında ise bu ortalama %8.9



Kaynak: Bloomberg, BDDK, TCMB, Hazine Müsteşarlığı, BGC Yatırım

oldu (2Ç17: %11.5). REER 2010 yılında 125 seviyesinde iken şu anda 85 seviyesine gerilemiş durumda, bu yıllık %5 değer düşüşünü işaret etmektedir.

Buradan özel sektörde alınan kur riskinin aslında yanlış fiyatlandığı görünüyor. Tabii bu analizin detaylarında birçok şirketin kendinde olduğunu sandığı doğal kur korumasının (natural hedge) aslında olmadığının anlaşılmasının da büyük payı var (enerji sektörü bunun en güzel örneği olmaya devam ediyor). Ama bu süreçten çıkarılması gereken asıl dersin, TL cinsi bonoların aslında Türk ekonomisi ve şirket bilançoları için ne kadar önemli ve güçlü bir araç olabileceğidir.

Arkasında TL'leşen bilançoların rüzgarını alan ÖST piyasasının, büyüyen fon sektörü ile beraber önümüzdeki dönemde finansal piyasalarda daha çok öne çıkacağını söylemek yanlış olmaz. Fakat bu konu oluruna bırakılacak bir konu değildir. Düzenleyici, piyasa oyuncularının risk fiyatlamasını daha iyi yapması ve piyasanın daha sağlıklı bir şekilde büyümesini teşvik edebilir.

Bu konudaki önerilerimiz aşağıdaki gibidir:

a) Tahvil ihracı için yatırım yapılabilir notun altında derecelendirmeye sahip ihraççıların da piyasaya girmesinin önü açılmalı ve burada yüksek getirili ve yatırım yapılabilir not altı piyasası (sub-IG) oluşması desteklenmelidir.

b) İhraççı şirketlerin şeffaflığı artırılmalı, bilanço açıklama ve KAP bildirim zorunlulukları, hisse senedi piyasası ile aynı seviyeye çekilmelidir.

c) Temerrüt durumunda tahvil sahiplerinin hakları açıkça belirtilmeli, burada hukuksal belirsizlik yok edilmelidir.

d) Mütakabil temerrüt şartı (Cross default provision) konulmalıdır.

e) Portföy yönetim ve aracı kurumlarda kredi analizi bölümlerinin kurulması özendirilmeli, burada sektör ile yakın çalışılarak bunu destekleyici düzenlemeler yapılmalıdır.

f) İhraççı şirketler üzerindeki maliyet azaltılmalıdır.

g) Halka açık olan şirketler için hisse senedine dönüştürülebilir bonolar bir alternatif olarak düşünülebilir.

Çok genç bir piyasa olan Özel Sektör Tahvilleri piyasası geçtiğimiz yıllarda yaşanan temerrüt olayları sonrası hızlı bir şekilde olgunlaşmak durumunda kaldı. Bu noktada hem piyasa düzenleyicinin hem de piyasa oyuncularının öğrenme eğrisinin başında olmaları, yatırımcının bu ürünlere karşı olan risk iştahını azalttı. Ama bunu doğru dersleri çıkarıp, daha sağlıklı bir piyasa kurmak için bir fırsat olarak görmek en doğru yaklaşım olacaktır.

TEB Portföy olarak biz, ÖST'lerin fon yöneticileri için en önemli varlık sınıflarından biri haline geldiğini düşünmekteyiz. Portföy yönetimi şirketlerinde çoklu varlık (multi-asset) birimlerinin gelişmesine de en büyük katkıyı sağlayan varlık sınıflarından biri olmaya devam edecektir. Biz ÖST değerlemesini birkaç farklı yönden bakarak yapmaya çalışıyoruz. Örnek olarak temel analiz

dışında, KMV-Merton modelini uygulayarak distance-to-default hesaplamaları yapıyoruz ve bu analizin faydalı olduğunu görüyoruz. Veri seti kısıtları sebebiyle, bir sonraki adım olan "probability of default" (temerrüde düşme olasılığı) hesaplaması yapmamız şu aşamada sağlıklı görünmüyor. Bununla beraber, hâlihazırda kaliteli bir insan kaynağına sahip sektörün, doğru teşviklerle öğrenme eğrisinde hızlı bir şekilde ilerlemesini beklemek yanlış olmaz.

“Türk şirketleri geçtiğimiz 15 yıl boyunca bilançolarındaki toplam yabancı para pozisyonunu aşağı çektiyse de, 2011 yılından itibaren Türk Lirasının değer kaybetmesine bağlı olarak durağanlaşan bu oran, şu anda %40 civarında seyretmeye devam etmektedir ve Türk şirket bilançolarında bulunan en büyük risk kaynağıdır.”



Para ve Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Risk Yönetiminin Artan Önemi

Kurumların karar mekanizmaları içerisine giren risk yönetimi kavramı, gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Türkiye’de yapılan düzenlemeler ile kuruluş ve faaliyet izinlerinin bir parçası haline gelmiştir.

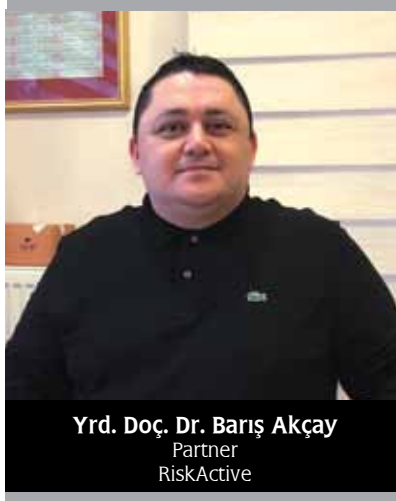
Son on yılda para ve sermaye piyasalarında yaşanan baş döndürücü değişimler; risk, getiri ve performans kriterlerinin yeniden tanımlanmasına neden olmuştur. Ku-

rumların karar mekanizmaları içerisine giren risk yönetimi kavramı, gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Türkiye’de yapılan düzenlemeler ile kuruluş ve faaliyet izinlerinin bir parçası haline gelmiştir. Kurumlar, sahip oldukları lisans türlerine, ser-

maye büyüklüklerine ve pozisyon yapılarına göre, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) düzenlemeleri doğrultusunda, risk yönetimi sistemlerini dış hizmet alımı yaparak ya da kurum bünyesinde ilgili bölümün kurulması ile yürütmektedir.



Dr. Özge Yürükoğlu
Projeler Koordinatörü
RiskActive



Yrd. Doç. Dr. Barış Akçay
Partner
RiskActive

Türkiye'de konu ile ilgili yasal düzenlemeler ve etkileri

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe girerek, ülkemiz sermaye piyasalarına bir çok yenilikler getirilmiştir. Bu yenilikler kapsamında ülkemizde ilk defa girişim sermayesi yatırım fonlarına ve gayrimenkul portföy yönetim şirketlerine ilişkin yasal altyapı oluşturulmuştur. SPK, farklı tarihlerde yayınladığı tebliğ ve rehber hükümleri ile şirketlerin ihtiyaç duyduğu mevzuat altyapısını sağlama yönünde adımlar atmıştır. Yayımlanan başlıca tebliğler; Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri:V, No:34), III.55.1 Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği, III.52.1 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber hükümleri'dir. SPK tarafından yayınlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber hükümleri, sektöre risk yönetimi anlamında yeni bir açılım getirmiştir. Söz konusu Rehber ile kurumlar risk yönetim birimleri kurmak veya belli şartlara

bağlı olarak dışarıdan hizmet almak durumunda kalmışlardır. Ancak, yayımlanan hükümlere bakıldığında SPK'nın aracı kurum ve portföy yönetim şirketlerinin insan kaynağı ve genel yapısını göz önüne alarak bankacılık sektörüne göre daha dar kapsamlı olduğu; temel risklere ve bunların ölçümüne odaklanıldığı görülmektedir. Düzenlemelerde kurumların halihazırda hesapladığı sermaye yeterlilik rasyolarının bir adım önüne geçilmesinin, risk yönetimi açısından önemli olduğu düşüncesi temel alınmış ve kurumların maruz kaldıkları riskleri değerlendirmelerine, ölçümlemelerine ve yönetmelerine yönelik temel noktalar ortaya konmuştur.

Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber

hükümlerine göre, kurumların kuracağı veya dışarıdan hizmet olarak oluşturacağı risk yönetim sistemleri; maruz kalınan temel risklerin tanımlanmasından, düzenli olarak gözden geçirilmelerinden ve önemli gelişmelere paralel olarak güncellenmelerinden, risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesinden, ölçümünden ve gerekli kontrollerin oluşturulmasından sorumludur. Gerekli olan prosedür ve süreçler hazırlanmalıdır. Bu aşamada en önemli nokta, maruz kalınan risklerin doğru tespit edilmesi ve mümkün olan en etkin risk yönetim sistemlerinin kurulmasıdır. Aksi durumda yapılan ölçümler şirket kültürünün bir parçası olmayacağından, başta amaçlanan hedeflere ulaşılması mümkün olmayacaktır.

Yasal düzenlemelerin etkinliğinin artırılması

Risk kavramının sermaye piyasalarının ayrılmaz bir parçası olduğu düşünüldüğünde, tebliğ ve hükümlerin ne kadar gerekli olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, sektörde faaliyet gösteren kurumların insan kaynakları, mali şartları ve değişen piyasa koşulları göz önüne alındığında, gelişime açık alanlar olduğu da ortaya çıkmaktadır. Tebliğler kapsamında hesaplanması ve düzenli olarak takibinin yapılması gereken çok fazla limit olmasına karşın, şirketler bun-

“Kredi riskine tebliğ hükümlerinde piyasa riski kadar detaylı değinilmemiş durumdadır. Bu da aracı kurum ve fonların kredi riskini zaman zaman, sadece hisse senedi müşterilerine kullandırılan krediler özelinde indirgemelerine neden olmaktadır.”

ların hepsini tam ve doğru olarak hesaplayamamaktadır. Kurumların risk yönetim sistemlerine ayıracakları mali kaynakları az olduğundan, sektördeki genel eğilim minimum kaynak ayrılarak hesaplamaların yapılması yönünde gelişmiştir. Bu da kurulan sistemlerin nitelik ve nicelik olarak kalitesinin sorgulanmasını kısıtlayan bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Kredi riskine tebliğ hükümlerinde piyasa riski kadar detaylı değinilmemiş durumdadır. Bu da aracı kurum ve fonların kredi riskini zaman zaman, sadece hisse senedi müşterilerine kullandırılan krediler özeline indirgemelerine neden olmaktadır. Sektördeki genel eğilim maruz kalınan kredi riskini müşterilerden alınan teminatlara göre ölçmektedir. Ancak, bankacılık sektöründe olduğu gibi müşteri bazında temerrüt olasılıklarını baz alan yöntemler daha etkin ölçümlenmelere olanak tanıyabilir. Bu tip modellerin ve alt yapıların kurulması ise sermaye piyasalarında yer alan kurumların mali yapılarının güçlü olması ile de bağlantılıdır. Yayımlanan tebliğ hükümleri forex piyasalarının dinamik yapısına uygun olmadıklarından, şirketlerin ve müşterilerin maruz kaldığı risklerin ölçülmesi ve yönetilmesinde yetersiz kalınmıştır. Forex piyasalarında maruz kalınan riskler mevcut yapıda gün sonları ile yapılamayacak kadar hızlı ve değişkendir. Dolayısıyla, gün sonlarında yapılan ölçümlenmelerin şirketlerin ve müşterilerinin karar alma süreçlerindeki etkileri yok denecek kadar azdır. Halbuki risk yönetiminde esas olan riski tanımlamak ve ölçümlemek olduğu kadar elde edilen sonuçların karar alma süreçlerinde etkin olarak kullanılmasıdır. Gerek yönetsel

gerekse yasal limitlerin konmasının ve düzenli olarak takip edilmesinin ana nedenlerinden biri de budur. SPK ilgili Rehber hükümleri ile fonların kullanacağı risk yönetim modellerini, taşıdıkları pozisyonların yapısına ve kompleksitesine göre belli asgari şartları sağlamaları koşulu ile kendilerinin belirlemelerine izin vermiştir. Piyasa riskinin ölçümü için parametrik yöntem, tarihsel simülasyon yöntemi veya monte carlo simülasyon modeli kullanılabilir. Kritik nokta, kullanılan modellerin pozisyon yapılarına uygun olması, valide edilebilir olması ve şirketlerin gelecekteki ihtiyaçlarını da karşılayabilecek bir alt yapıya sahip olmasıdır. SPK mevcut durumda kurumlardan model validasyonunu henüz istememektedir. Bununla birlikte bankacılık sektöründe olduğu gibi validasyon sürecinin risk yönetim sistemlerinin önemli bir parçası olduğu gerçeğinden hareketle, şirketler kullandıkları modelleri valide edebilecek yapıya sahip olmalı. SPK kurumlardan düzenli olarak geriye dönük test yapımlarını ve stres testi senaryo analizleri uygulamalarını istemektedir. Kullanılacak olan stres testleri ve senaryo analizleri portföy yapısına uygun olmalıdır. SPK hesaplamaların etkinliği açısından riske maruz değer modelleri ile hesaplanan risk tutarı ile birlikte bankaların hesaplamalarının etkinliğini arttırmak amacıyla kullandığı “expected shortfall” hesaplamalarını da talep ederek, bir ölçüde ekstrem piyasa hareketlerinin de dahil edilmesini talep edebilir. Değişen ve gelişen dünya piyasalarında ürün ve hizmet çeşitliliği giderek artmaktadır. Kurumlara risk yönetimi gibi finansal sistem alt

“ Risk yönetiminde esas olan riski tanımlamak ve ölçümlemek olduğu kadar elde edilen sonuçların karar alma süreçlerinde etkin olarak kullanılmasıdır. ”

yapı hizmeti veren fintek şirketlerinin de rolü büyüktür. Daha iyi hizmet verebilmek için piyasanın bugünkü ve gelecekteki ihtiyaçlarını sürekli olarak analiz etmeleri zorunludur. Bu analizler hangi alanlarda geliştirme yapılacağından önemlidir. Ancak, bu sayede sektör yeniliklere adapte olabilir ve sektörün büyümesi için gerekli yeni yatırım araçlarını kullanma konusundaki isteksizliği aşılabılır. Kurumlar sürekli düşen karlılık ortamında, yeni gelirler elde etme hedefi ile bazı ek maliyetler üstlenmeye istekli hale gelecektir. Sadece emeklilik sektöründeki düzenli tasarruflar ile büyüyen fon piyasasının, yeni fon türlerinin önünü açan düzenlemelerle hızla büyümesi beklenmektedir. Yeni alanlarda risklerin ölçülmesi ve modellenmesi de önemli bir konudur. Ayrıca, türev ürünlerin aracılığının artması ve portföylerde türev kullanarak hedge ve yatırım fırsatlarının çeşitlenmesi de önemli konulardır. Düzenlemelerin bu perspektif ile sürekli geliştirilmesi ve esnek bir düşünce ile yönetilmesi, düzenleyici otoriteye düşen en önemli görevdir.

İstanbul Portföy Yönetimi Bosphorist Girişim Sermayesi Yatırım Fonu

İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. olarak, vizyoner bir bakış açısı ile yeni bir varlık grubunda, yatırımcılarımıza yüksek çarpanlarda bir kazanç, girişimcilerimize ise uluslararası sulara açılabilme imkanı sunma hedefimizi hayata geçirmeye karar verdik. Bu segmentte, ekosistem içinde girişimler yetiştirme konusunda uzmanlaşmış, hızlandırma programları ile girişimcileri yatırımcılarla buluşturan, girişimlere vizyon kazandıran 70 kadar kurumsal ve bireysel yatırımcısı ile etkileyici bir üniversite merkezli melek yatırımcı ağı olan BUBA (Boğaziçi Üniversitesi Business Angels) ile ortak bir girişime imza atmış durumdayız.

Yatırımcılarımıza sunulacak fon seçenekleri arasına, mevzuatın oluşmaması nedeniyle sunulamayan bir fon türünü, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) getirdiği yeni düzenlemeler çerçevesinde, Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nu da eklemiş olmaktan dolayı gururluyuz ve heyecanlıyız.

SPK'dan katılım payı ihraç onayını almış olan, İstanbul Portföy Yönetimi Bosphorist Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun, BUBA'nın girişim sermayesi alanındaki tecrübeleri ve kurumumuzun gücünün birleşmesi ile, genç beyinlerin kurduğu gelecek hayallerinin gerçekleşmesine katkı sağlayacağına inanıyoruz. Bu ve benzeri fonlar, hem start-upları, hem de start-uplara yatırım yapma kültürünü geliştirecektir.

Belirlemiş olduğumuz, IOT (Nesnelerin İnterneti), E-ticaret, Bio-Tech,



Burak Üstay
Genel Müdür
İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.

Agri-Tech, Fin-Tech, Yapay Zeka alanlarında, start-up girişimlerine pay sahipliği üzerinden fon sağlayarak yatırım yapmayı hedefliyoruz. Çeşitlendirilmiş bir risk yapısı ile, bu girişimlere mentörlük yaparak, onlarla birlikte büyümeyi, yatırımcılarımıza da oldukça tatmin edici çarpanlarla getiri sunmayı amaçlıyoruz. Çok güçlü bir danışma komitesi ile çalışan yatırım komitemiz, portföylere aldığı şirketleri, BUBA'nın bünyesindeki uzmanların katkıları ile büyütmeyi hedeflemektedir.

Tam anlamıyla bir girişim sermayesi yatırım fonu karakterine sahip olan bu fon, yukarıda sayılan belli başlı altı segmentte eleyip filtreden geçirip yatırım yaptığı girişimleri, çok sayıda yatırımcının uzun vadeli beklentileri ile eşleştirmektedir. Risk yönetimi, finansal yönetim, pazarlama ve satış konularında desteklenen bu yatırımların, fon yatırımcılarına sağlayacakları kazançların başında,

öncelikle, büyüme potansiyellerinin yüksek olması nedeniyle, hızla artan bir şirket değeri gelmektedir. Düzenli olarak tebliğ gereği yılda en az bir kere bağımsız değerlendirme kuruluşlarınca yapılan değerlemeler ve alınan temettüler fon fiyatını yükseltecektir. Bu tür yatırımlarda kar, yatırım yapılan girişim şirketlerinin, çeşitli aşamalarda pay satışları, bir özel sermaye şirketine satışı ve/veya en sonunda da bir halka arz ile piyasaya sunulması aşamasında oluşmaktadır.

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları, bilindiği üzere, gelişmiş ekonomilerde ve gelişmiş sermaye piyasalarında, likiditesi düşük bir alternatif yatırım aracı olarak uzun bir süredir işlem görmektedir. Yüksek çarpanlarla yatırımcılarına getiri sunabilen bu fonlar, henüz borsalara kote olmaması şirketlere, start-up aşamasında veya daha ileri aşamalarda yatırım yapan yatırım araçlarıdır. Tanımı gereği, borsada işlem görmeyen şirketlere yatırım yapan bu fonlar, uzun vadeli nitelikli yatırımcıların yatırım yapabildikleri araçlardır.

Bireysel Emeklilik Fonlarının ve kamu fonlarının da, asgari şartları karşılayan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına destek olmasının, bu segmente ilgiyi arttıracığına, ve yatırımcılarımızın da bir Türk Google, Türk Facebook, Türk Apple hikayelerine ortak olacaklarına inanıyoruz. Bu yatırım segmentinin gelişmesinin, Türkiye'nin büyümesine ve katma değerli ürün ve hizmet yaratmasına, beyin göçünü tersine çevirmesine büyük katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

Azimut Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu

Kira sertifikaları genel hatları itibarıyla klasik tahviller ile büyük bir benzerlik göstermekle birlikte, klasik tahvilden ayrıştığı en temel nokta herhangi bir faiz ödemesi yapmamasıdır. Buna mukabil, kira sertifikaları vade sonuna kadar bir yandan ihraca temel teşkil eden varlığın (teminat) mülkiyetini yatırımcısına transfer ederken, diğer yandan da teminatı oluşturan maddi duran varlığın ürettiği nakit akışlarından hareketle dönemsel kârpayı ödemelerinde bulunur.

Yurt dışında yaygın şekilde Sukuk

olarak anılan kira sertifikaları, normal koşullar altında (işlem maliyetlerinin gözardı edilebileceği veya katlanılabilir boyutta olduğu) gerek borçlanıcılar gerekse de yatırımcılar açısından ciddi avantajlara sahip bir finansman aracıdır. Kira sertifikaları gerek İslami kurallarla tam bir uyum içinde olmaları gerekse İslam inancına gösterilen büyük saygıdan ötürü, finans çevrelerince İslami Tahvil olarak da isimlendirilmektedir. Sukuk günümüzde İslami coğrafyalarda (özellikle Malezya ve Arap yarımadası) yoğun rağbet gören bir finansman kaynağı haline

gelmiştir. Söz konusu kuvvetli talep, bugün Müslüman olmayan bazı ülkelerin dahi (İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri, Güney Afrika, Hong Kong, Singapur) birbiri peşi sıra sukuk ihraçlarına yönelmesine sebep olmaktadır. Bugün dünya üzerinde Euro cinsinden mevcut yegane sukuk ihracı Lüksemburg tarafından gerçekleştirilmiştir.

Son beş yılda her sene yüzde 15'in üzerinde büyüme gösteren sukuk piyasası, bugün \$500 Milyar üzerinde bir büyüklüğe ulaşırken, Müslümanların finansal planlama ihtiyaçlarına inançlarıyla uyumlu



çözümler sunan yegane araç haline gelmiştir. Türkiye, ihraç ettiği sukukların çekici karpayı oranları ve yüksek likiditesinden ötürü kısa sürede sukuk piyasasının en önemli oyuncularından biri haline gelmiştir. Yurt dışında hal böyle iken ne yazık ki yurt içinde kira sertifikası ihraçları istenilen seviyeye yükselememiştir. Yurt dışındaki gelişmelere paralel olarak ülkemizde de İslami bankacılık alanında bir takım ciddi adımlar atıldı. Öncelikle mevzuattaki eksikliklerin giderilmesi için çalışmalar yapılarak kira sertifikası ihraçlarının önünü açan yasal düzenlemeler kısa bir sürede tamamlanarak hayata geçirildi. Gerek Hazine Müsteşarlığı, gerekse katılım bankaları çok kısa bir sürede hem Türk Lirası hem de yabancı para birimleri cinsinden birbirinden başarılı kira sertifikası ihraçları yaptılar ve de yapmaya devam ediyorlar. Ancak tüm iç ve dış gelişmelere rağmen yapılan araştırmalar, reel sektör oyuncularından yapılan kira sertifikası ihraçlarının henüz istenilen düzeye gelemediğini işaret etmektedir. Sabit getirili ürünlere yatırım yapan İslami fonlar bugün İslami fon pazarının yaklaşık %8-10'nu oluştururken,

bu rakam İslami Bankacılık varlıklarının %1'ine bile denk gelmemektedir. Oysa gelişmiş ülkelerde sabit getirili fonlar, konvansiyonel fonların yaklaşık %50'sini oluşturmaktadır. Bu rakamların açık ve net bir şekilde ortaya koyduğu gerçek İslami Varlık Yönetimi sektörünün yeni ürünlere ihtiyaç duyduğudur. Daha da önemlisi, İslami kurallara göre yönetilen varlıklar göz önünde bulundurulduğunda portföy yöneticilerine ciddi bir çeşitlendirme imkanı sunan kira sertifikalarının uzun yıllar boyunca göz ardı edildiğidir. İslami fonlar yakın zamana kadar temelde iki varlık sınıfı arasında sıkışıp kalmıştır. Bir tarafta pay hisse senedi ve emtia fonları yer alırken, diğer kutupta ise para piyasası araçları bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım fonu-proje finansmanı odaklı kar/zarar ortaklığı gibi özel ihtisaslaşmış fonlar getiri anlamında yatırımcılarına güzel fırsatlar sunarken, mevcut haliyle bu fon sepetinin risk yönetimi açısından yeterli çeşitlendirmeyi sağladığını söylemek ne yazık ki mümkün değildir. Geçmişte konvansiyonel fon yöneticilerine göz ardı edilen ve özellikle Körfez Bölgesinde ve Güney Doğu Asya piyasalarına yönelik özel bir ürün gibi algılanan kira sertifikaları benzer risk kategorisindeki konvansiyonel ihraçlara kıyasla daha yüksek getiri sunarken, sahip oldukları düşük volatilité, sağlam teminat yapısı, İslam Hukuku'nun temel prensiplerine olan tam bağlılık ve şeffaf finansal yapıları sebebiyle, günümüzde dini ve inancı ne olursa olsun, etik ve sosyal sorumluluk açısından bakıldığında sahip olduğu temel özellikler itibarıyla pek çok yatırımcı için oldukça çekici bir yatırım alternatifi olarak karşımıza çıkmaktadır. Katılım Şemsiye Fon'ların kurulma-

sıyla birlikte hayat bulan Katılım Fonları, devlet katkısı sebebiyle bir anda hızla büyümeye başlayan Katılım Emeklilik Fonları ve son olarak OKS (Otomatik Katılım Sistemi) sebebiyle kurulan yeni fonlar bir araya geldiğinde kira sertifikası ihraçları için ne denli büyük bir potansiyel olduğu bir anda gözler önüne serilmiş oldu. Gerek ihraççılar, gerekse ihraçta aracılık etmek isteyenler için oldukça iştah açıcı gözükken bu menkul kıymet pazarı ne yazık ki son dört yılda kendisinden beklenen büyümeyi gerçekleştiremedi. Ne Türk Hazinesi'nin yapmış olduğu ihraçlar, ne de katılım bankalarından gelen kira sertifikası ihraçları tahminlerden hızlı büyüyen "katılım Fonu" pazarının ihtiyaçlarına tam anlamıyla cevap veremiyor. Pek çok reel sektör temsilcisinden kira sertifikası ihracı yapmayı planladıklarına dair açıklamalar olsa da, bunu gerçekleştirebilen kurum sayısı ne yazık ki bir elin parmaklarını geçemiyor. Faaliyet gösterdikleri sektörler ve iş modelleri itibarıyla kira sertifikası ihraç etmeye müsait pek çok kurum olmakla birlikte, gerek kurulması gereken finansal modelin oluşturulmasının oldukça zor ve meşakkatli olması, gerekse başta vergi olmak üzere beraberinde oluşan pek çok diğer maliyet kalemi sebebiyle maalesef kurumların çoğu kira sertifikalarından uzak durmaktadırlar. Son dönemde kira sertifikası ihraç etmeyi başaran TMO, Derindere Filo Kiralama ve Zorlu Enerji bu anlamda sektörün göz bebeği olmayı başaran birkaç kurumundan sadece üçü. Umarız sermaye piyasalarında kısa sürede daha fazla kira sertifikası ihracı görmek mümkün olur.



2018 yılı için halka arzlar ve satın almaların görünümü

Beklentimiz; 2017 yılının tamamında 2.5 milyar doları bulan halka arzların büyüklüğünün, 2018 yılının ilk yarısında 3.5 milyar dolara ulaşması.

Dünya genelinde siyasi belirsizlikler ve jeopolitik risklerin gölgesinde bir yılı daha geride bırakırken, küresel ekonomilere ise adeta siyasi söylemler ve gelişmeler damgasını vurdu. ABD Başkanı Donald Trump'ın radikal dış politikaları, Fransa, Almanya ve İran'da yaşanan seçim süreçleri, Katar krizi, Irak'ta ve Suriye'de DEAŞ operasyonları,

Kuzey Kore'nin nükleer tehditleri ve ABD'nin Kudüs'ü İsrail'in başkenti ilan etmesi piyasalarda zaman zaman tansiyonu yükselten en önemli gelişmelerdi. Türkiye ekonomisi ise geçen yıl yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen yüksek büyüme hızı ile başarılı bir performans sergiledi. 2018 yılında da yurt içi ve yurt dışında önemli ekonomik ve siyasi şoklar olmadığı müddetçe pozitif havanın devam edeceği tahmin ediliyor. AB ülkeleri-

nin ekonomilerindeki toparlanma ve Aralık 2017 tarihinde merkez bankaları toplantılarından gelen küresel risk iştahını destekleyen mesajlar da olumlu beklentileri artırıyor. Öncelikle küresel risk iştahının artacak olması, küresel sermaye akımlarını cesaretlendirecek. Bu da Türkiye gibi cari açığın finansmanında yurt dışı kaynaklara ihtiyacı olan ülkeler açısından finansman olanaklarının artması demek. Kuşkusuz; kısa ve uzun

vadeli yabancı sermaye girişindeki canlılık hem halka arzlar, hem de birleşme ve satın almalar yoluyla Türkiye'ye gelecek yabancı sermaye girişi açısından önemli bir gelişme olacaktır.

Hatırlarsanız; halka arz piyasalarında son dört yıldır çok verimli olmayan bir dönem yaşadık. 2013 yılında ABD Merkez Bankası FED'in parasal sıkılaştırmaya gideceğini açıklamasıyla dolar giderek güçlenirken, gelişmekte olan piyasalardan büyük ölçüde sıcak para çıkışı yaşanmıştı. Gelişmekte olan ülke borsalarına ilginin azalması sonucu halka arz piyasası ise durma noktasına gelmişti. 2017 ise ibrenin yeniden gelişmekte olan ülkelere çevrilmesiyle halka arz piyasasında havanın kısmen olumluya döndüğü bir yıl oldu. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akışına Nisan ayında referandumun tamamlanmasıyla politik belirsizliğin ortadan kalkması da eklenince, Türkiye piyasasına portföy girişleri artmaya başladı. Girişlerin artması pay senedi piyasalarının performansını olumlu yönde etkiledi, BİST 100 endeksi 110 binleri aştı ve değerlemeler cazip hale geldi. Bu da kaynak arayışında olan kuruluşlar açısından halka arza ilgiyi artırdı. Beklentimiz; 2017 yılının tamamında 2.5 milyar doları bulan halka arzların büyüklüğünün, 2018 yılının ilk yarısında 3.5 milyar dolara ulaşması. Daha önce kamuoyuna duyurulan EnerjiSA, Medical Park, Şok, Memorial, Defacto ve Beymen Mağazacılık'ın halka arzı gündemde. Yılın ilk yarısında bunların gerçekleşmesi halinde toplamda bugüne kadar yapılmış en yüksek tutarda halka arza imza atabiliriz.

Yılda \$20-25 milyar yabancı yatırım çekebiliriz

Kısa vadeli portföy girişlerinin yanı sıra uzun vadeli yabancı sermaye



girişi açısından da 2018 yılında Türkiye'yi hareketli bir dönem bekliyor. Biliyorsunuz; geçmişte ülke olarak çok badireler atlattık. 2013'ten bu yana bakıldığında Gezi olayları, yerel ve genel seçimler, 17-25 Aralık süreci, Rus uçağının düşürülmesi, koalisyon görüşmeleri, 15 Temmuz darbe girişimi, referandum, terör olayları gibi çok sayıda olay yaşadık. Ancak o tarihlerde bile zaman zaman kesintiye uğrasa da, yabancıların Türkiye'ye ilgisi hep devam etti.

2013-2015 yılları arasında 16-17 milyar dolar civarında olan şirket alım-satım işlemi, 2015 yılında 17.8 milyar dolara ulaşarak Cumhuriyet tarihinin dördüncü büyük yabancı sermaye girişi yaşandı. Darbe girişimine rağmen 2016 yılında 12,3 milyar dolarlık yabancı sermaye geldi. 2017 yılsonu itibarıyla ise bu rakamın 10 milyar dolar olarak gerçekleşeceği tahmin ediliyor. Dolayısıyla; resmin büyük kısmına bakacak olursak, Türkiye'de yabancı sermaye yatırımları 13-15 milyar dolarlar seviyesine oturmuş durumda. Yurt içi veya yurt dışında önemli ekonomik ve siyasi çalkantılar olmazsa, 2018 yılında 15 milyar

dolarlık doğrudan yabancı sermaye yatırımı geleceğini öngörüyoruz.

Çünkü Türkiye'ye yatırım yapan insanlar her şeyden önce ülkenin uzun vadeli potansiyeline bakıyor. Yabancı yatırımcı açısından ilk etapta siyasi ve ekonomik istikrar önemlidir. Türkiye ise bütün yaşananlara rağmen bölgesinin en istikrarlı ülkesi konumunda. Genç ve dinamik nüfusumuz son yıllarda gelir dağılımındaki düzelmeye birlikte artık daha fazla tüketme eğiliminde. Son 15 yıllık ortalamalara bakarsak; yüzde 4-5 civarında büyüyoruz. Coğrafi olarak ticaret ve enerji koridorlarının keşiştiği bölgedeki konumumuz ve gelişmiş endüstriyel altyapımız ile yatırımcıların ilgisini çekecek iyi bir hikayemiz var. Hikayemizi aktarmak, Türkiye'deki yatırım imkanlarına ilişkin potansiyel yatırımcılar ile bir araya gelerek kendimizi tanıtmaya ihtiyacımız var.

ÜNLÜ & Co olarak geçmişte işlerin bıçak gibi kesildiği dönemlerde dahi yurtdışına giderek çanta elimizde, şirket şirket dolaşıp hem ülke ekonomimizin ne kadar güçlü olduğunu, hem de yatırım açısından cazibesini anlattık. Hiçbir zaman umutsuzluğa kapılmadık ve yılmadık. Halen de yurt içi ve yurt dışında katıldığımız her toplantı ve davette, Türkiye'deki yatırım fırsatlarını anlatmaya devam ediyoruz. Türkiye'nin lider yatırım bankacılığı hizmetleri ve varlık yönetimi grubu ÜNLÜ & Co olarak ülkemizin geleceğine olan inancımız tam. Özetle; yeter ki, ülkemizin geleceğine ve ekonomimizin büyüme potansiyeline inanarak el ele verelim. Kamu kuruluşlarından özel sektöre, bireylerden kurumlara kadar her birimiz, Türkiye'nin tanıtımına ne kadar katkıda bulunabilirse ekonomimizin sürdürülebilir büyüme hedefine o kadar yaklaşmış oluruz.



Türkiye’de Bireysel Tasarruf ve Harcama Davranışları

Çalışmada probit regresyon yöntemi ile tasarruf kararları, tasarruf yapanların hangi varlıkları tercih ettikleri, bankadan kredi alanların özellikleri, diğer yöntemler ile borçlananların özellikleri modellenmiştir.

Türkiye’de bireysel tasarruf ve harcamalar ile ilgili az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmanın önemli katkısı, kişilerin Türkiye için demografik

bilgileri kapsamında bu incelemeyi yapmış olmaktadır. Çalışmanın dünyada yapılmış çalışmalara katkısı, dindarlık konusunda incelemenin detaylandırılmış olmasıdır. KONDA şirketinden alınan veri seti ile Türkiye’deki halkın demografik

yapısının borçlanma ve tasarruf tercihlerine göre ne şekilde farklılaştığı yönünde Prof. Dr. Nurhan Davutyan ile yaptığımız, Emerging Markets Finance and Trade isimli dergide yayınlanan akademik çalışma ile ilgili bilgilerin kısa bir özeti

aşağıdaki gibidir.

Yaptığımız çalışmada probit regresyon yöntemi ile tasarruf kararları, tasarruf yapanların hangi varlıkları tercih ettikleri, bankadan kredi alanların özellikleri, diğer yöntemler ile borçlananların özellikleri modellenmiştir.

Dünya Bankası 2014 çalışma raporuna göre Türkiye ülke olarak Brezilya, Bulgaristan, Meksika Malezya ve Polonya ile benzer özellikler gösterir ve üst-orta sınıf gelir grubundadır. Raporun hazırlandığı tarihte kişi başına gelir tutarı 10,970 Amerikan Doları'dır. Nüfus, kırsal kesimden kentlere göç ile şehirleşmektedir ve bu süreçte tasarruf tutarının düşüklüğü önemli bir konudur.

Yapılan inceleme ve model ile tasarruf etme ve borç alma konusunda dindar olan ve olmayan kişilerin farklılıklarının istatistiksel olarak anlamlı olmadığı yani diğer



Doç. Dr. Belma Öztürkcal
belma.ozturkcal@khas.edu.tr

bir deyişle büyük farklar içermediği gösterilmiştir.

Bu çalışmada eğitimin tasarruf ile pozitif ilişkisi anlamlı olarak tespit edilmiş, şehirlerde yaşayan kişilerin daha az tasarruf etmeleri; şehirleşmenin tasarruf ile negatif ilişkisi anlamlı olarak tespit edil-

“ Bu çalışmada eğitimin tasarruf ile pozitif ilişkisi anlamlı olarak tespit edilmiş, şehirlerde yaşayan kişilerin daha az tasarruf etmeleri; şehirleşmenin tasarruf ile negatif ilişkisi anlamlı olarak tespit edilmiştir. ”

miştir. Eurostat ve TÜİK tarafından belirlenen NUTS istatistiksel Türkiye bölgeleri analizine göre, özellikle İstanbul bölgesindeki kişilerde kentleşmenin tasarruf üzerinde negatif etkisi görülmektedir. Türkiye’de Batı ve Doğu Karadeniz, İstanbul, Batı Marmara dışındaki diğer bölgelerdeki kişiler oransal olarak daha fazla tasarruf olasılığı taşımaktadır. Ayrıca şehire göç etmiş ikinci jenerasyondan kişilerin daha fazla olan tasarruf oranı, diğer kişilere göre daha yüksek olasılık taşımaktadır. Tablo I’de gösterildiği gibi bu çalışmada yatırımcıların tasarruf yaptıkları durumda neyi tercih ettikleri sorulmuştur ve 708 tasarruf eden kişi incelendiğinde; eğitim seviyesi arttıkça döviz, hisse yatırımlarının arttığı bulunmuştur. Kırsal kesimde yaşayanların diğer gruba göre daha fazla altın yatırımı yaptığı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Tablo II’de gösterildiği gibi bu çalışmada gelir seviyesi yüksek ve

Tablo I. Tasarruf tercihleri

	Kırsal (n=566)	Şehir (n=2,041)	Eğitim (years)	TL Aylık Gelir
Altın***n=250	0.131	0.086	9.3	2,288 (\$1,090)
Gayrimenkul n=207	0.088	0.077	8.8	2,148 (\$1,023)
Diğer (Nakit, mücevher...)** n=30	0.023	0.008	8.4	2,326 (\$1,108)
TL hesaplar n=235	0.078	0.094	10.1	2,547 (\$1,213)
Hisse senedi n=17	0.005	0.0069	12.1	2,959 (\$1,409)
Döviz hesapları ** n=30	0.004	0.014	10.3	2,523 (\$1,201)

Tablo II. %20’lik bantta gelir dilimleri

	I	II	III	IV	V
Aylık gelir TL	698	1,047	1,538	2,183	4,035
Aylık gelir \$	333	499	733	1040	1921
Eğitim toplam yıl	5.8	7.1	8.2	9.43	11.1
Erkek	0.40	0.48	0.52	0.52	0.56
Yaş	45.0	41.6	39.26	37.6	36.9
Evli	0.84	0.79	0.78	0.71	0.66
Dindar	0.82	0.74	0.71	0.63	0.57
Kırsal	0.64	0.59	0.53	0.43	0.42
Hanehalkı sayısı	4.05	3.85	3.87	4.11	3.98
Tasaruf ediyor	0.14	0.23	0.25	0.32	0.43

“ Özellikle İstanbul bölgesindeki kişilerde kentleşmenin tasarruf üzerinde negatif etkisi görülmektedir. Türkiye’de Batı ve Doğu Karadeniz, İstanbul, Batı Marmara dışındaki diğer bölgelerdeki kişiler oransal olarak daha fazla tasarruf olasılığı taşımaktadır. ”

düşük olan gruplar farklılık göstermektedir. Bu gruplar içerisinde yüksek gelir grubuna sahip olanların daha az kırsal kesimde yaşadığı görülmektedir. Yine yüksek gelir grubuna sahip kişilerde diğerlerine göre eğitim seviyesi daha yüksek ve dindarlık seviyesi daha düşüktür.

Anket yapılan kişilerin özellikleri

Türkiye nüfusunu yansıtan bir gruplama üzerinden 2,608 kişi ile Mayıs 2014 tarihinde yapılan anket sonuçlarına göre, grubun Türkiye’nin demografik yapısı şöyle özetlenebilir: Nüfusun %49’u kadın, %59’u lise ve üzeri eğitime sahip, %74’ü muhafazakar, %26’sı modern hayat tarzını benimseyen kişilerdir. Anket katılımcılarının %70’i kendilerini dindar olarak tanımla-

yan kişilerdir. Ankete katılanların yaş ortalaması 40 olup en az 18, en fazla 83 yaşındaki kişilerdir. Hanehalkı sayısı ortalaması bir evde dört kişidir. Ankete katılanların %71’i evli olup, %22’si bekarıdır. Ankete katılanların %65’inin evi, %42’sinin kendi otomobili vardır. Ankete katılanların %54’ü para biriktirmediklerini belirtmiştir. Para biriktirenlerin %12’si ev almak, %12’si çocuklarını okutmak için para biriktirdiklerini belirtmiştir. Ankete katılanların %12’si ev borcu, %10’u araba borcu, %19’u ev eşyası borcu, %8’i eğitim borcu, %45’i taksit ödediklerini belirtmiştir. Şimdiye kadar herhangi bir zamanda kredi kullanmış olanların oranı %35’tir. Ankete katılanların %27’si aldıkları krediyi geri ödemekte zorluk yaşadıklarını belirtmiştir. Şu anda sadece %50’sinin borcu yoktur.

Ankete katılanların %27’si yatırım yapıyor olup bu kişilerin hisse senedi yatırım oranı %0.7’dir. %65’lik grubun evine düzenli maaş girmektedir.

Yatırım tercihlerinde güvenilirlik, kazancın yüksek ve riskin düşük olması en önemli seçim kriterleridir. Anket yapılan kişilerin %50’si yatırımlarda kendi bilgi ve analizlerine güvenmektedir.

Yapılan t-testi sonuçlarına göre anlamlı bulunan sonuçlar:

Kadınlar erkeklerden daha az durumda parasının nasıl değerlendirileceği kararını kendisi almaktadır. Kadınlar erkeklerden daha az arkadaş veya aileden borç almaktadır ve erkeklerden daha fazla geçinme zorluğu çektiklerini belirtmektedir. Kadınlar ekonomik

gelir durumlarının erkeklerden daha düşük olduğunu belirtmektedir. Eğitimi daha fazla olanlar daha fazla tasarruf etmektedir ve daha az arkadaş veya aileden borç almaktadır. Ayrıca, eğitimi daha fazla olanlar daha az geçinme zorluğu çektiklerini belirtmektedir. Eğitimi daha fazla olanlar ekonomik gelir durumlarının daha yüksek olduğunu da belirtmektedir.

Kendilerini dindar veya sofu olarak tanımlayan kişilerin yatırım kararlarını diğerlerine göre daha az tek başına aldıkları görülmüştür.

Kaynak: Nurban Davutyan ve Belma Öztürk (2016) Determinants of Saving-Borrowing Decisions and Financial Inclusion in a High Middle Income Country: The Turkish Case, Emerging Markets Finance and Trade, 52:11, 2512-2529, DOI: 10.1080/1540496X.2016.1187596

“ Eğitim seviyesi arttıkça döviz, hisse yatırımlarının arttığı bulunmuştur. Kırsal kesimde yaşayanların diğer gruba göre daha fazla altın yatırımı yaptığı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. ”

WBAF Dünya Melek Yatırım Forumu İstanbul'da yapılacak

Dünyanın en büyük erken aşama sermaye ve yatırım piyasaları topluluğu olan WBAF Dünya Melek Yatırım Forumu, World Congress 2018'de eş zamanlı yapacağı 5 önemli zirve ile dünyanın dört bir yanından gelen 1000'den fazla delege ile İstanbul'da bir ilke daha imza atacaktır.

GOECD raporlarına göre, dünya ekonomisinin %96'dan fazlasını KOBİ'ler, Girişimciler ve start-up'lar oluşturuyor. Birçok devlet, yeni iş alanlarının ve toplumsal adaletin tesisinde erken dönem yatırım piyasasının önemini kavramış ve dolayısı ile yeni kurallar ve düzenlemeler yoluyla Melek Yatırımcılar, Kurumsal Risk Sermayesi Şirketleri ve Start-up'lara vergi kolaylıkları getirmeye başlamış bulunuyorlar. Avrupa'da erken dönem yatırımlarının %90'dan fazlası Melek Yatırımcıların sermayeleri ile karşılanıyor. Melek Yatırım piyasasının büyüklüğü Avrupa'da 9.8 Milyar Euro, ABD ve Kanada'da ise 26 Milyar doları aşmış durumda. 2020 yılında dünyadaki erken dönem yatırım piyasası büyüklüğünün 50 milyar doları aşacağı bekleniyor.

WBAF World Congress 2018 neden bu kadar önemli?

Sebepler basit: Sadece Melek Yatırımcılar, start-up ve scale-up'ları sermaye piyasaları ile tanıştıracak bilgi birikimi ve ağa sahip. Erken çıkış için yenilikçi finansal planlar hazırlayabilirsek, bu çok daha kısa



Baybars Altuntaş
Dünya Melek Yatırım Forumu Başkanı (WBAF) &
Avrupa Melek Yatırım Ticaret Örgütü Başkan Yardımcısı (EBAN) &
Türkiye Melek Yatırımcılar Derneği Başkanı (TBAA)

zamanda daha fazla iş imkanı ve toplumsal adalet anlamına gelecektir. Bu nedenle, WBAF 2018 süresince, Aile Ofisleri ve Varlık Yönetimi Kurumlarının nasıl yenilikleri teşvik ederek, melek yatırımcılar, start-up, scale-up, high-growth şirketler ve KOBİ'ler ile iş birliği yaparak işlerine nasıl daha fazla değer katabileceklerini araştırmaya odaklanacağız. Dünyadaki erken dönem ve erken dönem sonrası sermaye piyasalarının 2018 gündemini dünyanın önde gelen iş liderleri ile birlikte oluşturuyoruz. WBAF Dünya Kongresi 2018, aile şirketleri ve varlık yönetimi kuruluşları ile işbirliği yapmak isteyen

melek yatırımcılara odaklanacak. Start-up, scale-up ve melek yatırımcılar WBAF Yatırım Alma Zivesi'nde bağlantı kurabilecekler. FINTECH ZİRVESİ finansal yayılma ve finansal erişimi yaygınlaştırma konuları ile ilgilenirken, CEO-PRENEURSHIP ZİRVESİ, CEO'ları melek yatırımcıya dönüştürmenin yollarını tartışacak. IMPACT YATIRIMCILIK ZİRVESİ'nde özel ve kamu sermayesini toplum iyiliği için harekete geçirmek için ortaya çıkacak yenilikçi fikirleri kaçırmamalarını öneriyorum. Ayrıca bu kongrede birbirleriyle iş yapmak için iş dünyasının önde gelen yüzlerce lideri bir araya geliyor. WBAF küresel bir organizasyon olarak, sermaye piyasalarının kilit oyuncularını, melek yatırımcılar topluluğunun işletmelerinde başarılı bir büyümeye ulaşmanın önündeki zorluklar ve fırsatları tartışmak ve erken aşamadaki piyasa ekosisteminin melek yatırımcılar ile bağlantı kurabilmesini araştırmak üzere bir araya getiriyor. Küresel ekonomik krizlerin ardından herhangi bir finansmana ulaşmak kolay olmaktan çok uzaktır. WBAF, küresel gündeminin bir parçası olarak, girişimciler ve KOBİ'ler için yenilikçi finansal araçlar geliştirmeye odaklanmaktadır.



DÜNYA MELEK YATIRIM FORUMU
WORLD CONGRESS 2018
18 - 20 ŞUBAT 2018 | İSTANBUL
www.wbaf2018.istanbul

WBAF WORLD CONGRESS 2018

Dünyanın en büyük melek yatırımcılık kongresi WBAF World Congress 2018 İstanbul'da toplanıyor. İlk kez aynı anda 5 ayrı zirveye ev sahipliği yapacak olan WBAF 2018'e 80 ülkeden 1000'in üzerinde katılımcı bekleniyor. Kongre, tarihinde ilk kez kapılarını start-up ve girişimcilere de açıyor. Dünya Mükemmellik Ödülleri de Swissotel The Bosphorus İstanbul'da VIP Gala Yemegi'nde verilecek.



WBAF DÜNYA KONGRESİ 2018

- WBAF Melek Yatırımcılar Kongresi 2018 (melek yatırımcılar için)
- Yatırım Alma Zirvesi 2018 (start-up ve girişimciler için)
- CEO-Preneurship Zirvesi 2018 (100 milyon USD üzerindeki şirket CEO'ları için)
- Impact Yatırım Zirvesi 2018 (impact yatırımcıları için)
- Fintech Zirvesi 2018 (Fintech profesyonelleri için)
- World Excellence Awards 2018 (Dünya Mükemmellik Ödülleri)



Değişen teknoloji ile portföy yönetimi endüstrisi için değişim kaçınılmaz

Dijitalleşme zaman içinde hem müşteri ihtiyaçlarını, hem de beklentilerini değiştirmeye başlıyor, bu da portföy yönetimi şirketlerini zorunlu bir değişime sokacak gibi görünüyor.

PricewaterhouseCoopers, üç yıl önce yayınladığı “Asset Management 2020: A Brave New World” çalışmasını 2017 yılında yeniden yayınladığı rapor ile revize etti. 2014 yılında yayınladığı raporda, portföy yönetimi kapsa-

mına girecek varlık tutarında hızlı bir büyüme beklediğini ifade eden PwC, oyunu değiştirecek birtakım gelişmelerle birlikte sektörün dramatik bir değişime uğrayacağını öngörüyordu. 2017 yılında yayınladıkları yeni “Asset Management 2020: Taking Stock” adlı raporlarında daha önceki öngörülerinin de-

vam ettiğini ancak birtakım rakamsal öngörülerinde ciddi revizyona gittiklerini görüyoruz. Rapordaki rakamlara baktığımızda, dünyada portföy yönetimi kapsamına girecek varlık tutarında artışın tüm hızıyla devam ettiği ve 2020 yılında bu rakamın günümüze göre çok daha fazla artacağını görebili-

yoruz. Portföy yönetimi kapsamına giren varlıklar arasında emeklilik fonları, sigorta şirketleri, ulusal varlık fonları, üst ve yüksek gelir grubuna ait gerçek kişilerin varlıkları dikkate alınmıyor. 2020 yılında bu başlıklar altında toplam tutarın \$284 trilyon olacağı tahmin ediliyor. Bu rakam 2015'e göre % 41'lik bir artış işaret ediyor ki bu kalemler içinde en hızlı yükselen "yüksek gelir grubundaki gerçek kişilerin" varlığındaki artış olacak. Son dönemde, küresel anlamda yatırım fonu pazarına baktığımızda, portföy yönetim şirketleri ve bankaların bu tutardan daha fazla pay alabilmek adına teknolojiden destek aldıklarını ve bu konuya ciddi yatırımlar yaptıklarını görüyoruz.

Teknoloji kullanımı portföy yönetimi için neden kritik?

Portföy yönetim şirketlerinin teknolojiyi hangi alanlarda kullandığına bakarsak, ağırlıklı olarak yatırım aşamasında ve sonrasında data ve risk yönetimi, portföylerin optimizasyonu, servis modelleri ve raporlaması alanlarında kullandığını görüyoruz. Bu alanlarda teknoloji, riskleri minimize ederken, şirket içinde zaman tasarrufu sağlıyor, analiz ve raporlamayı daha detaylı ve verimli kılıyor. Burada portföy yönetim şirketleri ve portföy yöneticileri teknolojinin avantajlarından faydalanırken, iki ana noktaya daha fazla önem göstermeli. Bunlardan biri yapay zeka (AI) diğeri ise dijitalleşme.

Yapay zekanın gün geçtikte sektörün dinamikleri arasına girdiğini ve sektörün geleceğini şekillendireceğini gözlemliyoruz. Rutin analizlerin ve raporlamaların dışında, özellikle yatırım kararlarını alan makineler maliyetleri hızla aşağı çekerek, daralan kar marjları sorunu yaşayan portföy şirketlerini rahatlatacak. Bunun sonucunda aktif yönetim yapan



Aylin Alkan
Fintech Istanbul
Londra Temsilcisi

"insan" fon yöneticileri ne yapacak? Eski usul analizler ve çalışma tarzıyla makinelerle yarışmaları çok mümkün olmadığından, yarattıkları katma değeri gösterecek yeni yollar bulmak zorunda kalacaklar. Böylelikle yapay zekayı yani akıllı teknolojiyi kendi yatırım kararlarını destekleyecek şekilde hibrid olarak kullanma yoluna gidecekler. Buradaki bir diğer risk ise portföy yöneticilerinin teknolojiyi gerektiği kadar takip edip etmemeleri. Sektörde konuşulan, portföy yöneticilerinin teknolojik gelişmelerden geri kaldığı ve birçoğunun henüz blockchain'in dahi nasıl çalıştığını ve avantajlarını bilmediği yönünde. Dijitalleşme ise zaman içinde hem müşteri ihtiyaçlarını, hem de beklentilerini değiştirmeye başlıyor, bu da portföy yönetimi şirketlerini zorunlu bir değişime sokacak gibi görünüyor. En çok varlığının artacağı beklenen "yüksek gelir grubu müşteriler", şu anki "millennial" yani Y kuşağı müşterilerdir. 1980 ve 2000li yıllarda doğan bu nesil, gelecekte ciddi varlıkların sahibi olacak. Onlara geleneksel portföy dağılımları ve fon çeşitleri yetmeyecek, daha çeşitlendirilmiş, teknolojiye yatırım yapan ya da sosyal

sorumluluk öğeleri taşıyan fonlara yatırım yapmak isteyecekler. Sadece fon getiri ve içerdiği risk türüne göre değil, daha farklı ve duygusal kriterlere göre seçilmiş kişisel fon portföylerine yatırım yapmak isteyecekler. Dolayısıyla şu anda ideal yapı gibi görünen, insan makine birleşimi bir hibrid yapıdan çıkan yatırım kararları, onların yatırım yapmalarını olumlu etkileyeceğe benziyor. Hız, maliyet gibi konuları önemsediklerinden, düşük maliyetli kişiselleştirilmiş portföy öneri ve platformları onlar için kullanışlı ve cazip yatırım alternatifleri olacak. Bu tür kişiselleştirilmiş otomatize öneriler için emeklilik fonları çok önemli bir fırsat ve hem yatırımcısına hem de emeklilik şirketlerine oldukça katma değer sağlamaya başladı bile. Sonuç olarak, görülüyor ki değişen teknoloji ile portföy yönetimi endüstrisi için değişim kaçınılmaz. Bu değişimleri vaktinde görüp teknolojiden maksimum faydalanacak portföy yönetim şirketleri, pazarın büyümesinden ve yukarıda saydığımız diğer gelişmelerden çok önemli fırsatlar çıkarabilir.

“Portföy yönetim şirketlerinin teknolojiyi hangi alanlarda kullandığına bakarsak, ağırlıklı olarak yatırım aşamasında ve sonrasında data ve risk yönetimi, portföylerin optimizasyonu, servis modelleri ve raporlaması alanlarında kullandığını görüyoruz.”

Robot Danışmanlar finansal ürünlerin iş modellerini değiştirmek için geldiler

Günümüzde sektörün müşteriye merkeze koyduğunu ve iş modellerinin hedef bazlı varlık yönetimi modeline doğru evirildiğini görüyoruz. Bu modelde halihazırda olan ürünleri satmak yerine, yatırımcıların hedefleri için uygun portföyler belirleniyor ve bu portföyler ürünleştirilerek müşteriye sunuluyor: pasif araçlar ile yarı aktif yarı pasif yönetim disiplini.

Herkes için Yatırım Danışmanlığı Nobel ödüllü ekonomist Robert Shiller,

2008 yılında yaşanan finansal krizin, bireylerin yatırım danışmanlığı hizmeti alamamasından kaynaklandığını açıkladı. Yatırım danışmanlığı hizmeti alan bireyler ABD'deki konut yatırım risklerini daha iyi tahlil edip, sektöre daha temkinli yaklaşmışlardı. Oysa ki, danışmanlık hizmeti almayan bireyler, yükselen konut fiyatlarının daha da yükseleceğini düşünüp, yatırımlarını buna göre yapmış ve kriz ile birlikte ciddi yaralar almıştı. Farklı bir pencereden bakacak olursak, ülkemizdeki bireylerin sağlık danışmanları, beslenme danışmanları, spor danışmanları varken; büyük bir çoğunluğun yatırım danışmanları veya tasarruf koçları yok.

Peki, neden?

Robot danışmanlığın çıkış noktası, yatırım danışmanlığı hizmetinin

kitlelere yayılmasını sağlamaktı. Çünkü mevcut durumda bu hizmet için talep edilen yönetim ücretleri ve minimum yönetilecek tutarlar, hizmeti almak isteyen her hanenin bütçesine hitap etmiyordu. Robot danışmanlar ise her bütçe sahibinin ihtiyacını karşılayabilmek için ölçeklenebilir dijital çözümler ile yola çıktılar. Bu çözümleri, kurumlar aracılığıyla (B2B) veya direkt olarak (B2C) son kullanıcıya açıldıkları modeller ile 2008 yılında ABD'de sunmaya başladılar ve kısa sürede tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sektörü etkilemeyi başardılar.

Bu durum finansal ürünlerin merkezde yer aldığı bakış açısına da yeni bir yön verdi. Önceden aktif fon yapılarının müşteriye sunulması gibi, finansal ürünlerden oluşturulan portföyler müşteriye sunuluyordu. Finansal ürünlerde yapılan her bir değişiklik, yeni bir işlem olarak değerlendiriliyor ve portföyün getirisinden bağımsız olarak işlem ücretlendirmesine tabi tutuluyordu. Kurumların iş modeli, işlem bazlı fiyatlamaya dayandığı için de yapı-

lan her değişiklik kurumlara daha çok kazandırıyordu.

Günümüzde ise sektörün müşteriye merkeze koyduğunu ve iş modellerinin hedef bazlı varlık yönetimi modeline doğru evirildiğini görüyoruz. Bu modelde halihazırda olan ürünleri satmak yerine, yatırımcıların hedefleri için uygun portföyler belirleniyor ve bu portföyler ürünleştirilerek müşteriye sunuluyor: pasif araçlar ile yarı aktif yarı pasif yönetim disiplini.

Böylece, hedef bazlı, her bütçeye özellikle de yeni jenerasyon müşteri kitlesine hitap eden, dijitalleşmiş yeni bir hizmet oluşmaya başladı: robot danışmanlık.

Robot Danışmanlar nasıl çalışır?

Robot Danışmanlık 1.0: Robot Danışmanlık teknolojilerinin çıkış noktasının hedef bazlı varlık yönetimi olduğundan bahsettik. Bu amaçla, yatırımcı profili ve hedefleri anketler aracılığıyla belirlenir. Varlık dağılım modelleri ile yatırımcıların hedefleri baz alınarak, kişiye özel portföyler oluşturulur.

Robot Danışmanlık 2.0: Kişiyi özel sunulan portföyler, yatırım araçlarından oluşturulan fonlara da yer verir (Fund of Funds).

Robot Danışmanlık 3.0: Varlık dağılımı modellemelerine ek olarak yatırım kararları da algoritmalar aracılığı ile oluşturulur.

Gelecekte göreceğimiz Robot Danışmanlık teknolojilerinde tüm bu hizmetlere ek olarak kendi kendine öğrenen algoritmaları da göreceğiz.

Robot Danışmanlar ve Yatırımcıların Davranışsal Hataları

Birçok akademik çalışmada belirtildiği üzere, insanlar yatırım kararı alırken duygularını da kullanır. Özellikle korku ve hırs bu yatırım kararlarında belirleyici olmaktadır. Piyasalarda oluşan fiyat balonları ve piyasa davranışları da bu yolla açıklanabilmektedir. Günümüzde, insanların karar aldığı noktada mental muhasebe, çerçeveleme, aşırı güven gibi davranışsal hataları görmemiz çok olası. Fakat yatırımcılar, robot danışmanların olduğu noktada birçok davranışsal hatadan korunmuş oluyorlar.

Robert Shiller, bu konu hakkında, iyi bir finans danışmanlığı almanın neredeyse doktorun yazacağı bir ilaç reçetesi kadar önemli olduğunu öne sürüyor. Hatta bu danışmanlıktan faydalanamayan bireyler için devletlerin sosyal bir yardımlaşma mekanizmasının ipleri ele alması gerektiğini de düşünüyor. Bunlardan yola çıkarak, borsa deyince hemen tüyo soran yatırımcı tablosundan, riske göre optimize edilmiş, ihtiyaçları ve hedefleri doğrultusunda oluşturulmuş, piyasa beklentilerine göre sürekli analiz edilen, gerekli görülen yerlerde değişikliklerin yapıldığı portföy yatırımcısı mantığına geçmenin vakti sizce de gelmedi mi?



Hakan Elmas, CFA
Kurucu ortak, CFE
ZEKAI

Örnek Vaka: Bireysel Emeklilik Sistemi

Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi faaliyete 2003 yılında geçmiştir. 14 yıl gibi kısa bir sürede 7 milyonu aşkın tasarruf sahibine ve 75 milyar TL’nin üzerinde bir fon büyüklüğüne ulaşmıştır. Bu kadar hızlı büyümenin bazı dezavantajları da oldu tabii. Özellikle ülkemizdeki finansal okuryazarlık seviyesinin oldukça düşük olması; sistemin neler sunabildiği ve tasarruf sahiplerinin sistemden neleri beklemeleri gerektiği konusunda farklar oluşturmaktadır. Örneğin bireyler, sistem içindeki fon dağılımlarının önemi konusunda henüz bilinçli değiller. Stratejik fon dağılımlarının risk ve yaş profiline uygun olup olmadığını dahi merak etmiyor. Halbuki stratejik varlık dağılımı getiriye yüzde 80’in üzerinde açıklıyor. İkinci bir konu ise, taktiksel yönetim eksikliği. Katılımcılar, dağılımlarını yılda 6 kez değiştirebileceğini bilmiyor. Bu noktaya hava durumu mantığıyla yaklaşmamız mümkün. Nasıl ki kış ayları yaklaşırken hafif giysileri bir kenara kaldırıp, kazak ve montlarımızı dolabımızın baş

köşesine yerleştiriyorsak, riskli piyasa dönemlerinde portföyümüzde az riskli ve güvenilir enstrümanlara yer vermeliyiz. Ya da yaz ayları yaklaşırken serin tutan giysilerimizi ön plana çıkardığımız ve tedbir olarak ince hırkalar bıraktığımız gibi, piyasanın iyi gideceğini düşündüğümüz dönemlerde de risk algımıza göre taşıyabileceğimiz riskli enstrümanlara portföyümüzde daha çok yer verip, risksiz varlıkların oranını düşürmeliyiz. Portföy mantığı da böyle çalışmaktadır.

Fakat bu tarz fon dağılım değişikliğini senede en az bir kere yapanların tüm bireylere oranı sektör ortalamasına göre %2’nin altında kalmaktadır. Fon dağılımını hiç bilmeyen bireylerin sayısı ise hiç de öyle azımsanmayacak bir büyüklüktedir. Statik portföylerin, değişen piyasa koşullarına göre değiştirilmesi, risk alabilecek yatırım süresine sahip bireylerin risk profillerine uygun olmayan düşük riskli portföyler taşıması bireysel emeklilik sisteminin çözmesi gereken başlıca problemler olarak öne çıkmaktadır. Bireysel emeklilik sistemine giren 7 milyon katılımcının tasarrufları ve memnuniyetleri, kişilerin hedeflerini merkez kabul eden ve piyasa koşullarına göre değişen fon dağılımları ile artırılabilir. Bu da ölçeklenebilir iş modelleri sayesinde Robot Danışmanlık Teknolojileri ile mümkündür.

“Yatırımcılar, robot danışmanların olduğu noktada birçok davranışsal hatadan korunmuş oluyorlar.”



Factor Investing: Smart Beta ve Ötesi

Gökhan Kula, “Beyond Smart Beta” isimli yeni kitabından alıntı yaparak, Borsa Yatırım Fonları’nın ve Factor Investing’in özellikleri ile güncel BYF piyasasındaki trendleri Kurumsal Yatırımcı için kaleme aldı.

Son yılların küresel yatırım piyasalarındaki en belirgin trendi, Endeks Fonlarına (Borsa Yatırım Fonlarına) -yani Exchange Traded Funds (BYF)- gösterilen ilgi oldu ve bu trend 2017 yılında da hızlanarak arttı. Öncelikle kurumsal yatırımcılardan başlayan bu yatırım seçeneğine yönelişi, son yıllarda bireysel

yatırımcılar da keşfetmiş durumda. BYF’ler klasik aktif fonlara nazaran önemli avantajlara sahip: Şeffaflık, anlaşılabilirlik ve en önemlisi, tabii ki cazip yıllık giderleri ve alım satımda düşük komisyon oranları. BYF yatırımcıları örnek olarak bir S&P 500 BYF’e yatırım yapınca, ABD’nin en büyük 500 şirketine yatırım yapıp S&P 500 endeks performansına bire bir (Beta 1) katılabili-

yor. Günlük S&P 500 performansını takip eden bir yatırımcı, kendi portföyündeki BYF’nin aynı değişimini görebiliyor. Aktif yönetilen fonlar ile BYF’ler arasındaki en büyük fark, fon yöneticilerinin vaat ettiği bir endeksten veya kıstasından daha yüksek performans olasılığının (outperformance) BYF’lerde olması. Ancak uzun vadeli analizler ve yatırım fonlarının performansları

net bir şekilde gösteriyor ki, özellikle orta ve uzun vadede çok sınırlı sayıda aktif yönetilen fon yatırımcılarına katma değer sağlayabiliyor.

Bunda en önemli etken, tabii ki BYF'lere nazaran yüksek yıllık giderleri ve komisyon tutarları olarak karşımıza çıkıyor. Bunu bir örnekle de ifade edebilirim: Yukarıda bahsettiğim S&P BYF fonunun yıllık gideri sadece yüzde 0,07 iken (iShares S&P 500 UCITS BYF, ISIN IE0031442068) aktif yönetilen S&P 500'e odaklı bir yatırım fonunun yıllık ortalama gideri yüzde 1,5 civarında olup, çok daha yüksek seviyededir. Buna ilaveten aktif fonların alım ve satımında ödenen komisyonları ve bazı aktif fonların ek performans giderlerini de (Performance Fee) göz önünde bulundurursak, BYF'lerin cazibesi ve bu kadar rağbet görmesini anlamak kolaylaşıyor. Zira fon yöneticileri ilk etapta fonun giderlerini piyasada kazanmak zorunda, yani kıstasına göre zaten eksi değerden başlıyor yarışa.

Özellikle 2008 büyük finansal krizinin başlamasından itibaren devam



Gökhan Kula, CFA, FRM
Yönetici Ortak ve CIO, Fon Yöneticisi
MYRA Capital

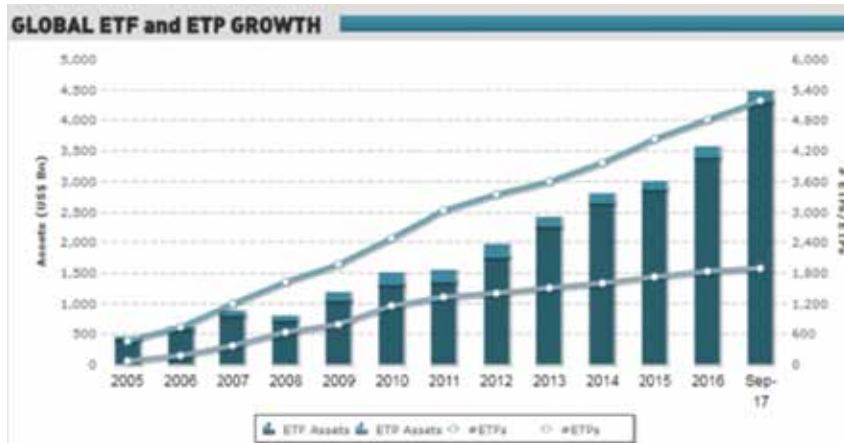
eden küresel düşük faiz rejimi yatırım araçlarının komple yatırım maliyetlerini daha da önemli hale getirdi. Tüm bu etkenleri göz önünde bulundurduğumuzda BYF'lerin zafer yürüyüşü hiç de sürpriz sayılmaz. Kısa vadede taktik, portföy dağılımlarıyla başlayıp uzun vadeli yatırımlar için BYF'ler kullanılabilir ve bu ilk tercih olarak öne çıkıyor. Çoğu yatırımcı son yıllarda aktif fonların zafiyetine yeter deyip, BYF'lere yöneldi -ki birinci grafikte görüldüğü gibi küresel BYF satış

listelerindeki veriler bunun en çarpıcı göstergesi.

Factor Investing ve Smart Beta: Yeni Nesil Akıllı BYF'lerin Yükselişi

BYF'lerin yükselişi ile birlikte finans aktörleri, pasif yatırım seçeneklerini çoğaltıp endeks oluşturma ve geliştirmeye yöneldi. Aslında görmüş olduğumuz endeks fonlarının başarısı şaşırtıcı. Zira çoğu bilimsel analiz, klasik endekslerin sistematik zayıflıklarını sergiliyor. Yatırımcılar ve kıstas belirleme için büyük önem taşıyan standart endekslerin (örnek olarak BİST-30, MSCI World, S&P 500 vs.) zamanla zayıf noktaları belirince, zaaflarından dolayı endeksleri değişik şekillendirmenin (Optimized Indexing) daha da avantajlı olacağı yönünde uzmanlar tarafından görüş birliğine varıldı. Bu yüzden ikinci nesil BYF'lerin asıl amacı, akıllı endeksler ve varyasyonlarıyla yatırımcılara daha verimli alternatifler sunmak. 'Factor Investing' ve 'Smart Beta' ifadeleri, BYF ve endeksler bazındaki araştırmalarda ve yeni ürün oluşturmalarda son yılların en önemli deyimini. Smart Beta endekslerinin amacı, yatırımcılarına düşük maliyetli bilimsel iyi test ve teyit edilmiş risk faktörleri ve alternatif risk primleri sağlamak. 'Factor Investing'in amacı, farklı tespit edilmiş piyasa risk primlerinin yatırımcılara doğrudan erişim olasığını sunmak. Faktör modellemesi ve 'Factor Investing' 1960'lı yılların ortalarından başlayarak Sharpe'in 'Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli' (CAPM), 1970'lerden Roll'un 'Arbitraj Fiyatlandırması Teorisi' ve özellikle 1990'lı yıllardan Fama ve French'in üç faktörlü modelini baz almaktadır. Genel olarak "faktör" terimi, bir varlık grubunun (mesela hisse senedi grubu) içinde risk-getiri ilişkilerini tanımlayan değerlerdir.

Grafik 1: Küresel ETP (Exchange Traded Products) varlıkları ve ETP ürün sayısı



Kaynak: ETFGI

YATIRIM TRENDLERİ

'Factor Investing' yatırım fikri, mevcut risk faktörlerinden ve risk primlerinden uzun vadede yararlanma ve alfa getirisini kazanmayı amaçlamaktadır.

Birçok bilimsel araştırmada çok sayıda çeşitli risk primleri ve risk faktörleri tespit edilse bile, bunlardan ancak birkaç tanesi uzun vadede sistematik bir şekilde yatırımcılar için ekonomik önem taşımaktadır ve uzun vadede riske göre düzeltilmiş yüksek getiri sağlamaktadır. Şu ana kadar bu kriteri karşılayan altı faktör tespit edilmiştir: Value (değerinin altında hisselerle yatırım), Size/Small Cap (düşük boyutlu şirketlere yatırım), Low Volatility (düşük oynaklık gösteren hisselerle yatırım), Dividend Yield (yüksek temettü verimi sağlayan şirketlere yatırım), Quality (yüksek bilanço kalitesi gösteren şirketlere yatırım) ve Momentum (son zamanda yüksek getiri sağlayan hisselerle yatırım). Bu faktörler yıllar süren akademik araştırmalara dayanarak ampirik olarak test edilmiştir. Smart Beta ETF'leri yatırımcılarına varlık dağılım stratejisinde (asset allocation) 'Factor Investing' uygulamak için

basit, uygun maliyetli ve şeffaf bir fırsat sunmaktadır. İkinci grafikte temel risk primleri ve uzun vadeli analizlerde bilimsel olarak tespit ve teyit edilmiş en önemli risk faktörleri ve risk primleri gösterilmektedir.

Bu yeni geliştirilen endekslerde hisse senetleri farklı bir endeks ağırlığı sayesinde, çeşitli risk faktörleri optimize endeks olarak hesaplanabilir ve yatırımcılarına farklı avantaj sağlayabilir.

Örnek olarak stratejilerde uyguladığım 'Equal-Weighting' (eşit ağırlıklı endeks payı) yatırım stratejisini gösterebilirim. Eşit ağırlık stratejisi piyasanın genel bir göstergesi olan hisse senedi endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak piyasa performansı hakkında genel bir bilgi verir ve genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır. Standart kıstas endeksleri genellikle piyasa değeri ağırlıklı (capitalization - weighted) olarak güncel hesaplanır. Piyasada işlem gören halka açık şirket ne kadar değerliyse, endekste ağırlığı (endeks payı) o kadar çok artmaktadır. Endeks bazında yatırım

yapıldığında, şirket ve piyasa değeri yükseldikçe yatırımcı portföyünde de sürekli daha yüksek ağırlık kazanıyor, yani pahalı hale gelen hisselerle sürekli daha yüksek önem verilmesi negatif bir etken olarak göze çarpıyor.

Özellikle ABD piyasasında yapılan analizler doğrultusunda, piyasa değeri ağırlıklı endeksler eşit ağırlıklı endeksler ile karşılaştırıldı. Sonuç olarak bu hesaplamayla S&P 500 -o da klasik olarak piyasa değeri ağırlıklı olarak hesaplanıyor- eşit ağırlıklı yatırım stratejisiyle önemli bir pozitif etki gösterdi. Üçüncü Grafik'te görüldüğü gibi son 15 yıllık analiz süresinde eşit ağırlıklı endeks, klasik S&P 500 endeksine göre çok daha yüksek performans gösterdi. Bu kolay ama efektif endeksleme seçeneğiyle birlikte, BYF ve akıllı stratejiler kombinasyonu kurumsal yatırımcılara sürdürülebilir alfa (outperformance) vaat ediyor. Bu avantajın ana nedeni olarak bilimsel açıdan analiz edilmiş çeşitli piyasa anomaliliğini göstermek mümkün. Bu endeksleme stratejisinin alfasına, özellikle 'Size/Small Cap' ve 'Value' risk faktörleri ve primleri nedeniyle yatırımcılar uzun vadede erişebiliyor. Eşit ağırlıklı strateji olarak yatırım yapılırken, doğal olarak küçük şirketlere daha yüksek pay ve büyük şirketlere daha az ağırlık veriliyor. Böylece küçük şirketlerin uzun vadeli performanslarında daha çok pay alınabiliyor (Size / Small - Cap - Premium). Aynı zamanda ve o anda piyasada fazla rağbet görmeyen ve bunun neticesinde düşük değerlendirme gösteren şirketlere daha yüksek ağırlık veriliyor (Value - Premium). Düzenli olarak endeks rebalans edilip iyi performans gösteren ve dolayısıyla endeks ağırlıkları yükselen şirketleri azaltıp, düşük performans gösteren şirketlere ağırlığını yükseltip ilave katma değer kazandırabiliyor. Ek olarak önemli

Grafik 2: Factor Investing: En önemli Risk Prim ve Faktörler

Factor exposures	Thesis	Usually measured via
Value	Companies cheaper than their fair value deliver excess returns	Price/Book ratio
Size	Smaller companies deliver excess returns to larger ones	Market capitalization
Momentum	Strong past performers deliver future excess returns	Historical relative performance
Low Volatility	Stable companies with low price fluctuation deliver excess returns to the market	Standard deviation
Quality	Good companies with low debt, high returns and stable earnings deliver excess returns	Degree of debt, high return on equity
Dividend Yield	Companies that pay higher dividends deliver excess returns	Dividend yield

Kaynak: Beyond Smart Beta 2017, Kula, Raab, Stahn

bir avantajı bu yöntemle otomatik olarak sağlayabiliyorsunuz: Endekslerdeki sektör dağılımı daha geniş bir şekilde çeşitlendirilmiş olarak yatırım yapabiliyor ve aynı zamanda endekste ağırlığı bulunan branşları azaltabiliyorsunuz. Mesela Türkiye'nin BİST-30 endeksi sektörel bazda hala finans/bankacılık sektörü çok yüksek ağırlık gösteriyor (Aralık 2017: Yüzde 32). Burada eşit ağırlıklı olarak BİST-30 şirketlere yatırım yapıp Türk 'large - cap' şirketleri ile daha geniş sektörel katılım sağlanabilir.

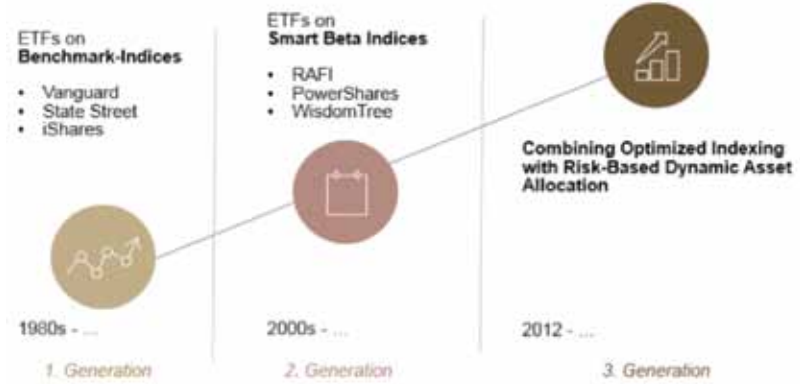
Factor Investing ve Ötesi: Yeni Nesil Getiri

Tabii ki Factor Investing'de, 'Smart - Beta' ve optimize endekslenmede eşit ağırlıktan daha sofistike endeks stratejileri kullanılabilir. Mesela son yıllarda 'Low Volatility' stratejisi düşük risk (volatilité) gösteren şirketlere veya 'Quality/Fundamental Indexing' olarak sağlam ve sağlıklı veriler olan şirketlere daha yüksek ağırlık veren stratejiler yatırımcıların ilgisini çekip, yüksek miktarlarda Factor Investing BYF'lere yöneldi.

Mutlaka gelecek yıllarda BYF gibi

pasif yatırım seçenekleri ve daha geliştirilmiş yeni nesil BYF stratejileri portföylerdeki yerini artarak bulacaktır. Dördüncü grafikte, BYF nesillerinin geçmişteki gelişimini ve gelecek yıllardaki potansiyel gelişim yönlerini görebilirsiniz. Klasik aktif fon yönetimi, yatırımcılarına katma değer katmakta zorlanmakta olduğundan Smart Beta ve Factor Investing stratejileri sürdürülebilir alfa (outperformance) potansiyeli ile yatırımcılara daha da cazip hale gelip, portföy ve risk yönetim stratejilerinde gelecekte çok daha büyük ağırlık alacaktır.

Grafik 4: BYF nesillerin gelişimi



Kaynak: Beyond Smart Beta 2017, Kula, Raab, Stahn

Grafik 3: Eşit ağırlıklı S&P 500 BYF klasik S&P 500 endekse uzun vadeli performans analizi



Kaynak: Bonner and Partners

MYRA Capital'ın kurucu ortağı ve FORBES Türkiye yazarlarından Gökhan Kula'nın "Beyond Smart Beta" isimli kitabı yayınlandı. Kula'ya bu projede Avrupa'nın önde gelen ETF (Borsa Yatırım Fonları) ve finansal analizlerinden Martin Raab ve Sebastian Stahn eşlik etti. BYF yatırımcılarına bir kılavuz olması amacıyla yazılan kitapta endeks yatırımı, Factor Investing ve portföy yönetimi hakkında birçok ipucu veriliyor. Detaylı analizlerin ve açıklayıcı örneklerin bulunduğu kitapta, farklı endeksleme metodlarının riskleri ve avantajları ayrıntılı bir şekilde inceleniyor. Ayrıca yeni gelişen Smart Beta stratejilerinin piyasayı nasıl etkilediği de tartışılıyor. Kitabı incelemek isteyenler www.beyondsmartbeta.com adresine göz atabilirler.





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

FON DÜNYASINDAN HABERLER

Gelişmekte olan piyasalar gurusu Mark Mobius emekliye ayrılıyor

Gelişmekte olan piyasalar uzmanı, yatırım gurusu Mark Mobius 30 yıldan fazla bir süredir çalıştığı Franklin Templeton'daki görevlerini 31 Ocak 2018 itibarıyla bırakarak emekli oluyor. Halen UK Templeton Emerging Markets Investment Trust portföy yöneticisi ve Templeton Emerging Markets Group başkanı olan Mobius, gelişmekte olan piyasalarda 40 yıldan fazla deneyime sahip. Templeton Başkanı ve CEO'su Greg Johnson, gelişmekte olan piyasalarda yatırım ile Mark Mobius kadar eşleşmiş bir kişinin olmadığını belirterek, "Meslekdaşlarım ile birlikte "bir efsane" ile yan yana çalışmış olmaktan dolayı minnettarız," dedi.

Franklin Templeton'a 1987 yılında, gelişmekte olan piyasalara ilişkin ilk yatırım fonlarından olan Templeton Emerging Markets Fund başkanı olarak katılan Mobius, Mart 2017'de 12 fonun yönetimini bırakarak, aşamalı olarak Templeton Emerging Markets Group yönetimini de CIO Stephen Dover devretti. Mobius, gelişmekte olan piyasaların makro görünüşüne ilişkin görüşlerini paylaşmaya devam ediyor. Gelişmekte olan piyasalar ekibi 30 Eylül 2017 itibarıyla 20 ofiste 50 yatırım profesyoneli ile \$28 milyar'lık varlığı yönetiyor. Kariyerinin büyük bölümünü Franklin Templeton ile geçirmiş olmaktan dolayı kendini şanslı hissettiğini belirten Mobius,



"Bu alandaki en yetenekli ve hırslı uzmanların bazılarının da yer aldığı ve birçoğu benimle yıllardır burada birlikte olan bir gelişmekte olan piyasalar ekibinde çalışma ayrıcalığına sahip oldum," dedi ve ekledi. "Templeton gelişmekte olan piyasalar grubu ve Franklin Templeton liderliğini büyük bir güvenle bırakıyorum."

Avrupa'da BYF portföyleri yeni rekora ulaştı

Avrupa borsalarında işlem gören Borsa Yatırım Fonları'nın portföy büyüklüğü 2017 yılında yüzde 40 artarak yeni bir rekora imza attı. Veri sağlayıcı ve danışmanlık şirketi ETFGI verilerine göre, Aralık 2017 sonu itibarıyla BYF portföyü \$802 milyar (€671 milyar) düzeyindeydi. Firmanın istatistiklerine

göre, bu oranda büyüme piyasaların 2008 yılındaki finansal krizden sonra iyileşmeye başladığı 2009 yılından beri ilk kez gerçekleşiyor. Geçen yıl BYF ve BYÜlere net \$108.28 milyar'lık rekor para girişi yaşandı. Bu 2016 yılına göre yüzde 94.4 oranında artışı ve aynı zamanda önceki beş yıldaki net giriş ortalamasının da iki katın-

dan fazla bir miktarı ifade ediyor. Aralık 2017 aynı zamanda, Avrupa borsalarında kayıtlı BRY/BYÜlere ardarda net giriş yaşanan 38. ay olarak da kaydedildi. Aylık net para girişi \$1.63 milyar oldu. Para girişinin önemli bir kısmı net varlık büyüklüğü bazında ilk 20 BYF'ye yaşandı ve 2017 yılında bu BYF'lere toplam \$33.6 milyar'lık giriş oldu.

Rakiplerine fark atan fon yöneticisinin araştırma raporları umurunda değil

Benzerlerinden yüzde 95 oranında daha iyi getiriye sahip bir hisse fonu yöneticisine göre, araştırma raporları okumak ve CEO ile toplantılar yapmak zaman kaybindan başka bir şey değil...

Kopenhag'da yerleşik Maj

Invest Value Aktier fonu'nun yöneticisi Kurt Kara, raporların da CEO ile görüşmenin de piyasanın üzerinde getirecek yararlı bir bilgi sağlamadığını savunuyor.

"En iyi araştırma kendi içinizde ortaya çıkardığınız," diyen Kara, "Kendi düşünce şeklimizi, mantığımızı, aklımızı ortaya koymalıyız," diye ekledi. Görünüşe göre de bu felsefe Maj Invest Value Aktier fonda karşılığını buldu, çünkü Bloomberg verilerine göre, bu fon geçtiğimiz beş yılda ortalama yüzde 16 ile benzerlerine göre yüzde 95 daha iyi getiri elde



etti.

Yönetiminde 5.5 milyar dolarlık varlık bulunan Kara ve ekibindeki arkadaşları Ulrik Jensen ve Rasmus Quist Pedersen, yatırım süreçlerinde üç adım kullanıyor. İlki, Kara tarafından programlanan 20,000 satırlık koddan oluşan

bir skorlama sistemi. Küresel olarak 6,000-7,000 hisse senedine bakıp temel veriler ve değerlemeye dayalı 150 civarında ölçüte göre skor veriyor. En üstte çıkan, muhasebe hilesi olasılığı, iç getiri oranı ve CEO'nun etkinliğine göre değerlendiriliyor. Son adım ise yatırım yapma kararı almak.

"Bilgimizi makine'nin bilgisi ile birleştiriyoruz," diyen Kara, değer yatırımcısı olarak sadece ekranları kullanarak hisse senetlerini filtrelemek ve ucuza almaktan daha iyi bir yaklaşım olduğunu söylüyor.

Kara'ya göre 25 ila 35 hisse senedi

bulunan fonda bu yeterli bir çeşitlendirme yaratıyor. 2005 yılında kurulan fonda şu sıralar en yüksek miktarda hisse senedi olan şirketler MTU Aero Engines AG, Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., ve fonun 3-4 ay önce aldığı General Motors Co.

"General Motors değerinin çok altında ve Tesla'nın antitezi," diyen Kara, oldukça nadir bir durum olarak, şirketin CEO'sunun kadın olduğuna dikkat çekerek ekliyor: "Eğer siz, bir kadın olarak, beyaz erkekler CEO olarak ve yönetim kurullarında gereğinden fazla yer alırken CEO olabiliyorsanız, bu işinizi çok iyi yaptığınızdır."

Para "bozucu" teknoloji şirketlerine akarken, Kara şu sıralar "nefret edilen", demiryolları ve ticaret şirketleri gibi "tozdumanla kaplı" olarak algılanan hisselerde fırsat görüyor. Fonda, fazla değerlendikleri için, Apple Inc., Alphabet Inc., Facebook, Inc. or Amazon.com, Inc. hisseleri yer almıyor.

Hindistan'da artık getiri endeksleri benchmark olacak

Hindistan'da fonlar için artık getiri endeksleri benchmark olacak

Hindistan Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Board of India-Sebi) yayınladığı sirküler ile yatırım fonlarının benchmark kullanımında değişiklik yaptı. Buna göre, yatırım fonları artık benchmark olarak, seçilen endeksin fiyat getirisi yerine (PRI) toplam getiri endeksi (TRI) olarak da bilinen, toplam getiri değişkenini dikkate alacak.

Kurumsal Yatırımcı için görüşlerini aldığımız FundsIndia kurucu ve COO'su Srikanth Meenakshi şu

bilgileri verdi:

"Hindistan'daki tüm yatırım fonu şirketleri 1 Şubat 2018'den itibaren fonlarında benchmark olarak ilgili endekslerin Toplam Getiri Endeksi'ni (TRI) kullanacaklar. TRI hisselerin temettü ve diğer pay ödemelerini de içerdiğinden daha yüksek bir getiri gösteriyor. Örneğin Nifty TRI, son üç yıl içinde birer yıllık periyodlarla bakıldığında normal Nifty endeksinden 1.3 yüzde puanı daha yüksek getiri sağladı.

Bir yatırımcı için, fonun mutlak getirisi değişmezken, TRI ile kıyaslandığında yüksek getiri marjı özellikle kısa vadede daha düşük görünecek.

Bu durum özellikle alfa yaratmanın zor olduğu büyük ölçekli şirket hisselerinde belirginleşecek. Fon şirketi açısından bakılırsa, aktif yönetim benchmark'a göre yüksek getiriler elde etmeyi amaçladığından, fon yöneticilerinin daha yüksek standartlara karşı benchmark yapılırken, yüksek getirilerin azalmamasını sağlayacak daha iyi stratejiler üretmeleri gerekiyor. Sonuç olarak, SEBI'nin bu değişikliği, tartışmalar bir yana, adil ve yatırımcı dostudur. Bir endeksin toplam getirisi ile kıyaslama yapmak fon şirketlerinin uymak zorunda olduğu yasal benchmarktır."

Warren Buffett hedge fonlara karşı girdiği \$1 milyon bahsi kazandı

Berkshire Hathaway'in Başkanı Warren Buffett bundan 10 yıl önce yani 2007'de fon yöneticisi Protégé Partners ile \$1 milyon'ına bahse girmişti. Buffett, S&P 500'ün 10 yıl içinde hedge fonlardan oluşan bir sepetin getirisini aşacağını iddia ediyordu. Ve 2017'nin son bulmasıyla birlikte Buffett zaferini ilan etti... Wall Street Journal'da yer alan habere göre, Buffett'ın S&P 500 index fonu söz konusu dönemde yıllık yüzde 7.1 getiri elde etti. Protégé Partners tarafından seçilen hedge fonların oluşturduğu sepet ise yüzde 2.1 getirdi. Buffett ödülü, Girls Inc. of Omaha, Nebraska isimli bir sivil toplum kurumuna verecek. Her biri önce, 2018'e kadar \$1 milyon'a ulaşacağını tahmin ettikleri sıfır-kupon bir hazine bonosuna \$320,000 yatırdılar. Fakat daha sonra bononun



değeri tahmin edilenden hızlı artınca, bunu Berkshire Hathaway'in B sınıfı hisselerine koydular. 2012'de alınan 11,200 hissenin değeri \$2.22 milyon'a ulaştı. Hedge fonların piyasayı geçme vaatleri ve müşterilerinin getirilerinden kestikleri yüksek ücretlerini kabullenmeyen Buffett, her iki

cephede de haklı çıkmış oldu. Aktif yönetilen fonlardan çıkışlar yaşanırken, pasif yönetilen fonlar finansal krizden bu yana kazanç sağladı. Bu arada çok fazla Borsa Yatırım Fonu, yatırımcılar için neredeyse her grup hisse senedine yatırımı daha ucuz ve kolay hale getirdi.

Meksika emeklilik fonlarının yatırım alanı genişledi

Meksika emeklilik sektörü düzenleyicisi Consar, emeklilik fonlarının (Afores) yabancı yatırım fonlarına yatırım yapmasına izin vererek Afores'in yurtdışına yatırım yapabileceği yatırım aracı çeşitlerini artırmış oldu. Meksika haber sitesi Milenio'ya göre, Consar emeklilik sisteminde başka reform çalışmaları da planlıyor. Bunların arasında başta Asya olmak üzere Meksika emeklilik fonlarının yatırım yapabileceği

ülke listesini genişletmeye yönelik düzenleme değişiklikleri yer alıyor. Bu değişiklik olmadan önce Afores yurtdışına yatırımı Borsa Yatırım Fonları, Endeksli Yatırım Fonları ve Yatırım Yetkilendirmeleri yoluyla olmak üzere üç şekilde yapıyordu. Emeklilik fonları portföylerinin yüzde 20'sine kadarını yabancı varlıklara yatırma izni olsa da, fonların çoğunluğu bu opsiyondan tümüyle yararlanmıyordu. Meksika piyasasındaki 11 Meksika emeklilik fonundan sadece dördü



uluslararası yetkilendirmeler yapmış durumda. Consar verilerine göre, bu 11 Afores fonun büyüklüğü Ekim 2017 itibarıyla €134.29 milyar düzeyindeydi.

KONFERANS AJANDASI

5 Şubat 2018 Pazartesi

HFM European Hedge Fund Technology Leaders' Summit (2 gün), Hampshire <https://hfm.global/events/hfm-european-hedge-fund-technology-leaders-summit-2018/>

6 Şubat 2018 Salı

Digital Asset Investing Forum, New York <http://www.iglobalforum.com/digitalasset.html>

15 Şubat 2018 Perşembe

Investing for Impact, New York <https://events.economist.com/events-conferences/americas/impact-investing/>

7 Şubat 2018 Çarşamba

26th Annual European Pensions Symposium (3 gün), Madrid <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/26th-Annual-European-Pensions-Symposium>

8 Şubat 2018 Perşembe

Cayman Alternative Investment Summit (2 gün), Cayman Islands www.caymansummit.com

27 Şubat 2018 Salı

ITAS 2018, Lüksemburg (3 gün) www.finance.knect365.com/itas



6 Mart 2018 Salı

ALFI European Asset Management Conference (2 gün), Lüksemburg <https://events.alfi.lu/eam18/>

8 Mart 2018 Perşembe

Absolute Return Symposium 2018, New York <https://hfm.global/events/absolute-return-symposium-2018/>

9 Mart 2018 Cuma

Fund Structuring, Frankfurt <https://www.investeurope.eu/events-training/training/fund-structuring/>

21 Mart 2018 Çarşamba

Investors' Forum, Cenevre (2 gün) <http://if.investeurope.eu/>

22 Mart 2018 Perşembe

Sustainability Summit, Londra <https://events.economist.com/>

26 Mart 2018 Pazartesi

Future Digital Finance (2 gün) Amelia Island, Florida <https://netfinance.wbresearch.com/>



Sonsuzluğa 30 Saniye ve 2017 Yılı'nın En İyi Sergileri

Geçtiğimiz günlerde bir gazetenin hafta sonundaki sanat köşesinde “Sonsuzluğa 30 Saniye” başlığı ile yayınlanan keyifli yazıyı okuduktan sonra 2018 yılının ilk sanat yazısını bu konu üzerinden yola çıkarak, Türkiye’de 2017 yılında gerçekleşen en iyi sergilere ayırmanın uygun olacağını düşündüm. Mutlaka içlerinden hepimizin zaman ayırarak gezdiği bir sergi çıkacaktır.

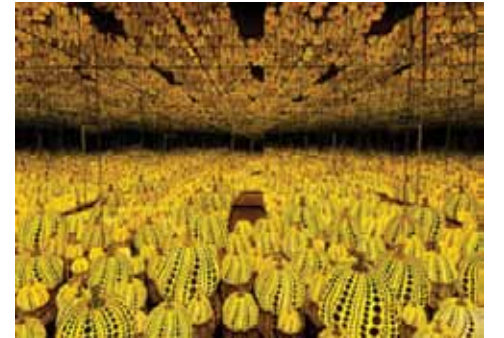
Los Angeles’taki The Broad Müzesinde Yayoi Kusama’nın eserlerini incelemek üzere ziyaretçilerin sanatçının başyapıtı önünde geçirdiği süre, sadece “32.5” saniye olarak hesaplanmış! Belki de dünyada her şeyin hızlı bir şekilde tüketildiği, insanların sosyal medya yazılımları içerisinde her gün saatlerini tükettiği, yaşamın hızlı koşuşturması içerisinde arkadaşlıkların, dostlukların bile sanal ortamlarda giderilerek karşılandığı bir zamanda yaşamakta olduğumuz için bu sonuca pek de fazla şaşırılmak gerekir. Yayoi Kusama’nın meşhur Sonsuzluk Odaları çalışması Amerika’da birçok şehri dolaşmaktadır. Sanatçının dünya çapındaki popülaritesi sebebiye serginin önünde metrelerce kuyruklar oluşmaktadır. Ancak ilk kez sergiye getirilen yeni bir kural karşımıza çıktı. Saatlerce kuyrukta geçirilen zamanın sonunda ziyaretçilerin sergi odasında baş başa geçirebilecekleri süre, sadece “30 Saniye” şeklinde belirlenmiş durumdadır. Kusama’nın sergisi için getirilen bu kural sosyal medya takipçileri tarafından kızgınlıkla karşılanmış, zira eserler ile birkaç özçekim (selfie)



Doç. Dr. Evren Bolgün
Ekonomist/Stratejist

için bile yeterince zaman bırakılmamış durumda! Akıllı telefonunuzun şifresini girerek gerekli görsel konumlanmayı hazırlayarak birkaç tane güzel çekim yapabilmek için bile en azından birkaç dakikanın gerektiğini düşünecek olursak, akıllı telefonlara sahip olmayan ziyaretçilerin sergide yapabileceği fazla bir imkan kalmıyor. Müzelerin çok popüler sergilerde eserlerin ziyaret edilme sürelerini kısıtlamasının bir gün gerçekleşeceğini beklemekle birlikte, bu derece katı bir sınırlama ile karşılaşılabileceğimizi açıkcası beklemediğimi ifade etmek isterim. Eserin ismi de ironik olmuş: “Sonsuzluk Odaları”. Bitmeyen bir yanılısamayla sonsuzluğu anlatıyor, ancak zamanın tükenmesinden duyulan alabildiğince endişeyle.. Bu yılın başlarında Doug Wheeler’in enstalasyonu PSAD: Synthetic Desert III (1971) gösterilmişti. Sergide 10-20 dakikalık dönüşüm imkanları ziyaretçilere tanınmıştı. Guggenheim müzesi bu durumda The Broad Müzesine kıyasla oldukça cömert davranmış oluyor.

Avusturyalı yazar Thomas Bernhard’ın “Old Masters” adlı bir kitabı vardır. Bu kitapta, yaşlı bir adamın yaşamı boyunca Viyana’daki müzede her gün bir resmi görmeye gittiği anlatılıyor. Bu kişi Tintoretto’nun yaptığı resim dışında, hayatta herkesten nefret ediyor. İnsan sevmiyor. Tintoretto’nun portresi tanımsız üstelik, bilinen hiçbir hikayesi yok, sadece bir yüz.. Yaşlı adam gidip eserin önünde oturuyor ve saatlerce portreyi seyrediyor. Hayatta sevdiği tek yüz.. Bir sanat eseri önünde bu kadar zaman geçirebilmek elbette ki kendi iç dünyasında resimle arasında ruhsal bir ilişki kurduğunun göstergesi olmayı gerektirmektedir. Bak, konuş, soru sor, dinle, düşün ve tekrar bak. Daha sonra tekrar en başa dönerek devam et. Hayatımızda hangimiz sabit bir objeye değil günlerce, saatlerce acaba dakikalarca bakabilmeye tahammül edebilmekteyiz? Museum of Art’a göre, bir ziyaretçinin esere harcadığı ortalama süre yaklaşık 32.5 saniye! Bir başka anket, ortalama bir izleyicinin bir tabloya önce 2 saniyeden kısa bir süre baktığını, 10 saniye duvar metnini okuduğunu, metni doğrulamak için de 4 saniye daha tabloya zaman ayırdığını göstermektedir. Böylece oldu mu size toplam 15 saniye!



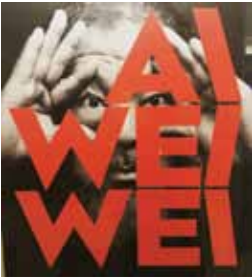
Yayoi Kusama, Sonsuzluk Odaları, 576 × 413

Louvre'a göre de insanlar Mona Lisa'ya ortalama 15 saniye zaman ayırmaktadır. Koleksiyonun diğer 35 Bin eserine ne kadar zaman ayrıldığını da artık siz düşünün! Kusama sergisine getirilen bu kurallar çerçevesinde ziyaretçi sayısı 160.000 kişi ile sergi rekorunu kırdı; The Broad Müzesi kişi başına \$25'dan ilk yarım gün içerisinde sadece 50.000 adet bilet satarak bir başka rekora daha imza attı. Bu sayılar karşısında ülkemizde daha geniş zamanlarda onbinlerce yeni ziyaretçilerle uluslararası ve ulusal sanat organizasyonlarının 2018 yılında gerçekleşmesini temenni ederim.

2017'nin En İyi Sergileri

Ai Weiwei Porselene Dair | Sabancı Müzesi

Sanat dünyasının en güçlü 100 ismi listesinde 10. Sırada yer alan Çin'li sanatçı Ai Weiwei'nin Sabancı Müzesi'nde açılan Türkiye'deki ilk sergisi "Ai Weiwei Porselene Dair"de sanatçının 1976-1977'de ürettiği ilk porselen işi "Kuş Motifli Tabak"tan, İstanbul için yeni ürettiği ve ilk kez sergilenen "Mavi-Beyaz Porselen Tabak" serisi ve "Sütun Gibi Üst Üste İstiflenmiş Porselen Vazolar" gibi 100'ü aşkın çalışması yer almaktadır. Tate Modern Turbine Hall'daki gösteriminden sonra Ai Weiwei'yi Dünyanın en çok tanınan sanatçılarından birine dönüştüren "Ayçekirdekleri'nin" Sabancı'da sergilenen kısmı ise yaklaşık 5 ton porselen ayçekirdeğinden oluşuyor.



Ai Weiwei, Porselene Dair, Sabancı Müzesi

Jake ve Dinos Chapman, Anlamsızlık Aleminde | Arter

Çağdaş İngiliz sanatının en parlak isimlerinden Jake ve Dinos Chapman'ın Türkiye'deki ilk kişisel sergileri "Anlamsızlık Aleminde" ikilinin yeni ve az görülmüş işleriyle beraber "Cehenneme", "Chapman Aile Koleksiyonu" ve "Gün Gelecek Sen de Sevilmeyeceksin" gibi ikonik serilerinden başlıca yapıtları bir araya getirmiştir. Vahşet dolu sahneleriyle Chapmanların hayli kötümser sanatlarına genel bir bakış imkanı sunan sergi, sanatın yaşadığımız hayattaki kötümserliğin bir karşılığı gibiydi.



Anlamsızlık Âleminde, Sergi Görüntüsü, Arter, 2017

ÇiftDüşün Çiftgörü, Kuratör:Alistair Hicks | Pera Müzesi

Adını Orwell'in dispotik romanı 1984'teki çiftdüşün kavramından alan Alistair Hicks'in küratörlüğündeki "ÇiftDüşün Çiftgörü" sergisi, aralarında Yuri Albert, Hera Büyüktaşçıyan, Aslı Çavuşoğlu, Tracey Emin, Ali Kazma, William Kentridge, Anselm Kiefer, Bruce Nauman, Erdem Taşdelen ve Gavin Turk'un da olduğu 34 sanatçının işleri üzerinden dünyanın dört bir yanındaki düşünce biçimlerinde yaşanan radikal değişime göndermelerde bulunuyordu.



Füreyâ Koral Retrospektifi | Akaretler Sıraevleri

Çini kültüründen gelen bir ulusun bu muhteşem mirasını devam ettirmeliyiz diyen Türkiye'nin ilk kadın seramik sanatçısı Füreyâ Koral'ın 1947'de İsviçre'de bir hastane odasında başlayan 40 yıllık sanat üretiminin geniş bir özeti sergide yer almaktadır.



Füreyâ Koral İstanbul Hilton Oteli için tasarladığı masalardan biriyle (1954)



Füreyâ Koral, İstanbul Divan Oteli için yaptığı panodan bir detay, 1968



Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır?

Finansal planlama uzmanı, bireyin bütün varlıklarına, yükümlülüklerine, gelir ve giderine bir bütün olarak bakar. Kararların birbirleriyle ve bireyin gelecekteki beklenen durumuyla etkileşimini değerlendirir. Sonuçta da, uzun vadeli, birebir ilişkiye dayalı, kişinin mutluluğunu esas alan, ona yaşamak istediği hayatı yakalamasına yardımcı olan bir meslektir.

Finansal planlama, ülkemiz için yeni bir kavram. ABD, İngiltere, Güney Afrika, Avustralya gibi ülkelerde 40 yılı aşkın süredir var olan bu meslek, henüz ülkemizde yok. Finansal Planlama Derneği olarak, finansal planlama mesleğini uluslararası standartlarda oluşturmak için çalışıyoruz. Bu çalışmalarını

yürütürken de, öğrenciden öğretimin üyesine, üst düzey yöneticilerden kariyerinin başlangıcındakilere kadar her kesimden pek çok ilgiyle görüşüyoruz. Gelen sorular genelde mesleğin “gerçek hayatta” nasıl uygulanacağıyla ilgili oluyor. Bu yazımda, finansal planlama sürecini, daha doğrusu “finansal planlama döngüsünü” özetlemek istiyorum. Tabii ki aşağıdaki her başlığın çok

daha derin alt detayları var. Ancak bunu kısa bir “finansal planlamaya giriş” yazısı olarak görebilirsiniz.

Finansal Planlama Nedir?

Finansal planlama, müşterilerin hayatına ilişkin amaçlarına ulaşabilmeleri için finansal işlerinin yönetilmesine yardımcı olma amacıyla strateji geliştirme süreci olarak tanımlanmaktadır. **Diğer bir deyişle finansal planlama,**



Alparslan Budak

Başkan Yardımcısı Finansal Planlama
Derneği / Yönetim Kurulu Üyesi,
Uluslararası Yatırımcı Eğitimi Forumu

bireyi, ileride yaşamak istediği hayata ilişkin hedeflerine, hayallerine adım adım yaklaşırma sistemi ve sanatıdır.

Finansal planlama bir sistemdir, çünkü çok net adımları, tanımları, yaklaşımları vardır. Birazdan açıklayacağım üzere finansal planlama, çok açık bir şekilde tanımlanmış, belirgin süreçler üzerine oturmuştur.

Finansal planlama sanattır, çünkü bireyin finansal planının oluşturulması esnasında, planın uygulanması esnasında, finansal planlama uzmanının bilgisi, tecrübesi, oluşturulan plana katacağı yaratıcı çözümler farklılaşabilmektedir.

Finansal Planlama Süreci

Finansal planlama süreci aşağıdaki altı adımdan oluşmaktadır;

- 1) Tanımlama:** Müşteriyle ilişkinin kurulması ve sunulacak hizmetin tanımlanmasıdır.
- 2) Toplama:** Müşteriye ait bilgilerin ve ilgili piyasalara ilişkin verilerin toplanmasıdır.
- 3) Analiz:** Müşterinin finansal durumunun incelenmesi ve değerlendirilmesidir.
- 4) Plan Oluşturma:** Finansal planlama tavsiyelerinin oluşturulması ve

müşteriye sunulmasıdır.

5) Uygulama: Oluşturulan finansal planlama tavsiyelerinin uygulanmasıdır.

6) Değerlendirme: Müşteri ile beraber durumunun gözden geçirilmesidir.

Altıncı adımdan sonra tekrar başa, ya da duruma göre ikinci veya üçüncü adıma da geri dönebilir. Dolayısıyla yukarıdaki aşamalar son adımda biten düz bir süreç değildir; tam tersine, döngü şeklinde kişinin hayatı boyunca sürecek bir ilişkiyi tanımlamaktadır. Şimdi süreci biraz daha detaylandıralım.

1. Tanımlama

Bu aşamada finansal planlama uzmanı, müşterisine finansal planlama sürecini, kendisinin sunabileceği hizmetleri, uzmanlık ve yetkinlik alanlarını anlatır. Kısacası, müşterinin finansal planlama hizmetinden ne beklemesi gerektiği konusunda mutabık kalınır. Bunun haricinde hizmetin maliyetleri, müşterinin üzerine düşen yükümlülükler ve olası çıkar çatışmaları da kendisine açıklanır ve bir sözleşme ile bu koşullar yazılı hale getirilir.

2. Toplama

Bu aşamada müşteriyle ilgili sayısal ve niteliksel bilgiler toplanır. Müşterinin ileride yaşamak istediği hayata ilişkin hedeflerini belirlemeye dönük sorular sorulur. Bu hedefler önceliklendirilir. Ayrıca kısa, orta, uzun vadeli hedefler tanımlanır. Bununla beraber müşterinin finansal durumuyla ilgili veri ve bilgiler toplanır. Ek olarak, müşterinin mevcut durumu ve gelecekteki hedefleriyle ilgili piyasa verileri derlenir.

3. Analiz

Analiz aşamasında, toplanan sayısal ve niteliksel bilgiler değerlendirilir.

Bilgilerde eksiklikler, tutarsızlıklar varsa müşteriyle birlikte çalışarak giderilir. Finansal planlama uzmanı, müşterinin şu anki finansal durumunun güçlü ve zayıf yönlerini değerlendirir; bunu müşterinin hedefleri, ihtiyaçları ve öncelikleriyle karşılaştırır. Ayrıca finansal planlama uzmanı, analizinde müşterinin

Hazine Ne Dedi?

Bu yazıyı okuyan pek çok kişinin bildiği üzere Hazine Müsteşarlığı 19 Aralık 2017 tarihinde Bireysel Emeklilik Sistemiyle ilgili üç ayrı genelge yayınladı. Bunlardan birincisi BES genelgesinde değişiklik yapılmasına ilişkin, ikincisi BES katılımcılarının risk profil anketine ilişkin, üçüncüsü ise fon tercihi ve fon dağılımını belirleme haklarının portföy yönetim şirketlerine devredilmesine ilişkin. Üçüncü değişiklik, özü itibarıyla finansal planlamanın emeklilik planlaması kısmının bundan sonra portföy yönetim şirketlerince yapılmasını tanımlıyor.

Sermaye piyasası mevzuatı açısından bakıldığında (Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ III.37.1.

Madde 76), yatırım kuruluşlarının genel anlamdaki finansal planlama hizmetini yan hizmet olarak verebileceği halihazırda tanımlanmış durumda. Hazine'nin genelgesi ise, "katılımcı isterse emeklilik planı yönetimini portföy yönetim şirketlerine devredebilir" diyor. Diğer bir deyişle, finansal planlama hizmetinin emeklilik yönetimi tarafını portföy yönetim şirketlerinin yapabileceğini ifade ediyor.

Özetle, Hazine'nin bu genelgesiyle, finansal planlama hizmetinin bir kolu, mevzuatımıza biraz daha detaylı tanımlanmış bir şekilde girmiş oldu.

emekli olacağı yaş, beklenen yaşam süresi, ihtiyaç duyulan gelir, risk faktörleri, vade ve özel ihtiyaçlar ile enflasyon oranları, vergi oranları ve yatırım getirileri gibi konuları içeren hedef ve varsayımları kullanır.

4. Plan Oluşturma

Sürecin en önemli aşamasıdır. Önceki adımlar finansal plan oluşturabilmek için gerekli olan adımlardır. Sonraki adımlar da, oluşturulan finansal plana ilişkin değerlendirme adımlarıdır. Finansal planlama hizmetinde sunulan ürün, müşterinin almak için para ödediği hizmet, bu finansal plandır.

Finansal planlama uzmanı, müşterinin hedeflerine ulaşması için birden fazla alternatif stratejiler belirler. Her bir stratejinin müşterinin hedeflerine cevap verip vermeyeceğini değerlendirir. Strateji oluştururken, finansal planlama uzmanı, müşteri ile hedef ve ihtiyaçlarının önemi, önceliği ve zamanlaması konularını yeniden tartışabilir; varsayımlarını belirler, araştırma yapar ve gerekli hallerde başka uzmanlara danışır.

Bunların ardından finansal planlama uzmanı, finansal planlama tavsiyeleri geliştirir. Tavsiye, mevcut duruma devam edilmesi veya mevcut durumun değiştirilmesi şeklinde olabilir. Bir finansal planlama uzmanı tarafından geliştirilen tavsiyeler, diğer uzmanlar tarafından hazırlananlardan farklı olabilir. Fakat yine de bunların her biri müşterinin hedeflerine, ihtiyaçlarına ve önceliklerine cevap verebilir.

Finansal plan oluşturulduktan sonra müşteriye sunulur. Finansal planlama uzmanı, tavsiyelerini ve dayandığı gerekçeleri müşteriye açıklar. Müşteriyle görüşmelerden sonra, hazırlanan planda revizyon yapıp yapılmayacağı da ortaya çıkar.

Ayrıca müşterinin ileride finansal durumunda, hedeflerinde değişiklik olması halinde bunları finansal planlama uzmanıyla paylaşması gerektiği belirtilir.

5. Uygulama

Hazırlanan finansal plan üzerinde müşteriyle mutabık kalındıktan sonra, sıra bu planın hayata geçirilmesine gelir. Müşteri ile finansal planlama uzmanı, uygulama aşamasındaki sorumluluğun kimde olduğuna dair de aralarında anlaşır. Müşteri bu aşamada finansal planı alıp kendisi uygulamak isteyebilir veya finansal planlama uzmanının kendisi için bu planı uygulamasını isteyebilir. Bu anlaşma, ilişkinin tesis edildiği birinci aşamada da yapılabilir, finansal plan oluşturulduktan sonraki aşamada da yapılabilir. Finansal planlama uzmanının sorumlulukları, oluşturulan tavsiyeleri uygulamanın yanı sıra başka uzmanlara başvuru ve müşteri hakkındaki bazı bilgilerin paylaşılması konularını da içerebilir. Bütün bu hususlar müşteri ile mutabık kalınarak ve müşterinin yazılı onayı alınarak yapılır.

6. Değerlendirme

Uygulama aşamasının ardından, müşteri ile önceden belirlenen düzenli periyotlarda değerlendirme görüşmeleri yapılır. Finansal planlama uzmanı, öncelikle üzerinde uzlaşılan planı uyguladığını müşteriye ispat eder. Ardından, ikisi birlikte müşterinin durumunun finansal planlama tavsiyelerinde belirtilen hedeflere yaklaşıp yaklaşmadığını değerlendirir. Planın uygulama sürecinde, çevresel koşullar değişmiş olabilir, başlangıçta öngörülen varsayımların değiştirilmesi gerekebilir veya müşterinin durumunda değişiklikler olmuş olabilir. Bütün bu faktörler yeniden gözden geçirilir. Sonuç olarak plana devam etme veya planı

revize etme konusunda mutabık kalınır. Duruma göre, birinci, ikinci veya üçüncü adıma geri dönülebilir.

Sonuç

Finansal planlama, müşteri odaklı, sistematik bir bireysel finansal danışmanlığı hizmetidir. Ana amaç, kişinin yaşamak istediği hayata, hayallerine kavuşmasını sağlamaktır. Finansal kararlar birbirinden bağımsız değildir, bir bütündür. Her bir finansal karar başka bir finansal kararı etkiler. Örneğin çok hoşunuza giden son model bir araba aldığınızda, bu karar, 30 sene sonraki emekliliğinizde elde edeceğiniz geliri etkiler. Dolayısıyla finansal planlama uzmanı, bireyin bütün varlıklarına, yükümlülüklerine, gelir ve giderine bir bütün olarak bakar. Kararların birbirleriyle ve bireyin gelecekteki beklenen durumuyla etkileşimini değerlendirir. Sonuçta da, uzun vadeli, birebir ilişkiye dayalı, kişinin mutluluğunu esas alan, ona yaşamak istediği hayatı yakalamasına yardımcı olan bir meslektir. Umarım diğer ülkelerde çok uzun süredir var olan ve hızla büyümeye devam eden bu meslek ülkemizde de yakında hayata geçme imkânı bulur.

“Finansal planlama sanattır, çünkü bireyin finansal planının oluşturulması esnasında, planın uygulanması esnasında, finansal planlama uzmanının bilgisi, tecrübesi, oluşturulan plana katacağı yaratıcı çözümler farklılaşabilmektedir.”

Ülkemizde yeni bir girişim: Trader Koçluğu

Yirmi yıldan uzun bir süredir finansal piyasalarda aktif bir şekilde yer alıyorum ve hisse senetleri, vadeli işlemler, opsiyonlar, CFD'ler, emtialar ve forex piyasalarında işlemler yapıyorum. Profesyonel iş yaşamım boyunca, ulusal ve uluslararası banka ve yatırım firmalarında fon yönetimi, sermaye yönetimi ve yatırım bankacılığı alanlarında kariyer geçmişine sahibim. Bütün bu deneyimlerim sonucunda öğrendim ve emin oldum ki, yeni başlayan bir amatör ya da finansal piyasalarda işlem yapmak için gereken bütün konuları çok iyi bilen bir profesyonel olabilirsiniz, ancak her iki durumda da işlem yapmak çok yüksek oranda zihinsel bir süreçtir. Sağlam bir psikolojiye sahip değilseniz ve mental disiplininiz yoksa, finansal piyasalarda başarıya ulaşamazsınız. Son beş yıldır NLP, Hipnoterapi, Davranışsal Finans, Trading Psikolojisi ve diğer birçok yöntemden oluşan yoğun bir kişisel eğitim dönemi geçirdikten sonra, tüm tecrübemi, bilgi birikimimi ve eğitimimi hem bireysel yatırımcılar, hem de finansal sektörde profesyonel olarak çalışan kişilere aktarmak için Perfomind'i kurdum. Trader koçluğu ülkemiz için henüz çok yeni olsa da, finansal piyasaları gelişmiş dünyanın bir çok ülkesinde on yıllardır aktif bir şekilde kullanılmakta ve başarılı sonuçlar elde edilmektedir.

Kısaca Trader Koçluğu, İşlem Psikolojisi ve Perfomind

En basit şekliyle ifade etmek gerekirse, piyasalarda işlem yapmak çok stresli bir iştir.



Deniz Başkaynak
Kurucu ve Trader Koçu
Perfomind Zihin Odaklı Performans ve
Trader Koçluğu
www.perfomind.com

Piyasalarda sürdürülebilir başarıyı yakalamak ise karmaşık süreçleri olan ciddi bir iştir. Eğitim, bilgi birikimi ve zihinsel ve duygusal süreçleri doğru yönetmeyi gerektirir. Başarıya ulaşmada hangi sorunun probleme neden olduğunu belirlemek önemlidir. Birçok trader ve yatırımcı hataya sebep olan sorunu ve sorunun altında yatan sebepleri anlamadan, yaptığı hataların üstesinden gelmeye çalışır. Ancak, kısmen herkesin içinde olduğu zihinsel aldatmacalar ve önyargılar yüzünden, bu gibi konular hakkında tam bir öz-değerlendirme yapmak kolay değildir. Trader koçluğu ile kazanacağınız mental disiplin, bütün süreçleri doğru yönetmenize ve isteklerinizi gerçekleştirmenize yardım eder. Eğer, neyi neden yaptığınızı anlarsanız, daha iyi seçimler yapabileceğinizi elde edersiniz ve aklınıza gelen bir düşünce ile işlemi gerçekleştireceğiniz zaman aralığında daha iyi kararlar verebilirsiniz. Perfomind; finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların, finansal sektör profesyonellerinin

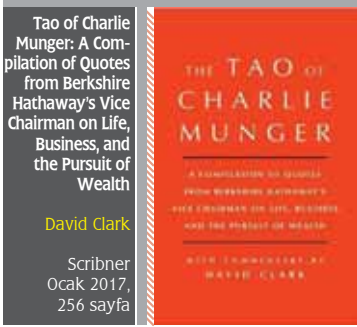
ve sektörde faaliyet gösteren firmaların başarıya ulaşmaları için zihin odaklı performans ve trader koçluğu hizmeti sunmaktadır. Perfomind'in başlıca faaliyet konuları aşağıdaki gibidir:

- Finansal piyasalarda faaliyet gösteren firmaların trader ve yöneticilerinin performansını artırarak, şirketin genel karlılığını ve başarısını artırmaya yönelik kurumsal danışmanlık.
- Finansal piyasaların dinamiklerini, işlem psikolojisini ve işlem yapmayı etkileyen süreçleri anlamaya yönelik yatırımcı grupları ve şirket içi personel eğitimleri.

- Yatırımcıların, işlem yaparken karşılaştıkları zorlukları aşmaları ve karar alma mekanizmalarında rol oynayan zihinsel süreçlerini, doğru bir şekilde yöneterek başarıya ulaşmaları için, kişiye özel olarak hazırlanan birebir koçluk çalışmaları. Başarılı bir trader olmayı sağlayan doğuştan gelen bir beceri veya hayat deneyimi var mı?

Gerçek şu ki -çoğu psikolojik meselede olduğu gibi- kolay bir cevap yok. Başarıyı elde etmek için eğitim kritik öneme sahiptir. Piyasada ne yaptığınızı bilmek zorundasınız. Finansal piyasalarda işlem yapmak, bireysel ve yalnız yapılan bir iştir. Verdiğiniz kararların tüm sonuçları sizin üzerinizdedir ve duygusal, zihinsel ve hatta fiziksel olarak çok zorlayıcı olan bu dünyada, sizinle aynı tarafta olan, güvenebileceğiniz bir koçunuzun olması çok faydalıdır. Trader koçu size piyasada hangi işlemleri yapacağınızı söylemez. Sizi başarılı bir trader olmaktan uzaklaştıran alışkanlıklarınızı ve zihinsel süreçlerinizi tanımlar ve belki de aklınıza hiç gelmeyecek, ya da üzerinde hiç durmadığınız konular hakkında size koçluk yapar.

Yaşam, iş dünyası ve servet için bilge bir adamdan ipuçları



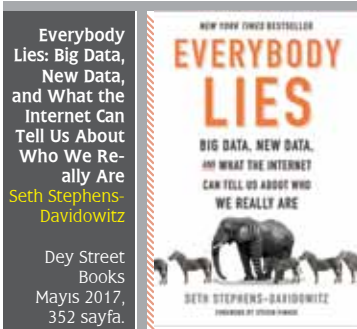
Charlie Munger'in Yolu: Berkshire Hathaway'in Başkan Yardımcısının Yaşam, İş Dünyası ve Servet Arayışında Vecizelerinden Bir Derleme (Tao of Charlie Munger: A Compilation of Quotes from Berkshire Hathaway's Vice Chairman on Life, Business, and the Pursuit of Wealth) için analitik bir yeteneğin ve ele avuca sığmaz zekanın bir bilgelik manifestosu diyebiliriz.

Warren Buffett'in uzun yıllar iş ortağı olan, Berkshire Hathaway'in vizyoner Başkan Yardımcısı Charlie Munger'in bilge sözlerini David Clark bir araya getirdi. Çok satan Buffettology serisinin eş yazarlarından biri olan David Clark, aynı zamanda bu kitaba da bir önsöz yazdı. 1924 yılında Omaha, Nebraska'da doğan Munger, Michigan Üniversitesi'nde matematik okudu. Ordudayken Cal Tech Pasadena'da meteorolojist olarak yetiştirildi. Harvard Hukuk Fakültesi'nde lisans eğitimi almamasına rağmen, yüksek lisansını yüksek akademik başarıyla tamamladı. Munger, yaklaşık 40 yıldır Warren Buffett'in ortağı ve Berkshire

Hathaway'in başkan yardımcısı olduğu gibi, bugün ABD'nin en başarılı yatırımcılarından biridir. Buffett, "Berkshire, Charlie'nin ayrıntılı planlarıyla kurulmuştur. Benim rolüm ana müteahhitlikten öteye gitmez" diye konuşmaktadır. Yetenekli, zeki ve kolay vazgeçmeyen bir işadamı olan Munger'in fikirleri profesyonellere ve finans sektöründe ve yaşamda başarılı olmak isteyen amatörlere çok şeyler öğretebilir. Warren Buffett'in Yolu (The Tao of Warren Buffett) ve Te Ching'in Yolu'nda (The Tao of Te Ching) yolunda olduğu gibi Charlie Munger'in Yolu da kısa ve özlü vecizelerden oluşan bir özet.

Örneğin şunun gibi: "Bilmediğini bilmek dahi olmaktan daha fazla işe yarar." Ya da: "Yaşamım boyunca sürekli okumayan hiçbir bilge insana rastlamadım." Röportajlardan, konuşmalardan, Berkshire Hathaway ve Wesco'nun genel kurullarındaki soru ve cevaplardan oluşan bu derleme, Munger'in hayret verici finansal başarısı ve yaşam felsefesinin içyüzünü kavrama imkanı sunuyor. Kitabın yazarı David Clark, Warren Buffett'in yatırım yöntemleri konusunda dünyanın önde gelen otoritelerinden biri olarak kabul ediliyor. Yatırım klasiği kabul edilen Buffett ile ilgili kitapları yirmiden fazla dile çevrildi. Halen "Berkshire Hathaway: Fortress of Capital" adıyla kurumsal bir biyografi hazırlıyor.

Rahatsız edici büyük veri gerçeği



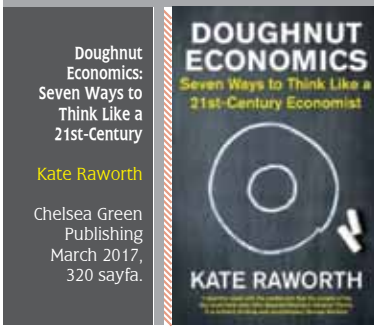
Herkes Yalan Söyler: Büyük Veri, Yeni Veri ve Gerçekten Kim Olduğumuz Hakkında İnternet Bize Neler Söyleyebilir (Everybody Lies: Big Data, New Data, and What the Internet Can Tell Us About Who We Really Are) ekonomiden etiğe, spordan ırklara, seksten cinsiyetlere kadar her konuda büyük veri dünyasından alınmış etkileyici, şaşırtıcı ve bazen de yüksek sesle güldüren bilgiler sunuyor.

Be yaz seçmenlerin yüzde kaç siyah olduğu için Barack Obama'ya oy vermedi? Gittiğiniz okulun konumu yaşamınızda başarıyı etkileyebilir mi? Ebeveynler gerçekten erkek çocukları kızlara tercih eder mi? Borsanın üzerinde bir performans yakalayabilir misiniz? Cinsel yaşamımız hakkında ne sıklıkta konuşuruz? Cinsellik hakkında daha çok bilinçli olan kimdir, kadınlar mı, erkekler mi? Bu soruları ve daha birçoğunu merceğe altına alan yazar Seth Stephens-Davidowitz, kendimizi anlamamıza ve yaşamımızı daha iyi hale getirmemize yardımcı oluyor. Nasıl yaşadığımız ve düşündüğümüz hakkındaki çalışmalar ve deneyimleri inceleyerek, bizleri dünyanın aslında bir laboratuvar olduğu gerçeği ile etkileyici

ve çoğu kez de komik yollarla ikna ediyor. Büyük veriye her gün hepimiz bir şekilde temas ediyoruz ve etki sürekli katlanıyor. Bu anlamda, Herkes Yalan Söyler, bizlerin dünyayı nasıl gördüğümüz konusunda farklı düşüncemizi sağlayacak bir meydan okuma... Harvard mezunu bir ekonomist, Google'un eski veri bilimcisi ve New York Times yazarı olan kitabın yazarı Seth Stephens-Davidowitz, insanlar hakkında düşündüğümüz çoğu şeyin yanlış olduğunu çünkü çoğumuzun dostlara, sevgililere, doktorlara, anketlere ve hatta kendimize bile yalan söylediğimizi savunuyor. Google, sosyal medya, sevgili bulma ve hatta porno sitelerinden milyarlarca insanın bıraktığı yeni veri ise, gerçeği gözler önüne seriyor. Bu dijital altın madenini analiz

ederek, insanların gerçekte ne düşündüğünü, ne istediğini ve ne yaptığını öğrenmek mümkün olabilir. İşte bu yeni veri bizleri bazen güldürüyor, bazen şaşırtıyor ve bazen de rahatsız ediyor. Harvard Üniversitesi profesörlerinden, ABD eski Hazine Bakanı Lawrence Summers, "Bu parlak kitap büyük verinin dünyayı nasıl aydınlattığını ve ardından nasıl harekete geçirdiğini şimdiye dek anlatan en iyisi... Okuyun ve yaşama farklı bir noktadan bakacaksınız," diyor. Stanford Üniversitesi profesörlerinden Raj Chetty ise, Seth Stephens-Davidowitz'in büyük verinin sosyal bilimlere nasıl şekillendirdiğine dair olağanüstü bir giriş sunduğunu vurguluyor. New York Times'ın çok satan listesinde yer alan kitap, The Economist ve Amazon sitesi tarafından da yılın en iyi kitaplarından biri seçildi.

Ekonomiyi yeniden tasarlamak için 7 yöntem



Ekonomi kamu politikasının ana dilidir. Geleceğe ilişkin kararlarımıza egemendir, milyarlarca dolarlık yatırımlara rehberlik yapar, iklim değişikliği, eşitsizlik ve çağımızı tanımlayan diğer çevresel ve sosyal meydan okumalara karşı duruşumuzu şekillendirir, Acınacak bir durum ki, yüzyıllık temel fikirler hala tüm dünyada-

ki üniversitelerde öğretilmekte ve hala devletin ve iş dünyasının kritik konularında çare olarak kullanılmaktadır. İşte bu nedenle, ekonomist Kate Raworth, 21'inci yüzyıl için ekonomik düşünce tarzımızı değiştirmenin tam zamanı olduğunu savunuyor.

Kaleme aldığı Donut Ekonomisi: 21'inci Yüzyıl Ekonomisti Gibi Düşünmek İçin Yedi Yol (Doughnut Economics: Seven Ways to Think Like a 21st-Century) adlı kitabında, ekonominin ne olduğunu ve ne yaptığını anlamamız için yedi önemli yöntem tarif ediyor. Büyümeye bağımlılığımızı nasıl kıracağımızı, para, finans ve iş dünyasını insanlara hizmet etmek üzere nasıl yeniden tasarlayabileceğimizi, yenilenen ve paylaşımcı ekonomileri nasıl yaratabileceğimizi anlatıyor.

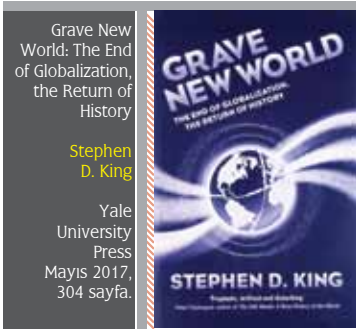
Refah için tatlı bir nokta olarak düşünülen donut (ABD'de çok yaygın hanımgöbeğine benzer bir tatlı) ile eşleştirilen bu anlayış ile Raworth, yeni nesil ekonomi düşünürleri için oyun değiştiren analizler öneriyor. Donut Ekonomisi, ekolojik, davranışsal, feminist ve kurumsal ekonomi için derhal harekete geçmeyi gerektiren fikirler sunuyor ve ekonomik başarı için yeni standartların neler olacağını belirliyor. Günümüzün milliyetçi ekonomi döneminde gerçekten bir ihtiyaç olan bu kitap, herkes için işleyen bir ekonomi, yaşamak istediğimiz, torunlarımıza bırakabileceğimiz bir dünya arayışında olanlar için öneriliyor.

Donut Ekonomisi, Financial Times tarafından ekonomi dalında yılın en iyi kitabı seçildi.

The Guardian'da köşe yazarlığını sürdürmekte olan ünlü yazar George Monbiot, kitabı büyük bir heyecanla okuduğunu belirterek, "John Maynard Keynes'in Genel Teori'si yayımlandığında da insanlar o dönemde benzer bir heyecanla okumuşlardır. Parlak, heyecanlı, meydan okuyucu ve devrimci... Aklın, öğrenmenin ve ince düşünmenin derin kuyusundan su çeker gibi... Kate Raworth geniş kapsamlı bir çalışma ile ekonomiyi yeniden tasarlamış," diye konuşuyor.

Kitabın yazarı Kate Raworth, Oxford Üniversitesi'nde yüksek lisans dersleri veriyor ve son 20 yılda Oxfam'da kıdemli araştırmacı olarak çalıştı. Bir yandan da BM Kalkınma Programı'nın hazırladığı İnsani Kalkınma Raporları'nın eş yazarlığını yaptı.

Küreselleşme bitti, olası gelecek için bir rehber



Küreselleşmenin sonuna tartışmalı bir bakış açısıyla yaklaşan, küreselleşmenin refah, banış ve küresel ekonomik düzen için ne anlama geldiğini inceleyen bir kitap ile karşı karşıyayız. Uzun bir dönem ekonomik refah için en iyi rota olarak tanımlanan küreselleşme artık kaçınılmaz değil. 1980'lerden bu yana serbest ticaret ve açık sermaye piyasaları

üzerine inşa edilmiş yaklaşım, artık kırılmaya başladı. Batı dünyasında hayal kırıklığı yaratan büyüme oranlarının yaşandığı ortamda, ülkeler artık ulusal çıkarlarını küresel büyüme için feda etmek istemiyorlar.

Tarihsel analiz ile güncel olayları kaynaştıran ekonomist Stephen D. King, küreselleşmeyi reddederken, provokatif bir bakış açısı sunuyor. Kasvetli Yeni Dünya: Küreselleşmenin Sonu, Tarihin Geri Dönüşü (Grave New World: The End of Globalization, the Return of History), okuyuculara karışık fikirleri son derece rahat bir şekilde hazmedebileceği bir bakış açısı sunuyor. Yazar, güvenli bir şekilde yolunu tarihten bularak noktaları birleştiriyor

ve çağımızın uçuruma doğru ilerlediği düşüncesini netleştiriyor.

The Economist dergisi kitap için, "güzel yazılmış, düşünceleri kışkırtan" tanımlaması yaparken, Financial Times'tan Martin Wolf ise, "argümanını net ve güçlü biçimde ortaya koyan, nitelikli karamsar bir kitap" diyor. Sunday Times'ta ki yazıda ise, "Küreselleşme dönemi bitmiş olabilir. Bu kitap olası gelecek konusunda tartışmalar yaratacak bir rehber" ifadesine yer veriliyor. Los Angeles Review of Books ise, kitabın huzursuzluk edebiyatına anlamlı ve incelikli yeni bir katkı olduğunu belirterek, Stephen D. King'in Batı dünyasını ufukta görülen siyasi ve ekonomik buhran için uyardığını vurguluyor.

Son olarak Şehirdeki Tek Oyun (The Only Game in Town) adlı kitabı yayımlanan, Allianz SE kıdemli ekonomi danışmanı Muhammed El-Erian ise, yazarın küreselleşmenin, şimdiye dek birçoğunun bizlerin inanamamızı istedikleri gibi güvenli bir sığınak olmadığını anlattığını belirterek, "Eski ve yeni siyasi güçlerin, yıkıcı teknolojilerin ve ilişkileri yeniden şekillendirmek için saldırgan bir biçimde rekabetin yer aldığı dünyamızda böyle bir kitap dünya ekonomisinin gelecekteki işlevini merak edenler için kesinlikle okunmalı," diyor.

Kitabın yazarı Stephen D. King, HSBC Bank'ın kıdemli ekonomik danışmanı ve ayrıca Britanya Avam Kamarası Hazine Komitesi'nin özel danışmanlarından.

Avrupa Yatırım Fonları Sektörü 2017 3.Çeyrek Görünümü

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFA-MA) açıkladığı 2017 yılı 3. Çeyrek dönem istatistiklerine göre, Avrupa yatırım fonları sektörü net portföy büyüklüğü yılın üçüncü çeyrek dönemi sonunda önceki çeyreğe göre yüzde 2.2 artışla €15.26 trilyon oldu. Yatırım fonları ilk dokuz ay itibarıyla yüzde 7.8 büyümüş oldu.

UCITS ve AIF fonlara toplam net para girişi, önceki çeyrekte yaşanan €249 milyara karşılık üçüncü çeyrekte hafif azalışla €246 milyar düzeyinde gerçekleşti. Yılın Ocak-Eylül döneminde yatırım fonlarına net para girişi €761 milyara ulaşarak, 2015 yılındaki €763 milyarlık rekorun üzerine çıkılacağını gösterdi.

UCITS net portföyü yüzde 2.6 büyüme ile €9.42 trilyona ulaşırken, Alternatif yatırım fonları (AIFs) ise yüzde 1.7 artarak €5.85 trilyon oldu.

Avrupa yatırım fonları piyasasında 2017 3. çeyrek sonu itibarıyla UCITS kategorisi 31,491 fonla piyasanın %52.5'ini oluştururken, AIF ise 28,447 adet (%47.5) fondan oluştu. Portföy büyüklüğü olarak UCITS toplam piyasanın %61.7'si, AIF %38.3'üne karşılık geliyor.

Net Satışlar

UCITS fonlara 3.çeyrekte €190 milyar ile 2. Çeyrekteki €175 milyarın üzerinde net para girişi oldu. Yılın ilk üç çeyreği sonunda UCITS fonlar toplam €568 milyar net para çekti. 2016 yılının tamamında €271 milyar, 2015 yılında ise €602 milyar para girişi olmuştu.

Hisse fonlara net para girişi €39 milyar ile önceki çeyrekteki €35 milyar düzeyinin üzerine çıktı. Çoklu-varlık fonları ise aynı dönemde €43 milyar ile 2. çeyrekteki €54 milyar düzeyinin altında para girişi çekti. Tahvil fonlarına para girişi de 2. çeyrekteki €93 milyardan üçüncü çeyrekte €72 milyara indi. Para piyasası fonlarında ise 2. çeyrekteki €13 milyar para çıkışına karşılık, üçüncü çeyrekte €33 milyar net para girişi yaşandı.

Üçüncü çeyrekte 26 ülke UCITS fonlara net para girişi yaşarken, 10 ülkeye bir milyar euro düzeyinin üzerinde net giriş oldu. En fazla net para girişi olan UCITS fon merkezlerinden Lüksemburg €75.3 milyar, İrlanda €51.3 milyar, Fransa €25.4 milyar, İngiltere €12.5 milyar ve Almanya €9.4 milyar net para girişi aldı.

UCITS Borsa Yatırım Fonları (BYF) 2017 üçüncü çeyrekte €12.1 milyar net para girişi kaydetti, 2. çeyrekte ise €20 milyar giriş olmuştu. Yılbaşından bu yana UCITS BYF'ler €55.7 milyar net para girişi sağladı.

AIF kategorisine üçüncü çeyrekte €56 milyar net para girişi oldu. 2017'nin ilk üç çeyreği itibarıyla AIF fonlar €193 milyar para çekti. Böylece net para girişi 2016 yılındaki €186 milyar ve 2015 yılındaki €161 milyar toplam para girişinin de üzerine çıkmış oldu.

Toplam 17 ülkede üçüncü çeyrekte net para girişi sağlanırken, yedi ülkeye bir milyar euro üzerinde para girişi gerçekleşti. Bu ülkeler ve net para girişi sırasıyla şöyledi: Almanya €16.7 milyar, Hollanda €16.5 milyar, İrlanda €15.5 milyar, İngiltere €2.9 milyar, Danimarka €2.3 milyar, Avusturya €1.8 milyar ve Lüksemburg €1 milyar.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

UCITS TÜRLERİ	3. Çeyrek 2017		2. Çeyrek değişim 2017		4. Çeyrek değişim 2016	
	EUR m	Pay	EUR m	% ⁽¹⁾	EUR m	% ⁽¹⁾
Hisse	3,576	38%	101	2.9%	392	12.3%
Çoklu Varlık	1,658	18%	47	2.9%	197	13.5%
Tahvil	2,558	27%	62	2.5%	233	10.0%
Para Piyasası	1,200	13%	21	1.8%	24	2.0%
Garanti Fonlar	12	0.1%	-0.4	-3.5%	-2	-12.5%
Diğer	413	4%	4	1.0%	-90	-17.9%
TOPLAM	9,416	100%	235	2.6%	755	8.7%
Borsa Yatırım Fonları	581	6%	23	4.1%	83	16.6%
Fon Sepeti Fonları	382	4%	5	1.4%	46	13.7%

(1) 3Ç 2017 sonu 2Ç 2017 sonu karşılaştırması

(2) 3Ç 2017 sonu 4Ç 2016 sonu karşılaştırması

Kategorilerine göre AIF Varlıklarının Dağılımı

FON TÜRÜ	3. Çeyrek 2017		2. Çeyrek değişim 2017		4. Çeyrek değişim 2016	
	EUR m	Pay	EUR m	% ⁽¹⁾	EUR m	% ⁽¹⁾
Hisse	724	12%	25	3.6%	70	10.8%
Çoklu Varlık	1,473	25%	20	1.3%	91	6.6%
Tahvil	1,044	18%	0	0.0%	27	2.6%
Para Piyasası	83	1%	1	1.6%	-4	-4.4%
Garantili Fonlar	48	1%	-1	-2.9%	-1	-1.3%
Gayrimenkul	609	10%	9	1.5%	29	5.1%
Diğer	1,866	32%	44	2.4%	132	7.6%
TOPLAM	5,847	100%	98	1.7%	344	6.3%
Borsa Yatırım Fonları	9	0.2%	0.6	6.3%	1	9.4%
Fon Sepeti Fonları	522	9%	11	2.1%	35	7.1%
Kurumsal	2,808	48%	57	2.1%	170	6.4%

(1) 3Ç 2017 sonu 2Ç 2017 sonu karşılaştırması

(2) 3Ç 2017 sonu 4Ç 2016 sonu karşılaştırması

Dünya Yatırım Fonları Varlıkları ve Satış Verileri 3.Çeyrek/2017

Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA) için Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 47 ülkeyi kapsayan 2017 yılı 3. çeyrek dönem istatistiklerine göre, dünyada düzenlenmiş açık uçlu yatırım fonu varlıkları (fon sepeti fonları, borsa yatırım fonları ve kurumsal fonlar dahil) yüzde 1.8 artarak €43.28 trilyona çıktı.

Yatırım fonları toplam portföyü dolar bazında ise \$51.1 trilyona ulaştı. Dolar bazında artış yüzde 5.3 oranında gerçekleşti.

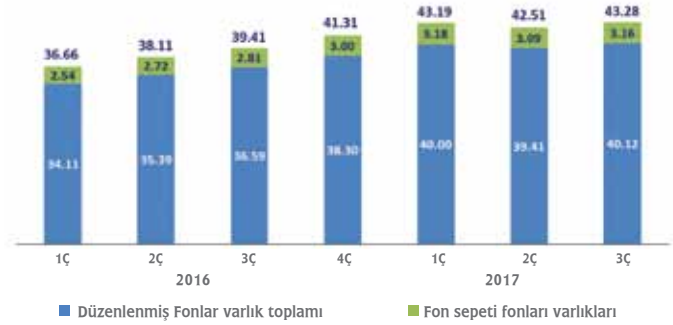
Euro bazında, hisse fonlar net varlıkları yüzde 1.7 artışla €17.2 trilyona yükseldi. Tahvil fonu varlıkları yüzde 1.2 arttı ve €9.1 trilyon oldu. Karma/dengeli fonlar yüzde 1.4 artışla €9.1 trilyon olurken, para piyasası fonları varlıkları da yüzde 3.7 artış kaydetti ve €4.8 trilyon düzeyine çıktı. Hisse fonların varlıkları 2017 yılı üçüncü çeyrek sonu itibariyle tüm yatırım fonlarının yüzde 41'ini, tahvil fonları ise yüzde 21'ini oluşturdu. Geri kalan varlıklarda para piyasası fonları yüzde 11 ve karma/dengeli fonlar ise yüzde 18 paya sahip oldu.

Satış Verileri

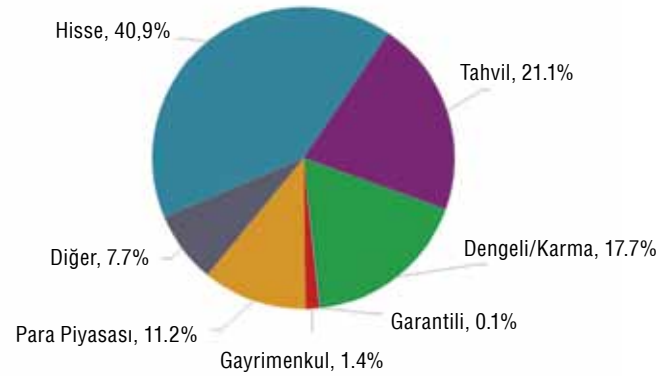
Dünyada düzenlenmiş açık uçlu fon satışları 2017 yılı üçüncü çeyreği itibariyle €694 milyar oldu. İkinci çeyrek sonunda €574 milyar düzeyindeydi.

Üçüncü çeyrekte küresel olarak tahvil fonları €193 milyar (€200 milyar/2Ç), dengeli/karma fonlar €65 milyar (€82 milyar/2Ç) para girişi yaşadı. Hisse fonlara €121 milyar (€113 milyar/2Ç) ve para piyasası fonlarına ise €264 milyar (€114 milyar/2Ç) net para girişi oldu.

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



Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonlar Küresel Net Varlıkları Tür Bazında 2017: 3Ç



besanaliz.com

Ücretsiz bireysel emeklilik platformu.

Gönüllü katılımcılar + Otomatik katılımcılar Bes'te karlılığını artırıyor.
Derinlikli analizler, yorumlar, zengin içerik, yüksek performanslar.



Yatırım ve Emeklilik Fonlarında 2017

Yatırım Fonlarında Büyüme

		Aralık 16		Değişim %	Aralık 17	
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer		İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları	22.730.133.469,41	22.902.570.955,85	0,76	22,27	18,29
	Fon Sepeti Fonları	376.755.883,42	1.527.795.191,72	305,51	0,37	1,22
	Hisse Senedi	1.431.577.159,16	2.245.374.534,80	56,85	1,40	1,79
	Karma & Değişken Fonlar	3.672.675.264,77	5.773.833.153,93	57,21	3,60	4,61
	Katılım Fonları	163.118.645,33	581.199.986,46	256,31	0,16	0,46
	Kıymetli Madenler	394.339.218,27	485.683.202,20	23,16	0,39	0,39
	Para Piyasası	12.592.865.125,07	13.827.973.437,68	9,81	12,34	11,05
	41.361.464.765,43	47.344.430.462,64	14,47	40,53	37,82	
Emeklilik Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	20.686.998.347,26	24.495.637.557,73	18,41	20,27	19,57
	Fon Sepeti Fonları	9.988.022,83	18.386.595,54	84,09	0,01	0,01
	Hisse Senedi Fonları	3.727.818.409,83	5.174.889.694,73	38,82	3,65	4,13
	Karma ve Esnek Fon	27.169.426.818,04	36.144.792.109,32	33,03	26,62	28,87
	Katılım Fonları	1.082.474.269,25	1.343.375.801,05	24,10	1,06	1,07
	Kıymetli Madenler Fonları	1.436.205.926,85	3.245.845.760,23	126,00	1,41	2,59
	Para Piyasası Fonları	6.577.062.394,34	7.426.324.908,84	12,91	6,44	5,93
	60.689.974.188,40	77.849.252.427,44	28,27	59,47	62,18	
Piyasa	102.051.438.953,83	125.193.682.890,08	22,68			

Yatırım Fonlarında Genel Değişim

	İlk Tarih 30/12/2016	Son Tarih 29/12/2017	Değişim (%)
Emeklilik Fonları (BES)	60.689.974.188,40	77.849.252.427,44	28,27
Yatırım Fonları	41.361.464.765,43	47.344.430.462,64	14,47

Yatırım Fonlarında Büyüklük

	Aralık 16		Aralık 17	
	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı
Borçlanma Araçları Fonları	22.730,13	88	22.902,57	90
Fon Sepeti Fonları	376,76	12	1.527,80	14
Hisse Senedi Fonları	1.431,58	69	2.245,37	70
Karma ve Değişken Fon	3.672,68	77	5.773,83	78
Katılım Fonları	163,12	30	581,20	36
Kıymetli Madenler Fonları	394,34	14	485,68	14
Para Piyasası Fonları	12.592,87	24	13.827,97	24
TOPLAM	41.361,46	314	47.344,43	326

Tür Bazında Büyüklük

		30.12.2016	29.12.2017	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim (%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı						
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	Diğer Borçlanma Araçları	8	8	163.643.776,97	156.812.312,09	-4,17	0,16	0,13
		Dış Borçlanma (Eurobond) Araçları	11	11	1.084.077.583,79	1.824.255.703,74	68,28	1,06	1,46
		Kamu Borçlanma Araçları Fonları	2	2	60.896.136,58	12.747.265,27	-79,07	0,06	0,01
		Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	24	25	17.592.516.509,71	17.614.562.212,44	0,13	17,24	14,07
		Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	14	14	600.665.548,18	594.514.641,75	-1,02	0,59	0,47
		Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	9	9	208.697.937,07	161.385.245,78	-22,67	0,20	0,13
		Yabancı Borçlanma Araçları Fonları	4	4	57.782.865,51	49.499.599,41	-14,34	0,06	0,04
		Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları	16	17	2.961.853.111,60	2.488.793.975,37	-15,97	2,90	1,99
		88	90	22.730.133.469,41	22.902.570.955,85	0,76	22,27	18,29	
	Fon Sepeti Fonları	Borçlanma Araçları Fon Sepeti	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Diğer Fon Sepeti Fonlar	5	7	257.553.369,61	1.309.122.981,66	408,29	0,25	1,05
		Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları	2	2	19.143.655,37	17.017.762,52	-11,10	0,02	0,01
		Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Yabancı Fon Sepeti	5	5	100.058.858,44	201.654.447,54	101,54	0,10	0,16
		12	14	376.755.883,42	1.527.795.191,72	305,51	0,37	1,22	
	Hisse Senedi Fonları	Endeks Hisse Senedi Fonları	19	20	369.910.326,90	495.674.712,76	34,00	0,36	0,40
		Hisse Senedi Fonları	42	42	928.544.764,97	1.261.607.786,37	35,87	0,91	1,01
		Yabancı Hisse Senedi Fonları	8	8	133.122.067,29	488.092.035,67	266,65	0,13	0,39
		69	70	1.431.577.159,16	2.245.374.534,80	56,85	1,40	1,79	
	Karma & Değişken Fonlar	Değişken Fonlar	71	72	3.216.645.505,26	5.219.958.519,89	62,28	3,15	4,17
		Karma Fonlar	6	6	456.029.759,51	553.874.634,04	21,46	0,45	0,44
		77	78	3.672.675.264,77	5.773.833.153,93	57,21	3,60	4,61	
	Katılım Fonları	Altın Katılım Fonları	3	3	19.992.697,87	38.641.312,98	93,28	0,02	0,03
		Diğer Katılım Fonları	7	7	46.290.106,51	29.129.830,18	-37,07	0,05	0,02
Hisse Katılım Fonları		6	7	7.504.596,91	11.541.212,73	53,79	0,01	0,01	
Kira Sertifikası Fonları		14	19	89.331.244,04	501.887.630,57	461,83	0,09	0,40	
	30	36	163.118.645,33	581.199.986,46	256,31	0,16	0,46		
Kıymetli Madenler Fonları	Altın Fonları	13	13	384.486.031,71	473.315.161,27	23,10	0,38	0,38	
	Kıymetli Madenler Fonları	1	1	9.853.186,56	12.368.040,93	25,52	0,01	0,01	
	14	14	394.339.218,27	485.683.202,20	23,16	0,39	0,39		
Emeklilik Fonları	Para Piy. Fonları	24	24	12.592.865.125,07	13.827.973.437,68	9,81	12,34	11,05	
	Borçlanma Araçları	58	58	20.686.998.347,26	24.495.637.557,73	18,41	20,27	19,57	
	Fon Sepeti Fonları	1	2	9.988.022,83	18.386.595,54	84,09	0,01	0,01	
	Hisse Senedi	28	28	3.727.818.409,83	5.174.889.694,73	38,82	3,65	4,13	
	Karma & Esnek Fonlar	112	122	27.169.426.818,04	36.144.792.109,32	33,03	26,62	28,87	
	Kıymetli Madenler	12	14	1.436.205.926,85	3.245.845.760,23	126,00	1,41	2,59	
	Para Piyasası	22	22	6.577.062.394,34	7.426.324.908,84	12,91	6,44	5,93	
	Katılım Fonları	15	16	1.082.474.269,25	1.343.375.801,05	24,10	1,06	1,07	
		562	588	102.051.438.954	125.193.682.890	22,68	100,00	100,00	

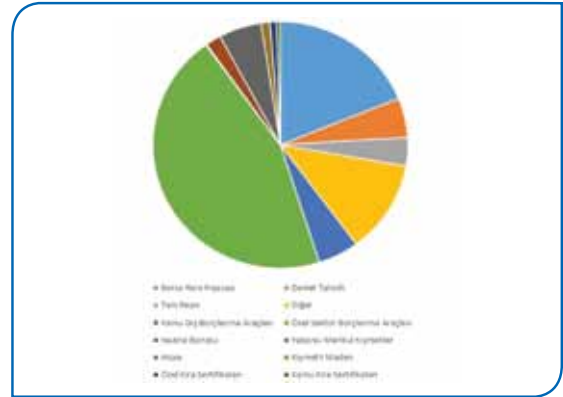
Yatırım Fonlarında 2017 Dördüncü Çeyrek

Yatırım Fonlarında Büyüme

		Eylül 17	Aralık 17	Değişim	Eylül 17	Aralık 17
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	%	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları	22.608.659.285,19	22.902.570.955,85	1,30	19,17	18,29
	Fon Sepeti Fonları	1.157.333.236,47	1.527.795.191,72	32,01	0,98	1,22
	Hisse Senedi	2.014.964.169,21	2.245.374.534,80	11,43	1,71	1,79
	Karma & Değişken Fonlar	5.007.689.980,98	5.773.833.153,93	15,30	4,25	4,61
	Katılım Fonları	381.496.805,63	581.199.986,46	52,35	0,32	0,46
	Kıymetli Madenler	462.130.800,03	485.683.202,20	5,10	0,39	0,39
	Para Piyasası	13.360.211.038,81	13.827.973.437,68	3,50	11,33	11,05
	44.992.485.316,32	47.344.430.462,64	5,23	38,14	37,82	

Yatırım Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	29.12.2017
Borsa Para Piyasası	18,84
Devlet Tahvili	5,16
Ters Repo	3,73
Diğer	12,13
Kamu Dış Borçlanma Araçları	5,18
Özel Sektör Borçlanma Araçları	44,98
Hazine Bonosu	0,13
Yabancı Menkul Kıymetler	1,98
Hisse	5,41
Kıymetli Maden	1,10
Özel Kira Sertifikaları	0,86
Kamu Kira Sertifikaları	0,45



Yatırım Fonlarında Büyüklük

	Mart 17		Haziran 17		Eylül 17		Aralık 17	
	Büyükklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyükklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyükklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyükklük (Milyon TL)	Fon Sayısı
Borçlanma Araçları Fonları	22.801,35	89	22.779,36	89	22.608,66	90	22.902,57	90
Fon Sepeti Fonları	830,95	13	1.029,88	13	1.157,33	13	1.527,80	14
Hisse Senedi Fonları	1.660,52	69	1.996,11	70	2.014,96	70	2.245,37	70
Karma ve Değişken Fon	4.117,61	77	4.787,61	78	5.007,69	78	5.773,83	78
Katılım Fonları	168,77	30	228,97	34	381,50	35	581,20	36
Kıymetli Madenler Fonları	475,31	14	478,05	14	462,13	14	485,68	14
Para Piyasası Fonları	12.493,36	24	12.538,53	24	13.360,21	24	13.827,97	24
TOPLAM	42.547,88	316	43.838,50	322	44.992,49	324	47.344,43	326

Yatırım Fonlarında Genel Değişim

	İlk Tarih 29/09/2017	Son Tarih 29/12/2017	Değişim (%)
Yatırım Fonları	44.992.485.316,32	47.344.430.462,64	5,23

Tür Bazında Büyüklük

		29.09. 2017	29.12. 2017	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim (%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı						
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	Diğer Borçlanma Araçları	8	8	207.970.640,99	156.812.312,09	-24,60	0,18	0,13
		Dış Borçlanma (Eurobond) Araçları	11	11	1.622.868.761,55	1.824.255.703,74	12,41	1,38	1,46
		Kamu Borçlanma Araçları Fonları	2	2	14.506.783,41	12.747.265,27	-12,13	0,01	0,01
		Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	25	25	17.390.682.387,87	17.614.562.212,44	1,29	14,74	14,07
		Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	14	14	605.322.356,86	594.514.641,75	-1,79	0,51	0,47
		Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	9	9	154.411.758,35	161.385.245,78	4,52	0,13	0,13
		Yabancı Borçlanma Araçları Fonları	4	4	51.583.906,73	49.499.599,41	-4,04	0,04	0,04
		Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları	17	17	2.561.312.689,43	2.488.793.975,37	-2,83	2,17	1,99
		90	90	22.608.659.285,19	22.902.570.955,85	1,30	19,17	18,29	
	Fon Sepeti Fonları	Borçlanma Araçları Fon Sepeti	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Diğer Fon Sepeti Fonlar	6	7	979.705.722,81	1.309.122.981,66	33,62	0,83	1,05
		Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları	2	2	16.998.775,41	17.017.762,52	0,11	0,01	0,01
		Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Yabancı Fon Sepeti	5	5	160.628.738,25	201.654.447,54	25,54	0,14	0,16
			13	14	1.157.333.236,47	1.527.795.191,72	32,01	0,98	1,22
	Hisse Senedi Fonları	Endeks Hisse Senedi Fonları	20	20	488.029.724,60	495.674.712,76	1,57	0,41	0,40
		Hisse Senedi Fonları	42	42	1.172.883.647,80	1.261.607.786,37	7,56	0,99	1,01
		Yabancı Hisse Senedi Fonları	8	8	354.050.796,81	488.092.035,67	37,86	0,30	0,39
			70	70	2.014.964.169,21	2.245.374.534,80	11,43	1,71	1,79
	Karma & Değişken Fonlar	Değişken Fonlar	72	72	4.475.666.596,34	5.219.958.519,89	16,63	3,79	4,17
		Karma Fonlar	6	6	532.023.384,64	553.874.634,04	4,11	0,45	0,44
			78	78	5.007.689.980,98	5.773.833.153,93	15,30	4,25	4,61
	Katılım Fonları	Altın Katılım Fonları	3	3	24.819.179,01	38.641.312,98	55,69	0,02	0,03
		Diğer Katılım Fonları	7	7	35.634.955,71	29.129.830,18	-18,25	0,03	0,02
		Hisse Katılım Fonları	7	7	11.059.537,43	11.541.212,73	4,36	0,01	0,01
		Kira Sertifikası Fonları	18	19	309.983.133,48	501.887.630,57	61,91	0,26	0,40
			35	36	381.496.805,63	581.199.986,46	52,35	0,32	0,46
	Kıymetli Madenler Fonları	Altın Fonları	13	13	450.610.802,91	473.315.161,27	5,04	0,38	0,38
Kıymetli Madenler Fonları		1	1	11.519.997,12	12.368.040,93	7,36	0,01	0,01	
		14	14	462.130.800,03	485.683.202,20	5,10	0,39	0,39	
Para Piy. Fonları		24	24	13.360.211.038,81	13.827.973.437,68	3,50	11,33	11,05	

Emeklilik Fonlarında 2017 Dördüncü Çeyrek

Emeklilik Fonlarında Büyüme

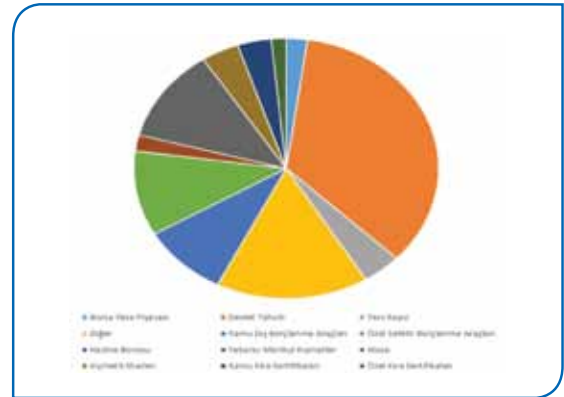
		Eylül 17	Aralık 17	Değişim	Eylül 17	Aralık 17
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	(%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Emeklilik Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	23.702.214.650,08	24.495.637.557,73	3,35	20,09	19,57
	Fon Sepeti Fonları	15.749.305,59	18.386.595,54	16,75	0,01	0,01
	Hisse Senedi Fonları	4.548.201.245,48	5.174.889.694,73	13,78	3,86	4,13
	Karma ve Esnek Fon	33.599.253.932,24	36.144.792.109,32	7,58	28,49	28,87
	Katılım Fonları	1.262.832.471,71	1.343.375.801,05	6,38	1,07	1,07
	Kıymetli Madenler Fonları	2.674.883.686,13	3.245.845.760,23	21,35	2,27	2,59
	Para Piyasası Fonları	7.157.647.783,71	7.426.324.908,84	3,75	6,07	5,93
		72.960.783.074,94	77.849.252.427,44	6,70	61,86	62,18

Emeklilik Fonları Tür Bazında Değişiklik

		29.09.2017	29.12.2017	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı					
Emeklilik Fonları	Borçlanma Araçları	58	58	23.702.214.650,08	24.495.637.557,73	3,35	20,09	19,57
	Fon Sepeti Fonları	2	2	15.749.305,59	18.386.595,54	16,75	0,01	0,01
	Hisse Senedi	28	28	4.548.201.245,48	5.174.889.694,73	13,78	3,86	4,13
	Karma & Esnek Fonlar	122	122	33.599.253.932,24	36.144.792.109,32	7,58	28,49	28,87
	Kıymetli Madenler	14	14	2.674.883.686,13	3.245.845.760,23	21,35	2,27	2,59
	Para Piyasası	22	22	7.157.647.783,71	7.426.324.908,84	3,75	6,07	5,93
	Katılım Fonları	16	16	1.262.832.471,71	1.343.375.801,05	6,38	1,07	1,07

Emeklilik Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	29.12.2017
Borsa Para Piyasası	2,25
Devlet Tahvili	34,92
Ters Repo	4,13
Diğer	16,23
Kamu Dış Borçlanma Araçları	9,16
Özel Sektör Borçlanma Araçları	10,56
Hazine Bonosu	0,04
Yabancı Menkul Kıymetler	1,97
Hisse	11,71
Kıymetli Maden	4,00
Kamu Kira Sertifikaları	3,59
Özel Kira Sertifikaları	1,57



Emeklilik Fonlarında Genel Değişim

	İlk Tarih 29/09/2017	Son Tarih 29/12/2017	Değişim (%)
Emeklilik Fonları (BES)	72.960.783.074,94	77.849.252.427,44	6,70