

## Değerli Okurlar,

**H**aziran ayı başında düzenlediğimiz ve sektörün tüm taraflarını bir araya getiren Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı, önümüzdeki dönem çalışmalarımız için yol haritamızı çizmemizde yararlı oldu. Yaz aylarında ayrıca, düzenleyici otoritelerimizin yeni yasa ve yönetmelik taslak çalışmalarına sektörümüzün görüşlerini ileterek katkıda bulduk.

Başta yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı olmak üzere yeni düzenlemeler, sektörümüzün büyümesi ve uluslararası rekabette güçlenmesi adına bizi ileriyeye taşımaktadır. Piyasalarda ürün çeşitliliğinin artması ve derinleşmesiyle de daha hızlı ve istikrarlı bir büyüme yaratılabilecektir. Bu bağlamda, bu yıl piyasamıza sunulan yeni ürünlerle sağlanan zenginleşme memnuniyet vericidir.

Dergimizin yılın son sayısı içeriğinde de, piyasamızdaki yeni ürünlere ağırlık verdik. Tek hisseye dayalı vadeli işlemler, özellikle son dönemde ülkemizde de hızlı gelişen İslami finans alanındaki ürünlerin getirdiği hareketlilik ve Özel Sektör Borçlanma Araçları'nda yaşanan büyüme hem düzenleyici kurumlar hem de yatırımcı gözüyle değerlendirildi.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı Sayın Dr. İbrahim Turhan, uzun zamandır beklenen tek hisseye dayalı vadeli işlemler konusunda İMKB'nin hazırlık ve çalışmalarını Kurumsal Yatırımcı'ya anlattı.

Dönemsel Fon Yöneticileri Anketi, yılın son çeyreğinde yatırım aracı olarak hisse senedi ve altının öne çıkacağını gösterdi. ABD ve Avrupa Merkez Bankalarının piyasaları rahatlatmak için atacağı adımlar yatırım kararlarında yine belirleyici unsur olacak. Akademisyen Sn. Prof. Dr. Kamil Yılmaz ve ayrıca Ekonomist Sn. Hakan Aklar önümüzdeki dönemde küresel ekonomide yaşanabilecek gelişmeler üzerine görüşlerini dergimiz için kaleme aldı.

Bağımsız portföy yönetim şirketlerinin başta yeni Sermaye Piyasası Kanunu olmak üzere beklentilerini içeren bir makaleyi okuyacak, Portföy Yönetimi sayfamızda ise Notus Portföy Yönetimi A.Ş.'ni tanıma fırsatı bulacaksınız.

Ekim sayımızda yabancı konuştumuz İrlanda Fon Sektörü Demeği. Ayrıca yaşanan siyasi gelişmelerin ardından hızlı toparlanan Mısır piyasasını anlatan bir raporun derlemesi de dergi içeriğimizde yer alıyor. Sektör Analizi köşemizde Özel Sektör Borçlanma Araçları piyasasında son durumu inceleyen bir çalışmayı, Eğitim sayfamızda SPL'nin İslami finansal eğitime ilişkin çalışmalarını anlatan yazısı yanı sıra paranın tarihini anlatan keyifli bir makale okuyacaksınız.

Yine dergimizin zengin içeriğinde, Küresel Fon Dünyası'ndan güncel haberler, EFAMA istatistikleri, yatırımcı kitaplığı, yatırım fonlarının dönemsel analizi, sektör verileri de sizleri bekliyor.

Keyifli okumalar diliyorum.

Saygılarımla,

**Gür Çağdaş**  
**TKYD Başkanı**



**Gür ÇAĞDAŞ**  
TKYD Başkanı

---

*Piyasalarda ürün çeşitliliğinin artması ve derinleşmesiyle de daha hızlı ve istikrarlı bir büyüme yaratılabilecektir. Bu bağlamda, bu yıl piyasamıza sunulan yeni ürünlerle sağlanan zenginleşme memnuniyet vericidir.*

---

# kurumsal yatırımcı

**Türkiye Kurumsal Yatırımcı  
Yöneticileri Derneği**  
adına İmtiyaz Sahibi  
Gür Çağdaş

**Sorumlu Yazı İşleri Müdürü**  
Murat Ögel

**Editör**  
Güzin Övünç

**Yayın Kurulu**  
Halim Çun  
Dr. Alp Keler  
Ceren Angılı  
Dr. Engin Kurun  
Cenk Aksoy  
Mehmet Ali Ersarı  
Doc. Dr. Mehmet Horasanlı  
Serkan Karabacak

**Danışma Kurulu**  
Cem Yalçınkaya  
Didem Gordon  
Dr.Gürman Tevfik  
Fatih Arabacıoğlu  
Gülsevin Yılmaz  
Hasan Güzelöz  
Hüseyin Ergin  
Namık Aksel  
Ömer Yenidoğan  
Özgür Güneri

**Reklam Müdürü**  
Selin Sözer

**Yayın Türü**  
Yaygın, süreli

**Kurumsal Yatırımcı TKYD'nin üç ayda bir  
yayınlanan sektörel yayın organıdır.**

**Yönetim Adresi**  
**Türkiye Kurumsal Yatırımcı  
Yöneticileri Derneği - TKYD**  
İş Kuleleri Kule:2 Kat:8  
4.Levent 34330 İSTANBUL  
Tel:0212-279 03 99  
Faks: 0212-279 07 44  
info@tkyd.org.tr  
www.tkyd.org.tr

**Grafik Tasarım  
ve Baskıya hazırlık**  
İtalik Ajans  
Tel: 0212-321 21 71

**Çeviri**  
Contentus Yazı İşleri  
Tel: 0216 – 330 44 68  
www.bonuscontentus.com

**Baskı**  
VERİTAS BASKI MERKEZİ  
Tel: 0212 294 50 20

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 istatistik 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.

## içindekiler

**4 SEKTÖRDEN HABERLER**

**6 TKYD ANKET  
FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ  
4. ÇEYREK / 2012**

**8 TKYD'DEN  
TKYD Sonbahar Etkinlikleri Mevzuat  
Çalışmaları ve Toplantılar**

**10 İMKB  
TÜRK SERMAYE PİYASALARININ GELİŞİMİNDE ÖNEMLİ  
BİR ADIM: İMKB VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI  
Dr. M. İbrahim Turhan / Borsa Başkanı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**

**12 AKADEMİK  
Almanya Çin'in 2009'daki Ekonomi Politikalarını  
Örnek Almalı  
Prof. Dr. Kamil Yılmaz / Koç Üniversitesi**

**16 FON YÖNETİMİ  
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK DİNAMİK ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU  
Murat Caner Özhan / Portföy Yöneticisi, İş Portföy Yönetimi A.Ş.**

Akbank T.A.Ş. Özel Bankacılık B Tipi Dengeli  
Yabancı Menkul Kıymetler Fonu  
**Özgür Demiral, CFA / Alternatif Ürünler Yöneticisi, Ak Portföy Yönetimi A.Ş.**

**19 STRATEJİST  
Para Politikaları Deneyleri  
Hakan Aklar / Ekonomist, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**22 YENİ ÜRÜN  
S&P İİT İSEDAK 50 İSLAMİ ENDEKSİ**



**24 TAKASBANK**  
Takasbank Teminat Yönetimi ve Üçüncü Taraf Hizmetleri

**28 MEVZUAT**

Bağımsız PYŞ'lerin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'ndan Beklentileri: Esneklik ve Yaratıcılığın Teşviki

Melih Önder / Yönetim Kurulu Başkanı, Logos Portföy Yönetimi A.Ş.

**30 PORTFÖY YÖNETİMİ**

NOTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

Doç. Dr. Evren Bolgün / Genel Müdür Yardımcısı  
Notus Portföy Yönetimi A.Ş.

**32 ÖZEL SEKTÖR TAHVİLLERİ**

Şirketler İçin Kredi Artık Tek Çözüm Değil

Bulut Özer / Hazine Yetkilisi  
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**34 YABANCI KONUK**

İrlanda fon sektörü varlıkları iki trilyon euro ile rekor düzeyde

Angela Madden / İrlanda Fon Sektörü Derneği (IFIA) Sözcüsü

İrlanda Hükümeti'nden Fon Sektörüne Destek

**38 FON DÜNYASI**

Derleyen: Halim Çun

Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Borsalardaki düşüşler Norveç Hükümet Fonuna ikinci çeyrekte zarar ettirdi

İrlanda, Avrupa'nın lider İslami Fon Merkezi olarak konumunu güçlendiriyor

Morningstar Araştırması: Finansal Danışmanlık performansı %29 iyileştiriyor

Yatırımcıların daha yüksek getiri arayışı Fon Yöneticilerini zorluyor

Ed Owens emekliye ayrıldı

**42 EĞİTİM**

Türkiye ve Dünyada İslami Finans Eğitimleri

Serkan Karabacak / Genel Müdür Yardımcısı

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL)

**44 RAPOR**

Mısır piyasası hızlı toparlanıyor

**46 PARAHİSTORYA**

Bankacılık Mezopotamya tapınaklarında doğdu  
Roma kaldırımlarında gelişip dünyaya yayıldı

Osman Şenkul / Gazeteci - Yazar

**50 YATIRIMCI KİTAPLIĞI****52 EFAMA**

UCITS Pazarında Trendler

**54 DÜNYA YATIRIM FONLARI****55 KYD ENDEKSLERİ****56 SEKTÖR VERİLERİ  
YATIRIM FONLARI ANALİZ****58 SEKTÖR VERİLERİ**



## SEKTÖRDEN HABERLER

### YENİ KURULAN YATIRIM FONLARI VE BORSA YATIRIM FONLARI

- T.C. Ziraat Bankası A.Ş.'nin her biri 3.000.000.000 TL başlangıç tutarlı "T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu" ve "T.C. Ziraat Bankası A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu"
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 150.000.000 TL başlangıç tutarlı "Notus Portföy A.Ş. Yatırım B Tipi Değişken Yatırım Fonu"
- Şekerbank T.A.Ş.'nin 200.000.000 TL başlangıç tutarlı "Şekerbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"
- Aktif Yatırım Bankası A.Ş.'nin 25.000.000 TL başlangıç tutarlı "Aktif Yatırım Bankası A.Ş. B Tipi Tahvil ve Bono Fonu"
- Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. S&P/IFCI Turkey Large Mid Cap Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)"

- Global Menkul Değerler A.Ş.'nin, her biri 500.000.000 TL başlangıç tutarlı "Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu" ve "Global Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu"

### YENİ FAALİYET İZİNLERİ, ORTAKLIK, SERMAYE ARTIŞLARI

- Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Mustafa Yılmaz) sermayesinin 5.000.000 TL'den 1.000.000 TL'ye azaltılması ve eşanlı olarak 10.000.000 TL'ye artırılması süreçlerinde, Güler Yatırım Holding A.Ş. (Şirket) ve iştiraki Güler İlaç Bilişim İnşaat A.Ş.'nin Mustafa Yılmaz'ın sermayesinde toplam %75,87 hisse oranına ulaşması nedeniyle Şirket tarafından Mustafa Yılmaz'ın diğer ortaklarına çağrıda bulunma yükümlülüğü doğmasını müteakiben, Şirket'in SPK'nın Seri:IV, No:44 "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar

Tebliğinin 11'inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi çerçevesinde çağrıda bulunma zorunluluğundan muafiyet verilmesine ilişkin talebi olumlu karşılandı.

- Tacirler Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi onaylandı.
- Sardes Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 1.000.000 TL'den 1.300.000 TL'ye artırılması talebiyle yapmış olduğu başvuru olumlu karşılandı.
- EFG İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Ödenmiş sermayesi 1.000.000 TL olan "Perform Portföy Yönetimi A.Ş." unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşme uygun görüldü.
- Sermayesi 1.000.000 TL olan Timurkan Gönen Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşme uygun görüldü.
- Nar Yatırım A.Ş.'nin 50.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 30.000.000 TL çıkarılmış sermayeli "Nar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanlı bir gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümüne ilişkin esas sözleşme değişiklikleri uygun bulundu.
- Asya Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin menkul kıymetler yatırım ortaklığı statüsünden çıkılması kapsamında esas sözleşmesinde çeşitli değişiklikler yapılarak faaliyet konusunun ve faaliyet konusu değişikliğine paralel olarak ticaret unvanının "Artı Yatırım Holding A.Ş." olarak değiştirilmesi talebi uygun görüldü.
- Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin, yaptığı pay alımı ile Makina Takım Endüstrisi A.Ş.'nin (şirket) sermayesinde %30,59 oranında paya sahip olması sonrasında şirket'in diğer ortaklarının paylarını satın almak üzere Seri:IV, No:44 sayılı Tebliğ hükümleri çerçevesinde Kurulumuza yaptığı isteğe bağlı çağrı başvurusu, 1 TL nominal değerli hisse başına çağrı fiyatının şirket'in kendi talebi çerçevesinde asgari olarak 1,15 TL olarak belirlenmesi suretiyle olumlu karşılandı.
- "Alesta Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanlı ve 1.000.000 TL başlangıç sermayeli bir girişim sermayesi yatırım ortaklığının kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Standard Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.'nin unvanının "Ünlü Portföy Yönetimi Anonim Şirketi" olarak değiştirilmesi ile sermayesinin 1.500.000 TL'den 3.000.000 TL'ye çıkarılması talepleri olumlu karşılandı.

## KURUMLARDAN HABERLER

**Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kuruluşunun 30. yıl dönümünde, kurumu tanıtan ve Türk Sermaye Piyasalarının gelişimini ele alan bir kitap yayınladı.** Kitapta, ilk olarak Kurulun yönetim ve kurumsal yapısından bahsedilirken, daha sonra Osmanlı dönemi dahil olmak üzere kuruluşundan itibaren piyasaların gelişimi

özetlenerek, bu hususta ayrıca akademisyenlerin görüşlerinin yer aldığı bir bölüme yer veriliyor. Kitabın son kısmında ise, piyasaların gelişim sürecinde meydana gelen önemli olaylar, Kurul merkezli olmak üzere, resimli bir kronoloji bölümüyle anlatılıyor.

SPK Başkanı A.Vedat Akgiray kitabın sunuş bölümünde yer alan mesajında, kısa vadede halka arzları ve yatırımcı sayısını büyütmeyi, uzun planda ise yabancı sermayenin ülkemize olan ilgisinin artırılması ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasını hedeflediklerini ifade ederken, bu hedefe ulaşmak için ise kurumsal yönetim anlayışının yaygınlaşması ve kabul görmesine öncelik veren çalışmalar yürüttüklerini ve uluslararası tanıtım ve uluslararası kuruluşlarla daha yakın işbirliğine önem verdiklerini belirtiyor.

Kitapçığa,

[http://www.spk.gov.tr/filesys/SPK\\_30.yil\\_kitap.pdf?submenuheader=null](http://www.spk.gov.tr/filesys/SPK_30.yil_kitap.pdf?submenuheader=null) adresinden pdf formatında ulaşılabilir.

### **Erste Securities İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görecektir ilk Turbo Sertifikaları yatırımcılara sundu.**

Petrolü dayanak varlık olarak alan bu ilk Turbo Sertifikalar, yatırımcılara petrolün düşüş ve yükselişle oluşan fırsatlardan faydalanma imkânı sunuyor. Bir sonraki aşamada ihraç edilecek olan Turbo Sertifikalar ise İMKB'de en yüksek likiditeye sahip altı hisse, Altın ve DAX2 gibi dayanak varlıklar üzerine çıkarılacak.

Turbo sertifika yatırımcıların yukarı veya aşağı yönlü fiyat hareketlerine bağlı olarak oluşturduğu kısa vadeli stratejiler ile işlem yapmasını sağlayan bir menkul kıymet. Dayanak varlık fiyatını takip eden sertifikaların dayanak varlık fiyatına bağlı olarak oluşuyor.

**Resmi Gazete'de 7 Eylül'de yayınlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik ile artık kaldıraçlı işlemler Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda (VOB) yapılabilecek.** VOB bu konuda altyapı çalışmalarını sürdürüyor.

**İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) Viyana Borsası ile yaptığı işbirliği çerçevesinde, "IBTX" (İMKB'de İşlem Gören Şirketler) ve "IBTX Bankacılık" endeksleri yayınlanmaya başlıyor.** IBTX, İMKB'de işlem gören şirketler arasından işlem hacmi en yüksek yirmi şirketin hisselerinden, IBTX Bankacılık Endeksi ise İMKB'de işlem gören likiditesi en yüksek banka hisselerinden oluşuyor. Her iki endeks üzerine, standart vadeli işlem sözleşmeleri ve varant, endeks sertifikası ve Borsa Yatırım Fonları (BYF) gibi yapılandırılmış ürünler yazılabilecek.

Avusturya'da faaliyet gösteren iki ihraççı şirket, IBTX üzerine yazılacak sertifikalar ihraç etmeyi planladıklarını açıkladı.



## FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4. ÇEYREK / 2012

# YILIN SON ÇEYREĞİ İÇİN ALTIN PARILDIYOR

Fon yöneticileri dördüncü çeyrekte altının, hisse senedinin önüne geçerek en fazla tercih edilecek yatırım aracı olacağını öngördü. Altının yanı sıra petrolde de son çeyrekte yükseliş bekleniyor.

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, yılın son çeyreğinde yatırım kararlarında yine ABD ve Avrupa Merkez Bankalarının atacağı adımlar en büyük etken olacak. Ancak küresel ekonomik durgunluk belirtileri ve TCMB para politikası kararları da yakından izlenecek.

Son çeyrekte takip edilecek ekonomik verilerin başında ise enflasyon yer alıyor.

Kolektif yatırım araçları piyasasının yaklaşık yüzde 90’ını temsil eden Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla gerçekleştirilen “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne 26 fon yöneticisi katıldı.

### FED ve ECB’nin alacağı kararlar belirleyici

Piyasalarda belirleyici olacak etken	%	Kişi
Petrol fiyatlarındaki dalgalanma	-	-
Küresel ekonomilerde durgunluk belirtileri	23	6
Avrupa’daki sorunlu ekonomilerin durumu	15	4
<b>FED ve ECB politikaları</b>	<b>35</b>	<b>9</b>
TCMB para politikası kararları	19	5
Ortadoğu’daki gelişmeler	4	1
Diğer	4	1

Anket katılımcılarının yüzde 35’i yatırım kararlarında ABD Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) atacağı adımların en önemli etken olacağını belirtti. Önceki iki çeyrekte olduğu gibi yılın son üç aylık döneminde de, merkez bankalarının alacağı kararlar piyasalarda yönlendirici olmayı sürdürecektir. Küresel ekonomik durgunluk belirtileri ve TCMB’nin kararları da yine fon yöneticilerinin yatırım stratejilerinde öncelikle belirleyici olacak diğer etkenler olarak sıralanıyor.

### Dördüncü çeyreğin yatırım aracı altın ve hisse senedi

Yatırım aracı hangisi olur?	%	Kişi
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	-	-
Hisse senedi	27	7
<b>Altın</b>	<b>35</b>	<b>9</b>
Uzun vadeli tahvil	8	2
Euro/dolar	15	4
Emtia	11	3
Diğer	4	1

Ankete katılan fon yöneticilerinin yine yüzde 35’lik bölümü yılın son çeyreğinde altının en öne çıkan yatırım aracı olacağını belirtti. Altını, katılımcıların yüzde 27’sinin tercih ettiği hisse senedi takip etti. Önceki çeyrekte yatırım aracı sıralamasında büyük çoğunlukla hisse senedi tercih edilmişti.

## ABD ve gelişmekte olan piyasalar yine ön planda

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%	Kişi
ABD	46	12
Avrupa	-	-
Asya	-	-
Gelişmekte olan piyasalar	42	11
BRIC ülkeleri	8	2
Latin Amerika	4	1
Diğer	-	-

İki çeyrekte yılın en iyi performansının ABD piyasasında olacağı beklentisi ortaya çıkmıştı. Ancak üçüncü çeyrek için gelişmekte olan piyasalar ağır basmıştı. Yılın son çeyreğinde ise fon yöneticileri her iki piyasadandan da yüksek performans bekliyor. Anket cevaplarında katılımcıların yüzde 46'sı ABD, yüzde 42'si ise gelişmekte olan piyasaları belirtti.

## En önemli ekonomik göstere enflasyon

En çok hangi ekonomik göstere takip edilecek?	%	Kişi
Enflasyon	42	11
Büyüme	15	4
Cari açık	8	2
Döviz kuru	8	2
Bütçe açığı	23	6
Petrol fiyatları	4	1
Diğer	-	-

Yılbaşından bu yana üç aylık anketler, cari açık ve enflasyonu birlikte en belirleyici ekonomik göstere olarak ortaya koyuyordu ancak son çeyrekte enflasyon açık ara öne çıktı. Anket katılımcılarının yüzde 42'si yılın son üç aylık döneminde enflasyonun en fazla dikkat edilecek ekonomik veri olacağını belirtti.

## YATIRIM ARAÇLARI DÖRDÜNCÜ ÇEYREK BEKLENTİLERİ

### Gösterge bono faizi

Gösterge faiz	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
Ortalama tahmin	7,5	6,99	8,06

### İMKB-100 endeksi

İMKB-100	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	67,212	62,340	71,660

### Euro/TL kuru

EUR/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	2,33	2,25	2,42

### TCMB politika faiz oranı

TCMB politika faizi	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
Ortalama tahmin	5,78	5,69	5,80

### ABD Doları/TL kuru

USD/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	1,81	1,77	1,85

### Döviz Sepeti

Döviz Sepeti	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	2,07	2,01	2,135

## Dördüncü Çeyrekte Bazı Yatırım Araçlarının Yönü

### Brent Petrol

	%	Kişi
Yükselir	54	14
Düşer	19	5
Değişmez	27	7

### Altın

	%	Kişi
Yükselir	81	21
Düşer	4	1
Değişmez	15	4

## Anketimize katılan ve aşağıda isimleri alfabetik sırada yer alan TKYD üyelerine teşekkür ederiz.

Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.	İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.	Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.	TEB Portföy Yönetimi A.Ş.
Camiş Menkul Değerler A.Ş.	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.	Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş.
Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.
Halk Portföy Yönetimi A.Ş.	

## Dördüncü çeyrekte en çok Tahvil Bono fonları tavsiye edilecek

Önceki iki çeyrekte en fazla hisse senedi yoğun fonları tavsiye eden fon yöneticileri, yılın son çeyreği için ise tahvil bono fonlarına tavsiye listesinde en fazla yer verdiler.

Ankete katılan fon yöneticilerinden 16'sı, TKYD fon sınıflandırmasına göre, Tahvil Bono Fonları (Tahvil Bono, Uzun Vadeli Tahvil Bono ve Özel Sektör Tahvil fonları) türünde yer alan fonları üç tercihli listelerine koydular. Bu türü 12 katılımcının listesinde yer alan Emtia (10'u altın fonu) ve 11 katılımcının listesinde yer verdiği Hisse Senedi Yoğun fonlar kategorisi izledi. Katılımcıların 6'sı Karma fonlar ve yine 6'sı Para Piyasası türündeki fonları listesine koydu.

Tavsiye listesinin ilk sırasında en fazla yer alan fon türü ise hisse senedi yoğun fon oldu. Hisse yoğun fon, toplam yedi fon yöneticisinin ilk tercihi oldu. Bu türü dört fon yöneticisinin ilk sırada tavsiye ettiği Tahvil Bono Fonları izledi. Yine dört fon yöneticisi emtia (3'ü altın), 3'er fon yöneticisi de Esnek ve Karma fonlara listelerinin ilk sırasında yer verdi.

## Bankacılık dördüncü çeyrekte yine gözde sektörlerin başında geliyor

Fon yöneticilerinin geçen yıl boyunca gözdesi olan bankacılık sektörü, bu yıl da üçüncü çeyrekte tercih edilen sektörlerin başında yer aldı. Nitekim dördüncü çeyrek anketinin 'borsada hangi sektörlerin ön plana çıkmasını bekliyorsunuz?' sorusuna cevap veren fon yöneticilerinin yaklaşık %70'i (16 kişi) üç tercihli listesine bankacılık'ı koydu. Bunların 10 tanesi bankacılık sektörüne ilk sırada yer verdi. Bu sektörü 12 kişinin listesinde yer alan Perakende sektörü izledi. Perakende, yılın ilk iki çeyreğinde de fon yöneticilerinin önde gelen tercihlerinden olmuştu. Bu iki sektörün ardından listelerde en fazla yer alan diğer sektörler sırasıyla gayrimenkul, enerji, madencilik ve otomotiv oldu.

# TKYD Sonbahar Etkinlikleri Mevzuat Çalışmaları ve Toplantılar

**H**aziran başında gerçekleşen **TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı'nın** ardından ortaya çıkan sonuçlar, yazın ardından sonbahar ayları gündeminde de belirleyici oluyor. Sektörün tüm taraflarını bir araya getiren toplantıda, yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı, yeni BES Kanunu, kurumsal yatırımcılar ile portföy yönetimi sektörünün işbirliği olanakları ve yatırım fonu dağıtım kanalları konuları tüm yönleriyle tartışılmıştı.

Yaz aylarını da kapsayan çalışma döneminde yeni yasal düzenleme taslaklarına ilişkin olarak sektörümüzün görüşleri yetkili makamlara iletilmişti. Haziran ayında Bireysel Kıdem Tazminatı Fonu, Eylül ayında da Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelik Taslağı'na ilişkin sektör görüşü hazırlanarak ilgili yerlere gönderildi.

Eylül ayında yapılan Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) Yönetim Kurulu ve EFAMA Investment Management

Forum 2012 toplantılarına TKYD Başkanı Gür Çağdaş ve Genel Koordinatör Murat Ögel katıldılar.

TOBB Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi'nin, TOBB Yönetim Kurulu Üyesi Mustafa Boydak'ın da katıldığı, 2012 yılı ilk toplantısında Meclis Başkanlık Divanı seçimi gerçekleştirildi. Ağustos ayında yapılan toplantıda TKYD'yi Genel Sekreter Engin Kurun temsil etti.

Meclis üyeleri, TOBB Türkiye Sermaye Piyasası Meclis Başkanlığına İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı M. İbrahim Turhan'ı, Başkan Yardımcılıklarına ise Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı Erhan Topaç ile Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü Murat Çetinkaya'yı oy birliğiyle seçti. Toplantıya kamu, özel sektör ve sivil toplum kuruluşlarının üst düzey temsilcileri büyük ilgi gösterdi.

Yapılan seçimin ardından Başkan Turhan, sektörün genel bir değerlendirilmesini yaparak, sermaye piyasalarında son 30 yılda altyapı, teknoloji ve tecrübe alanında önemli bir birli-

kim oluşturulduğunu belirtti. Sektörün olumlu yönleri kadar, eksik yönlerinin de olduğunu dile getiren Turhan, gelecek dönem için planlama yapılmasının büyük önem arz ettiğini vurguladı. Meclis Başkanı Turhan, hali hazırda TBMM Alt Komisyonunda olan Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı ile birlikte sektördeki kurum ve kuruluşlarda yapısal değişikliklere gidileceği bilgisini paylaştı.

## TKYD Komiteleri Yeniden Belirlendi

TKYD Yönetim Kurulu toplantısında komitelerin görev tanımları ve üyeleri yeniden belirlendi.

Buna göre oluşturulan komiteler şöyle:

- Bilgi Yönetimi ve Endeks Komitesi
- İletişim ve Uluslararası İlişkiler Komitesi
- Mevzuat ve Vergi Komitesi
- Kamu - Üye İlişkileri ve Eğitim Komitesi
- Sınıflandırma ve Derecelendirme Komitesi



# fondakimuzik.com

Fondaki müzik yatırımlarını  
fonda değerlendirenler için çalışıyor.

Ayrıntılı bilgi için:  
[www.fondakimuzik.com](http://www.fondakimuzik.com)



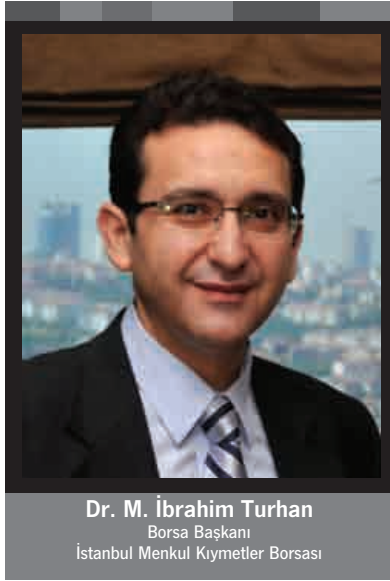
**TKYD**

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği  
KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ

# TÜRK SERMAYE PİYASALARININ GELİŞİMİNDE ÖNEMLİ BİR ADIM: İMKB VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI

*Pay senedine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin Borsamızda işlem görmeye başlaması ile birlikte halihazırda ağırlıklı olarak Londra'da, tezgah üstü piyasalarda yapılmakta olan işlemler hatırı sayılır ölçüde ülkemize kayacak, likiditenin piyasalarımızda oluşması suretiyle rekabet gücümüz artacak, gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcı tabanımız genişleyecektir.*

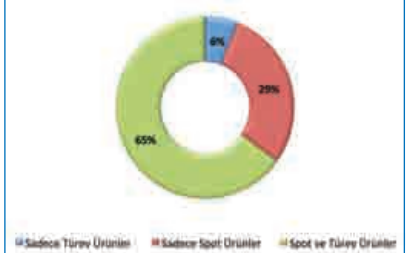
**B**orsamızın yeniden yapılanma sürecinde en önemli ve öncelikli hedeflerimizden biri de yeni piyasaların işleme açılması ve yeni ürünlerin işlem görmeye başlamasıdır. Bu noktada, 2012 yılı sonuna kadar açmayı hedeflediğimiz Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası da önemli bir mihenk taşı olacaktır. Borsamız tarafından uzun yıllardır sürdürülen çalışmaların bir meyvesi olarak nitelendirilebilecek bu heyecan verici gelişme, aynı zamanda sermaye piyasalarımız açısından da önemli bir eksiği giderecektir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda ilk aşamada Pay Piyasasında işlem gören pay senetleri üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görecektir. Önümüzdeki dönemde ise bu finansal araçlara yenilerini eklemeyi ve ürün gamımızı arttırmayı hedeflemekteyiz. Hem vadeli işlem sözleşmelerinin hem de spot piyasa araçlarının aynı borsa çatısı altında işlem görmesi, yatırımcılara hem risk yönetimini daha etkin bir şekilde yapma hem de farklı yatırım stratejileri yoluyla piyasalardaki gelişmelere daha etkin bir şekilde cevap verebilme imkanı sunacaktır.



Borsamızın uzun vadeli hedeflerine erişmesi noktasındaki önemine ilave olarak, borsamızda açılacak olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İstanbul'un uluslararası bir finans merkezi olması hedefi ile de önemli ölçüde örtüşmektedir. Nitekim, pay senedine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin Borsamızda işlem görmeye başlaması ile birlikte halihazırda ağırlıklı olarak Londra'da, tezgah üstü piyasalarda yapılmakta olan işlemler hatırı sayılır ölçüde ülkemize kayacak, likiditenin piyasalarımızda oluşması suretiyle rekabet gücümüz artacak, gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcı tabanımız genişleyecektir.

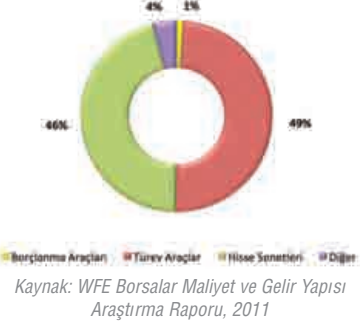
*Son 10 yıldaki ana eğilimin spot piyasa enstrümanları ile vadeli işlem sözleşmelerinin aynı çatı altında işlem görmesi yönünde olduğu gözlenmektedir.*

**Grafik 1: Dünya Borsalar Birliği'ne Üye Borsaların Sundukları Ürün Türlerine Göre Dağılımı**



Kaynak: WFE Borsalar Maliyet ve Gelir Yapısı Araştırma Raporu, 2011

**Grafik 2: Dünya Borsalar Birliği'ne Üye Borsaların Ürünler İtibariyle Gelir Yapıları**



Dünya borsalarındaki gelişmeler incelendiğinde, son 10 yıldaki ana eğilimin spot piyasa enstrümanları ile vadeli işlem sözleşmelerinin aynı çatı altında işlem görmesi yönünde olduğu gözlenmektedir. Dünya Borsalar Federasyonu verilerine göre, borsalardaki likidite vadeli piyasalara doğru yönelmekte, borsaların elde ettikleri gelirlerin % 49'u türev piyasa işlemlerinden gelmektedir. Bu durum Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nın borsamız ve ülkemiz sermaye piyasaları açısından önemini daha da artırmaktadır. Bu uygulama bölgesindeki lider konumunu pekiştirmek, küresel borsalar içerisindeki yerini yükselterek marka değerini artırmak iddiasında olan borsamıza büyük katma değer sağlayacaktır. Ayrıca türev araçların getireceği ürün çeşitliliği Borsamızın önümüzdeki dönemde bölgesinde bir finansal ürünler süpermarketi olma stratejisinin de önemli sacayaklarından birini oluşturmaktadır. Risk yönetiminde türev araçları kullanma kabiliyetini kazanacak olan yatırımcılarımız, çift yönlü olarak hem spot hem de vadeli piyasaları etkileşim içinde kullanmak suretiyle likidite oluşumuna önemli bir katkı sağlayacaklardır. Bunun yanı sıra, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmeye başlaması ile birlikte, bu sözleşmeleri baz alan daha birçok yapılandırılmış ürünle-

*Pay senedi üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin borsamızda işlem görmeye başlamasının spot piyasa üzerine olası etkileri konusunda öngörümüz, spot piyasanın likiditesini ve derinliğini arttıracığı doğrudur. Özellikle pay senedi opsiyon sözleşmelerinin arzu edilen işlem hacmine ulaşması için menkul kıymet ödünç piyasasının da gelişmesi ve etkin çalışması gerekmektedir.*

rin de aracı kuruluşlarımız tarafından yatırımcılara sunulması beklenmektedir.

Hiç şüphesiz, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nın doğası gereği kaldıraçlı bir yapıya sahip olması, borsaların gözetim ve denetim fonksiyonunu daha dikkatli yerine getirmesini, şeffaf bir platformda işlemlerin gerçekleştirilmesini daha kritik hale getirmektedir. Bu noktada, Borsamızın spot piyasalarda edindiği deneyim ve hem spot hem de vadeli piyasayı gerçek zamanlı takip edebilen gözetim sistemimiz önemli bir rol oynayacaktır. Ayrıca, bugüne kadar tezgah üstü piyasalarda işlem gören pay senedi vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin

borsamızda alım satımının başlamasıyla, işlemlerin açık, şeffaf, güvenilir ve düzenli bir platformda gerçekleşmesi de sağlanabilecektir.

Pay senedi üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin borsamızda işlem görmeye başlamasının spot piyasa üzerine olası etkileri konusunda öngörümüz, spot piyasanın likiditesini ve derinliğini arttıracığı doğrudur. Dünya borsalarına ilişkin örnekler incelendiğinde, farklı sonuçlar gözlemlenmekle birlikte, genel eğilimin vadeli piyasanın spot piyasayı pozitif yönde etkilediği yönünde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, özellikle pay senedi opsiyon sözleşmelerinin arzu edilen işlem hacmine ulaşması için menkul kıymet ödünç piyasasının da gelişmesi ve etkin çalışması gerekmektedir. Bu hususta, borsamızda çalışmalarını son aşamasına gelen pay senedi repo pazarının devreye girmesinin Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda gerçekleştirilecek opsiyon sözleşmelerine likidite kazandırmak açısından olumlu etkisinin olacağı beklenmektedir.

Önümüzdeki döneme ilişkin beklentimiz, yatırımcıların vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini spot piyasa da taşıdıkları pozisyonlarını yönetmek amacıyla yoğun olarak kullanacakları ve bunun borsamız işlem hacmini arttıracığı yönündedir. Bu sonucun ortaya çıkması, bir yandan borsamızı uluslararası arenada daha etkin rekabet edebilir bir konuma getirirken, diğer taraftan da sermaye piyasamızın hak ettiği konuma ulaşmasına katkı sağlayacaktır. Amacımız, pay senedi vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile ilk adımını attığımız bu piyasayı daha da geliştirmek ve ürün çeşitliliğini arttırarak, yatırımcılarımızın daha yoğun kullanabildiği ve fayda temin edebildiği bir platform haline getirmektir.



## Almanya Çin'in 2009'daki Ekonomi Politikalarını Örnek Almalı

*AB ülkelerinin kamu borcu ve bankacılık krizinden çıkışı için Almanya'nın izleyeceği genişlemeci maliye politikalarına çok ihtiyaç duyulmaktadır.*

2008 Eylül'ünde patlak veren küresel mali kriz ve ardından yaşanan durgunluk, dünyanın önde gelen devletlerini, genişlemeci maliye politikalarını uygulamaya zorladı. Bu politikalarla hükümetler, özel sektör talebindeki daralmanın ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini kontrol altına almaya çalıştılar.

ABD hükümeti kamu harcamalarını üç yıl için toplam 780 milyar dolar artırırken, Çin Hükümeti kamu harcamalarını, beklentilerin üzerinde, iki yıl için 586 milyar dolar artırdı.

Kriz öncesinde, Çin hükümeti bütçesi milli gelirin %1.1'i oranında fazla vermişti. Ayrıca, Çin'in cari hesap dengesi 2007'de milli gelirin %10'u oranında fazla verdi. İşte, Çin hükümetinin krizin hemen ardından harcamalarını bu kadar hızlı arttırmasını sağlayan, kamu bütçesinin ve ülkenin cari hesabının fazla vermesiydi.

Almanya, kriz öncesinde kamu bütçesi ve cari hesap dengesi açısından dünyanın önde gelen 10 ülkesi içinde Çin'den sonra en iyi durumda ülke konumundaydı. Bütçe açığının GSYH'ye oranı 2007'de

%1.1 iken krizin patlak verdiği 2008'de %0.9 olarak gerçekleşti. Cari fazlanın GSYH'ye oranı ise 2007'de %7.5 iken 2008'de %6.2'ye düştü.

Ancak, kamu bütçeleri ve cari hesapları arasındaki bu benzerlik, Alman hükümetinin krizin ardından Çin'den çok farklı politikalar izlemesine engel olmadı. Çin hükümeti, kriz sonrasında kamu harcamalarını büyük oranda artırırken, Alman hükümeti, kamu harcamalarını çok kısıtlı bir miktarda (iki yıllık dönem için sadece 103 milyar avro) arttırmakla yetindi. Krize karşı maliye



artırmasa da Almanya, 2009'daki küresel durgunluk sonrasında hızlı büyüme performansına geri döndü. 2009'daki %5.1'lik daralmaya karşın, 2010 ve 2011'de Almanya sırasıyla, %3.6 ve %3.1 oranında büyüdü. Almanya'nın büyüme performansındaki bu iyileşmenin, özellikle Avrupa çapında kamu borç ve bankacılık krizinin yoğunlaştığı 2010-2011'de gerçekleşmiş olması dikkat çekicidir. Bu dönemdeki veriler yakından incelendiği zaman, Almanya'nın başarılı büyüme performansının ardındaki en önemli faktörün ihracatındaki hızlı artış olduğu ortaya çıkmaktadır. Almanya, kriz sonrasında kamu harcamalarını artırmış olan ülkelere ve özellikle de Çin ve ABD'ye yapmış olduğu ihracatla hızlı büyümeye devam etti. Buna ek olarak, kriz sırasında 2009 Ekim'inden 2010 Temmuz'una kadar geçen 10 aylık dönemde Avro'nun dolara karşı %20 değer kaybetmesi de, Almanya'nın ihracat performansına katkıda bulundu.

Bu yazının geri kalan bölümünde, ABD, Çin ve Almanya hükümetleri

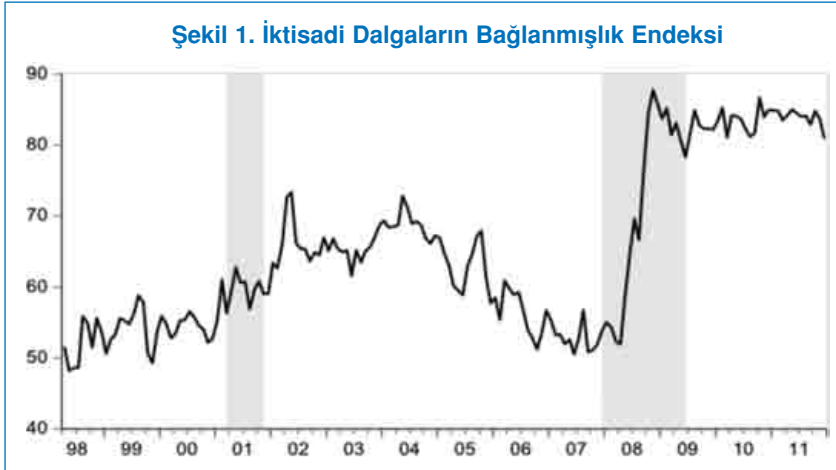
politikasındaki genişlemenin milli gelire oranına göre yapılan bir sıralamada, Almanya 43 ülke arasında 23'üncü sırada yer alırken, Çin ve ABD birinci ve üçüncü sırada yer aldı. Diğer ülkelerden farklı olarak, Almanya'nın genişlemeci maliye politikaları paketinin %68'ini kriz dönemlerinde talep üzerindeki etkisi daha zayıf olan vergi indirimleri oluşturdu.

Kamu harcamalarını önemli oranda

*Çin de kriz öncesinde ağırlıklı olarak dış taleple büyüyen bir ekonomi iken, küresel krizin patlak vermesiyle birlikte iç talebin önemini kavramış ve genişlemeci maliye politikalarıyla iç talebi canlı tutmayı başarmıştır.*

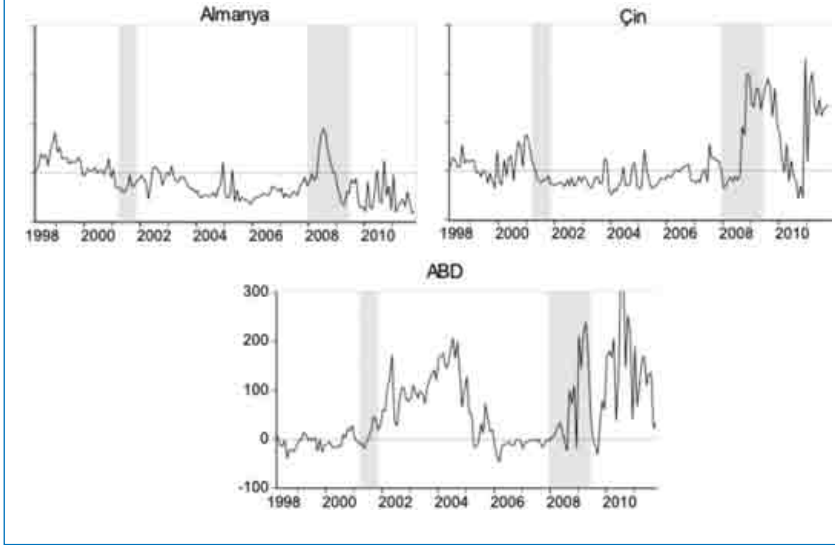
nin kriz sonrası izlemiş oldukları farklı politikaların, bu ekonomiler üzerindeki etkilerini anlamak için Frank Diebold ile özellikle mali piyasalar ve varlıklar arası getiri ve oynaklık şoklarının yayılımını incelemek için geliştirdiğimiz, Bağlanmışlık Endeksi yönteminden faydalanmak mümkündür.

Şekil 1'de sunulan iktisadi dalgaların bağlanmışlık endeksi, analize dahil edilen ülkelerde sanayi üretimine gelen şokların diğer ülkelere nasıl yayıldığını ölçmektedir. Vektör oto regresyon (VAR) analizinden elde edilen bağlanmışlık endeksi, 2008'de mali krizin ABD'de durgunluğa (gri tonlu dönemlerde yer alan) yol açmasıyla birlikte, bunun diğer ülkelerde de sanayi üretimi üzerinde önemli etkisi olduğunu göstermektedir. Toplam bağlanmışlık endeksi sadece altı ay içinde %50'den %86'ya ulaşmıştır. ABD'nin 2001'de yaşadığı durgunlukla başlayan dönemde üç yıl içinde kademeli olarak %50'lerden %70'lere kadar çıkan bağlanmışlık endeksi, 2008 krizi ve ardından gelen küresel durgunluk döneminde altı ay için 36 puan birden artmıştır.



Bağlanmışlık endeksi hesaplama yöntemiyle ilgili daha fazla bilgiyi <http://home.ku.edu.tr/~kyilmaz/research.html> sayfasından ulaşabileceğiniz, Diebold ve Yılmaz, 2011, "On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms" makalesinde bulabilirsiniz.

**Şekil 2. ABD, Çin ve Almanya'nın Diğer Ülkelerle olan Net Bağlanmışlık Endeksleri**



Bağlanmışlık endeksi yöntemiyle, bir ülkedeki sanayi üretimi şokunun analize dahil edilen diğer ülkelerdeki sanayi üretimini nasıl etkilediğini incelemek de mümkündür. Nitekim, Şekil 2'de sunulan ABD ve Çin'in diğer ülkelerle net bağlanmışlık endeksleri, bu iki ülkede gerçekleşen sanayi üretimi şoklarının diğer ülkelerdeki etkilerini açıkça ortaya koymaktadır. ABD'nin 2001'de yaşadığı durgunlukla beraber 200 puanına kadar yükselmişti. Ancak 2008 krizi sonrası yaşanan durgunlukla beraber ABD'nin bağlanmışlık endeksi çok daha hızlı arttı ve 250 puanlara ulaştı. 2009'un sonundaki kısa süren bir düşüşten sonra ABD'nin bağlanmışlık endeksi tekrar hızla yükseldi ve %300 seviyelerine geri döndü. Endeksteki bu artışın ardından, ABD'nin bağlanmışlık endeksi %200-300 bandında dalgalanmaya devam etmektedir.

Şekil 2'de en ilgi çekici sonuç, 2008'e kadar diğer ülkelerin üretim şoklarından etkilenen bağlanmışlık endeksi çoğunlukla negatif olan Çin'in, 2008 sonundan başlayarak diğer ekonomileri peşinden sürük-

leyen lokomotif ülke statüsünü kazanması olmuştur. 2008 sonunda %200'e ulaşan Çin'in bağlanmışlık endeksi, 2009 boyunca yüksek seyretmiş; 2010'da düşmesine rağmen, Çin ekonomisinin yavaşlamasıyla beraber 2011'den bu yana %120 seviyelerinde dalgalanmaktadır.

Çin'in statüsündeki bu değişiklik 2008 krizinin ardından Çin hükümetinin uyguladığı genişlemeci politikalar sayesinde mümkün olmuştur. Almanya'nın bağlanmışlık endeksi ise kriz sonrasında da kriz öncesinde olduğu gibi, ağırlıklı olarak negatif bölgede hareketine devam etti. Bağlanmışlık endeksinin negatif olması, sürekli olarak dış ticaret fazlası veren Almanya'nın büyüme performansının iç talebin yanı sıra, ticaret ortağı ülkelerdeki talep değişikliğinden büyük çapta etkilendiğini göstermektedir. Çin de kriz öncesinde ağırlıklı olarak dış taleple büyüyen bir ekonomi iken, küresel krizin patlak vermesiyle birlikte iç talebin önemini kavramış ve genişlemeci maliye politikalarıyla iç talebi canlı tutmayı başarmıştır. Bu politi-

kasıyla Çin, küresel durgunluğun ortasında dünya ekonomisi için de talep yaratmıştır. Böylece, dünyanın belli başlı ekonomilerinin de daha güçlü bir performans göstermesine katkıda bulunmuştur.

Almanya, 2009'da Çin örneğini takip etmiş olsaydı küresel durgunluk sonrasında ticaret ortağı ülkelerin ve özellikle AB üyesi ülkelerin büyüme performansı üzerinde önemli bir dışsallık yaratabilirdi. Ancak, 2009'da bunun mümkün olmamış olması genişlemeci politikalara bugün başvurulmasını engellemiyor. Tam tersine, AB ülkelerinin kamu borcu ve bankacılık krizinden çıkışı için Almanya'nın izleyeceği genişlemeci maliye politikalarına çok ihtiyaç duyulmaktadır.

Avrupa Birliği borç krizinde üçüncü yıl geride kalırken, Eylül itibarıyla Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) atmış olduğu adımların gelecekle ilgili beklentileri bir ölçüde olumluya çevirdiğini söyleyebiliriz. ECB'nin uygulayacağı doğrudan tahvil alımı politikası, borç krizine çözümün ilk adımı olarak karşımıza çıkıyor. Ancak, ECB'nin tek başına Avrupa ekonomisini düze çıkaracak kaynaklara sahip olduğunu iddia etmek mümkün değil. Çözüm için gerekli olan adım, Avrupa İstikrar Mekanizmasının bir an önce yeterli mali kaynaklara sahip olarak devreye girmesidir. Ancak, bu gerekli adımın krizin sona ermesi sürecinde tek başına yeterli olmayacağı da açıktır.

Ek olarak, AB çapında tamamlayıcı iki farklı politika aksiyonunun bir an önce uygulanması gerekmektedir. Bu politikaların ilki, krizdeki Güney Avrupa ülkelerinin ekonomilerini düze çıkarmak için almak zorunda oldukları sert yapısal önlemlerden oluşmaktadır. Bu önlemler olmadan, yüksek kamu



borç stoklarını sürdürülebilir noktaya getirmeleri mümkün değil. Aslında, borç krizindeki ülkelerin şu ana kadar istikrar tedbirlerini uygulamaya koydukları bilinmektedir. Ancak, finansman sorunuyla karşı karşıya kalan ülkelerin liderleri çok kapsamlı istikrar tedbirlerini uygulamaktan bugüne kadar kaçınmışlardır.

Krizden çıkış için gerekli olan ikinci grup politika önlemleri ise, ekonomileri Güney'e göre çok daha iyi durumda olan Kuzey ülkeleri tarafından uygulanması gereken genişlemeci maliye politikalarıdır. Görece düşük bütçe açığı ve borç stoğuna sahip Almanya ve diğer kuzey ülkelerinin, kamu harcamalarını artırıp kriz beklentisiyle azalan özel sektör harcamalarını ikame etmeleri gerekmektedir. Yüksek

kamu borç stoğu yüzünden, ABD'nin büyük çaplı genişlemeci maliye politikalarını uygulaması neredeyse imkansızdır. Hal böyleyken, 2009'da çok daha küçük genişlemeci bir maliye politikası paketiyle yetinen Almanya (ve diğer Kuzey Avrupa ülkelerinin), bu kez Çin örneğini takip etmeleri gerekmektedir. Uygulamaya koyacakları genişlemeci maliye politikaları, özellikle Güney Avrupa'da ama aynı zamanda dünya çapında büyümeye ivme kazandıracaktır. Almanya ve diğer Kuzey ülkelerinin izleyeceği genişlemeci maliye politikaları, Güney Avrupa'da istikrar politikası önlemleriyle daralan talebin Kuzey'de artan taleple dengelemesini sağlayacaktır. Böylece, Avrupa Birliği'nin 2012'de girdiği durgunluktan 2013 yılında çıkması mümkün olacaktır.

---

*Aslında, borç krizindeki ülkelerin şu ana kadar istikrar tedbirlerini uygulamaya koydukları bilinmektedir. Ancak, finansman sorunuyla karşı karşıya kalan ülkelerin liderleri çok kapsamlı istikrar tedbirlerini uygulamaktan bugüne kadar kaçınmışlardır.*

---

# ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK DİNAMİK ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU

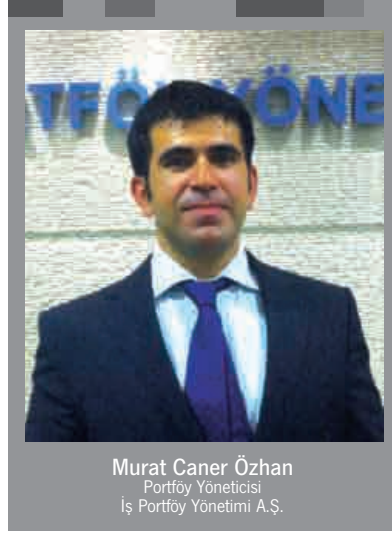
## Sabit Oranlı Portföy Sigortalama Nedir?

**Portföy Sigortalama**, yatırımcılara belirli bir varlığın yukarı yönlü değer artışından faydalanma imkanı sağlarken, eş zamanlı olarak olası kayıp riskini belirli bir sınırdan tutma hedefini de içeren bir yatırım tekniğidir. Finans pratiğinde portföy sigortalama, genel olarak opsiyon veya vadeli işlem sözleşmesi gibi türev araçlar ile portföyün aşağı yönlü riskinin sınırlandırılması kaydıyla uygulanmaktadır.

Harvard Business School öğretim üyesi A.F. Perold tarafından Ağustos 1986'da temelleri atılan **Sabit Oranlı Portföy Sigortalama (SOPS)** stratejisinde ise, yatırım kararları verilirken baştaki anapara için altına düşülmesi gereken belirli bir taban büyüklük baz alınmaktadır. Bu durumda başlangıçtaki tutarın sabit bir oranının korumaya alınabileceği tespit edilmiştir ve koruma amacının türev araçlar kullanılmadan, sadece portföyün riskli ve risksiz varlıklar arasındaki dağılımını piyasadaki değer değişimlerine göre sürekli yeniden ayarlamak suretiyle başarmanın mümkün olduğu da teorik olarak gösterilmiştir. 1986 yılından bu yana SOPS tekniği giderek daha geniş alanlarda uygulanmaya başlanmış ve bu tekniğin doğru uygulamalarda anapara koruma amacını gerçekleştirirken, yatırımcıya daha düşük risk ile riskli varlıkların getirilerine belirli oranlarda katılma imkanı sağladığı görülmüştür.

## Neden mevcut yatırım araçlarından farklı olarak bu tip bir fona ihtiyaç var?

Tüm dünyada gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan başlıca ülke-



Murat Caner Özhan  
Portföy Yöneticisi  
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

lerde merkez bankalarınca düşürülmüş olan faiz oranları, yatırımcıları alternatif yatırım arayışına yönelmektedir. Düşük faiz seviyesi küresel ekonomik koşullar nedeniyle, yakın zamanda da yükselme eğiliminde değildir. Türkiye özelinde ise kamunun gerek borçluluk oranı gerekse de borç döndürme rasyosu düşük seyretmekte; öte yandan da bir yılı aşkın süredir uygulanan sıkılaştırıcı mali politika ile ekonomide hedeflenen yumuşak inişin belirli oranda başarılı olması nedeniyle, hem reel hem de nominal faizler orta vadede düşük seyretme eğilimine girmiş bulunmaktadır. Bu bağlamda, dünyadaki düşük faiz ortamı, Türkiye açısından sabit getirili menkul kıymetlerdeki düşük getiri ortamını sürdürülebilir kılmaktadır. Dolayısıyla, hiçbir piyasa riski almadan emeklilik yatırım fonları gibi uzun vadeli yatırımlara kaydedeğer reel getiri sağlama dönemi kapanmış gözükmektedir. Görüşümüze göre bütün bu gelişmeler ışığında, yatırımcıya katma değer yaratacak, anlatılması ve anlaşılması kolay finansal ürünler için uygun bir

konjonktür bulunmaktadır. Bu bağlamda AHE Dinamik Esnek Fon, özellikle de hisse senedi piyasalarına anaparanın önemli bir kısmını kaybetme korkusu nedeniyle yatırım yapmamayı tercih eden birikim sahiplerinin yatırımlarını, belirli oranlarda riskli varlıklara kaydırabilmelerine olanak tanıyan bir üründür. Ayrıca fon, belirli bir vadeye yönelik olmayıp süresiz olması bakımından emeklilik yatırım fonu evrenine de uyum sağlamaktadır.

## Fonun yatırım süreci nasıl işleyecektir?

Fon portföyünün yönetimine dayanak oluşturan teorik altyapının temel fonksiyonu, riskli ve risksiz varlıklar arasındaki dağılımı riskli varlık getirisine en optimum iştiraki sağlayacak şekilde belirlemek ve bunu yaparken başlangıçta belirlenen anapara koruma hedefinden sapmamaktır. Algoritma olarak da adlandırdığımız bu altyapı, piyasadaki günlük dalgalanmalara ait verileri işleyerek, fonun hisse senedi gibi riskli varlıklara ne kadar yatırım yapacağını, fonun mevcut değerinin koruma seviyesinin ne kadar üstünde olduğunu tespit etme suretiyle belirler. Fon, koruma seviyesinden yukarı yönde uzaklaştıkça daha çok hisse senedi yatırımı yapar. Aksi durumda ise riski azaltmak için hisse oranını azaltır. Anlaşılabileceği üzere, AHE Dinamik Esnek Fon piyasadaki aşağı veya yukarı yönlü momentumla birlikte hareket etmektedir ve bu anlamda bir momentum yakalama stratejisidir. Bu teknik çerçevesinde, dağılımları belirlerken, geleceğe dönük borsa endeksi gibi belirsiz değerlere dönük tahminde bulunmaya ihtiyaç yoktur. Fon sadece içinde bulunduğu güne ve yakın geçmişe dair gerçekleşmiş verilerle yatırımlarını yönlendirir.



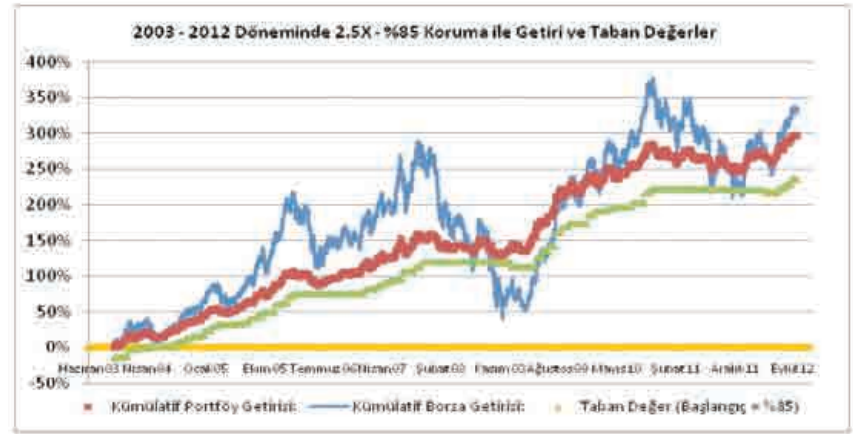
Son olarak belirtilmesi gereken bir husus ise, yatırımın belirlenen asgari koruma seviyesine denk gelen kısmının yatırım yapılan süre boyunca, “en iyi gayret esası” çerçevesinde korunacağıdır. Fonun riskli varlıklara yatırımı, türev araçlar yoluyla dolaylı şekilde değil de doğrudan yapması ve bu esnada portföy yöneticisi riski taşımamasından ötürü, söz konusu stratejisinin başarılı sonuçlar vermesi, piyasadaki dalgalanmaların boyutuna ve yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarındaki likiditeye de bağlıdır.

### AHE Dinamik Esnek Fonu Neden Tercih Edilebilir?

Fonumuz anapara koruma garantisi veren fonlardan farklı olarak günlük giriş ve çıkışlara izin vermesi sebebiyle, yatırımcıların birikimlerini sürekli olarak yönlendirebilecekleri bir yatırım aracıdır. Opsiyon ve vadeli işlem sözleşmesi gibi türev araçlara bağlı bir koruma yöntemine başvurulmadığı için fonun herhangi bir vade kısıtlaması yoktur ve dolayısıyla bu tarz fonlara göre daha düşük seviyede komisyon, stopaj vb. işlem masrafları yaratarak yatırımcıların birikimlerini doğrudan yatırım araçlarına yönlendirmektedir.

Tablo, Kasım 2007 tarihinde SOPS tekniğini baz alarak yatırıma başlayan ve %90 anapara koruma amacı taşıyan bir fonun, hisse senetleri endekslerinin ciddi düşüşler sergiledikleri bir dönem olan Kasım 2007-Nisan 2009 dönemi arasındaki geriye dönük test sonuçlarını göstermektedir. Görüldüğü şekilde fon bu dönemde en sağdaki sütunda görüldüğü gibi düşüşün hızlandığı dönemlerde riskli varlık ağırlığını azaltarak, düşüşlerden minimum ölçüde etkilenmiş ve efektif anapara koruma oranını %90'ın üzerinde tutmayı başarmıştır. 1.5 yıllık dönem sonunda %8.45'lik getiri elde etmiş ve başlangıçtaki anaparanın %97.6'sını korumaya başlamıştır.

Ay	Ay Sonu Fon Fiyatı	Aylık Borsa Getirisi	Aylık Fon Getirisi	Ay Sonu Açıklanan Taban Fiyat	Yürürlükteki Taban Fiyat	Ay Sonu Efektif Koruma Oranı
Kasım 07	0.100000			0.090000	0.090000	90.0%
Aralık 07	0.101397	2.6%	1.4%	0.091257	0.091257	90.0%
Ocak 08	0.096011	-24.0%	-5.3%	0.086410	0.091257	95.0%
Şubat 08	0.097038	4.1%	1.1%	0.087334	0.091257	94.0%
Mart 08	0.095386	-12.4%	-1.7%	0.085848	0.091257	95.7%
Nisan 08	0.097668	12.3%	2.4%	0.087901	0.091257	93.4%
Mayıs 08	0.096454	-10.6%	-1.2%	0.086809	0.091257	94.6%
Haziran 08	0.095370	-12.8%	-1.1%	0.085833	0.091257	95.7%
Temmuz 08	0.100960	25.3%	5.9%	0.090864	0.091257	90.4%
Ağustos 08	0.099710	-6.5%	-1.2%	0.089739	0.091257	91.5%
Eylül 08	0.098131	-7.5%	-1.6%	0.088318	0.091257	93.0%
Ekim 08	0.093440	-21.2%	-4.8%	0.084096	0.091257	97.7%
Kasım 08	0.095365	-7.5%	2.1%	0.085829	0.091257	95.7%
Aralık 08	0.098197	6.2%	3.0%	0.088377	0.090864	92.5%
Ocak 09	0.098956	-4.1%	0.8%	0.089060	0.090864	91.8%
Şubat 09	0.097355	-8.2%	-1.6%	0.087619	0.090864	93.3%
Mart 09	0.099877	7.1%	2.6%	0.089889	0.090864	91.0%
Nisan 09	0.108447	23.3%	8.6%	0.097603	0.097603	90.0%



**Fonun Adı** Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Dinamik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu

**Fonun Tipi** Emeklilik Yatırım Fonu

**Fonun Türü** Esnek Fon

**Fon Kuruluş Tarihi** 15.11.2011

**Fon Halka Arz Tarihi** 29.04.2012

**Önerilen Vade** Uzun vade (6 ay ve üzeri)

**Fonun Para Birimi** Türk Lirası

**Karşılaştırma Ölçütü** Yok

**Strateji Bant Aralığı** %0-50 İMKB'ye kote hisse senetleri, %0-100 kamu borçlanma senetleri, %0-20 Türk özel borçlanma senetleri, %0-20 vadeli mevduat, %0-100 ters repo

**Amacı** Fon özel bir algoritmaya dayanan alokasyon stratejisi çerçevesinde ağırlıklı olarak İMKB 30 endeksinde yer alan şirketlerin hisse senetlerine yatırım ve Hazine tarafından ihraç edilen devlet tahvillerine yatırım yapar. Bu

yatırımları yaparken fon esas amacı olan başlangıçtaki anaparanın %90'ını koruma hedefini dikkate alır ve aynı zamanda hisse senedi piyasasındaki yükseliş fırsatlarından maksimum seviyede yararlanmaya çalışır. Fon kısa vadeli piyasa dalgalanmalarının yatırımlar üzerindeki olumsuz etkilerini minimum düzeyde tutarken, uzun vadeli getiri ve büyümeyi amaçlar.

**Kurucu** Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.

**Portföy Yöneticisi** İş Portföy Yönetimi AŞ

**Saklayıcı Kuruluş** İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.

**Fon Büyüklüğü (TL)** 5,573,287 – 28 Eylül 2012 itibariyle

**Toplam Pay Sayısı** 100,000,000,000

**Dolaşımdaki Pay Sayısı**

502,151,181– 28 Eylül 2012 itibariyle

**Yönetim Ücreti (Yıllık Yüzde)** 2.51

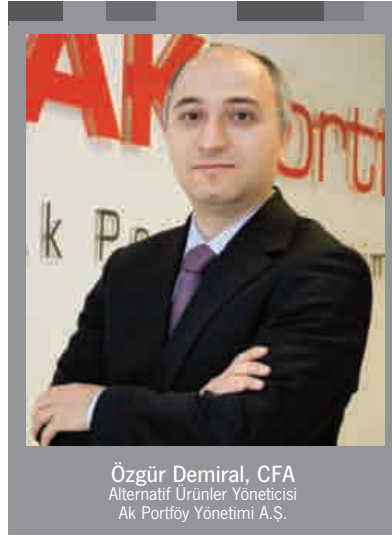
**En Az Alınabilir Pay Adedi** 1

# Ülke riski almak istemeyen ve döviz kurlarında yaşanması muhtemel yükselişten yararlanmayı hedefleyen yatırımcılar için

## Akbank T.A.Ş. Özel Bankacılık B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

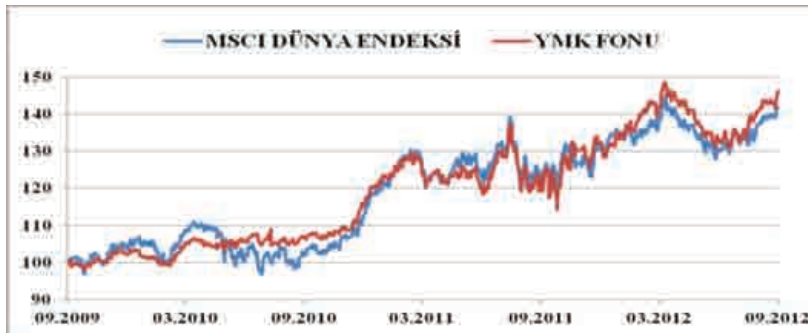
Fonumuz portföyünün en az %51'i ile yabancı menkul kıymetlere yatırım yaparak, orta düzey risk seviyesinde yabancı hisse senetleri ve borçlanma enstrümanlarının getirilerinden yararlanmanızı sağlar. Bu yönüyle, özellikle ülke riski almak istemeyen ve döviz kurlarında yaşanması muhtemel yükselişten yararlanmayı hedefleyen yatırımcılara yöneliktir. İçeriğinden aşağıda ayrıntılı olarak söz edilen B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu ("YMK Fonu"); özellikle ABD, Avrupa ve Japonya gibi gelişmiş yabancı piyasalarda işlem gören hisse senetlerine ilgi gösteren yatırımcılara uygun olanaklar sunar.

Fonumuz ağırlıklı olarak sağlam bilanço ve büyüme potansiyeli olan, aynı zamanda işlem hacmi yüksek yabancı şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı amaçlamaktadır. Böylece, yatırım yapılan hisse senetlerinin fiyat değişimleri, alınan temettüleri ve kurdaki değişimler ile orantılı olarak bu varlıkların getirisine iştirak edebilirsiniz.



Özgür Demiral, CFA  
Alternatif Ürünler Yöneticisi  
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

Aşağıdaki grafik YMK Fonu'nun karşılaştırma ölçütü olan MSCI (Morgan Stanley Capital International) Dünya Endeksini ve YMK Fonu'nun fiyat performansını göstermektedir. Son 3 yıla ait olan fiyatlar, baz fiyatı TL cinsinden 100 olarak alınarak grafiğe dönüştürülmüştür.



### Beklentiler

- Ekonomik toparlanmanın ilk evrelerinde en hızlı değer kazanan sektörler arasında olan teknoloji şirketlerinin, piyasa değerleri defter değerlerinin altında kalmaya devam eden bankacılık sektörünün ve petrol fiyatlarındaki yükseliş ile karlılıklarını artıran enerji şirketlerinin ağırlığını artırmış bulunuyoruz.
- ECB ve FED'den son dönemde gelen parasal genişlemeyle ilgili açıklamaların piyasalara olan ilgiyi kademeli olarak artıracaklarını düşünüyoruz. Bu nedenle, 2012'nin son çeyreğinde yabancı hisse senedi piyasalarına ilişkin beklentilerimiz olumlu. Beğendiğimiz hisseler arasında görece güçlü bilanço, büyüme potansiyeli ve uygun fiyat seviyelerinde olduğuna inandığımız Google, IBM, Bank of America ve Siemens gibi küresel hisse senetlerini tercih ettik.

### Fon Türü:

B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

### Fon Kurucusu:

Akbank T.A.Ş.

### Fon Yöneticisi:

Ak Portföy

### Halka Arz Tarihi:

05/05/2006

### Dayanak Varlık:

Yabancı Hisse Tahvil, Ters Repo ve Tahvil / Bono

### Asgari Katılma Belgesi

Oluşturma Miktarı: 1000

### Fon Büyüklüğü:

14.000.000 TL

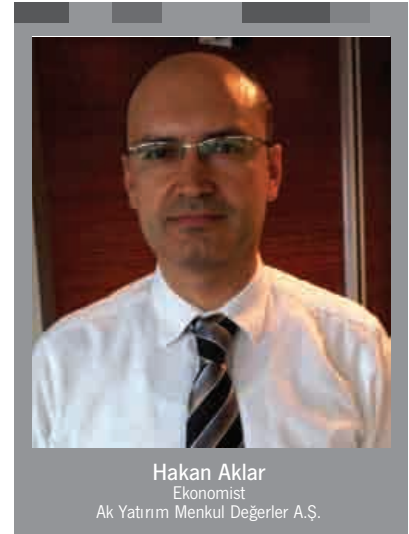


## Para Politikaları Deneyleri

*Ekonomilerin canlanması için Merkez Bankaları para politikalarında sınırları zorlarken ve tüm silahlarını kullanırken, uygulanan politikalar daha çok varlık fiyatlarını etkiliyor.*

**G**elişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk, Merkez Bankalarının ciddi miktarda parasal genişlemeye gitmelerine neden oldu. FED Eylül toplantısında parasal genişleme kararıyla yeni bir sayfa daha açtı ve konut piyasasına da yardımcı olması açısından her ay 40 milyar US\$'a kadar konut kredisine dayalı menkul kıymet alacağını belirtti. FED'in bu kez işi daha da sağlam tuttuğu anlaşılıyor. FED toplam tahvil alımları için bir sınır belirtmezken, ekonomi istenen büyüme aşamasına gelse dahi, para politikasının eko-

nomiyi uzun süre desteklemeye devam edeceğini açıkladı. Yani FED faizleri yükseltmek için acele etmeyecek, enflasyonun da bir miktar artmasına izin verecek. FED'in son parasal genişleme hareketinin özel sektör harcamalarını özendirici bir etki yapması bekleniyor. Düşen faizler ve artması beklenen enflasyonun da yardımıyla özel sektörün borçlarını daha rahat ödeyebileceği beklentisiyle, konut piyasasında canlanma umuluyor. Şirketlerin de gelecekte talep koşullarının daha iyi olabileceği öngörülerek, üretim ve çalışan sayısını arttırmaları amaçlanıyor. Düşük



Hakan Aklar  
Ekonomist  
Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

faiz seviyesinin uzun dönem sürmesi sonucu hisse senedi piyasasındaki fiyat artışlarının servet etkisi yaratarak, tüketime yardımcı olması bekleniyor. Son olarak, parasal genişlemeyle birlikte doların değerinin düşmesi sayesinde, ihracat tarafından da ekonomiye destek gelmesi arzu ediliyor.

FED gibi Avrupa Merkez Bankası (AMB) da, Eylül ayında sorunlu ekonomilerin Avrupa istikrar fonuna başvurmaları şartıyla ikincil piyasada bu ülkelerin tahvillerini alacağını açıkladı. AMB başkanı Mario Draghi, sınırsız devlet tahvili alımları için yeşil ışık yaktı.

FED ve AMB bilançoları, şimdiye kadar yapılan parasal genişlemenin devasa boyutlara eriştiğini gösteriyor. 2007 sonunda 895 milyar dolar olan FED bilançosu, 19 Eylül 2012 tarihinde 2,8 trilyon dolar büyüklüğüne ulaştı. Biraz detaya baktığımızda, FED'in genişlemeyi daha çok devlet tahvili ve konut kredisine dayalı menkul kıymet alımı yoluyla yaptığını, yani faizleri aşağıda tutarak ekonomiyi canlandırmak istediğini görüyoruz. Gerçekten de 2007 yılında 750 mil-

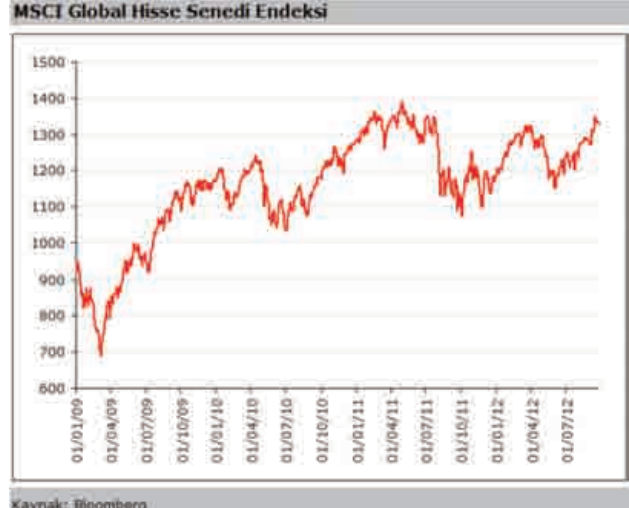
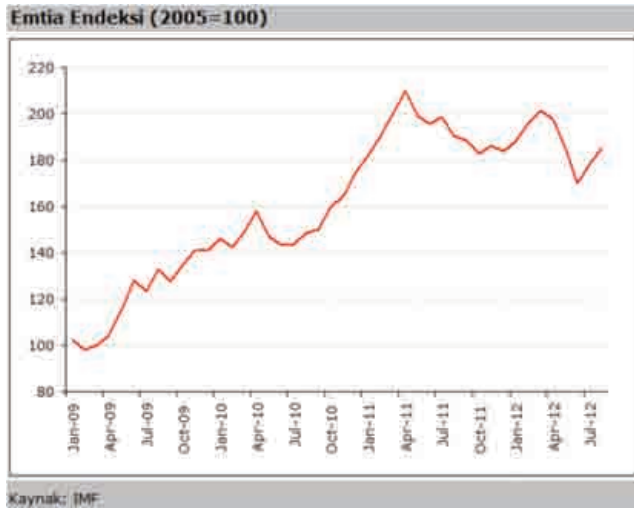
*FED ve AMB bilançoları, şimdiye kadar yapılan parasal genişlemenin devasa boyutlara eriştiğini gösteriyor. 2007 sonunda 895 milyar dolar olan FED bilançosu, 19 Eylül 2012 tarihinde 2,8 trilyon dolar büyüklüğüne ulaştı.*

yar dolar olan bilançodaki tahvil stoğu, 2012 yılının Eylül ayında 2,6 trilyon dolara yükseldi. Diğer yandan, bankaların FED'de tuttuğu mevduatın aynı dönemde 16,4 milyar dolardan 1,6 trilyon dolara yükselmesi, genişlemeden istenen sonucun alınamadığını gösteriyor. Benzer durum AMB için de geçerli. 2007 yılında 1,5 trilyon Euro olan bilanço büyüklüğü Eylül ayı itibarıyla 3 trilyon Euro'nun üzerine çıktı.

Şimdiye kadar olan AMB operasyonları (özellikle geçen yılın Aralık ayında başlayan üç yıl vadeli finansman operasyonu) daha çok bankalara kredi verme şeklinde oldu. Bankaların da devlet kağıtları olarak, tahvil faizlerinin düşmesi istendi. Bu operasyonların da şimdiye kadar çok başarılı olduğu söylenemez. Sorunlu ülkelerde faizler yeterince düşmezken, piyasadaki para miktarı da sınırlı miktarda 2007 sonunda 676 milyar Euro seviyesinden, 2012 Eylül ayında 892 milyar Euro'ya artabildi. Parasal genişlemeye giden merkez bankalarına Japon ve İngiltere merkez bankalarını da ekleyebiliriz.

Para politikalarında adeta deneylerin yapıldığı bu dönemde dikkati çeken diğer bir gelişme de bilançolar büyürken, bilanço kalitelerinin giderek bozulması oldu. Hem alınan hem de teminat olarak kabul edilen kağıtların risk derecesi artıyor. Örneğin Japonya Merkez Bankası kamu kağıtları alım programına, şirket tahvil alımlarını da ekledi.

Şimdiye kadar uygulanan parasal genişlemeler sorunları ortadan kal-





dırdı. Son genişleme kararının da sorunları kalıcı olarak çözmesi beklenmiyor. Ciddi ekonomik sorunların yaşandığı sıfır faiz politikalarının dahi sorunları çözmek için yeterli olmadığı bir dönem yaşıyoruz. Merkez Bankaları'nın alışıl-gelmeyen politikalar uyguladığı, hatta enflasyon beklentilerini yukarı çekmeye çalışarak reel faizlerin düşük kalacağı sinyali vermeye uğraştığı farklı bir dönemdeyiz. Uygulanan ciddi parasal genişlemeye rağmen, FED başkanı Bernanke'nin parasal genişlemelerin sorunlara ilaç olmayacağını söylemesi önemli bir uyarı niteliğinde.

Ekonomilerin canlanması için Merkez Bankaları para politikalarında sınırları zorlarken ve tüm silahlarını kullanırken, uygulanan politikalar daha çok varlık fiyatlarını etkiliyor. Tüm ekonomik problemlere ve yavaş büyüme verileri ve senaryolarına rağmen, hisse senetleri ve emtia 2009 yılından 2011 yılının ortalarına kadar güçlü bir çıkış içindeydi ve sonrasında yatay denebilecek bir seyir gösterdiler. Son parasal genişleme kararlarının endekslere yukarı güçlü bir ivme verme beklentisi var. Çünkü parasal genişlemede bu sefer bir sınır çizilmedi. Fakat sınırsız alım açıklamalarına rağmen, 2009-2011 arasındaki güçlü çıkış trendi gerçekleştirebilir. Zira parasal genişlemenin etkisi merkez bankası bilançoları büyüdükçe azalıyor. Üstelik bu sefer başka sorunlar da var. Avrupa'da kriz giderek artarken, Çin'den de yavaşlama sinyalleri geliyor.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde sağlıklı canlanma belirtileri henüz görülmediği halde, yeni parasal genişleme beklentisiyle Haziran ayından bu yana küresel hisse senedi fiyatları %14,5 artarken, emtia fiyatları da %15,4 arttı. Bunda kuşkusuz geçmiş parasal genişlemelerle hızla artan varlık fiyatlarının tekrar artacağı beklentisi de etkili oldu. Eğer yeni açıklanacak verilerde ekonomik büyümeye ilişkin güçlü sinyaller alınmazsa, varlık ve emtia fiyatlarındaki artışlar sağlıklı bir temele sahip olmadan gerçekleşmiş olacak. Sonuçta ekonomik veriler zayıf kalır ve büyüme geçmiş uzun dönem ortalamalara yaklaşamazsa, endekslerde güçlü yükselmeler yerini düşüşlere bırakacak.

Bankaların kaldıraç oranlarını azalttığı, işsizliğin arttığı ve hane-

halklarının tasarruf yaptığı, ve gelecek endişesiyle borçlanmaya gitmediği, şirketlerin tarihi fazla likiditeye sahip olduğu ve politikalarda bir türlü koordinasyon sağlanamayan Avrupa'da, parasal genişlemelerin reel ekonomi üzerine olan etkisi sınırlı kalıyor. Avrupa'da mali genişlemenin ekonomiyi büyütmek yerine küçülttüğü bir dönem söz konusu. Diğer yandan, ABD ekonomisi büyümeye daha yakın duruyor. Konut verileri biraz daha iyi. Faizler o kadar düşük ki (iki yıllık devlet tahvil faizi %0,25, 10 yıllık tahvil faizi %1,70 seviyesinde), yüksek bütçe açıkları fazla sorun yaratmıyor. Son parasal genişlemenin ekonomiyi daha iyi bir konuma getirme şansı yüksek. Ekonomik kriz ABD'de ortaya çıkmış dünyaya yayılmıştı, iyileşmenin de ABD'den başlaması ve küresel büyümeyi yukarı çekmesi bekleniyor.

---

*Şimdiye kadar uygulanan parasal genişlemeler sorunları ortadan kaldırmadı. Son genişleme kararının da sorunları kalıcı olarak çözmesi beklenmiyor. Ciddi ekonomik sorunların yaşandığı sıfır faiz politikalarının dahi sorunları çözmek için yeterli olmadığı bir dönem yaşıyoruz.*

---



# S&P İİT İSEDAK 50 İSLAMİ ENDEKSİ

İMKB İslami Endeksler ile Borsada İşlem Gören İslami Finansal Ürünler Çalışma Grubu

Istanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın başkanlığını yürüttüğü İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) Üye Ülke Borsaları Forumu'nun S&P Indices'le ortak çalışması sonucunda hazırlanan "S&P OIC COMCEC 50 Shariah Index" (S&P İİT İSEDAK 50 İslami Endeksi) 25 Haziran 2012 tarihi itibarıyla hesaplanmaya başlanmıştır.

İİT Üye Borsalarının bulunduğu ülke ve bölgelerden, belirlenen kriterlere uyan şirketlerin dahil edildiği Endekste Eylül 2012 itibarıyla; Bahreyn, Bangladeş, Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Fas, Fildişi Sahili, Katar, Kazakistan, Kuveyt, Lübnan, Malezya, Mısır, Nijerya, Umman, Pakistan, Suudi Arabistan, Tunus, Türkiye ve Ürdün'de faaliyet gösteren 50 şirket bulunmaktadır.

İlk etapta Türkiye'den altı şirket Endeks kapsamına alınmıştır. Bunlar; Turkcell, BIM, Tüpraş, Türk Telekom, Enka ve Asya Katılım Bankası'dır.

İİT Üye Ülke Borsaları Forumu bünyesinde, üye ülkelerin sermaye piyasaları arasında bağlantılar

*Ortak endeks oluşturulmasına ilişkin çalışmaların hareket noktası, dünya çapında İslami prensiplere uygun şirketlerin dahil edildiği pek çok endeks olmasına karşın, bu endekslere dahil şirketlerin ağırlıklı olarak gelişmiş ülke ekonomilerine ait şirketler olması, buna mukabil sadece İslam dünyası şirketlerinden oluşan bir endeksin bulunmamasıdır.*

kurulmasına ve İslami endeksler ile borsada işlem gören İslami finansal ürünler geliştirilmesine yönelik çalışma grupları oluşturulmuştur. Ortak endeks oluşturulmasına ilişkin çalışmaların hareket noktası, dünya çapında İslami prensiplere uygun şirketlerin dahil edildiği pek çok endeks olmasına karşın, bu endekslere dahil şirketlerin ağırlıklı olarak gelişmiş ülke ekonomilerine ait şirketler olması, buna mukabil sadece İslam dünyası şirketlerinden oluşan bir endeksin bulunmamasıdır.

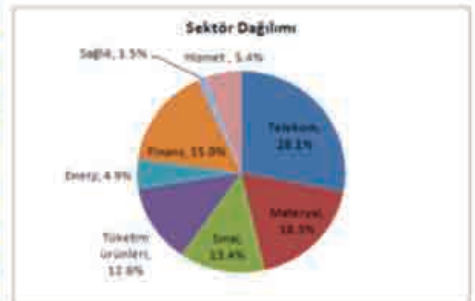
kin çalışmaların hareket noktası, dünya çapında İslami prensiplere uygun şirketlerin dahil edildiği pek çok endeks olmasına karşın, bu endekslere dahil şirketlerin ağırlıklı olarak gelişmiş ülke ekonomilerine ait şirketler olması, buna mukabil sadece İslam dünyası şirketlerinden oluşan bir endeksin bulunmamasıdır. Bu kapsamda uluslararası tanınırlığı ve itibarı yüksek endeks yapıcı firmalarla görüşülmüş, teklifleri değerlendirilmiş, en uygun görülen S&P Indices ile anlaşarak Endeks projesi sonuçlandırılmıştır.

Söz konusu Endeksin İslami esaslara uygun finansal ürünler pazarının büyümesine katkıda bulunurken, İİT Üye Ülke Borsaları'na olan ilgiyi arttırması, borsa yatırım fonları ve benzer finansal ürünlere de dayanak teşkil etmesi beklenmektedir.

Şirketlerin S&P İİT İSEDAK 50 İslami Endeksi'ne dahil olabilmeleri için hem belirlenen sayısal kriterlere (ortalama günlük işlem değerinin (ADVT) üç aylık ortalamasının minimum 1 Milyon ABD Doları olması) hem de İslami prensiplere uygun olmaları gerekmektedir. Endeks,

Ağırlıklarla Göre İlk 10 Şirket

Ülke	Şirket	Sedol	Endekste Ağırlığı	GICS Sektör
Endonezya	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT	B022K79	5.25%	Telekom
Suudi Arabistan	Al Rajhi Banking & Investment Corp.	B12LZH9	5.12%	Finans
Kuveyt	Mobile Telecommunications Company	6600084	5.10%	Telekom
Suudi Arabistan	Saudi Basic Industries Corp	B132400	5.05%	Materyal
Malezya	Sime Darby Bhd	B29TTR1	4.54%	Sınai
Katar	Indutries Qatar	6673570	4.23%	Sınai
Malezya	IOI Corp Bhd	B1Y3WG1	3.46%	Tüketim Ürünleri
Türkiye	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	B000006	3.35%	Tüketim Ürünleri
Kuveyt	Kuwait Finance House	6503136	3.18%	Finans
Malezya	Maxis Bhd	B5387L5	3.10%	Telekom



Ülke	Ağırlığı	Şirket Sayısı
Bahreyn	0.1%	1
Bangladeş	0.3%	1
Filipin Sahil	0.4%	1
Mısır	0.6%	1
Endonezya	19.7%	8
Ürdün	0.1%	1
Kazakistan	3.6%	2
Kuveyt	9.0%	3
Lübnan	1.1%	1
Malezya	20.4%	7
Fas	2.4%	2
Nijerya	0.6%	1
Umman	0.6%	1
Pakistan	0.9%	1
Katar	7.5%	3
Suudi Arabistan	20.7%	8
Tunus	0.1%	1
Türkiye	11.7%	6
Birleşik Arap Emirlikleri	0.3%	1

Portföy Özellikleri	
Şirket Sayısı	50
Ülke Sayısı	19
Piyasa kapitalizasyonu (Milyar USD)	158.77
Piyasa kapitalizasyonuna göre şirket büyüklüğü (Milyar USD):	
Ortalama	3.38
En büyük	16.55
En küçük	0.10
Medyan	2.73
En büyük şirketin ağırlığı (%)	5.23%
En büyük ilk 10 şirketin Endeksteeki ağırlığı (%)	42.42%

Endeksin İslami esaslara uygun finansal ürünler pazarının büyümesine katkıda bulunurken, İİT Üye Ülke Borsaları'na olan ilgiyi arttırması, borsa yatırım fonları ve benzer finansal ürünlere de dayanak teşkil etmesi beklenmektedir.

halka açık piyasa değeri dikkate alınarak bulunan en büyük 50 şirketi içermektedir. Bununla birlikte, Endeksin İİT üyesi ülkeleri adil olarak temsil edebilmesi için, endekse her ülkeden en az bir hisse senedinin alınmasına (*belirlenen sayısal kriter sağlanıyorsa bu kritere en yakın hisse senedi*) ve hiçbir ülkenin ağırlığının 8'den fazla olmamasına dikkat edilmektedir.

Benzer şekilde Endeks bileşenlerinin ağırlığı, hisse senedi ve ülke konsantrasyon risklerini azaltacak değişiklikler yapılmak suretiyle ve halka açık piyasa değerleri dikkate alınarak belirlenmektedir. Yılda dört

kez (Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim) yapılan gözden geçirmelerde hiçbir hisse senedinin ağırlığının %5'i geçmemesine, hiçbir ülkenin ağırlığının da %20'yi geçmemesine dikkat edilmektedir.

Endekse dahil şirketlerin İslami prensiplere uygunluğu günlük olarak kontrol edilmekte, bu hususta bir problem olduğunun anlaşılması durumunda ilgili şirket ivedilikle Endeks kapsamından çıkartılmaktadır. S&P Endeks Komitesi İslami prensiplere uygunluk denetimi konusunda Ratings Intelligence Partners'dan destek almaktadır. İslami prensiplere uygunluk incele-

meleri temel olarak iki kategoride yapılmaktadır:

- **Sektör bazlı:**

- Kumar, Medya, Pornografi, Sigara, Alkol gibi bazı sektör/ürünler İslami prensiplerle uyumlu kabul edilmemektedir.

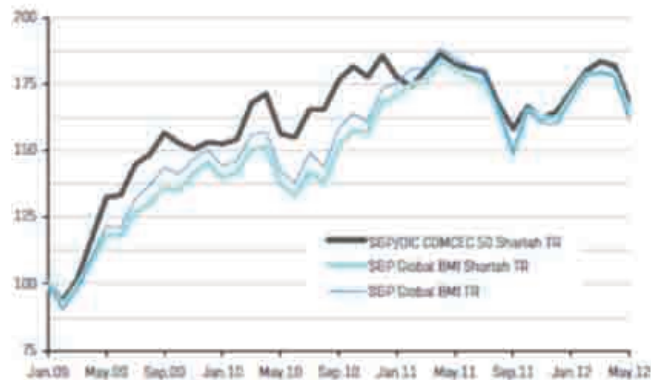
- **Finansal bazlı:**

- Şirket faaliyetlerinin İslami prensiplerle uyumlu kabul edilebilmesi için bazı finansal rasyoların belirlenen eşikleri aşmaması gerekmektedir. Özellikle bakılan unsurlar, finansal kaldıraç, nakit ve İslami prensiplerle uyumlu kabul edilmeyen iş aktivitelerinden sağlanan gelirlerin payıdır.

### BLOOMBERG™ Tickers

S&P/DIC COMCEC 50 Shariah | Price Return: SPDICS50 [USD] | Total Return: SPDICS5T [USD] | Net Total Return: SPDICS5N [USD]

#### Historical Performance



#### Endeks Performansı

	S&P / DIC COMCEC 50 Shariah	S&P Global BMI Shariah	S&P Global BMI
<b>Gestiriler</b>			
1 Aylık	-7.71%	-8.45%	-8.92%
3 Aylık	-6.70%	-8.16%	-9.30%
YTD	1.84%	1.31%	1.24%
1 Yıl	-7.96%	-9.26%	-12.43%
<b>Yıllık Gestiriler</b>			
3 Yıl	8.21%	11.41%	9.97%
<b>Risk (Std Sapma)</b>			
3 Yıl	15.06%	17.29%	18.40%



# Takasbank Teminat Yönetimi ve Üçüncü Taraf Hizmetleri

**Takasbank / Uluslararası Piyasalar Bölümü**  
**Türev Araçlar, Takas ve Teminat Yönetimi Bölümü**

## **İslami Finansal Araçların Teminata Kabulü**

Küresel finansal kriz ile birlikte son yıllarda uluslararası finans piyasaları zorlu bir döneme girmiş; ancak bu krize rağmen hem İslam dünyasında hem de Avrupa piyasalarında faizsiz sabit getirili yatırım araçları önemli ölçüde ilgi görmüştür. Diğer yandan, Türkiye'nin İslami finansman ürünleri ile ilgili bir merkez olması için iyi bir aday olduğu düşünülmekte ve bu yönde çalışmalar yapılmaktadır. Takasbank, katılım bankaları ile birlikte sektör ihtiyaçlarına yönelik çalışmalar yürütmektedir. Bankamız nezdindeki piyasalar, İMKB ve VOB işlemlerinde kira ser-

tifikası (sukuk), özellikle likidite kısıtı nedeniyle teminata kabul edilmemekteydi. Ancak, Eylül 2012'den itibaren İMKB'de Hazine'nin ihraç ettiği sukuklarına yönelik ikincil piyasa işlemlerinin başlamasıyla, İMKB Borçlanma Araçları Piyasası "işlem limiti karşılığı" olarak sözkonusu Hazine sukuklarını teminata kabul etmeye başlamıştır.

Diğer taraftan, organize piyasada sukukların konu olacağı repo-ters repo işlemlerine ilişkin uygun modelin belirlenmesi amacıyla Takasbank, İMKB ve sektör temsilcileri ile çalışmalar sürdürmektedir. İşlemlerin İslami kurallara uygunlu-

*Türkiye'nin İslami finansman ürünleri ile ilgili bir merkez olması için iyi bir aday olduğu düşünülmekte ve bu yönde çalışmalar yapılmaktadır. Takasbank, katılım bankaları ile birlikte sektör ihtiyaçlarına yönelik çalışmalar yürütmektedir.*



Piyasa	(30/09/2012)	Tutar
İMKB Borçlanma Araçları Piyasası	Toplam Teminat Havuzu	3.600 Milyon ABD\$
	Garanti Hesabı Teminatları	40 Milyon ABD\$
İMKB Pay Piyasası	Toplam Teminat Havuzu	170 Milyon ABD\$
	Garanti Hesabı Teminatları	34 Milyon ABD\$
VOB	Toplam Teminat Havuzu	639 Milyon ABD\$
	Garanti Fonu Teminatları	53 Milyon ABD\$
Elektrik Piyasası	Toplam Teminat Havuzu	444 Milyon ABD\$
Takasbank Piyasaları/Hizmetleri	Toplam Teminat Havuzu	3.700 Milyon ABD\$
Toplam		8.680 Milyon ABD\$

*Teminat yönetimi Takasbank'ın vermiş olduğu önemli hizmet kalemlerinden birisi olup, hizmet verdiği borsa ve piyasaların teminat havuzu büyüklüğü 2012 yılı Eylül sonu itibarıyla dokuz milyar dolar civarındadır.*

*Başlangıçta her bir borsa ve piyasanın ayrı risk yönetimi ilkelerine göre işletilmesi planlanırken, gerekli altyapı ve mevzuat hazırlıklarının tamamlanmasını takiben, bütün Borsalar ve piyasalar için merkezi risk ve teminat yönetimi uygulamasına geçilmesi hedeflenmektedir.*

ğunun sağlanabilmesi için Takasbank'ın üçüncü taraf görevini üstlenmesi üzerinde çalışma yapılmaktadır.

### **Merkezi Risk ve Teminat Yönetimi: Türkiye Merkezi Karşı Taraf (MKT) Modeli**

Merkezi risk ve teminat yönetimi kavramı, 2008 yılı Eylül ayında baş-

layan ve etkileri halen yaşanmakta olan son küresel ekonomik krizle birlikte daha çok önem kazanmıştır. Uluslararası platformlarda da, işlem teminatlarının değerlendirilmesinde teminata kabul edilen varlık fiyatlarının yanında toplam teminatlar içerisindeki yoğunlukları ve teminata alınma katsayılarının da dinamik olarak uygulanması, sabit teminatlandırma yerine portföy bazında teminatlandırma yapılması, dinamik risk ölçümleri ve stres testleri uygulanmasına ilişkin detaylı mevzuat düzenlemeleri yapılmıştır.

Takasbank, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) için merkezi karşı taraf (MKT) hizmetini halen işlem teminatları ve garanti fonuyla sınırlı şekilde sürdürmektedir. MKT hizmeti verilmesi ile likiditenin artırılması, teminatların azaltılarak piyasa katılımcılarının maliyetlerinin düşürülmesi ve işlem yapacak tarafların karşılıklı olarak kredibiliteleriyle ilgili endişelerin ortadan kaldırılmasını amaçlayan bu sistem ile, kredi ve piyasa risklerinin minimize edilmesi planlanmaktadır.

Merkezi karşı taraf piyasada gerçekleşen işlemlerde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında da alıcı konumunda bulunarak alım-satım işle-

mi yapan taraflardan birinin bu işleme ilişkin yükümlülüklerini yerine getirmemesi sonucunda, yükümlülüğü üstlenen kuruluş olarak tanımlanabilir. MKT, takas işlemlerinde karşı taraf riskini üstlenirken, temerrüt halinde yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için etkin bir işlem sonrası risk yönetimine ve bu amaçla rezerv kaynaklara sahip bulunması gereken nitelikte bir kurumdur.

Takasbank'ın merkezi karşı taraf pozisyonunu üstlenmesi, İstanbul'un uluslararası finans merkezi yapılması projesinin bir parçası olması açısından gerçekleştirilmesi gereken önemli bir proje konumundadır.

Bu proje ile risklerin ve risk karşılıklarının (teminatların) değerinin gerçek zamanlı olarak piyasa koşulları çerçevesinde ölçülmesi yoluyla, takas risklerinin azaltılması, riske odaklı teminat alınması ve piyasalar ve ürünler arası teminat geçişliliğine olanak verilerek, piyasada risk ve maliyet etkin bir yapının kurulması amaçlanmaktadır.

Başlangıçta her bir borsa ve piyasanın ayrı risk yönetimi ilkelerine göre işletilmesi planlanırken, gerekli altyapı ve mevzuat hazırlıklarının tamamlanmasını takiben, bütün

*MKT hizmeti verilmesi ile likiditenin arttırılması, teminatların azaltılarak piyasa katılımcılarının maliyetlerinin düşürülmesi ve işlem yapacak tarafların karşılıklı olarak kredibiliteleriyle ilgili endişelerin ortadan kaldırılmasını amaçlayan bu sistem ile, kredi ve piyasa risklerinin minimize edilmesi planlanmaktadır.*

Borsalar ve piyasalar için merkezi risk ve teminat yönetimi uygulamasına geçilmesi hedeflenmektedir.

MKT'nin avantajları arasında karşı taraf riskini azaltmak ve yönetmek, likidite ve operasyon riskini azaltmak, bilgi asimetrisini yönetmek, finansal güvenilirliği ve verimliliği arttırmak, gözetim faaliyetlerinin etkinliğini arttırmak, sistemik riski azaltarak finansal krize engel olmak sayılabilir.

Takasbank tarafından üzerinde çalışılmakta olan “**Türkiye MKT Modeli**”nin temel özellikleri şunlardır:

**i) Teminatların merkezileştirilerek**, tüm teminatların Takasbank nezdinde takip edilmesi ile üyelere gerçek zamanlı olarak risk ve teminat takibinin yapılacağı, teminat

tamamlama çağrılarını, gerekli ve mevcut teminat karşılaştırmalarını ve teminat yatırma/çekme işlemlerini elektronik ortamda anlık olarak yapabilecekleri tek bir teminat merkezi altyapısı sağlanmış olacaktır.

**ii) Üyelikler çeşitlendirilerek** ve “genel” ve “doğrudan” takas üyeliği ayrımı, özsermaye büyüklüğü ağırlıklı olmak üzere Takasbank tarafından yapılacak değerlendirme ile belirlenecektir.

**iii) Gerçek zamanlı risk ölçüm modeli kullanılarak** riskler varlık çeşitlerine, bunların piyasalarının yapısına (organize, OTC, vs.), piyasalardaki katılımcı yapısına, varlıkların likiditelerine, vadelerine, volatilitelerine göre ve varlıkların birbirleriyle etkileşimleri dikkate alınarak, uygun algoritmalarla gerçek zamanlı olarak ölçülecektir.

## TÜRKİYE MKT MODELİNİN ETKİLERİ

1998'de BIS (Bank of International Settlement) in risk üzerine yayımladığı 10 merkez bankasından oluşan CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems) ve IOSCO (International Organization of Securities Commissions) tarafından hazırlanan rapordan beri, düzenleyici otoriteler OTC türev piyasalardan kaynaklanan potansiyel sistemik riskler üzerine çalışmalara ağırlık vermeye başlamıştır. Bu raporda OTC'de geçen türev işlemlerin taşıdığı riske ve işlem yapanların ödemeleri için kullandığı sistemler ve bu riskleri karşılamak için uyguladıkları yöntemlere dikkat çekmiştir. Özellikle son finansal krizden sonra OTC türev ürünlerin merkezileştirilmesi güncel bir tartışma konusu

olmuştur. Avrupa ve Amerika'daki düzenleyiciler, OTC türev piyasasının MKT'ler tarafından takasının yapılmasını gerektirecek yeni düzenlemeler üzerine çalışmalara devam ediyor. Bu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için büyük bir değişiklik olacaktır.

MKT'nin en önemli görevi yükümlülüklerin yerine getirilmemesi ve taraflardan birinin temerrüde düşmesi durumunda işlemlerin tamamlanması ve işlemin diğer tarafının alacağını zamanında teslimini sağlamaktır.

### Mevcut durumda Takasbank,

- *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesindeki Pay, Borçlanma Araçları ve Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin takasını gerçekleştirmektedir.*
- *Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem gören sözleşmelerin takas ve teminat yönetiminden sorumludur.*
- *Organize borsalara verdiği takas hizmeti yanında, üye aracı kuruluşların takas işlemlerini zamanında, etkin ve verimli gerçekleştirebilmeleri amacıyla Takasbank Para Piyasası (TPP) ve Ödünç Pay Senedi Piyasası'nı (ÖPSP) kurmuştur. Bu piyasaların da takas ve teminat yönetiminden Takasbank sorumludur.*

# kurumsal yatırımcı

www.tkyd.org.tr

TÜRKİYE KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ TARAFINDAN ÜÇ AYDA BİR YAYINLANIR.



- Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin üç aylık ücretsiz yayın organı
- Tüm finans sektörü ve kamu kurumları üst düzey yöneticileri ve üniversitelerden 3.000 seçkin okuyucu
- Her sayısında konusunun uzmanı portföy yöneticileri, ekonomistlerin kaleminden portföy yönetimi, yatırım fonları ve sermaye piyasasından en yeni, güncel gelişmeler, sektör analizleri, yabancı konuk yazarlar

[www.tkyd.org.tr](http://www.tkyd.org.tr)

**TKYD**  
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği  
Kuruluşu: 1999



## Bağımsız PYŞ'lerin Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'ndan Beklentileri: Esneklik ve Yaratıcılığın Teşviki

*Bağımsız PYŞlerin SPK'dan birincil beklentileri mevzuatın gerekli asgari esnekliğe kavuşturulması, ikincil beklentileri ise piyasada yaratıcılığın artması için bağımsız PYŞ'lerin makul derecede teşvik edilmesidir.*

**T**ürk ekonomisinin son 10 yılda yaşadığı sıçramadan sermaye piyasalarının hak ettiği payı aldığını söylemek gerçekçi olmaz. Nitekim İMKB ve sermaye piyasaları birçok açıdan beklenen merhalelere ulaşamadı: Hisse senedi piyasası yeteri kadar büyümedi; halka arz miktarı, piyasadaki likit hisse sayısı yetersiz kaldı; türev piyasalarda çeşitlilik oluşmadı; yatırım fonları yeteri kadar büyümedi ve kurumsal yatırımcı tabanı oluşmadı...

Bu bağlamda SPK'nın hazırlamakta olduğu yeni Sermaye Piyasası Kanunu'ndan önemli beklentiler var. Özellikle fon yönetiminde yaratıcılığa öncülük etmesi beklenen bağımsız portföy yönetimi şirketleri (PYŞ'ler) açısından yeni kanunun ve onu tamamlayacak olan tebliğlerin sektöre canlılık getirmesi

hayati önem arz ediyor. Bağımsız PYŞ'lerin yeni kanundan beklentilerini tek bir cümle ile özetlemek gerekirse: yatırım fonları mevzuatında esneklik ve fon yönetiminde yaratıcılığın ve performansın teşviki diyebiliriz. Tabii bu kısa özeti somut olarak neyin özeti olduğunun üzerinden geçmeliyiz ama önce Türk sermaye piyasası mevzuatının nasıl bu kadar "sıkı" hale geldiğini irdelemekte yarar var.

Modern anlamı ile Türk sermaye piyasaları 80'li yılların sonunda yelken aldı. Banker krizinin gölgesinde hazırlanan mevzuatın ruhu, Türk sermaye piyasalarının "yatırımcının korunması" ilkesi üzerine inşa edilmesiydi. Türk sermaye piyasaları 90'lı yıllardaki emekleme dönemlerinde ise küresel deregülasyon trendinden nasibini almadı. 2000'li yıllarda da sermaye piyasalarında reform, doğal olarak makro denge-

lerin düzeltilmesi ve reel sektörün vites büyütmesi önceliklerinin biraz gölgesinde kaldı.

Öyleyse günümüze dönersek, bağımsız PYŞ'ler açısından ve bizce sektörün geneli açısından yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili tebliğler ne getirmelidir?

### 1. PYŞ'lerin fon kurmalarına izin verilmesi gerekir...

Halen bağımsız PYŞ'ler kendi fonlarını kuramadıklarından, bir banka, aracı kuruluş veya sigorta şirketinin kendilerini "sponsor" etmesine (yani bağımsız PYŞ'nin yöneteceği fonu onun yerine kurmasına) ihtiyaçları var. Nitekim, dürüst olmak gerekirse bağımsız PYŞ alt sektörünün mevcudiyetini dahi büyük ölçüde, tek bir özel banka grubunun aracı kuruluşunun sektörü büyütme adına üstlendiği bu nevi sponsorluğa bağlayabiliriz.

Yeni Kanun sonrasında bağımsız PYŞ'ler fon kurabilmeli ve bu hak onlara ölçüsüz bir sermaye gereksinimi külfeti getirmemelidir. Yeni Kanun'da bu doğrultuda bir değişiklik olması da muhtemeldir.

## 2. Yatırım fonları ve portföy yönetimi faaliyeti mevzuatında esneklik artırılmalıdır...

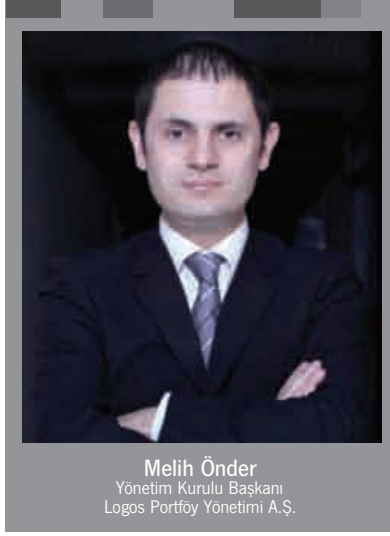
Küresel trende baktığımızda son yıllarda sıkılaşan bir regülasyon görsek de, şu an Türkiye'de geçerli yatırım fonları ve portföy yönetimi faaliyeti ile ilgili aşırı muhafazakar mevzuatı dikkate aldığımızda "herkes gitse de Mersin'e, biz gitmeliyiz tersine" diyebiliriz... Yani yatırım fonları ve PY faaliyeti ile ilgili şu an geçerli olan kısıtlamalar hafifletilmeli...

- Yatırım fonları yabancı para cinsinden kurulabilmeli;
- Yatırım fonları serbestçe performans ücreti alabilmeli;
- Yatırım fonlarına giriş / çıkış sıklığı 1 aya kadar olabilmeli;
- Esnek yapıda gayrimenkul ve özel sermaye yatırım fonları kurulabilmeli;
- Serbest fonların tanıtım faaliyetleri ile ilgili kısıtlamalar esnetilmeli;
- Kişiyi özel portföy yönetiminde performans ücreti serbestçe uygulanabilmeli.

Yeni Kanun'un yukarıda sıralanan esnekliklerden bir kısmını karşılaması, kalanların ise tebliğler yoluyla halledilmesi beklenebilir.

## 3. Portföy yönetiminde banka gruplarının hakimiyeti makul ölçüde azaltılmalıdır...

Türkiye'de büyük finans gruplarının bankaları, aracı kuruluşları ve portföy yönetimi şirketleri arasındaki piyasa rekabetinden uzak, dikey entegrasyon sektöründe yaratıcılığa ve performans odaklı yatırım



Melih Önder  
Yönetim Kurulu Başkanı  
Logos Portföy Yönetimi A.Ş.

*Küresel trende baktığımızda son yıllarda sıkılaşan bir regülasyon görsek de, şu an Türkiye'de geçerli yatırım fonları ve portföy yönetimi faaliyeti ile ilgili aşırı muhafazakar mevzuatı dikkate aldığımızda "herkes gitse de Mersin'e, biz gitmeliyiz tersine" diyebiliriz...*

danışmanlığı faaliyetine engel olmaktadır. Şüphesiz bu durum banka gruplarının tümü için aynı derecede geçerli değildir. Nitekim bağımsız PYŞ sektörünün oluşumunda bu gruplardan birinin kritik katkısına vurgu yapmıştık. Ancak sektörün geneline baktığımızda "oligopol" görüntüsü uzun süredir hakim ve bu durumun en azından yatırım fonlarına yaramadığı aşikar. Bu bağlamda yeni Kanun ve ilgili

tebliğlerde öngörülebilecek bazı değişiklikler şöyle olabilir.

- Bir banka grubunun kendi ukdesindeki yatırım fonu ve bireysel emeklilik fonlarının içinde kendi PYŞ'ne yönettireceği oran sınırlandırılabilir. (Bunun rasyoneli banka grubunun fon yönetiminde "dışarıya açık" olmasını sağlamaktır.)
- Daha da ötesi bir banka grubunun, banka kontrolündeki PYŞ'lere yönettireceği fon oranı da sınırlanabilir. (Bunun rasyoneli ise banka gruplarının yalnız kendi aralarında "paslaşmasına" engel olmaktır.)
- Alternatif olarak (özellikle bireysel emeklilik fonlarında) objektif kriterlere göre zayıf performans gösteren portföy yöneticilerinin, belirli prosedürler çerçevesinde değiştirilmesi zorunlu kılınabilir.

Şüphesiz bu tür tedbirler kısmen "laissez faire" serbest piyasa rekabeti ile çelişse de "rekabeti artırma" veya "pozitif ayırıcılık" yaklaşımı içerisinde değerlendirilmelidir.

Bu önerilerin dışında yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamında olmasa da aşağıdaki hususlar gerek bağımsız PYŞ'ler gerekse sektörün geneli açısından önemlidir:

- > yatırım fonlarındaki (hisse senedine yönelik) vergi dezavantajının kaldırılması;
- > fon alım satımının serbestçe Takasbank üzerinden yapılması;
- > borsa yatırımcısının haklarının korunması noktasında (çağrı muafiyetinin kolaylaştırılması benzeri) tavizlerin verilmemesi.

Toparlamak gerekirse, bağımsız PYŞ'lerin SPK'dan birincil beklentileri mevzuatın gerekli asgari esnekliğe kavuşturulması, ikincil beklentileri ise piyasada yaratıcılığın artması için (ki "finans merkezi" misyonu bunu gerektirir) bağımsız PYŞ'lerin makul derecede teşvik edilmesidir.

# NOTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.



**Doç. Dr. Evren Bolgün**  
Genel Müdür Yardımcısı  
Notus Portföy Yönetimi A.Ş.

**N**otus Portföy Yönetimi A.Ş. 2011'de kurulan bir bağımsız portföy yönetimi şirkettir.

Yunan mitolojisinde "Notus" güney rüzgar tanrısının karşılığı iken, yaz sonu ve sonbahar başlangıcında oluşan kuvvetli rüzgarları ifade etmektedir. Gelişmekte olan finansal piyasalardaki fırsat rüzgarlarının her geçen gün önemini arttırmakta olduğu bir ortamda Notus Portföy kurucuları, ortalama 20 yıllık uluslararası ve yerel finans piyasalarındaki tecrübelerini birleştirerek yatırımcılarına "Güven, Varlık Dağılımı, İstikrarlı Performans ve Risk Yönetimi" hizmetlerinin sağlandığı bir ortamı yaratmak üzere faaliyet göstermektedir.

Notus Portföy Yönetimi'nin Vizyonu, bireysel ve kurumsal yatırımcılara ölçülen risk tercihleri doğrultusunda katma değer üretmeyi hedefleyerek piyasa koşulları doğrultusunda en iyi performansı sağlayacak nitelikli Özel Portföy Yönetim Hizmeti vermektir.

Misyonumuz, yatırımcılarımızın finansal varlıklarının güvenilir yöneticisi olmak, kazançları piyasa dalgalanmalarından korumak, piyasalardaki fırsatları değerlendirerek uzun vade perspektifinde, hedeflenen göstergenin üzerinde istikrarlı getiri sağlamaktır.

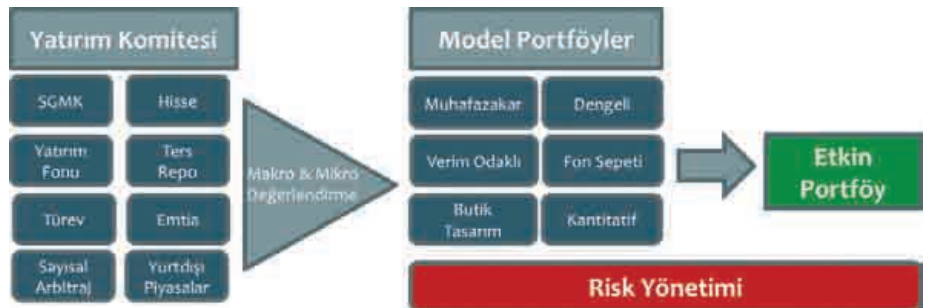
## Notus Portföy Ürün & Hizmetleri

SERİSİ/STRATEJİLERİ	ÖZEL PORTFÖY YÖNETİMİ
<b>Bireysel Portföy Yönetimi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yatırımcıların portföylerini düzenli olarak izleyip, piyasa koşullarına göre risk profillerine uygun olarak portföyleri aktif olarak yönetmektedir.</li> <li>Hizmeti uluslararası ve yerel piyasalarda Muhafazakar, Denge ve Verim Odaklı aktiflik/ pasiflik serisi portföy çeşitliliğiyle sunmaktadır.</li> <li>Yatırımcıların portföylerini düzenli olarak izleyip, piyasa koşullarına göre risk profillerine uygun olarak portföyleri aktif olarak yönetmektedir.</li> </ul>
<b>Kurumsal Portföy Yönetimi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ticari amaçla bir varlık olarak, veya portföyün diğer aktifleri ile birlikte aktif olarak yönetilen bir portföy olarak portföy yönetimi yapmaktadır.</li> <li>Kurumsal özel portföy yönetimi hizmetleri kurumsal portföyler için aktiflik/ pasiflik/ verim odaklı portföy çeşitliliğiyle sunulmaktadır.</li> </ul>
<b>Yatırım Fonları</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>14 Yatırım Fonu, Notus Portföy Yönetimi A.Ş. bünyesinde faaliyettedir. B. Tıp Değerlendirme Fonu, Yatırım Fonları, Muhafazakar, Denge ve Verim Odaklı aktiflik/ pasiflik serisi portföy çeşitliliğiyle sunulmaktadır.</li> <li>Yatırımcıların portföylerini düzenli olarak izleyip, piyasa koşullarına göre risk profillerine uygun olarak portföyleri aktif olarak yönetmektedir.</li> </ul>
<b>Kurumsal Risk Yönetimi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kurumsal Risk Yönetimi hizmetleri portföyleri aktif olarak yönetilen portföyler için aktiflik/ pasiflik/ verim odaklı portföy çeşitliliğiyle sunulmaktadır.</li> <li>Kurumsal Risk Yönetimi hizmetleri portföyleri aktif olarak yönetilen portföyler için aktiflik/ pasiflik/ verim odaklı portföy çeşitliliğiyle sunulmaktadır.</li> </ul>
<b>Ürün Yelkeni</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>14 Yatırım Fonu, Notus Portföy Yönetimi A.Ş. bünyesinde faaliyettedir. B. Tıp Değerlendirme Fonu, Yatırım Fonları, Muhafazakar, Denge ve Verim Odaklı aktiflik/ pasiflik serisi portföy çeşitliliğiyle sunulmaktadır.</li> <li>Yatırımcıların portföylerini düzenli olarak izleyip, piyasa koşullarına göre risk profillerine uygun olarak portföyleri aktif olarak yönetmektedir.</li> </ul>

## Notus Portföy Yatırım Prosesi

Yatırım komitesi üyeleri her hafta başında yurtiçi ve yurtdışı piyasalardaki gelişmeleri analiz etmekte, kısa/orta vadeli finansal varlık

dağıtım kararları gözden geçirilerek, ortak bir konsensüs içerisinde portföy yöneticileri model portföy yönetimini gerçekleştirmektedir.





Notus Portföy Yönetimi Kurucu Ortakları  
Soldan Sağa: Doç. Dr. K. Evren Bolgün | Naim Koçer | Murat Sağman

### İŞ YATIRIM - NOTUS PORTFÖY B DEĞİŞKEN / ESNEK YATIRIM FON İHRACI

Notus Portföy Yönetimi, İş Yatırım ile birlikte Ekim ayı içerisinde B Tipi Değişken Yatırım Fonu ihraç etmektedir. İş Yatırım-Notus Portföy B Değişken Yatırım Fonu (TKYD Sınıflandırması : Esnek) ağırlıklı olarak TL cinsi orta ve uzun vadeli devlet ve özel sektör tahvil ve bonolarına, ters-repo piyasasına yatırım yapan ve bunun dışında hisse senedi piyasasında oluşabilecek fırsatlardan en yüksek getiri/risk rasyosu kıstası doğrultusunda yararlanmak isteyen yatırımcılara yöneliktir.

**Fon Göstergesi:** 35% KYD ÖST + 15% KYD Bono Kısa+ 15% KYD Bono Orta + 15% KYD Bono Uzun + 10% KYD O/N Repo+10% İMKB-30

**Fon Stratejisi:** Temel amaç fona alınacak finansal varlıklar kullanılarak, etkin portföyler elde etmektir. Etkin portföyler; riski minimize eden portföy, getiri/risk rasyolarını (Sharpe, Information, Sortino) maksimize eden portföyler, rölatif getiriyi (Portföy getirisi-Risksiz fazi oranı) maksimize eden portföyler olmaktadır. Fon içerisinde hisse varlık sınıfı oluşturulmakta ve daha sonra genel varlık sınıflarının ikincil bir optimizasyonu ile toplam fon

Fonda Yer Alacak Varlıklar	Strateji Bant Aralıkları
Özel Sektör Tahvilleri	35% - 50%
Devlet İç Borçlanma Senetleri	25% - 30%
O/N Repo	5% - 10%
İMKB-30 Hisse	0% - 15%
Yatırım Fonu	2% - 10%

varlık dağılım miktarları belirlenmektedir. Her bir finansal varlık dağılım miktarı portföy yenileme dönemi içerisinde benzer bir şekilde tekrarlanmaktadır.

Düşük risk profiline sahip olan yatırım fonu (İMKB30 endeks yıllık risk miktarının 1/8'i seviyesinde) Aylık Brüt Mevduat getirisinin +%2 - +%5 üzerinde bir beklenen getiriye sahip olacaktır. 2012 yılı başından itibaren gerçek fiyatlar ile yapılan fon yönetim simülasyonlarında ilk sekiz aylık fon dönemsel getirisi %15.92 (Yıllık %24.38) ile 87 adet B Tipi Değişken Fon arasındaki en iyi ilk beş yatırım fonu arasında yer almaktadır. Yıllık yönetim ücreti %2 ile Değişken B Tipi fon segmentinde en düşük düzeyde belirlenmiştir.

# Şirketler İçin Kredi Artık Tek Çözüm Değil

*ÖST ve banka bonolarının borçlanma piyasasındaki ağırlığı %5.71 düzeyine ulaştı; yatırımcı tarafında ise ağırlık %38.3 ile yurt içinde yaşayan gerçek kişilerde...*

**S**on yıllarda, Özel Sektör Borçlanma Araçları'nın sermaye piyasasındaki konumunda önemli gelişmelere tanık olduk. Reel faizlerdeki kayda değer düşüş ile beraber, özel sektörün piyasadaki borçlanmasındaki en önemli engellerden biri kısmen de olsa aşıldı. Bununla beraber banka kredilerindeki görece yüksek maliyet, şirketler için önemli bir finansman alternatifi olan özel sektör tahvillerinin (ÖST) cazibesini arttırdı.

Özel Sektör tahvillerinin ve banka bonolarının toplamının borçlanma piyasasındaki ağırlığı 2010'da %0.79 iken, 2011'de %3.64 seviyelerine ulaştı. 2012 yılında ise Eylül ayı sonuna kadarki zaman diliminde bu oran %5.71 olarak karşımıza çıktı.

Eylül 2012 itibarıyla İMKB'de 1.29 milyar TL tutarında sabit kupon ödemeli, 3.74 milyar TL değişken kupon ödemeli tahvil ile 2.13 milyar TL iskontolu ÖST işlem görmektedir. Buna ek olarak, Hazine'nin uzun vadeli borçlanma stratejisini benim-

semesi sonucunda, kısa vadeli tahvil piyasasında bankaların iskontolu bono ihraçlarının tutarı 16 milyar TL'na ulaştı.

ÖST'lerin Ocak-Eylül 2011 ve Ocak-Eylül 2012 istatistiklerini karşılaştırdığımızda ise, özel sektörün piyasadaki rolünün arttığını gözlemliyoruz. 2011'de Ocak-Eylül arasında SPK tarafından kayda alınan ÖST ihracı 5.45 milyar TL iken, bu değer 2012'nin aynı döneminde 10.2 milyar TL olarak gerçekleşti.

Büyük resimde ÖST'lerin yavaş da olsa önem kazandığı görülmekle beraber, Türkiye'yi OECD ülkeleriyle karşılaştırdığımızda ÖST'lerin Sabit Getirili Menkul Kıymetler içindeki payının düşük kaldığı göze çarpmaktadır. Mevzuatta yapılan değişikliklerle ihraç maliyetlerinin önemli ölçüde

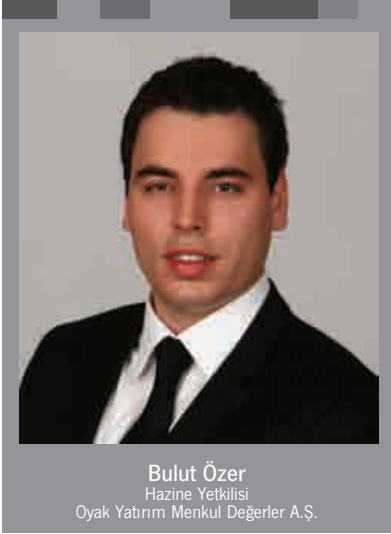
düşmesine rağmen, gerekli derecelendirme sisteminin tam anlamıyla uygulanamaması ve ikincil piyasada etkinliğin sağlanamaması nedeniyle, şirketlerin piyasaya erişimi hala istenilen düzeyde değildir.

ÖST'lerin halka arz zorunluluğu bulunmaması nedeniyle, piyasadaki likidite tam olarak sağlanamamakta ve sağlıklı bir fiyat oluşumu gerçekleşmemektedir. Fakat işlem hacmi ve sözleşme sayısı düşük de olsa, organize bir ikincil piyasanın oluşmasıyla piyasadaki likidite konusunda da olumlu gelişmeler göreceğimizi düşü-

		SGMK (Milyar \$)	SGMK Payı	SGMK/ GSYİH	Kamu Kesimi/ SGMK	Özel Sektör/ SGMK
1	ABD	26,176	37%	174%	48%	52%
2	Japonya	15,139	22%	259%	86%	14%
3	Fransa	3,384	5%	121%	53%	47%
4	Çin	3,232	5%	46%	46%	54%
5	İtalya	3,114	4%	139%	65%	35%
6	Almanya	2,648	4%	73%	68%	32%
7	İngiltere	1,745	2%	70%	82%	18%
8	Kanada	1,507	2%	86%	70%	30%
9	İspanya	1,472	2%	96%	47%	53%
10	Brezilya	1,368	2%	54%	62%	38%
<b>28</b>	<b>Türkiye</b>	<b>206</b>	<b>0%</b>	<b>27%</b>	<b>95%</b>	<b>5%</b>
	<b>Toplam</b>	<b>69,945</b>	<b>100%</b>	<b>107%</b>	<b>60%</b>	<b>40%</b>

Kaynak: BIS, IMF, TÜİK, SPK





**Bulut Özer**  
Hazine Yetkilisi  
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

nüyoruz. Zaten şu anki işlem hacimleri ve sözleşme sayılarını incelediğimizde piyasadaki canlanmayı fark edebiliyoruz.

ÖST stoğunun GSYH'ye oranına baktığımızda, değer 2009'dan başlayan bir yükseliş trendi içerisinde olduğunu görüyoruz. 2009 yılında %0.04 olan bu değer, 2012 yılı için %0.47'ye ulaşmıştır. ÖST'nin tüm borçlanma stokları içindeki payında da düzenli olarak bir artış fark edilmektedir. 2011 yılından 2012'nin Eylül ayına kadar bu oranda %58'lik bir artış görülmüştür.

Piyanın diğer katılımcısı olan yatırımcı tarafına baktığımızda ise, ağırlığın %38.3 ile yurt içinde yaşayan gerçek kişiler olduğu görülmektedir.

Tahvil ve bono faizlerinin gerilediği, mevduat faizlerinin yüksek kaldığı ve bireysel yatırımcının tercihini daha çok mevduattan yana kullandığı bir dönemde bile yatırımcı profilindeki ağırlığın bu kesimde olması, ÖST piyasasındaki kurumsal yatırımcının piyasaya katılımının düşük kaldığını göstermektedir.

Yurt dışında yerleşiklerin sahip olduğu menkul kıymet payı ise sadece %2.7 düzeyindedir. Bu konudaki en önemli etken Türkiye'nin "yatırım yapılabilir" ülke notuna sahip olmasıdır. Türkiye özelindeki ekonomik göstergelerin iyileşmesi ve finansal istikrar konusunda atılan olumlu adımların ışığında oluşan kredi gelecekte gerçekleşmesi durumunda, ÖST piyasasındaki yabancı payının önemli derecede artacağını düşünüyoruz.

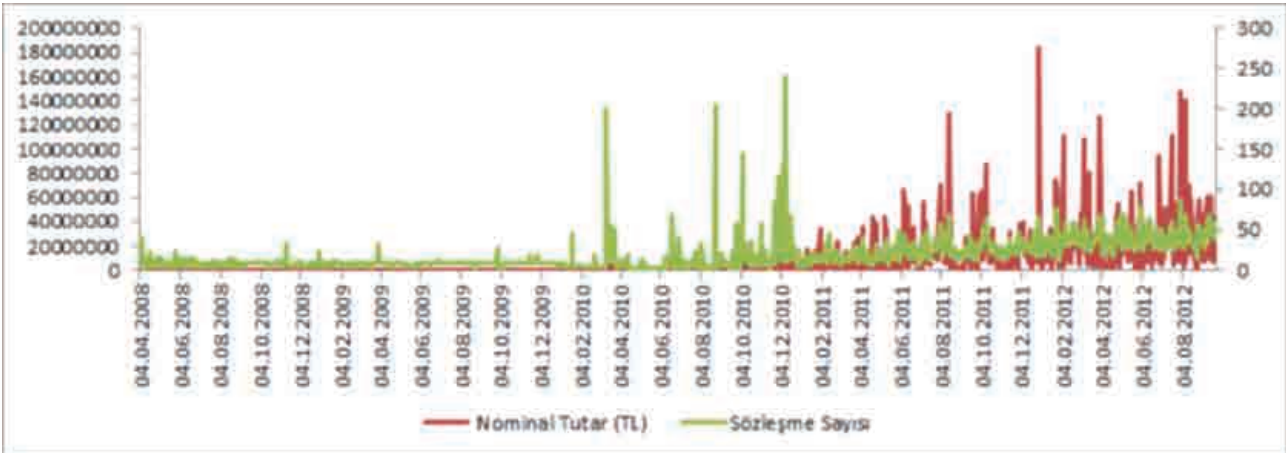
Üzerinde durulması gereken bir başka konu ise Özel Sektör Borçlanma Araçları piyasasındaki ürün çeşitliliğidir. Çeşitli risk-getiri algısına sahip yatırımcı profilinin olduğu bir ortamda, gelen talepler doğrultusunda farklı sermaye piyasası araçlarının arzı artık bir gereklilik olmuştur. Mevcut durumda Bono-Tahvil Piyasası içinde kamu borçlanma senetleri, özel sektör tahvilleri ve banka bonoları dışında 431 milyon TL tutarında VDMK (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet) işlem görmektedir.

Bu doğrultuda düzenleyici otoritelerin de yakın zamanda attığı önemli adımlar görülmüştür. SPK'nın "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i Nisan 2010'da yürürlüğe girmiş olup, bunu takiben 11 Eylül 2012 tarihinde yayınlanan İMKB Genelgesi ile kira sertifikalarının Borçlanma Araçları Piyasası'nda işlem görmesi sağlanmıştır.

Hazine Müsteşarlığı da, 26 Eylül 2012 tarihinde kira sertifikası ihracında 1,5 milyar TL borçlanma gerçekleştirmiştir. Beş milyar TL'nin üzerinde gelen talep miktarı, bu sermaye piyasası aracının yurtiçi piyasalarda da ihraç edilmesi için cesaret veren bir gelişmedir.

Görüldüğü gibi özel sektör borçlanma araçları ülkemizde bir yükseliş yakalamıştır. Fakat yapılan iyileştirmelere rağmen piyasa büyümesinin devamı için, üzerinde çalışılması gereken konular mevcudiyetini korumaktadır.

İkincil piyasada piyasa yapıcılığının etkinleştirilmesinin, farklılaşan ürün portföyünün piyasa likiditesinde olumlu yansımaları olacağını ve ihraççı-yatırımcı ilişkisinin olmazsa olmazı güven ortamını arttıracak olduğunu düşünüyoruz. Bunlara ek olarak olası bir yatırım yapılabilir kredi notunun yansımaları olarak artacak yabancı ilgi ve piyasa katılımcısıyla risk priminin azalmasını beklemekteyiz.





## İrlanda fon sektörü varlıkları iki trilyon euro ile rekor düzeyde

*Avrupa krizine rağmen fon sektörü hızlı büyüyen İrlanda'da sektörün durumunu, İrlanda Fon Sektörü Derneği (IFIA) sözcüsü Angela Madden, Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi.*

**K**urumsal Yatırımcı-İrlanda fon sektöründeki büyümenin ardında hangi temel faktörleri görüyorsunuz ve son dönemdeki istatistikler hakkında bilgi verebilir misiniz?

**Angela Madden** - İrlanda yöneticilerin tercihidir. 2011 yılında İrlanda'nın yeni UCITS yatırımlarına çektiği varlıklar, diğer Avrupa ülkelerinin tamamının topladığının iki katı kadardı - son çeyrekte ise İrlanda beş kat fazla varlık çekti. Avrupa'daki köklü merkezlerin çoğunluğunda ise önemli varlık çıkışları yaşandı.

İrlanda UCITS ülkeleri arasında dünyada en hızlı büyüyen ülke - son 11 yılda diğer ülkeleri yüzde 500 farkla geride bıraktı. Ayrıca İrlanda'nın dünyadaki bir numaralı alternatif fon merkezi olduğu kabul ediliyor ve dünyadaki toplam aktiflerin yüzde 40'tan fazlasına

İrlanda'dan hizmet veriliyor. İrlanda fon sektörü şu anda iki trilyon euro gibi rekor bir seviyedeki varlığa hizmet sunuyor ve yaklaşık 12,000 uzmanı doğrudan istihdam ediyor. Diğer binlerce kişinin istihdamına da dolaylı destek sağlayan sektör, geçen 23 yılın birikimi olan büyük bir saygınlık ve uzmanlığa sahip.

İrlanda merkezli fonları olan 50'den fazla ülkeden 388 fon tanıtımcısı bulunuyor; karmaşık sınır ötesi fonlara hizmet verilmesinde geniş bir uzmanlık ve deneyime sahip olan 47 fon yönetim şirketi ve küresel ağlarıyla depo hizmetleri ve çok gelişmiş mutemet/saklama hizmetleri sunan 19 şirket ile İrlanda, bugün 28 dildeki uzmanlık birikimiyle yaklaşık 170 ülkeye dağıtım yapmaktadır. İrlanda'nın diğerlerinden farklı olmasını sağlayan birçok sebep vardır ancak bunlardan bazıları çok açık olmakla birlikte, bazıları o kadar bilinmemektedir. Şunu belirtmek gerekir ki İrlanda, Euro Bölgesinde



**Angela Madden**  
İrlanda Fon Sektörü Derneği (IFIA) Sözcüsü

İngilizce konuşulan tek fon merkezidir ve hem doğuyla hem de batıyla işlem yapmak için optimum zaman diliminde yer almaktadır.

Aynı zamanda İrlanda'da iş yapmak için de tarihte bundan daha iyi bir dönem yaşanmamıştı. İrlanda'da

işgücü maliyeti 2011 yılında Euro Bölgesi ortalamasının altına düştü. Enerji, konut kiralari, ofis kiralari, hizmetler, inşaat ve işgücü dahil olmak üzere ticari girdi maliyetlerinin tamamı, rekabet gücünü artıran bir seviyeye geriledi ve 2003 seviyelerine indi - lüks ofis kiralari yüzde 52, işgücü birim maliyetleri yüzde 12, ticari hizmetlerin maliyetleri ise yüzde 7 azaldı.

Ayrıca ticari iş yapma kolaylığı açısından Euro Bölgesinde ilk sırada yer alan İrlanda, yatırım yapmak için de Batı Avrupa'nın en iyi yerindedir. Dublin dünyada beşeri sermaye açısından en iyi şehir olarak kabul edilirken, İrlanda insanların esnekliği ve uyum sağlama yeteneği açısından olduğu gibi, vasıflı işgücü açısından da dünyada ilk sırada yer alıyor. Ülke nüfusunun yüzde 50'den fazlası 35 yaşın altında bulunuyor.

Fonlar açısından baktığımızda, büyümenin devam edeceğini tahmin ediyoruz. Dünyada daha düzenli yatırımcı modeline geçiş sürüyor - kurumsal ve bireysel yatırımcılar, sağlam bir düzenlemenin olduğu, esnek ve geçmişteki başarılarıyla kendini kanıtlamış bir merkez üzerinden iş yapmanın rahatlığını yaşamak istiyorlar.

Ancak asıl fark yaratan, karmaşık fon yapılarının oluşturduğu en geniş yelpazede işlem yapmak için gerekli bilgi birikimine sahip insan gücümüz ve onların kendilerine duydukları güvendir. Bu özelliklerin başka ülkelerde aynen tekrarlanması ise mümkün değildir.

İrlanda, düşük maliyetle ve zamanında sunduğu çözümleriyle fon yöneticilerinin bütün uzmanlık ve yeniliklerinden yararlanmalarını sağlıyor.

(Rakamlar, 2011 IBM Global Trends Report, World Bank Doing Business Report 2011, IMD World Competitiveness Yearbook 2012 ve Eurostat nüfus istatistikleri gibi bağımsız kaynaklardan alınmıştır.)



### **Kurumsal Yatırımcı - Yatırım ve emeklilik fonlarının İrlanda'daki rolünü korumak ve geliştirmek için IFIA neler yapıyor?**

**Angela Madden** - IFIA, yaptıkları her şeyi dünya kalitesinde yapan üyeleri temsil eden bir birliktir ve bu yüzden birliğin kendisi ve birliğin yaptığı çalışmaların da bu dünya kalitesini yansıtmaları gerekir. IFIA'nın esas rollerinden biri de, dünya fon sektörünün geleceğini etkilemek ve şekillendirilmesine yardımcı olmak üzere küresel karar alıcıların masasında yer almaktır.

Fon sektörü 12,000 kişiye doğrudan, yaklaşık 6000 kişiye de dolaylı olarak istihdam sağlamaktadır. IFIA olarak bir rolümüz de, uluslararası yatırım fonlarına hizmet vermek ve danışmanlık yapmak için İrlanda'nın gidilecek en iyi yer olarak görülmesini sağlayarak istihdamı daha da artırmaktır. İrlanda'nın pazarlamasını ve tanıtımını yapmak da çok önemlidir ve IFIA faaliyetlerinin merkezinde yer alır. Gerçekten de IFIA kısa bir süre önce sektör ve İrlanda'nın profilini, yatırım fonları için en iyi yer olarak çizmesi nedeniyle özel bir Editör ödülü aldı.

Birlik, dünyanın her yerindeki önemli

---

*İrlanda fon sektörü şu anda iki trilyon euro gibi rekor bir seviyedeki varlığa hizmet sunuyor ve yaklaşık 12,000 uzmanı doğrudan istihdam ediyor. Diğer binlerce kişinin istihdamına da dolaylı destek sağlayan sektör, geçen 23 yılın birikimi olan büyük bir saygınlık ve uzmanlığa sahip.*

---

pazarlar ve ülkelerde sahada olmak çok önemli olduğundan, İrlanda Yatırım Ajansı IDA ve Hong Kong'da İrlanda Ticaret Odası'nın ortaklığıyla, son 18 ay içerisinde dünya genelinde 10 civarında temsilcilik ofisi açtı. Doğal olarak dünya çapında sürekli olarak seminerler ve ticari ziyaretler düzenlemeye devam ediyoruz.

Ancak IFIA aynı zamanda, İrlanda'ya giderek artan sayılarda potansiyel yeni müşteriler getirmeye de devam edecektir. Faaliyetlerin burada yapılmasını ve böylece gelir ve istihdam yaratılmasını sağlamak için, İrlanda ve finansal hizmetler sektörümüz hakkında kalıcı ve olumlu bir farkındalık yaratmamız gerekiyor. Sunmamız gereken vasıflı insanların sayısı, derinliği ve esnekliği, fonların merkezlerini nereye kuracakları kararını almalarında gerçek bir fark yaratacaktır.

Asya (ve diğer) bölgelerden kuruluşlar giderek artan bir şekilde işlerini uluslararası seviyeye taşımaktadır ve bizim de onların radarlarına ve sonuçta gündemlerine erken girmemizi sağlamamız gerekmektedir. İrlanda'yı ziyaret etmeye teşvik ederek onları yakalıyor ve İrlanda fon sektörünün en olumlu yanlarını sergileme olanağı buluyoruz.

Sınıfının en iyisi olma konumunu korumak için IFIA'nın ele aldığı iki temel unsur bulunuyor - sektörün ana akımının, hali hazırda, doğru bir düzenleme ve hızlı çözümler sunan iş ortamı üzerinden yapmakta olduklarını geliştirme ihtiyacı ve geleceğin iş faaliyetlerini geliştirmek için inovasyona odaklanma. Bu, geleneksel ve alternatif yatırım fonlarının yapıları ve süreçlerinin yanı sıra İslami finans ve yeşil fonlar gibi yeni veya büyüyen niş pazarlarda uzmanlık gruplarını da kapsamaktadır.

Sektörümüz, dünya genelindeki yatırımcıların ve yatırımcılara hizmet vermek için yatırım ürünleri oluşturan şirketlerin ihtiyaçlarına yönelik çözümleri zamanında temin ettiği ölçüde önem taşımaya devam etmektedir.

Temel olarak IFIA fon sektöründe bu büyümeye destek olacak dört önemli alan bulunduğu inanılmaktadır:

- ekonomik faaliyetlerin gerçekleşmesini sağlamak için inovasyon ve uygun düzenlemelerin birlikte var



olması;

- gerçekleştirdiğimiz başarıları ve bundan sonra yapabileceğimizi sergilediğimiz ülkelerin tanıtımını agresif bir şekilde yapmak;
  - nihai yatırımcıların, dağıtımcıların ve faaliyetleri yürüten fon yöneticilerinin ihtiyaçları konusunda açık ve net bir anlayışa sahip olmak ve
  - en önemli rekabet gücümüz olan insanlarımızın vasıf ve eğitimlerine odaklanmayı sürekli hale getirmek.
- Bu konularda öncülük etmek ve bütün bunların gerçekleşmesini sağlamak IFIA'nın görevidir.

### **Kurumsal Yatırımcı - İrlanda fon sektörü Avrupa'daki borç krizinden nasıl etkilendi ve gelecek aylar için beklentileriniz nelerdir?**

**Angela Madden** - İrlanda fon sektörü tam bir küresel iş alanı olduğu için Avrupa'daki borç krizinden etkilenmedi.

İrlanda açısından aslında aynı anda iki ayrı ve farklı ekonomi faaliyet ekonomisi. İrlanda'daki uluslararası ekonomik faaliyetler tarihindeki en yüksek seviyelerde bulunuyor, son birkaç yıldır rekor büyüme ve başarılar kaydeden faaliyetler giderek daha da güçlenmektedir. Fonlar açısından İrlanda şu anda bir rekor olan iki trilyon euroluk varlığa hizmet vermektedir ve yine bir rekor olan bir trilyon euroluk İrlanda merkezli yatırım fonları da buna dahildir. Bu büyüme her bir varlık grubunda gerçekleşen büyümeyle sağlanmıştır.

İrlanda'da doğrudan dış yatırımlar açısından 2011 bir rekor yılı oldu ve 2011 IBM Global Location Trends raporu, İrlanda'nın içe dönük yatırımlarda kalite ve değer açısından dünyada ilk sırada, içe dönük yatırımların yarattığı kişi başına istihdamda ise küresel olarak ikinci sırada yer aldığını gösterdi. Foreign Direct Intelligence kuruluşunun yayınladığı 2012 tarihli Doğrudan Dış Yatırımlar Raporu'nda, İrlanda'nın performansının 2011 yılında Avrupa ortalamasının çok üstünde olduğu belirtildi. İhracat 2011'deki yüzde 5,1 artışla iyi performansını sürdürüyor.

Avrupa krizinin, fon sektörüne ve sektörün geneline yararlı olan bir yan etkisi, İrlanda'daki maliyet ortamında meydana gelen önemli iyileşmeler oldu ve 2011 yılında ülkedeki maliyetler 2003 seviyelerine gerilerken işgücü maliyeti Euro Bölgesi ortalamasının altına indi. Şu anda İrlanda'daki işgücü maliyetleri AB ülkeleri arasında 11. sırada ve Lüksemburg, Almanya, Belçika, Hollanda ve Avusturya gibi ülkelerin altındadır.

Euro Bölgesinde önümüzdeki birkaç ay içerisinde neler olacağını öngörmek imkânsızdır ancak İrlanda Avrupa'nın tam kalbinde yer almaktadır.

Ancak İrlanda son derece yetenekli ve genç bir nüfusa sahip olmanın avantajına sahiptir. Bu genç nüfus değişime ve zorluklara hızla adapte olmaya hazırdır.

# İrlanda Hükümeti'nden Fon Sektörüne Destek



*İrlanda Fon Sektörü Derneği'nin Yıllık Küresel Fonlar Konferansı 12-13 Eylül tarihlerinde Dublin'de yapıldı.*

İrlanda Başbakanı Enda Kenny, İrlanda Fon Sektörü Derneği'nin Yıllık Küresel Fon Konferansı'nda yaptığı konuşmada, kendisi ve hükümetinin fon sektörünü desteklemek ve büyütmek için ellerinden geleni yapacaklarını söyleyerek, iki trilyon euroya ulaşan sektöre desteğini açıkça ortaya koydu.

Sektörün mükemmeliyet ve inovasyona yönelik geçmişine işaret eden Başbakan, "Dalganın önünde olmak ve diğerleri daha düşünmeden önce yeni şeyleri tanıtacak şekilde yenilikçi olmak istiyoruz," dedi.

Başbakan Enda Kenny, İrlanda'nın 1 Ocak 2013 tarihinde başlayacak olan Avrupa Birliği Dönem Başkanlığı'nı bakanların IFIA'nın geçen yıl İrlanda Yatırım Ajansı IDA ile birlikte açtığı temsilcilik ofislerini ziyaret için bir fırsat olarak değerlendireceklerini de ekledi.

Enda Kenny, İrlanda fon sektörünün giderek güçlendiğini ve geçtiğimiz yıl önemli kilometre taşları katettiğini söyledi: "En kayda değer gelişme olarak, İrlanda fon sektörünün yönetimi altındaki toplam varlıklar €2 trilyon'u aştı. Burada son kez bulunduğu bu yana, ilk kez İrlanda merkezli yatırım fonları €1 trilyon'a ulaştı – bu her standartta büyük bir başarıdır."

Alternatif Yatırım Fonu Yöneticileri Direktifi'ne (AIFMD) ilişkin olarak da Başbakan Kenny, Avrupa için yatırımcının korunması ve düzenlenmiş



İrlanda Başbakanı Enda Kenny

bir çerçevede iş yapabilmesi arasında dengeyi sağlamanın gerekli olduğunu belirtti.

"AIFMD" Level 2 metninde Yetkilendirme konusunda uygun anlamının sağlanmasının önemli olduğunu altını çizen Başbakan Kenny, kendisi ve hükümetinin tüm dikkatini bu konuya verdiğini de açıkladı. Bu konunun önemini vurgulayan Başbakan, "Burada istenen, düzenleme ve yetkilendirme için fırsat ve içinde bulunduğunuz iş türünü dengeleme kararıdır," diye konuştu.

Konferansta, AIFMD ve Yetkilendirme konusu İrlanda Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Matthew Elderfield tarafından da gündeme getirildi. Elderfield, "Level 2 koşullarının sonlandırılması sektör için acildir ve bazı önemli konular çözüme ulaşmamıştır. Top artık Komisyon'dadır," dedi.

Elderfield, "Örneğin, fon sektörü iş modelinin önemli ölçüde yetkilendirme ve dışarıdan alım faaliyeti içerdiğinin kabul edilmesinin önemli oldu-



IFIA Başkanı Fearghal Woods, Başbakan Enda Kenny ve IFIA Yöneticisi Pat Lardner

ğunu düşünüyoruz. Level 2 metninin Komisyon tarafından geliştirilecek son halinin de bu alandaki paydaşlar ve düzenleyiciler tarafından dile getirilen son derece mantıklı endişeleri de yansıtacağını umuyoruz," diye konuştu.

IFIA Yöneticisi Pat Lardner da, "Başbakan Enda Kenny ve İrlanda Merkez Bankası Başkan Yardımcısı tarafından yapılan açıklamalar, bu konunun İrlanda – ve diğer Avrupa ülkeleri - için önemini açıkça ortaya koymaktadır ve hassas, dengeli bir yaklaşım ihtiyacını vurgulamaktadır," dedi.



## FON DÜNYASINDAN HABERLER



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

## Borsalardaki düşüşler Norveç Hükümet Fonuna ikinci çeyrekte zarar ettirdi

Dünyanın en büyük kamu varlık fonlarından olan Norveç'in Küresel Hükümet Emeklilik Fonu (The Government Pension Fund Global), ikinci çeyrekte dünya ekonomisinde beklenenden daha zayıf gerçekleşen büyümenin etkisiyle hisse senedi piyasalarında meydana gelen düşüşlerden etkilendi. Fonu yöneten Norges Bank Investment Management (NBIM), fonun bu dönemde yüzde 2,2 kayba uğradığını açıkladı.

NBIM CEO'su Yngve Slyngstad açıklamasında, Avrupa kamu borç krizi-

nin etkilerine ilişkin artan belirsizliğe de dikkat çekti. Fonun hisse senedi yatırımları yüzde 4,6 zarar getirirken, sabit getirili yatırımların değeri yüzde 1,5 arttı. Avrupa para birimlerinde ihraç edilen tahvillerin toplam sabit getirili yatırımlara oranını aşamalı olarak azaltma stratejisi kapsamında, bu tahvillerin oranı söz konusu dönem itibarıyla yüzde 51'den yüzde 48,1'e düşürüldü.

İkinci çeyrek sonunda fonun portföyünün yüzde 59,6'sı hisse senetleri, yüzde 40,1'i sabit getirili ve yüzde 0,3'ü ise gayrimenkulde bulunuyordu.

Kamu varlık fonu, hükümetin sahip olduğu ve genellikle ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz operasyonları, özelleştirme gelirleri, kamu transfer ödemeleri, mali fazlalar veya kaynak ihracından gelen kazançlarla oluşturulan bir yatırım fonudur. Ödemeler dengesi veya para politikası amaçları için mali otoriteler tarafından tutulan döviz rezerv varlıkları, gelecekte anlamda kamu iktisadi teşebbüsleri, kamu-işçi emeklilik fonları (işçi/işveren katkısı ile fonlananlar)

veya bireyler için yönetilen varlıklar, kamu varlık fonu tanımının dışında tutulmaktadır.

Sovereign Wealth Fund Institute'un (SWF Institute) Eylül ayında açıkladığı sıralamaya göre, Norveç'in fonu 656 milyar dolarlık değerleriyle dünyanın en büyük kamu varlık fonu. Onu UAE – Abu Dhabi Investment Authority (Adia) 627 milyar dolar ve Çin'in SAFE Investment Company fonu 567.9 milyar dolar olarak tahmin edilen büyüklükleri ile takip ediyorlar. SWF Institute'a göre, dünyada toplam kamu varlık fonu büyüklüğü 5,115 milyar dolar düzeyinde bulunuyor.

2005 yılından bu yana en az 20 kamu varlık fonu oluşturuldu. Özellikle 2003-2008 yılları arasında başta petrol ve gaz olmak üzere yükselen emtia fiyatlarının etkisiyle bu fonlar çok hızlı büyüdü. Bazı kamu varlık fonları şeffaf değil, yani portföylerindeki varlıkları ve stratejilerini kamuya açıklamıyorlar. Ancak bu fonların en büyüklerinden olan Norveç'in petrol fonu şeffaflık açısından da önde geliyor. Fonun web sitesinde değeri



eşanlı olarak güncelleniyor. Şeffaflık, fonun kayda değer özelliklerinden sadece bir tanesi. 1990 yılında kurulan ve 300 milyon dolar ile ilk para girişinin yaşanmasından itibaren çok hızlı büyüyen fon, küresel hisse senetleri piyasasının yüzde 1'i, borsada kote olan her bir Avrupa şirketi hissesinin yüzde 2.25'ini elinde tutuyor.

Dünyanın beşinci büyük petrol ihracatçısı Norveç'in Küresel Hükümet Emeklilik Fonu, sadece ülke dışına yatırım yapıyor. Hükümet, hızla büyüyen petrol kazançlarını alan fonun yıllık getirisinin yüzde 4'ten fazlasını harcamıyor. Önceleri sadece kamu tahvillerine yatırımla başlayan fonun zaman içinde bir şirketin yüzde 10'unu aşmayacak şekilde hisse senedi almasına da izin verildi.

Fonun ayrıca geniş etik ölçüleri de mevcut. Maliye bakanlığı, tütün grupları gibi bazı sektörler veya altı yıl

önce işçi uygulamaları nedeniyle kapsam dışına alınan Walmart gibi şirketlere yatırımı yasaklamış durumda. Hisse senetlerine ayrılan miktar 2007'de yüzde 40'dan yüzde 60'a yükseltildi. 2008 yılında da fonun gelişmekte olan piyasalardan hisse senetleri almasına izin verildi.

NBIM, Temmuz ayında Singapur Uluslararası Su Haftası kapsamında, Asya ve Avustralya'da şirketlerde suyla bağlantılı risklerin önemi konulu bir seminer düzenledi. NBIM'in yanı sıra Hollanda emeklilik fonları APG ve PGGM, Singapur'un kamu varlık fonu GIC ve HSBC Global Asset Management, yatırım yaptıkları şirketlerde su risklerini nasıl yönettiklerini anlattılar. NBIM'in sahiplik politikası küresel başkanı Anne Kvam, "8000 civarında şirkette uzun vadeli bir yatırımcı olarak, şirketlerin hızla azalan su kaynakları ve su kirliliğinden faaliyetlerinin ve tedarik zincirlerinin ne



ölçüde risk altında olduğunu düzenli olarak raporlamalarını bekliyoruz," dedi. "Bunun yapılmaması sektörlerde karlılığı ve buna bağlı olarak da bizim yatırımlarımızı etkileyebilir".

Fon, gayrimenkul yatırımı da yapıyor. Ancak Londra Regent Street gibi önde gelen bölgelerde alımlara rağmen, yılda 50 milyar dolardan fazla büyüyen fonun portföyünde gayrimenkulün payını artırması zor görünüyor.

## İrlanda, Avrupa'nın lider İslami Fon Merkezi olarak konumunu güçlendiriyor

İrlanda Fon Sektörü, Malezya'dan ilk fon tanıtımcısının UCITS fonlar kurmak üzere gelişi ile Orta Doğu dışındaki düzenlenmiş lider İslami Finans merkezi olarak konumunu güçlendiriyor.

İrlanda Fon Sektörü Derneği (IFIA) yöneticisi Pat Lardner, CIMB-Principal Islamic Asset Management'ın (CIMB-Principal Islamic) İrlanda'ya UCITS fon grubu kurmak üzere gelişinden mutlu olduklarını belirterek, "PWC verilerine göre Orta Doğu dışındaki İslami Finans'ın yüzde 20'sine

tekabül eden İrlanda, bu durumda Avrupa'nın bu alanda bir numaralı söz sahibi haline geliyor. İslami finans, İrlanda hükümeti tarafından uluslararası finansal hizmetler sektöründe geliştirilmesi hedeflenen odak konulardan biri olduğu için, biz de CIMB-Principal Islamic tarafından sunulan yenilikçi ürünleri memnuniyetle karşılıyoruz ve diğerlerinin de onları takip edeceğini umuyoruz," dedi.

CIMB-Principal Islamic İrlanda UCITS fon grubunun oluşturulması, Dublin'de yerleşik ilk Malezya mer-

kezli uluslararası İslami fon platformu olan CIMB-Principal Islamic Asset Management (İrlanda) Plc'nin kuruluşu sonrası gerçekleşti.

Söz konusu platformda, üç yeni UCITS hisse fonu kayıt edildi - Islamic Global Emerging Markets Equity Funds, Islamic Asia Pacific ex-Japan Equity Funds ve Islamic ASEAN Equity Funds. Bu İslami UCITS Fonları, Birleşik Krallık, İsviçre, Almanya, Suudi Arabistan, Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri ve Singapur olmak üzere yedi bölgede yatırımcılara sunulacak.

## Morningstar Araştırması: Finansal Danışmanlık performansı %29 iyileştiriyor

Morningstar'ın Eylül ayında açıkladığı araştırmasına göre, etkin bir danışmanlık hizmeti ile emeklilik yatırımcılarının performansı %29 arttırılabilir. Morningstar'ın "gamma" olarak adlandırdığı bu doğru yatırımın katkısı yıllık %1.82 olarak hesaplanırken, finansal danışmanlık hizmetlerinin katkısı konusunda da bilimsel bir değerlendirme ortaya koymuş oluyor. Morningstar'ın emeklilik yatırımları araştırmaları bölümünün başkanı olan

David Blanchett, yatırımcıların gelecek yılın en iyi fonunu seçmek için yoğun bir çaba harcadıklarını belirterek, bu yaklaşımın "alpha" arayışı olduğunu ancak kendi çalışmalarının farklı bir perspektiften baktığının altını çiziyor.

"Alpha, Beta and Now... Gamma" adlı raporda bir emeklilik planının performansında etkin olan beş faktör üzerinde araştırma yapıldığı belirtiliyor: toplam servet üzerinden optimal varlık dağılımı, dinamik ödeme strate-

jileri, garantili gelir ürünleri, etkin vergi planlaması ve portföy optimizasyon politikaları.

Morningstar'ın çalışmasının ortaya koyduğu sonuç, etkin finansal planlama stratejileri uygulayarak yapılan katkının sonucu tamamen tahmin edilebilir düzeyde. Morningstar analistleri, yukarıda belirtilen beş ölçüt üzerinde yapılan simülasyonlar ile ortalama bir emeklilik yatırımcısının aynı risk düzeyinde getirisini yüzde 30 artırmanın mümkün olduğunu ortaya koyuyorlar.

## Yatırımcıların daha yüksek getiri arayışı Fon Yöneticilerini zorluyor

ABD'li yatırımcılar son 10 yıl içinde aktif yönetilen hisse senedi fonlarından 543 milyar dolar çekerken, fon yöneticisinin hisse senedi seçmek zorunda olmadığı pasif yönetilen endeks fonlara 660 milyar dolar yatırdılar. HSBC'nin Boston merkezli EPFR'nin verilerine dayanarak yaptığı bu çalışma, aktif yönetim yapan fon sektörünün işinin son yıllarda daha da zorlaştığını ortaya koyuyor.

HSBC'nin çalışmasına göre, hisse senedi piyasalarındaki aşırı dalgalanmaların yatırımcıları endeks fonlara yönlendirdiği ileri sürülüyor. S&P 500 Endeksi 2007 Ekim ayından sonra 17 ay boyunca %57 gerilemiş, Mart 2009'da dip yaptıktan sonra da iki katına yükselmişti. Tüm bu dalgalanmalar boyunca aktif yönetilen fonların başarılı olmadığını ileri süren araştırmada, büyük sermayeli ABD hisse fonlarının %40, küçük sermayeli hisse fonlarının ise %38 oranında karşılaştırma ölçütlerini (benchmarklarını)

geçebildikleri ileri sürülüyor. Böylelikle aktif yönetilen hisse fonlarının aldıkları 80-150 baz puan arasındaki yönetim ücretlerinin 20-30 baz puan arası olan endeks fonlarla ve BYF'lerle karşılaştırıldığında anlamlı olmadığı belirtiliyor. Hisse senedi fonlarının her şeye karşın yine de rağbette olduğu görülürken, aktif yatırım fonlarına yönelen paranın genellikle temettü ağırlıklı fonları seçtiği ortaya çıkıyor; bu kategorideki fonlara 80 milyar dolarlık yönelim olmuş. Ayrıca sektörün düşük oynaklık ve yüksek getiri arayışı içinde, risk yönetimine ağırlık vererek farklı varlık türlerinden ve stratejilerden oluşan fonlara yöneldiği tespit ediliyor.

Son 10 yılda sektördeki gelişmelere baktığımızda, 2002 ile 2012 arasında, fon dünyasının yeni üyesi olan Borsa Yatırım Fonları'nın (BYF) 14 kat büyüyerek 105 milyar dolardan 1,5 trilyon dolara yükseldiği görülüyor.

Sektörde son yıllarda dikkat çeken önemli bir gelişme de, Serbest

Fonlardaki (Hedge Funds) ciddi gerileme. Serbest fonlar son iki yıldır dikkat çekici bir şekilde zayıf performans sergiliyorlar. Bank of America/Merrill Lynch'in Global çeşitlendirilmiş Hedge Fon Endeksi'nin getirisinin 2012'nin ilk yarısında yalnızca %1,3 ile S&P 500'ün % 8,3 getirisinin ciddi gerisinde kalması, yatırımcılar arasında rahatsızlık yaratıyor.

Serbest Fonlar, 2003-2007 arasındaki boğa piyasasında ve 2007-2009 arasındaki kriz dönemlerinde mutlak anlamda iyi performans sergilerken, son yıllarda belirsiz bir trend içinde dalgalanan piyasalarda pek bir başarı sağlayamadılar. Getirilerin zayıf olduğu üçüncü çeyrekte, 2,52 trilyon dolarlık Serbest Fon sektöründen 15,5 milyar dolar çıkış olduğu kaydediliyor. Son birkaç yılda en bilineni George Soros'un olmak üzere, John Arnold ve eski Morgan Stanley eş başkanlarından Zoe Cruz gibi çok sayıda serbest fon yöneticisi fonlarını kapatarak, likide etme yolunu seçti.



## Ed Owens emekliye ayrıldı

Uzun yıllar Vanguard'ın Sağlık Sektörü Fonunu yöneten Ed Owens, Eylül ayında işi bırakacağını ve emekliye ayrıldığını açıkladı. Yaklaşık 30 yıldır Vanguard Health Care Fonu'nu başarıyla yöneten Owens, fon sektörünün "en ünlüleri" arasında olmasa da kuşkusuz en başarılılarından biri.

Owens, Fidelity Magellan'ın efsanevi fon yöneticisi Peter Lynch gibi tanınmış biri değil, veya S&P 500 endeksi'ni 10 yıldan fazla üst üste geçen Bill Miller gibi medyanın tanıdığı isimlerden de değil, ancak yönettiği Health Care Fund'ı bırakırken geride gerçekten hakedilmiş bir ün ile kuşkusuz fon yönetimi tarihine geçecek.

Fon sektörü performanslarını izleyen Lipper'in verilerine göre, 1987 borsa krizinden sonra ayakta kalabilen ve bugüne gelen 400 yatırım fonu içinde en başarılı Vanguard Health Care Fund. Sözkonusu uzmanlaşmış sektör fonunun 25 yıllık getirisi % 3,033 veya bir başka deyişle yıllık ortalama % 14,8. Bu başarının tümü, fon kuruluşundan beri 30 yıldır yöneten, 65 yaşındaki Ed Owens'a ait.

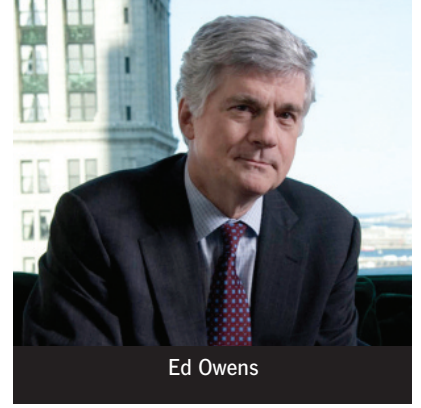
Son 25 yılın ikinci iyi performansına ortalama yıllık % 14 getiri ile Fidelity Select Software and Computer Services, üçüncü en iyi getiriye ise % 13.35 ile FPA Capital sahip. Son 25 yıllık dönemde Fidelity Select'in farklı yöneticilerle yönetildiğini düşünürsek, kişisel performans açısından karşılaştırıldığında Owens arkasından gelen rakibine yıllık % 1,5 fark atmış oluyor. Rakamları birikimli olarak değerlendirdiğimizde, farkın daha da ezici olduğu ortaya çıkıyor. Özetle 1987 krizi sırasında Owens'ın fonuna yatırılan 10,000 dolar bugün 305,000 dolar ederken, FPA Fonuna yatırılan 220,000

dolar da kalıyor. S&P 500 Endeksi'ne yatırılan 10,000 dolar ise % 700 getiri ile yalnızca 70,000 dolar olabiliyor!

Vanguard en övündüğü Fon yöneticilerinden olan Owens'ın 28 yıllık başarısını vurgularken, fonun kuruluş tarihi olan 1984'den bu yana %16'nın üzerinde getiri sağladığını, aynı dönemde S&P 500 Endeksi getirisinin ise % 11'in altında kaldığını belirtiyor. Owens'ın haklı başarısının altını çizen sektör uzmanları ise onun istikrarlı yönetimini överken, yine sektörün yıldızları arasında olan Kenneth Heebner veya Bruce Berkowitz gibi fonuna çok ciddi darbeleri yıllar yaşatmadığını söylüyorlar.

Ed Owens'ın performansının artık eskisi gibi olmadığını söyleyerek dudak bükenler de var. Owens'ın son yıllarda belli büyüklüğe ulaştıktan sonra, eskisi gibi küçük hisse senetlerinden yeterince performans sağlayamadığını ileri sürenler bulunuyor. Ayrıca, Owens'ın piyasanın durumuna bakmadan sürekli sektöre yatırım yaptığını ileri sürenler de var. Şu anda 22,4 milyar dolar gibi bir büyüklüğe ulaşan fonun kurulduğu 1984 yılında, dünyanın en büyük fonu 11 milyar dolar civarında idi.

Owens'ın fonu 2012 yılı için kendi kategorisindeki fonlar arasında en alttaki %15'de yer almaktaysa da, son 15 yıllık getirilere bakıldığında yine kendi grubu içinde en üst %5'de bulunuyor. Piyasa zamanlamasından çok, başarılı bir hisse seçici ve uzun vadeli yatırımcı olarak sektörde iz bırakacak olan Ed Owens, gerçekten erişilmesi ve geçilmesi çok zor bir performans bırakıyor geride. Chuck Jaffe'nin deyimini kullanırsak "Owens, piyasa sadece yenmekle kalmamış, adeta ezip geçmiştir"



Ed Owens

---

*Fon sektörü performanslarını izleyen Lipper'in verilerine göre, 1987 borsa krizinden sonra ayakta kalabilen ve bugüne gelen 400 yatırım fonu içinde en başarılı Vanguard Health Care Fund. Sözkonusu uzmanlaşmış sektör fonunun 25 yıllık getirisi % 3,033 veya bir başka deyişle yıllık ortalama % 14,8. Bu başarının tümü, fonu kuruluşundan beri 30 yıldır yöneten, 65 yaşındaki Ed Owens'a ait.*

---



## Türkiye ve Dünyada İslami Finans Eğitimleri

*Ülkemizin İslami finans alanındaki eğitim açığı tartışmasızdır ve dünya İslami finans pazarından ülkemize düşen payı alabilmenin önemli parametrelerinden birisi, bu alanda nitelikli işgücününün yetiştirilmesidir*

Özellikle son 10 yılda İslami Finans, kelimenin tam anlamıyla inanılmaz bir büyüme trendine girmiştir ve İslami finans endüstrisi uluslararası finansal sistemin önemli bir ayağını oluşturma noktasındadır. İslami finans hacminin artması dünya nüfusunun beşte birinden fazlasını oluşturan Müslüman nüfusun artışına paralel olmakla birlikte, asıl artış Londra, Singapur, Hong Kong ve Frankfurt gibi önemli finansal merkezlerin İslami finansal ürünleri gittikçe artan bir ölçüde kullanmalarından ileri gelmektedir. Geçtiğimiz günlerde Malezya'da düzenlenen Küresel İslami Finans Forumu tarafından yayımlanan rapora göre, İslami finansal varlıkların toplam değerinin bu yılsonu itibariyle

1,6 trilyon dolara ulaşacağı tahmin edilmekte ve söz konusu büyüme trendinin devam edeceği düşünülmektedir. İslami bankacılık trendi de bu paraleldedir. Geçmiş 10 yılda İslami bankacılık endüstrisi yıllık ortalama %20 büyüme göstermiştir ve 2011 yılsonu itibariyle tahmini 1,1 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2012 yılsonu itibariyle söz konusu büyüklüğün 1,3, 2020 yılsonu itibariyle ise dört trilyon dolara ulaşacağı düşünülmektedir. Dünyadaki bu trendin bir benzeri ülkemizde de gözlenmektedir. İslami finansal ürünlere olan talep, ülkemiz ile birlikte başta Çin olmak üzere, Hindistan ve Endonezya'da da artmaktadır. Asya ve birçok Avrupa Ülkesi bu

gelişmeleri akıllıca yönetmek ve aynı zamanda ilgili İslami finansal ürünlerin halka arzı ve ikincil piyasada işlem görmesine cevaz verecek gerekli hukuki altyapıyı inşa etmektedirler. Bu kapsamda tüm bu sayılan ülke ve bölgeler, artan İslami finansal ürünler talebini yönetecek işgücü açığı ile karşı karşıya kalmaktadırlar. İslami finans uluslararası finansal mimari ile tam entegre olmasına ve bu yapı içerisinde gittikçe artan düzeyde yer almasına karşılık, bu talebi karşılamaya yetecek düzeyde nitelikli işgücü açığı problemi yaşamaktadır. Bugün itibariyle, dünyada İslami finansın karmaşık alanlarında uzmanlaşmış çok az sayıda kişi bulunmaktadır ve gelecek 10 yıl içerisinde İslami finans endüstrisinin küresel bazda



en az 50.000 İslami Finans profesyoneline ihtiyaç duyacağı tahmin edilmektedir.

Mevcut durumda, İslami finans endüstrisi çalışanlarının hemen çoğunluğu, aslında konvansiyonel bankacılık tecrübelerinden hareket etmekte ve İslami finansal ürünler de benchmark mantığı içerisinde yapılandırılmaktadır. Bu kapsamda, söz konusu açığı kapatmak için özellikle İngiltere ve Malezya gerek akademik gerekse de profesyonel meslek örgütleri düzeyinde çeşitli İslami finans programları düzenleyerek, söz konusu açığı kapatmak ve endüstrinin talebini karşılamak istemektedirler. Malezya bu konuda oldukça ileri düzeyde çalışmalar yapmaktadır ve kendisini İslami finans eğitiminde merkez olma stratejik hedefini baz alarak konumlandırma yoluna gitmiş ve bu konuda

ciddi yol almıştır. Bugün Malezya, İngiltere gibi İslami Finans Master ve hatta PhD programları açarak, küresel ölçekte İslami finans teorik çalışmalarına da yön vermektedir. Malezya ve İngiltere aynı zamanda profesyonel meslek örgütleri ile kısa süreli kurslar ve sertifika programları da düzenlemekte ve ayrıca bu programları başarıyla tamamlayanları lisanslamaktadır. Diğer ülkelerde de bu türden eğitim faaliyetleri hızla artmaktadır. Bir örnek verecek olursak İngiltere'nin en prestijli meslek örgütlerinden birisi olan CIMA bünyesinde İslami Finans sertifikasyon programları başlatılmış ve Londra'nın İslami Finans alanındaki uluslararası rekabet olanaklarını artırmak suretiyle, söz konusu pazardan daha fazla pay almak amaçlanmıştır.

Dünya İslami finans endüstrisinin yukarıda özetlenen durumu baz alınarak, Ülkemizde de bu pazardan pay alabilmek amacıyla çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Mevcut durumda İslami finans endüstrisindeki payımız son derece düşük olmakla birlikte, gerekli yol haritaları çizilerek çalışmalara başlanmıştır. Bu konuda Hazine Müsteşarlığı tarafından ilk sukuk ihracı yapılmış ve beklenenin çok üstünde talep görmüştür. Diğer taraftan ülkemizin İslami finans alanındaki eğitim açığı tartışmasıdır ve dünya İslami finans pazarından ülkemize düşen payı alabilmenin önemli parametrelerinden birisi, bu alanda nitelikli işgücünün yetiştirilmesidir. Bu kapsamda, piyasa profesyonellerine yönelik eğitimlerin hızlandırılması

gereklidir ama yeterli değildir. Akademik bazda da ilgili çalışmaların başlatılması gerekmektedir. Örneğin mevcut durumda dünyanın hemen her ülkesinde eğitim müfredatında yer almakla birlikte, ülkemizde henüz maalesef bulunmayan İslami finans lisans, yüksek lisans ve doktora programlarının ivedilikle üniversitelerimiz tarafından açılması ve ülkemizin bu alandaki teorik boşluğunun doldurulması son derece önem teşkil etmektedir.

İslami Finans Eğitimlerinin ülkemize sağlayacağı diğer somut bir fayda da, finansal alandaki en önemli hedeflerimizden birisi olan İstanbul Finans Merkezi projesine yapacağı katkıdır. Daha önce de belirtildiği üzere, dünyada konuyla ilgili kuruluşlar İslami finansa ciddi zaman ve bütçe ayırmaktadırlar. Gelişmiş tüm ekonomiler, borsalar, muhasebe ve derecelendirme şirketleri İslami finans alanında çalışmalar başlatmışlardır. Harvard Üniversitesi'nden Tokyo Üniversitesi'ne kadar çeşitli üniversiteler İslami finans programları tasarlamış ve İslami finans araştırma merkezleri kurmuşlardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler konuya ilişkin çeşitli konferans, seminer ve çalıştaylar düzenlemektedir. Hatta İslami finans alanında ciddi anlamda araştırma tezleri ve makale içeren akademik gazeteler çıkarılmıştır.

İstanbul'un dünyanın sayılı finansal merkezlerinden birisi olması hedefi çerçevesinde İslami finans endüstrisinin büyüklüğü, gelişim trendleri ve potansiyeli dikkate alınarak, söz konusu endüstrinin varlıklarının bir kısmının İstanbul bünyesine alınabilmesi yönünde çalışılmalıdır. İstanbul Finans Merkezi projesi, her şeyden önce nitelikli finans profesyoneli projesi olmalı ve gerek akademik gerekse de uygulama düzeyindeki İslami finans eğitimleri ile İstanbul, oluşacak İslami finans endüstrisi işgücü talebini karşılamaya hazır olmalıdır.

## 2011 Yılı Sonu İtibariyle İslami Varlıkların Bölgeler Arası Dağılımı (Milyar \$)

Bölgeler	Bankacılık	Sukuk Arzı	İslami Fonların Varlıkları	Sigorta Sektörü Varlıkları	Toplam İslami Finansal Varlıklar
Körfez Ülkeleri	411,1	55,6	27,1	6,4	500,3
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	462,6	0,1	0,5	6,0	469,2
Asya	144,8	120,8	16,2	2,4	284,2
Avrupa ve ABD	42,9	1,5	14,6	0,0	59,1
Alt Sahra Afrika	14,5	0,2	1,5	0,4	16,6
<b>Toplam</b>	<b>1.075,9</b>	<b>178,2</b>	<b>60,0</b>	<b>15,2</b>	<b>1329,3</b>

Kaynak: Küresel İslami Finans Forumu



## Mısır piyasası hızlı toparlanıyor

*Tahrir Meydanı olayları sonrası Mısır fon sektörü'nde yaşanan ağır kayıplar, borsadaki hızlı yükseliş ve başkanlık seçimiyle telafi ediliyor.*

**M**ısır'da birkaç yıl önce kurulan bir yatırım fonu 100 milyon Mısır Poundu (€12 milyon) hedef belirleyip, bunun iki veya üç katına ulaşabiliyordu diye anlatıyor, Kahire'de bulunan HCSI Asset Management yetkilisi Omar Radwan.

Radwan, "Ne yazık ki (2011'de) hedef büyüklüğü 50 milyona indi ve etrafta sadece 25 milyonu hedefleyenler ve ancak buna ulaşabilenleri görebilmeye başladık" dedi ve ekledi: "Rakamlar yalan söylemez. Bu, bütün olanların bir özetidir."

Mısır fon sektörünün önceki yıl meydana gelen karışıklıktan etkilenmesi imkansızdı. Binlerce kişi Tahrir Meydanı'nı işgal etti, 30 yıldır iktidarda bulunan Devlet Başkanı Hüsnü Mübarek devrildi ve askeri cunta anayasayı askıya aldı.

Mısır sermaye piyasalarında meydana

gelen kesintinin etkileri ağır oldu. 2011 yılı boyunca doğrudan dış yatırımlar hızla düşüşe geçti, dış ticaret açığında bir uçurum ortaya çıktı ve MSCI Mısır endeksi değerinin yarısını kaybetti. Mısır'ın dış rezervleri azaldı. Ülkenin para birimini devalüe etmeye ihtiyaç duyabileceği anlamına gelen bu durum, çoğu zaman enflasyonu başlatan ilk hamleyi oluşturur.

Mısır'da yönetilmekte olan fonlar, olaylar nedeniyle azaldı. Zawya Funds Monitor, Mısır'da yerleşik fonlar tarafından yönetilmekte olan varlıkların miktarının 2011'in üçüncü çeyreğinde 7,6 milyar dolar olduğunu tahmin ediyor ve bu rakam 2010 sonuna göre 2 milyar dolarlık düşüşü gösteriyor.

Mısır Yatırım Yöneticileri Derneği verilerine göre, 2011 sonu itibarıyla Mısır'da faaliyet göstermekte olan 81 fon bulunuyor. En büyük hisse sene-

di fonu olan ve Arab African Investment Management tarafından yönetilen Shield fonu, 240 milyon Mısır Poundu aktif büyüklüğüne sahipti. En büyük tahvil fonu olan CI Asset Management'a ait Thabat fonu'nun aktif büyüklüğü ise 270 milyon Mısır Poundu idi.

Geçen yılın finansal rakamları, birçok yatırımcının yeni bir gelişmekte olan ekonomiler dalgası içinde yer alacağını düşündüğü bir ülke için hayal kırıklığı yaratacak nitelikteydi. Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in oluşturduğu BRIC ülkelerinin ardından gelen grup olarak ilan edilen ve CIVETS kısaltmasıyla anılan ülkeler (Kolombiya, Endonezya, Vietnam, Mısır, Tayland ve Güney Afrika) arasında Mısır (Egypt), E harfini oluşturuyordu.

Bu ismi HSBC Group CEO'su Michael Geoghegan türetmişti ve HSBC Global Asset Management,

*Mısır sermaye piyasalarında meydana gelen kesintinin etkileri ağır oldu. 2011 yılı boyunca doğrudan dış yatırımlar hızla düşüşe geçti, dış ticaret açığında bir uçurum ortaya çıktı ve MSCI Mısır endeksi değerinin yarısını kaybetti.*

Mayıs 2011'de, ilk CIVETS fonunu kuran şirket olmuştur.

Son dönemde yayınlanan bir raporda HSBC, Mısır'ın 2050 yılında Ortadoğu'nun en büyük ekonomisi unvanını Suudi Arabistan'dan devralacağını ve dünyanın 20. büyük ekonomisi olacağını öngörüyor. HSBC, Mısır'ın 2010 yılında 160 milyar dolar olan GSYİH'sinin 2050 yılında 1,2 trilyon dolara ulaşacağını belirtiyor ve bu da yıllık yüzde 5 civarında büyüme anlamına geliyor. Ancak Mısır'ın bu yıl yüzde 1 ile 2 arasında olması beklenen büyüme oranını telafi etmek için gelecek yıllarda bu oranı çok yükseltmesi gerekecek.

HSBC'nin raporu tamamen pembe bir rapor değil. Rapor, ülkedeki kişi başına gelirin 2050 yılında bile 9.000 doların altında ve gelişmiş ülkelerin çok gerisinde kalacağını öne sürüyor. Bu rakam, İngiltere'de bugün var olan kişi başına gelirin üçte birinden bile az.

### **Dünyanın en iyi performans gösteren borsası**

Başkanlık seçimleri ve anayasa çalışmalarına piyasaların tepkisi devasa bir güven artışı oldu. 2011'deki kötü performansın ardından Mısır borsası, sadece Ocak ayındaki yüzde 28 civarında artışla

dünyanın en iyi performans gösteren piyasası oldu. Mısır Borsası verilerine göre, gösterge EGX 30 Endeksi'nin Eylül sonu itibariyle yılbaşından bu yana kazancı % 64 düzeyinde bulunuyor.

Bu hızlı artış, geçen yılın kayıplarının telafi edilmesine yardımcı oldu. EFG Hermes fon yönetimi direktörü Nabil Moussa'nın portföyü geçen yıl ağır kayıplara uğramıştı. Ancak Aralık ayında piyasanın dibe vurduğunun işaretlerini gördü ve riskli hisseleri yeniden satın almaya başladı. Moussa, "Bu bir güven meselesidir. Gerçek Mısır ekonomisi sağlamdır" diyor.

Ancak Moussa Mısır'ın bir toparlanma gerçekleştirebilmesi için dış ticaret açığının kapatılması gerektiğini kabul ediyor ve IMF kredisinin çok önemli olduğunu belirtiyor. Mısır, IMF'den 4.8 milyar dolarlık kredi talebinde bulunmuştu.

Başka bir önemli faktör de, diğer Arap ülkelerinin IMF kredisine ek olarak Mısır'a verdikleri 10 milyar dolarlık destek sözünü yerine getirip getirmeyecekleri olacak. Ülkenin turizm gelirlerinin de artmasına ihtiyacı var. İstikrarın yeniden sağlanmasıyla Mısır fon sektöründe de bir dizi değişim başlayabilir ve bu da ülkenin rekabet gücünü artırabilir. Şu anda Mısır'da Borsa Yatırım Fonu, türev ürünler ve açığa satış bulunmuyor. Sermaye piyasaları otoritesi, 2011 başında ilk BYF'nin ihraç edilmesine hazırlanıyor ve türev ürünlerin piyasaya sunulması için çalışmalar yapıyordu, ancak siyasi karışıklık bütün bunların önünü kesti.

Ancak Mısır'ın sermaye piyasalarının modernleştirilmesi siyasi irade

gerektiriyor ve Mısırlı siyasetçilerin şu anda farklı öncelikleri var. Ancak bu yılın sonlarına doğru yeni karışıklıklar çıkmadığı takdirde şartlar değişime hazır hale gelebilir.

Ayrıca özel sektör tahvilleri için piyasa oluşturulması potansiyeli de bulunuyor. Geçmişte, Mısırlı şirketler kendilerini sadece banka kredileriyle finanse ediyorlardı ve başka bankaların piyasaya girmesi de zordu. Bunu yapısal bir sorun olarak tanımlayan Radwan, özel sektör tahvilleri piyasalarını geliştirmiş olan diğer ülkelerin kullandığı model taklit edilerek bunun çözülebileceğini belirtiyor.

### **Mısır Borsası'nın yönü Ocak ayından beri yukarı**

Ortadoğu ve Kuzey Afrika'nın en büyüklerinden biri olan Mısır Borsası, siyasi olayların etkisiyle bir süredir iniş çıkışlarla mücadele etmek zorunda kaldı. Borsa son iki yıl boyunca önemli miktarda kayıplara uğramış olmakla birlikte, performans Ocak ayından beri yükselişe geçmiş durumda.

İşlemler, hükümet karşıtı protesto gösterilerinin ardından 27 Ocak 2011'de bir aydan fazla süreyle durdurulmuştu. Gösterge endeks görece kısa bir süre içerisinde önemli düşüşler gösterince de düzenleyici kuruluş borsayı kapattı. Borsa ilk planlanan tarihten daha geç, 24 Mart 2011'de yeniden açıldı.

Ocak ayında başlayan yukarı hareket Mart başından sonra yerini dalgalı bir şekilde düşüşe bırakmıştı, ancak 21 Haziran'dan sonra tekrar başlayan yükseliş Eylül ayı sonlarına doğru Borsa'yı son bir yılın en yüksek seviyelerine taşıdı.



## Bankacılık Mezopotamya tapınaklarında doğdu Roma kaldırımlarında gelişip dünyaya yayıldı



*Modern bankanın doğduğu İtalya'dan ve Ege'deki bankerlerden yüzlerce yıl önce, faizle para verme işlerini Mezopotamya ve Mısır ve daha sonra da Yunan tapınakları yapmaya başlamıştı. Bunun nedeni de, tapınaklarda oluşan birikimdi.*

**K**üresel ekonomiyi yüzyıldan kısa süre içinde derinden sarsan büyük bunalımların merkezinde çoğunlukla finans sektörü oldu; 1929 büyük bunalımı da bankalar ve borsada patladı, 2008'deki büyük çöküş de küresel "finans" krizi olarak damgalandı. Yaşanan tüm büyük krizler, paranın bolluğunun da, kıtlığının da derin krizlere yol açtığını gösteriyordu.

Paranın serüveni, farklı toplumlarda farklı zamanlarda başladı; günümüze kadar süren bu yolculuk, para ve ticaretin ilk yazılı kayıtlarının bulunduğu Mısır ve Mezopotamya uygarlıklarından başlayıp, ilk sikkeyi "darp eden" Yunanlıların Ege uygarlıklarına, oradan Roma İmparatorluğu'nun içlerine kadar girdiği kıta Avrupa'sına geçer. Paranın Hindistan ve Çin ve sonradan ortaya çıkan İslam dünyası ile Okyanusya'ya ve sonunda Amerika kıtasına uzanması yüzyıllar sonrasına rastlar.

Önceleri, ticaretin gelişmesiyle yalnızca okur-yazar kesimin ve bu hizmeti alabilecek kadar varsıl olanların kullandığı bir değişim aracı olan para, giderek devlet örgütlenmesinin toplumun kılcal damarlarına kadar girmesiyle, tüm sınıfsal katmanları da içine aldı. Paranın coğrafi olarak küresel ölçekte yerleşmesi de sömürgecilik süreciyle paralel gelişti; sömürgeciler, sömürgelelerdeki egemenliklerini paranın gücüyle pekiştirdiler.

Tarihte para, Lidyalılar'ın özel tasarlanıp basılan sikkelerine gelene kadar çok türlü haller aldı. Para, deniz kabuklarından, tuza kadar farklı objelere bürünmüş olsa da, sikke öncesi en yaygın kullanımları gümüş, altın ve sonraları da bronz külçeler halinde oldu. Külçeler büyük çoğunlukla, eğreti yapılmış kalıpların ilkel şekillerini alıyordu;



ancak, birçok kültürde, o kültürün en çok etkileyen nesne ya da doğal figürler ile ifade ediliyordu. Örneğin, MÖ 900-1000 yıllarına tarihlenen bulgular, Karadeniz kıyısındaki toplulukların külçe kalıplarını, günlük yaşamlarında çok etkilendikleri yunuslara benzeterek yaptıklarını gösteriyor.

### **Para, kendi fiyat ölçeği faiz ile birlikte doğdu**

Malların fiyat ölçeği olan para, kendi fiyatı olan faizle birlikte doğdu. Milattan Önce 2000'lerde görülen parasal kayıtlarda, paradan birim olarak değil de, madeni ağırlık olarak söz ediliyor. Paraya ilişkin ilk kayıtların bulunduğu Mezopotamya'da Eşunna yasalarında, buğday, arpa gibi ürünlerin yanı sıra gümüş de ödeme aracı olarak belirtiliyordu.

Külçe değişim araçlarında ağırlık olarak da daha çok, yedi grama karşılık gelen "şekel" ve yaklaşık bir gramlık "dane" ve yarım gramlık "se" kullanılıyordu. Eşunna yasalarında da, Eşunna'dan 200 yıl kadar sonra yapılan Hammurabi yasalarında da faizden söz ediliyordu. Eşunna'da faiz ölçüsü olarak en çok "1/6" oranı kullanılırken, Hammurabi yasaların-

da bu oran "1/5" olarak belirtilmekteydi.

Buğday ve arpa daha çok gıda ürünlerinin değerini belirtmek için kullanılırken, gümüşün değer birimi olarak kullanıldığı mallar çok daha genişti; bronz, demir gibi metallerin yanı sıra, domuz yağı, zeytin yağı ve şarap gibi ürünlerin değerleri de gümüş ağırlığına göre hesaplanıyordu.

### **İlk sikkeler ticaret engellerinin kaldırılması için basıldı**

Gümüşün ya da altının ve bronzun, belirli ağırlıklarda külçeler şeklinde dökülüp kullanılması yüzyıllarca sürdü. Bu külçeler her alışveriş sırasında özel terazilerle tartılıyordu. Dolayısıyla bu da ticaret önünde bir engel oluşturuyordu; çünkü, ticaret için gerekli olan alıcı ve satıcının bir araya gelmesi yetmiyor, aynı zamanda bir de terazi gerekiyordu. Yunanlı düşünür Aristoteles, ünlü kitabı Politika'da, ölçülmüş gümüş külçelerin yerine damgalanmış sikkelerin çıkartılmasının, her bir işlemde tartma sıkıntısından kurtulmak gibi basit ama önemli bir

---

*Tarihte para, Lidyalılar'ın özel tasarlanıp basılan sikkelerine gelene kadar çok türlü haller aldı.*

*Para, deniz kabuklarından, tuza kadar farklı objelere bürünmüş olsa da, sikke öncesi en yaygın kullanımları gümüş, altın ve sonraları da bronz külçeler halinde oldu.*

---

neden bulunduğunu vurguluyor.

Değer belirleme, faiz oranlarını saptama ve ticaretin kurallarını koyma işi ise, kraliyet ve tapınakların işiydi. Ancak, temel olarak ödeme standartlarını belirleyici olan tapınaklar ve dolayısıyla rahiplerdi. Paraya ilişkin ilk kayıtların bulunduğu Mezopotamya'da tapınaklar tüm ticari ilişkilerin merkezi olma rolünü üstlenmiş durumdaydılar. Hemen tüm resmi ölçüt belirleme yetkileri tapınaklardaydı.

## **Para cezaları, faizler, kiralar tabletlere yazılıp duyuruluyordu**

Kral ve tapınaklar, ağırlık standartlarını oluşturmakta ve bir dizi durumda yasalar uyarınca ödenecek gümüş miktarlarıyla birlikte, cezalar, faizler, gündelikler, kiralar ve benzeri mal ve hizmet karşılıkları ve belirli malların gümüş cinsinden değerlerini kil ve taş tabletlere oyulan yazıtlar aracılığıyla duyurmaktaydılar.

Milattan önce 1800'lü yıllara tarihlenen birçok Mezopotamya tabletinde bu tür ilişkilerin tapınak tarafından düzenlendiğini gösteren kayıtlara çokça rastlanıyor. Bu tür ilişkilerin tapınak tarafından düzenlenmesinin arkasında yatan temel neden de, servetin rahipler aracılığıyla tapınaklarda birikmeye başlamış olmasıydı. Bir başka anlatımla, tapınaklar hem düzenleyici rol üstlenirken, bir yandan da kredi veren kurumlara dönüşmüşlerdi.

Örneğin Sittar kentindeki Şamaş tapınağındaki borç kayıtlarından bir tanesinde şöyle deniliyor: "İl-kadari oğlu Puzurum, tanrı Şamaş'tan 38 1/16 şekel gümüş (borç) almıştır. Şamaş tarafından belirlenen faizi ödeyecektir. Aldığı gümüşü ve faizini hasat zamanında geri verecektir." Mezopotamya'nın

*Değer belirleme,  
faiz oranlarını  
saptama ve ticaretin  
kurallarını koyma işi ise,  
kraliyet ve tapınakların  
işiydi. Ancak, temel  
olarak ödeme  
standartlarını belirleyici  
olan tapınaklar ve  
dolayısıyla rahiplerdi.*

ve dolayısıyla tarihin ilk tapınakları vergi, haraç ve ganimetler ile önemli birikimler elde ediyor, bunu da köylülere yüksek faizli borç olarak vererek, birikimlerini daha da artırıyorlardı.

## **Banka Roma'da "banco" Yunan'da "trapeza" tezgahlarında gelişti**

Modern bankacılığın, İtalyan kuyumcuların altın alım satımı ve borç verme, tahsilat işlerini cadde kıyılarında, kaldırımlara koydukları "bank"lar üzerinde yaptıkları ortaçağda başladığı kabul edilir. Halen parklarda, geniş ve ağaçlık cadde-lerin kaldırım kenarlarında dinlenme amacıyla oturlan bu banklar, İtalyanca'da "banco" kelimesiyle tanımlanırdı.

Günümüzdeki banka kelimesi de işte bu "banco" sözüden doğdu. İtalya'dan çok daha önce, Ege'deki Yunan kent devletlerindeki pazar yerleri olan agoralarda da bir tür para alışverişi yapılıyordu. Günümüz Yunanca'sında da hem masa, hem de banka anlamında kullanılan "trapeza" sözcüğü, agoralarda vadeli para alışverişi yapanların tezgahları için kullanılıyordu.

Oysa, modern bankanın doğduğu İtalya'dan ve Ege'deki bankerlerden yüzlerce yıl önce, faizle para verme işlerini Mezopotamya ve Mısır ve daha sonra da Yunan tapınakları yapmaya başlamıştı. Bunun nedeni de, tapınaklarda oluşan birikimdi. Tapınaklar, kentleşme ve dolayısıyla kraliyetten daha eski bir geçmişe sahipti. Tarihte ilk kentleşmenin görüldüğü Mezopotamya'da tapınaklar ekonomik etkinliğin odağında yer aldı, bir tapınak ekonomisi oluştu. Tapınak, sadece tarımı, hayvancılığı ve el sanatlarını değil, aynı zamanda ticareti de denetim altında tutan, hammadde sağlayan büyük ekonomik bir birim haline dönüştü.

## **Mezopotamya tapınaklarında belgelerin çoğu ekonomiye ilişkin**

Tapınaklar aynı zamanda, tanrı adına el koyduğu geniş toprakların da sahibi olarak ortakçılar ve köleler de çalıştırdı. Böylece servet tapınaklarda birikti ve dolayısıyla kalıcı olan rahiplik kurumu, geçici olan krallığa oranla sürekli zenginleşti.

Bugünkü Irak'ta Uruk yerleşim yerinde bulunan Eanna tapınak alanında çıkarılan tabletlerin yüzde 85'i ekonomik işlemlerle ilgili idari belgelerdir.

Bu tabletlerde, tahılların depo edilmesi ve rekoltenin yönetimi, hayvan sürülerinin varlığı, korunması ve işletilmesi ile tekstil atölyelerine ilişkin metinler, bu belgeler arasındaki en büyük üç grubu oluşturuyor. Tapınak envanteri içinde, balık ve metalleri, yiyeceklerin dağıtımı ve tarlaların boyutlarını içeren tabletler de bulunuyordu. Yine Lağaş kentinde bir başka tapınak kazılarında çıkarılan tabletlerin hemen tamamı, tapınak depolarına giren ve çıkan malların kayıtlarından oluşuyor.





Tartı ve ölçü aletlerinin standardizasyonu, faiz oranlarının düzenlenmesi gibi pratik işler de tapınağın yetki alanında yer aldı. Mezopotamya'da tapınak ile saray arasında ekonomik iktidar yönünden arkaik dönemlerden itibaren bir güçler mücadelesi oldu; iktidar zaman zaman el değişti ve bu durum yüzyıllar boyu devam etti. Tapınağın başlattığı faizli borç verme işlerine, zamanla saray da girmeye başladı.

### **Adalet din mekanizmasından çıktıkça, tapınağın paraya egemenliği azaldı**

Eski Babil Dönemi'nden sonra sarayın ekonomik işlevi arttıkça ve adalet mekanizması din etkisinden çıkmaya başlayınca tapınağın bankerlik rolünde azalma oldu. Bu durum özellikle eski Yunan uygarlıklarında daha belirgin durum almaya başladı. Tapınak yine bir servet birikim alanı olarak devam ettiyse de, silahlı güç olarak öne çıkan kraliyet daha baskın olmaya başladı.

Örneğin, Atina'yı yeni baştan imar ettiği, halkın refahını büyük ölçüde artırdığı için "büyük devlet adamı" olarak anılan Periklis'in, iktidarı ele aldığı dönemde tapınağın varlıklarına dokunmadıysa da, ihtiyaç olduğu zaman "geri verilmek üzere" aldığı da kayıtlara geçti. Periklis, özellikle Persler ile süren uzun savaşlar sırasında gereksinim duyduğu finansal kaynakları, devlet hazinesinin yanı sıra tapınağın varlıklarından da karıştırdı.

Bu dönemlerde güç sahibi kraliyet tarafından çıkarılan yasalar ile, "acil durumlarda" tapınak hazineleri ve diğer varlıkları kullanılabilir duruma getirildi. Yasaya göre, acil durumlarda da olsa kullanılan tapınak kaynak ve varlıkları, daha sonra yeniden yerine koyulmak zorundaydı. Tüm varlıklar yetersiz kaldığında, Akropol'de bulunan altın ve fildişi kullanılarak yapılan Athena heykeli dahi kullanılmıştı. Kraliyet, Athena'dan ödünç olarak yine kendisini betimleyen heykeli almış, savaşta kullanmış ve bir daha da geri ödemedi.

Kısacası, tüm mal ve hizmetlerin fiyat ölçütü olan paranın erken egemenleri olan dinsel tapınaklar, bir yandan borç alıp-verme gibi temel bankacılık işlevini günümüzden neredeyse 5 bin yıl önce başlatmış oldular ve bu egemenliklerini yüzyıllarca sürdürdüler.

---

*Modern bankacılığın, İtalyan kuyumcuların altın alım satımı ve borç verme, tahsilat işlerini cadde kıyılarında, kaldırımlara koydukları "bank"lar üzerinde yaptıkları ortaçağda başladığı kabul edilir.*

---

## Algoritmalar Dünyamıza Nasıl Hükmediyor?

**K**onu günlük hayatta algoritmik işlemlerin bizi nasıl teslim aldığı ile ilgili... Daha da açalım; günlük hayatımızın her alanında, birçok eylemi otomatik olarak, sessiz ve gayri ihtiyari bir biçimde gerçekleştiririz.

Bir hastalığa teşhis koymak, yasal dokümanları yorumlamak, dış politikayı analiz etmek veya bir gazete makalesi yazmak için insan olarak ileri düzeyde beceriler gerekebilir. Bu üst düzey görevleri yerine getirirken, gelişmiş bilgisayar algoritmalarını kullanarak sadece hızlı değil nüans ile de yapıyoruz.

Christopher Steiner'in Automate This: How Algorithms Came to Rule Our World (Otomatikleştir: Algoritmalar Bize nasıl Hükmediyor) başlıklı kitabı, belli bir problemi çözmek için düzenlenmiş bir talimat listesi olarak özetleyebileceğimiz algoritmik yapıların bizi nasıl yönettiğini anlatıyor.

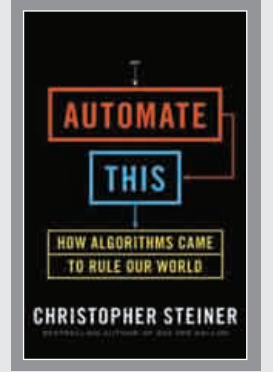
Steiner, kitabında algoritmaların piyasaları ve özellikle Wall Street'i nasıl etkilediğini anlatıyor. "Wall Street; İlk Domino" başlıklı ilk bölümde, algoritmik işlem konusunda son 40 yılın en önemli mucidi olan Thomas Peterffy'nin öyküsü anlatılıyor. Peterffy, şimdi bir dolar milyarderi ve çok ilginç bir öyküsü var. Diğer

bölümler sırasıyla şöyle: İnsan ve Algoritmaların Kısa Bir Tarihi, Bot'ta İlk 40, Bot'ların Gizli Otopanları, Sistemle Oyun Oynamak, İnsanoğlunu Kategorize Etmek, Wall Street, Silikon Vadisi'ne Karşı, Wall Street'in Kaybı Kalan Bizler'in Kazancıdır.

İlk bölüm ile son iki bölümde, son zamanların en sıcak tartışma konularından, borsada algoritmik işlem konusundaki tartışmalara yer veriliyor. Bu bölümlerde, Nasdaq'ın nasıl yönlendirilebileceği ve hack'lendiğinde neler olabileceği konuları ele alınıyor.

Çok açık bir dille yazılan kitap, teknik bir konu olmasına rağmen ders kitabı olmadığı için rahatlıkla okunuyor. Okuyucu yorumlarında, yazar daha önce bir Forbes yazarı olduğu için, "sanki bir dergi makalesi kıvraklığında yazıldığı" ifade ediliyor.

Kitabın yazarı Steiner, bundan önce \$20 Per Gallon (Galonu 20 Dolar) başlıklı kitabıyla New York Times'ın çok satanlar listesine girmişti. Forbes dergisine yedi yıl boyunca teknoloji yazıları yazan ve The Wall Street Journal, Chicago Tribune, Fast Company, MIT Technology Review gibi yayınlarda yazıları yayımlanan Steiner, internetten toptan satış yapan Aisle50 adlı şirketin ortaklarından biri.



**Automate This: How Algorithms Came to Rule Our World**

**Christopher Steiner**

Portfolio Hardcover, Ağustos 2012, 256 sayfa

## ABD'nin kendi yarattığı dünyada sınıfta kalışı

**T**homas Friedman'ın Michael Mandelbaum ile birlikte kaleme aldığı yeni bir kitap; That Used to Be Us: How America Fell Behind in the World It Invented and How We Can Come Back, (Bu Biz Olmalıydık; Amerika Kendi Yarattığı Dünyada Nasıl Geriye Düştü ve Nasıl Geri Dönebiliriz).

Thomas L. Friedman ve Michael Mandelbaum, ABD'nin karşı karşıya olduğu dört büyük meydan okumayı analiz ediyor: 1-Küreselleşme, 2- Enformasyon teknolojisindeki devrim, 3-Kronik açıklar, 4-ABD'nin enerji tüketim modeli. Kitabın son bölümünde de dünyada Amerikan gücünü korumak adına neler yapılması gerektiği ele alınıyor. Soğuk Savaşın sona ermesi bu konulara ciddi bir biçimde eğilmesi gereken ABD'yi adeta kör etti. Çin'in eğitim alanındaki başarıları, endüstriyel gücü ve teknolojik hüneri, Amerikalıları "bu biz olmalıydık" diye düşünme noktasına getirdi.

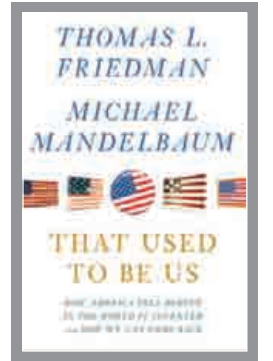
Friedman ve Mandelbaum Amerikan tarihinden örnekler vererek; çok iyi bir şekilde anlaşıldığı takdirde, bu sorunlarla başarıyla mücadele edilerek refahın yeniden tesis edilmesinin formülünü beş bölümde veriyorlar. Kitap, ABD'nin mevcut durumunu irdelerken, Amerikan canlanması için de bir manifesto sunuyor.

Kitap hakkındaki eleştiriler gayet olumlu... New York Times Book Review'daki yazıda, aydınlatıcı bulunuyor ve "Amerikan toplumu, Friedman ve Mandelbaum'un önerdiği sağduyuda bonkör, canlanmacı ruhu fazlasıyla kullanabilir" deniliyor. Yazıda kitap, "önemli ve son derece okunabilir" olarak değerlendiriliyor.

Christian Science Monitor gazetesi ise, Amerika'nın geleceği hakkında kaygı duyan ve 2012'de oy kullanmayı planlayan herkesin bu kitabı okuması gerektiğini savunuyor. BusinessWeek'teki değerlendirmede ise, bu derece vatandaşlık fikrine sahip olmanın fazlasıyla cesaret gerektirdiği yorumu yer alıyor.

Thomas L. Friedman, liberal ve serbest piyasa yanlısı fikirleriyle tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de tanınmış bir gazeteci-yazar. Beş çok satan kitabı ve New York Times'taki yazılarıyla üç Pulitzer Ödülü kazandı.

İlk kitabı, "Beyrut'tan Kudüs'e" idi. Daha sonra, Türkçe'ye de çevrilen Lexus ve Zeytin Ağacı, Küreselleşmeyi Anlamak, Dünya Düzdür geldi. Dünya Düzdür 37 dilde dört milyon adetten fazla sattı. 2008'de beşinci kitabı "Hot, Flat, and Crowded" (Sıcak, Düz ve Kalabalık) yayımlandı.



**That Used to Be Us: How America Fell Behind in the World It Invented and How We Can Come Back**

**Thomas Friedman ve Michael Mandelbaum**

Picador, Ağustos 2012, 432 sayfa.

## Şimdi ne olacak diyen herkes için

**Y**azar Nate Silver, önce beyzbol takımlarının performansı için yenilikçi bir sistem geliştirdi. Daha sonra, 2008 seçimlerini başarıyla tahmin etti. Bir blogger olarak 35 yaşında ulusal yetenek haline geldi. FiveThirtyEight.com sitesiyle halen ABD'nin en etkili siyasi tahmincilerinden biri...

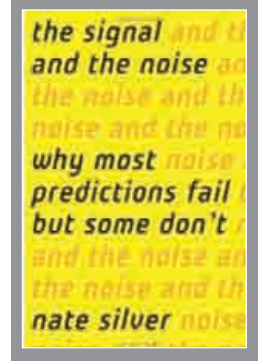
Nate Silver, çığır açan çalışmasında, tahmin dünyasını irdeliyor ve gürültülü veri evreninden doğru sinyalleri nasıl alacağımızı analiz etmeye çalışıyor. Bir sürü tahmin başarılı olmaz ve bunların topluma önemli bir maliyeti de vardır. Bunun en önemli nedeni, çoğumuzun ihtimalleri ve belirsizliği yanlış anlamasıdır. Ve aşırı güven de bu konudaki başarısızlığın en sık rastlanan nedenidir. Eğer belirsizliği anlama yetimiz gelişirse, tahminlerimiz de o oranda isabet kazanıyor. Böylece geleceği planlamada daha başarılı hale geliyoruz. Nate Silver'ın "The Signal and the Noise: Why So Many Predictions Fail-but Some Don't", (Sinyal ve Gürültü: Niçin Birçok Tahmin Tutmaz ve Bazıları da Tutar) başlıklı kitabı, yaklaşan ABD seçimleri öncesinde oldukça ilgi görüyor. Amazon.com sitesi, 'Sinyal ve Gürültü'yü "Eylül Ayının Kitabı" seçti.

Yorumlarda, "Şimdi ne olacak diye düşünen herkesin okuması gereken kitap" olarak tanıtılıyor.

Küresel ekonominin sağlığından terörizm ile savaşta kadar hemen hemen her şey, tahminlerimizin kalitesine bağlı. Silver, bu kitabıyla binlerce küçük detayı nasıl değerlendireceğimizi ve gerçeğe nasıl yakınlaşacağımızı tarif ederken, onun tabiriyle "gürültüden sinyali ayırmayı" da öğretiyor. Bunu fırtına izlemeden, profesyonel pokere, terörizmden borsaya kadar çeşitli örneklerle süsleyerek yapıyor.

Drift adlı kitabın yazarı Rachel Maddow, Nate Silver ve kitabını "21. Yüzyıl için yeni makinenin ruhu" olarak tanımlıyor. Boston Globe'da çıkan bir yazıda ise, "Nate Silver istatistiğin Kurt Cobain'idir. Yeni kitabı "The Signal and the Noise", pratik bir el kitabı olduğu kadar aynı zamanda felsefi bir manifestodur" deniliyor.

Wired dergisindeki yazıda ise, Silver'ın hisse senedi, fırtına, spor gibi yeryüzündeki her konu hakkında tahmin çabalarına önemli katkı yaptığı ifade ediliyor. Wall Street Journal ise, Silver'ın tahminler konusundaki argümanlarının ve örneklerinin acıyla test edildiğini vurguluyor.



**The Signal and the Noise: Why So Many Predictions Fail-but Some Don't**

**Nate Silver**

Penguin Press, Eylül 2012, 544 Sayfa.

## Bogle'ın şahitliğinde uzun vade - spekülasyon çatışması

**V**anguard Group'un kurucusu, yatırım fonu endüstrisinin duayeni John C. Bogle, 60 yıllık kariyeri boyunca finans sektörünün kültüründe çok büyük çaplı değişime şahit oldu. İhtiyatlı, katma değerli uzun vadeli yatırım anlayışı saldırgan, değerleri yıkan, kısa vadeli spekülasyon anlayışa teslim oldu. Bogle, sadece bu değişime şahit olmadı, finans sektörünün en aktif katılımcılarından biriydi.

John C. Bogle, son kitabında; "The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation" (Kültürlerin Çatışması: Yatırım Spekülasyona Karşı) uzun vadeli yatırımın sağduyulu prensiplerine geri dönüş çağrısı yapıyor. İlk endeks fonunun yaratıcısı olan Bogle, spekülasyonun yatırım dünyasını nasıl vurduğunu ve çözümün ne olduğunu anlatıyor.

Bu kitap, Bogle'ın yatırım konusunda üçlemmeden oluşan serisinin sonuncusu. İlk kitap 2001'de yayımlanan "Bogle'dan Yatırım Hakkında: İlk 50 Yıl'dı", ikinci kitabı ise geçen yılki "Don't Count on It!" (Ona Bel Bağlama!) idi. Provokatif ve ferahlatıcı bir şekilde samimi bulunan bu kitap, Bogle'ın yatırım fonu endüstrisinde değişen kültür ile ilgili görüşlerini içeriyor. Bunlardan en önemlilerini şöyle sıralayabiliriz; spekülasyonun ulusal emeklilik sistemini nasıl yağmaladığını, kurumsal para yöneticilerinin, kurumsal yönetime etkin olarak katıl-

maktaki başarısızlıkları ve temsil görevlerinde yasal bir standart getirilmesi gerekliliği... Tabii ki Bogle, endeks yatırım fonlarının tarihini nasıl yarattığını, ve dövize dayalı endeks fonlarının, uzun vadeli yatırımın bu orijinal konseptini nasıl değiştirdiğini de anlatıyor. Ayrıca yatırımın başarısı ve spekülasyonun başarısızlığı konusunda dünya çapında bir örnek vaka olan Wellington Fonu'nun birinci elden tarihini de aktarıyor. Kitap yatırımcılara, finansal hedeflerine ulaşmak için 10 basit kural ile sona eriyor. Bogle, burada sağ duyulu bir yatırım stratejisi sunuyor ve diyor ki; "Bu şimdiye kadar tasarlanmış en iyi strateji olmayabilir. Ancak daha kötü stratejilerin sayısı sonsuzdur."

MIT Sloan School of Management'dan Prof. Simon Johnson, "Onu dikkatle dinleyin ve ailenizin finansal geleceğini korumak için dediklerini yapın" diyor. Arthur Lewitt, kitaba yazdığı önsözde ise, "tüm finans hizmetleri endüstrisinin, yargıya ya da jüri değil, uzman bir şahit olmasından memnun olması gerektiğini" vurguluyor. "A Random Walk Down Wall Street" (Borsada Rastgele Seyir) adlı kitabın yazarı Princeton Üniversitesi'nden Prof. Burton G. Malkiel de, Bogle'ın hayranlarının, onun yıllar boyunca geçerli olacak bir optimal yatırım stratejisi olan 10 basit yatırım kuralından fazlasıyla yararlanacaklarını ifade ediyor.



**The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation**

**John C. Bogle**

Wiley, Ağustos 2012, 353 sayfa.



# Avrupa Yatırım Fonları

## Net satışlar / 2012 2. çeyrek

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) verilerine göre, UCITS fonlarında 2012 yılı ilk çeyrekte gerçekleşen 91 milyar Euro net para girişine karşın 2012 ikinci çeyrek döneminde yedi milyar Euro para girişi oldu.

Net girişlerdeki gerileme büyük ölçüde hisse fonlardan kaynaklanmakta olup, en fazla düşüş 28 milyar Euro ile hisse fonlarda görüldü. Hisse fonları sırasıyla dengeli/karma fonlar (-7 milyar Euro) ve para piyasası fonları (-1 milyar Euro) takip etti. Para piyasası fonlarında 2010 yılı üçüncü çeyreğinden bu yana ilk defa 2011 yılı

son çeyreğinde görülen para girişi, 2012 yılı ilk çeyreğinde de devam etmişti. Bu dönem ise az da olsa (1 milyar Euro) para çıkışı görülmektedir. Aynı dönemde tahvil fonlarına ise 42 milyar Euro'luk giriş gerçekleşmiştir.

2012 yılı ikinci çeyreğinde toplam 12 ülke para girişi açıklamıştır. Buna göre en fazla para girişi 13 milyar Euro ile İrlanda'da, 6 milyar Euro ile İsviçre, 3 milyar Euro ile Danimarka ve 1 milyar Euro ile Lüksemburg'da gerçekleşmiştir. Aynı dönem içerisinde net para çıkışı görülen büyük fon merkezlerinden Fransa (9 milyar Euro) ve Almanya (1 milyar Euro)'dır.

## Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

İkinci çeyrekte UCITS'lerde görülen yükseliş, % 5.4 artışla (86 milyar Euro) tahvil fonlarından kaynaklanmaktadır. Tahvil fonlarını fon sepeti fonları (%1.7) ve para piyasası

fonları (%0.9) takip etmektedir. Aynı dönemde hisse fonları %4.1 (83 milyar Euro) ve dengeli/karma fonlar %2.1 (20 milyar Euro) gerilemiştir.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı						
UCITS türleri	30/06/2012		31/03/2012 göre değişim		31/12/2011 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	Pay <sup>(1)</sup>	EUR m	Pay <sup>(2)</sup>
Hisse	1,927	32%	-83	-4.1%	77	4.2%
Dengeli	928	16%	-20	-2.1%	35	3.9%
Toplam Hisse ve Dengeli	2,855	48%	-103	-3.5%	112	4.1%
Tahvil	1,682	28%	86	5.4%	171	11.3%
Para Piyasası	1,081	18%	10	0.9%	28	2.7%
Fonların Fonu <sup>(3)</sup>	60	1%	1	1.7%	0	0.7%
Diğer	273	5%	-5	-1.8%	2	0.7%
<b>TOPLAM</b>	<b>5,951</b>	<b>100%</b>	<b>-11</b>	<b>-0.2%</b>	<b>313</b>	<b>5.6%</b>
(Garantili Fonlar)	172	3%	-9	-5.0%	-10	-5.5%

(1) Mart 2012 sonu - Haziran 2012 sonu. (2) Aralık 2011 sonu - Haziran 2012 sonu.  
(3) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.

## Net Varlık Değerleri

EFAMA'nın yayınladığı 2012 yılı ikinci çeyrek istatistiklerine göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektöründe yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık %0.9 oranında artarak 8.36 trilyon Euro'dan 8.44 trilyon Euro'ya yükselmiştir. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde önceki çeyreğe göre %0.2 azalarak 5.96 trilyon Euro'dan 5.95 trilyon Euro'ya gerilerken, non-UCITS'ler %3.5 artışla 2.40 trilyon

Euro'dan 2.49 trilyon Euro'ya yükselmiştir.

Aynı dönemde, toplam yatırımlar içerisinde UCITS'lerin payı 5,95 trilyon Euro ile %71 seviyesinde, non-UCITS'lerin payı da 2,49 trilyon Euro ile %29 seviyesinde gerçekleşmiştir. Fon sayısı UCITS'lerde 35,766, non-UCITS'de 18,411'dir.

**Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu**

Üye Ülkeler	30/06/2012		31/03/2012		31/12/2011	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Avusturya	140,035	1.7%	140,934	-0.6%	137,216	2.1%
Belçika	85,593	1.0%	86,959	-1.6%	84,701	1.1%
Bulgaristan	215	0.0%	220	-1.9%	228	-5.8%
Çek Cumhuriyeti	4,179	0.0%	4,429	-5.6%	4,195	-0.4%
Danimarka	149,824	1.8%	146,115	2.5%	139,046	7.8%
Finlandiya	59,534	0.7%	59,917	-0.6%	55,387	7.5%
Fransa	1,467,504	17.4%	1,447,385	1.4%	1,387,341	5.8%
Almanya	1,192,353	14.1%	1,185,320	0.6%	1,133,518	5.2%
Yunanistan	5,695	0.1%	6,171	-7.7%	6,252	-8.9%
Macaristan	10,824	0.1%	10,710	1.1%	8,948	21.0%
İrlanda	1,157,073	13.7%	1,116,422	3.6%	1,055,267	9.6%
İtalya	185,874	2.2%	194,011	-4.2%	200,445	-7.3%
Lihtenştayn	30,743	0.4%	28,018	9.7%	30,017	2.4%
Lüksemburg	2,224,479	26.4%	2,217,206	0.3%	2,096,506	6.1%
Malta	10,331	0.1%	8,171	26.4%	8,318	24.2%
Hollanda	64,163	0.8%	66,614	-3.7%	64,364	-0.3%
Norveç	66,912	0.8%	67,499	-0.9%	61,828	8.2%
Polonya	29,879	0.4%	30,131	-0.8%	25,934	15.2%
Portekiz	22,595	0.3%	22,719	-0.5%	22,102	2.2%
Romanya	3,231	0.0%	3,321	-2.7%	3,105	4.0%
Slovakya	3,379	0.0%	3,217	5.0%	3,201	5.6%
Slovenya	1,798	0.0%	1,882	-4.5%	1,812	-0.8%
İspanya	151,214	1.8%	158,807	-4.8%	156,412	-3.3%
İsveç	155,989	1.8%	162,305	-3.9%	150,434	3.7%
İsviçre	299,097	3.5%	290,017	3.1%	275,520	8.6%
Türkiye	20,704	0.2%	19,544	5.9%	20,239	2.3%
İngiltere	893,906	10.6%	885,207	1.0%	827,670	8.0%
<b>Tüm fonlar</b>	<b>8,437,122</b>	<b>100.0%</b>	<b>8,363,253</b>	<b>0.9%</b>	<b>7,960,007</b>	<b>6.0%</b>
<b>UCITS varlıkları</b>	<b>5,951,385</b>	<b>70.5%</b>	<b>5,961,871</b>	<b>-0.2%</b>	<b>5,638,128</b>	<b>5.6%</b>
<b>Non varlıkları</b>	<b>2,485,737</b>	<b>29.5%</b>	<b>2,401,382</b>	<b>3.5%</b>	<b>2,321,880</b>	<b>7.1%</b>

(1) Mart 2012 sonu - Haziran 2012 sonu. (2) Aralık 2011 sonu - Haziran 2012 sonu.



# Dünya Yatırım Fonları

## Net Varlık Değerleri

Avrupa Yatırım Fonları Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 46 ülkeyi kapsayan Dünya Fon İstatistikleri verilerine göre, Dünya Yatırım Fonları büyüklüğü 2012 yılı ikinci çeyrekte yaklaşık %2.7 artışla 20.85 trilyon Euro'dan 21.42 trilyon Euro'ya yükseldi. Amerikan doları bazında ise %3.2 azalarak \$27.85 trilyon'dan \$26.96 trilyon'a geriledi.

İkinci çeyrekte, hisse fonları 7.9 trilyon Euro ile değişmeyecek bir önceki dönemle aynı seviyede kaldı. Aynı dönemde en fazla artış %7.4 ile tahvil fonlarında (5.0 trilyon

Euro) görüldü. Tahvil fonlarını %3.8'lik artışla para piyasası fonları ve %1.2'lik artışla dengeli/karma fonlar takip etmektedir.

2012 ikinci çeyreğinde dünya yatırım fonları büyüklüğünün %37'si hisse fonlarda, %24'ü bono fonlarda, %17'si para piyasası fonlarında, %10'u dengeli/karma fonlarda ve %12'si de diğer fonlarda bulunmaktadır.

Aynı dönemde yatırım fonları sayısı da 83,410'a ulaşmıştır.

## Net Satışlar

2012 yılı ikinci çeyrekte tüm fonlara net para girişi 99 milyar Euro (193/2012 birinci çeyrek) olarak gerçekleşti. Net para girişinde görülen azalma, tüm fon türlerinde meydana gelen net para girişinin azalmasından kaynaklandı.



KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	558,89	-0,11	0,10	-0,97	-16,63
	31 Temmuz 2012	670,81	0,54	4,52	4,75	20,03
	31 Ağustos 2012	683,34	0,16	0,48	2,16	22,27
	28 Eylül 2012	687,43	-0,33	0,14	0,76	23,00
B Tipi	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1156,46	0,00	0,11	0,63	4,08
	31 Temmuz 2012	1216,58	0,02	0,14	0,71	5,20
	31 Ağustos 2012	1223,30	0,03	0,12	0,52	5,78
	28 Eylül 2012	1228,41	0,01	0,10	0,45	6,22

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	326,05	0,02	0,17	0,78	6,14
	31 Temmuz 2012	341,60	0,02	0,10	0,56	4,77
	31 Ağustos 2012	343,02	0,02	0,09	0,40	5,21
	28 Eylül 2012	344,15	0,01	0,08	0,35	5,55
BRÜT	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	430,07	0,02	0,20	0,91	7,30
	31 Temmuz 2012	454,21	0,02	0,12	0,68	5,61
	31 Ağustos 2012	456,43	0,03	0,10	0,47	6,13
	28 Eylül 2012	458,18	0,01	0,09	0,41	6,54

KYD ÖST Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
SABİT	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	107,61	-0,05	0,07	0,66	7,61
	31 Temmuz 2012	114,74	0,07	0,24	1,04	6,63
	31 Ağustos 2012	115,83	0,06	0,18	0,92	7,64
	28 Eylül 2012	116,71	0,02	0,18	0,81	8,46
DEĞİŞKEN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	110,08	-0,10	0,15	0,82	10,08
	31 Temmuz 2012	117,68	0,04	0,19	0,95	6,90
	31 Ağustos 2012	118,68	0,06	0,22	0,84	7,82
	28 Eylül 2012	119,57	0,01	0,16	0,80	8,62

KYD 1 Aylık Gösterge Mevduat Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	113,57	0,02	0,16	0,69	7,95
	31 Temmuz 2012	119,683	0,03	0,18	0,84	5,38
	31 Ağustos 2012	120,576	0,05	0,16	0,72	6,17
	28 Eylül 2012	121,360	0,02	0,16	0,70	6,86
USD	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,160	0,01	0,06	0,24	2,70
	31 Temmuz 2012	105,928	0,01	0,05	0,24	1,70
	31 Ağustos 2012	106,157	0,01	0,05	0,21	1,92
	28 Eylül 2012	106,357	0,01	0,05	0,20	2,11
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,058	0,01	0,05	0,23	2,62
	31 Temmuz 2012	105,769	0,01	0,05	0,24	1,64
	31 Ağustos 2012	105,998	0,01	0,05	0,21	1,86
	28 Eylül 2012	106,198	0,01	0,05	0,20	2,06

KYD Altın Fiyat Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
AĞIRLIKLILIKLI ORT.	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	95746,74	1,17	-2,18	-5,81	36,48
	31 Temmuz 2012	93701,79	-0,45	1,39	2,24	-2,14
	31 Ağustos 2012	97064,64	-0,13	0,71	4,23	1,38
	28 Eylül 2012	102403,84	1,42	0,07	5,37	6,95
KAPANIŞ	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	96018,29	1,83	-1,73	-7,37	36,71
	31 Temmuz 2012	93779,70	-0,29	1,29	0,72	-2,33
	31 Ağustos 2012	97257,72	0,15	0,88	5,02	1,29
	28 Eylül 2012	102362,33	1,87	-0,45	5,41	6,61

KYD TL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	619,84	0,05	0,22	0,75	7,32
	31 Temmuz 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	31 Ağustos 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	28 Eylül 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
91 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	826,89	0,08	0,19	0,69	7,25
	31 Temmuz 2012	878,89	0,07	0,25	1,05	6,29
	31 Ağustos 2012	886,28	0,03	0,22	0,80	7,18
	28 Eylül 2012	891,48	-0,01	0,10	0,61	7,81
182 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1049,26	0,11	-0,06	0,39	6,61
	31 Temmuz 2012	1127,20	0,12	0,39	1,44	7,43
	31 Ağustos 2012	1136,77	0,03	0,23	0,75	8,34
	28 Eylül 2012	1144,44	-0,04	0,03	0,70	9,07
365 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1025,12	0,29	-0,21	0,31	4,80
	31 Temmuz 2012	1113,78	0,16	0,60	1,83	8,65
	31 Ağustos 2012	1124,60	0,09	0,32	0,82	9,70
	28 Eylül 2012	1131,15	0,02	-0,07	0,67	10,34
547 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	232,07	0,32	-0,56	0,33	3,44
	31 Temmuz 2012	254,98	0,17	0,45	1,97	9,87
	31 Ağustos 2012	257,19	0,07	0,38	0,72	10,82
	28 Eylül 2012	258,90	-0,01	-0,05	0,73	11,56
TÜM	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	948,38	0,22	-0,49	0,44	4,36
	31 Temmuz 2012	1042,93	0,15	0,52	2,05	9,97
	31 Ağustos 2012	1050,52	0,09	0,37	0,62	10,77
	28 Eylül 2012	1059,01	0,00	0,16	0,90	11,67
KYD Kısa (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	111,81	0,14	0,04	0,48	6,36
	31 Temmuz 2012	119,78	0,12	0,39	1,36	7,13
	31 Ağustos 2012	120,77	0,05	0,24	0,74	8,01
	28 Eylül 2012	121,48	-0,01	0,02	0,64	8,65
KYD Orta (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	111,88	0,32	-0,74	0,26	3,14
	31 Temmuz 2012	123,27	0,15	0,48	1,88	10,18
	31 Ağustos 2012	124,39	0,11	0,45	0,76	11,18
	28 Eylül 2012	125,41	-0,03	0,04	0,93	12,09
KYD Uzun (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	115,77	0,15	-1,26	1,04	1,83
	31 Temmuz 2012	133,62	0,27	1,13	3,79	15,42
	31 Ağustos 2012	133,45	0,11	0,48	-0,19	15,27
	28 Eylül 2012	135,08	0,08	0,84	1,33	16,68

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	253,18	0,04	0,11	-0,66	1,39
	31 Temmuz 2012	293,09	0,49	1,79	4,88	15,76
	31 Ağustos 2012	297,90	0,33	0,68	1,65	17,66
	28 Eylül 2012	296,51	0,37	0,02	-0,14	17,11
USD - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	291,43	-0,88	0,55	1,93	24,48
	31 Temmuz 2012	318,98	-0,33	0,11	3,66	9,45
	31 Ağustos 2012	328,73	0,56	1,85	3,11	12,80
	28 Eylül 2012	322,47	0,52	-0,07	-1,36	10,65
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	186,83	-0,11	0,03	-0,22	-0,21
	31 Temmuz 2012	205,67	0,18	0,26	2,45	10,08
	31 Ağustos 2012	209,00	-0,07	0,38	1,45	11,87
	28 Eylül 2012	209,82	0,10	-0,06	0,32	12,31
EUR - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	265,70	-0,73	-0,54	-0,51	18,61
	31 Temmuz 2012	262,52	-0,54	0,03	-1,18	-1,20
	31 Ağustos 2012	276,75	0,23	1,85	4,96	4,16
	28 Eylül 2012	281,89	0,77	-0,62	2,09	6,09

KYD Tufex Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TÜFE	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,970	0,56	-0,33	1,68	4,97
	31 Temmuz 2012	115,26	0,29	0,72	1,76	9,80
	31 Ağustos 2012	115,80	0,14	0,78	0,49	10,32
	28 Eylül 2012	118,82	0,21	0,48	2,75	13,19



## Likit fonlar küçülürken Kısa Vadeli Tahvil bono fonları büyüyor

2012 yılının ilk yarısında olduğu gibi üçüncü çeyrekte de Euro Bölgesi'ndeki gelişmelerle finansal piyasalarda dalgalı görünüm hakim olurken, endişeler devam etmektedir. Alınan tedbirlerle dönemsel olarak olumlu seyir gözlemlense de, makroekonomik verilerde bir iyileşme görülmemesi endişelerin devamına neden olmakta. Haziran ayında İspanya bankacılık sektöründeki sorunlar ön plana çıkarken Moody's, Türkiye kredi notunu bir basamak artışla Ba1'e yükselterek görünümünü pozitif çevirdi. Temmuz ayında ise ekonomik sorunların devamı nedeniyle IMF, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerini aşağı yönlü revize etti. Avrupa'daki olumsuz gelişmeleri takiben EUR/USD paritesi son iki yılın en düşük seviyelerini gördükten sonra, Avrupa Merkez Bankası Başkanı Draghi'nin Euro'yu destekleyen açıklamaları ile yönünü yukarı çevirdi. Yurtiçinde ise TCMB, Temmuz ayında yayımla-

dığı enflasyon raporunda, yılsonu tahminini %6,5'tan %6,2'ye revize etti. Ancak enerji fiyatlarındaki son zamların ardından piyasa enflasyon beklentileri arttı. Avrupa'da ana gündem maddesi olan İspanya'nın mali yardım için başvurup başvurmayacağı ve dolayısıyla ilgili koşulsallığı yerine getirme konusundaki niyeti önem kazanıyor. Açıklanan 2013 bütçe tedbirleriyle bu koşulsallığın yerine getirileceği konusundaki beklenti artmış durumda.

İç piyasalarda ise yıllık GSYİH, birinci çeyrekte gerçekleşen %3,3'ten ikinci çeyrekte %2,9'a geriledi. GSYİH'nin 2/3'ünü oluşturan özel nihai tüketim ise %0,5 daralma kaydetti. Merkez Bankası'nın faiz koridoru üst sınırını düşürmesi sonucunda kredi oranlarının olumlu etkilenmesi olası görülmekte. Öte yandan doğalgaz, elektrik ve akaryakıtta yapılan zamların yılsonu enflasyonunu bir puan kadar artırması söz konusu. Bu ise



yeni faiz indirimleri konusunda kapıyı kapatıyor.

Finansal piyasalarda, Merkez Bankası'nın ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, Ocak ayında bulunduğu %12'li seviyelerden Eylül ayında %6'lara indi. Bu gelişmede, petrol fiyatlarındaki düşüş ve enflasyon-daki gerileme etkili oldu. Buna paralel olarak bono faizinin de %7'lere kadar gerilediğini görmekteyiz. Ayrıca Türk Lirası yükümlülükler için tutulan zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsinden tutulabilmesini öngören düzenlemeler de, bankacılıkta likidite açısından rahatlatıcı bir gelişme olarak kendini göstermektedir.

2012'nin üçüncü çeyreğini geride bırakmışken, Yatırım Fonları pazarı yılbaşı seviyelerine yaklaşarak ilk yarıdaki %2,1 oranındaki küçülme %0,4'e geriledi. Toplam Pazar büyüklüğü de 29,8 milyar TL olarak gerçekleşti. Son çeyrekte toplam Pazar %1,7 büyüyerek, piyasaya toplam 491 milyon TL giriş gerçekleşti. Yılbaşından bugüne ise pazardaki küçülme 129 milyon TL'ye geriledi.

Para Piyasaları Fonları (Likit ile Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonları) yılbaşından bugüne 1,858 milyon TL büyüyerek, toplam 22,4 milyar TL'ye ulaştı. Son çeyrekte Likit Fonlardan iki milyar TL çıkış, Kısa Vadeli Tahvil ve Bono fonlarında ise toplam 2,4 milyar TL

giriş yaşanırken, B Tipi valörlü fonlarda ise bir milyar TL giriş gözlemlendi. Yılbaşından bugüne bakacak olursak, likit fonlarda 2,2 milyar TL çıkış ile %10,9 küçülme yaşanırken, Kısa Vadeli Tahvil ve Bono fonlar yeni bir fon türü olarak 4,1 milyar TL'sına ulaşmıştır.

A tipi fonlar yılbaşından bugüne %0,7 küçülerek 10 milyon TL azaldı ve 1,4 milyar TL'ye düştü. Yılbaşından bugüne Likit Fonlar'dan sonra en yüksek düşüşü ise Anapara Garantili ve Korumalı Fonlar gösterdi. Bu tür fonlar Ağustos ayındaki yüklü itfa sonrasında 1,5 milyar TL'ye geriledi ve yılbaşından itibaren 2,1 milyar TL düşüş gözlemlendi.

Bir diğer yandan dayanak varlık olarak altının revaçta olmasına rağmen bankaların altın hesaplarına ve fiziki altına dayalı ürünler çıkartmasıyla, yılbaşından bugüne Altın fonları %20 azalarak 392 milyon TL çıkış gerçekleşti ve toplam 955 milyon TL'ye düştü.

2012'nin son çeyreğine girmişken, özellikle Euro Bölgesi'nde İspanya ve İtalya gelişmeleri ve Amerika'nın verilerinin takip edilmesi ile finansal piyasalarda dalgalı seyir gözlemleyebiliriz. Bunun yanı sıra bankaların mevduat toplamak için yılsonuna doğru yarışa girecek olmasına rağmen yatırım fonları pazarına bir miktar daha giriş gözlemlenmesi ve bu yılı 2011 sonu seviyelerinde kapatacağı beklenebilir.

## Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

Yandaki tabloda görüldüğü üzere, Temmuz-Eylül 2012 döneminde yatırım fonları sektöründe tüm fonlardan toplam 222.9 milyon TL net para çıkışı gerçekleşmiştir.

En fazla para çıkışı 1.914 milyar TL ile likit fonlarda olurken, bunu hisse fonlar, diğer fonlar ve fon sepeti fonları takip etmektedir. Aynı dönemde en fazla para girişi ise 1.671 milyar TL ile bono fonlarında görülmüştür.

NET SATIŞ VERİLERİ / Temmuz-Eylül 2012	
Hisse	-136.473.334,88
Bono	1.671.351.501,14
Likit	-1.914.294.202,78
Dengeli	216.961.305,05
Diğer	-59.706.373,63
Fon Sepeti	-775.311,72
<b>TOPLAM</b>	<b>-222.936.416,82</b>

# Yatırım Fonlarında 2012 Üçüncü Çeyrek

## GENEL DEĞİŞİM

2012 yılı üçüncü çeyrek portföy değerlerine bakıldığında tüm yatırım araçları dönemi pozitif getiri ile kapatmıştır. Borsa yatırım fonları son üç aylık dönemde %12,70 ve reel olarak %11,18 getiri ile en iyi getiriye elde etmiştir. Yatırım fonları %4,69 ve reel olarak %3,29 oranında, emeklilik fonları ise %7,32 reel olarak da %5,87 oranında değer kazanmıştır.

	İlk Tarih 3 Ay 02/07/2012	Son Tarih 01/10/2012	Değişim %	Reel Artış
Borsa Yatırım Fonları	331.987.092	374.147.573	%12,70	%11,18
Emeklilik Fonları	17.226.925.214	18.487.087.233	%7,32	%5,87
Yatırım Fonları	26.485.576.402	27.728.444.143	%4,69	%3,29

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 2/7/2012 ile 1/10/2012 verileri ile hesaplanmıştır.

## FONLARDA BÜYÜME

2012 üçüncü çeyrek yatırım araçlarına bakıldığında, borsa yatırım fonlarının yatırımcı sayıları %7,06 oranında azalmış, pazar payı ise %0,80 olmuştur. Yatırım fonlarına bakıldığında, yatırımcı sayılarında %1,92 oranında artış görülmüş, pazar payı %59,52

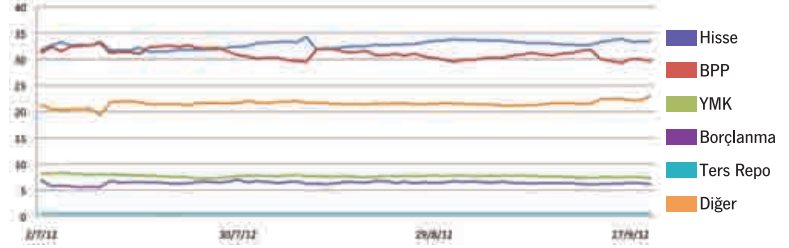
olmuştur. Emeklilik fonlarının ise, yatırımcı sayıları %6,07 oranında artarken, pazar payı 39,68 olmuştur. Tüm piyasaya bakıldığında ise, fon piyasasının %5,78 oranında, reel olarak da %4,36 oranında büyüdüğünü görüyoruz.

	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbss	Son Kbss	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Borsa Yatırım Fonları	331.987.092	374.147.573	%12,70	%11,18	524	487	-%7,06	-%8,31	%0,75	%0,80	
Emeklilik Fonları	Bireysel	15.575.073.973	16.693.521.299	%7,18	%5,74	6.993.899	7.416.405	%6,04	%4,62	%35,36	%35,83
	Gruplara Yönelik	1.651.851.242	1.793.565.934	%8,58	%7,12	249.484	267.002	%7,02	%5,58	%3,75	%3,85
		17.226.925.214	18.487.087.233	%7,32	%5,87	7.243.383	7.683.407	%6,07	%4,65	%39,11	%39,68
Yatırım Fonları	Emtia	899.260.316	846.226.889	-%5,90	-%7,16	62.189	59.274	-%4,69	-%5,97	%2,04	%1,82
	Esnek	629.386.360	822.977.960	%30,76	%29,00	24.788	25.857	%4,31	%2,91	%1,43	%1,77
	Fon Sepeti	6.740.628	5.640.321	-%16,32	-%17,45	105	95	-%9,52	-%10,74	%0,02	%0,01
	Hisse Senedi Yoğun	774.371.141	691.955.720	-%10,64	-%11,84	37.196	35.011	-%5,87	-%7,14	%1,76	%1,49
	Karma	480.642.341	501.303.757	%4,30	%2,90	246.206	250.165	%1,61	%0,24	%1,09	%1,08
	Para Piyasası	21.655.381.280	22.525.731.180	%4,02	%2,62	2.811.637	2.877.938	%2,36	%0,98	%49,17	%48,35
	Tahvil Bono	1.932.617.228	2.200.548.514	%13,86	%12,33	172.579	170.973	-%0,93	-%2,26	%4,39	%4,72
	Uluslararası	107.177.108	134.059.802	%25,08	%23,40	8.210	8.026	-%2,24	-%3,56	%0,24	%0,29
	<b>26.485.576.402</b>	<b>27.728.444.143</b>	<b>%4,69</b>	<b>%3,29</b>	<b>3.362.910</b>	<b>3.427.339</b>	<b>%1,92</b>	<b>%0,55</b>	<b>%60,13</b>	<b>%59,52</b>	
<b>Piyasa</b>	<b>44.044.488.708</b>	<b>46.589.678.948</b>	<b>%5,78</b>	<b>%4,36</b>	<b>10.606.817</b>	<b>11.111.233</b>	<b>%4,76</b>	<b>%3,35</b>			

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 2/7/2012 ile 1/10/2012 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı

## PORTFÖYLERİN VARLIK DAĞILIMI

Yatırım araçlarının son üç aylık varlık oranları ortalamasına bakıldığında, Repo %31, Kamu Borçlanma %33, Hisse %8, Borsa Para %6, Diğer ise %22 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



## FON ENDEKSLERİ

2012 yılı üçüncü çeyrek fon endekslerine baktığımızda, tüm endeksler dönemi pozitif getiri ile tamamlamıştır. En belirginini ise %10,73 artış ile emtia fonları endeksi olmuştur.

	Ağırlık	Adet	İlk Değer	Son Değer	Değişim
Para Piyasası Fonu Endeksi	43,44	15	104,51	106,20	1,62
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	2,39	15	105,02	107,69	2,54
Karma Fon Endeksi	0,98	15	110,44	114,52	3,69
Hisse Senedi Yoğun Fon Endeksi	0,63	10	119,03	126,87	6,59
Uluslararası Fonlar Endeksi	0,14	6	95,21	101,87	6,99
Esnek Fonlar Endeksi	1,52	25	107,37	110,86	3,25
Fon Sepeti Endeksi	0,01	2	105,76	110,52	4,50
Emtia Fonları Endeksi	1,48	5	95,52	105,78	10,73
FM 30 Endeksi	62,18	30	105,56	107,81	2,13
FM 50 Endeksi	72,73	50	105,88	108,25	2,24

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 2/7/2012 ile 1/10/2012 verileri ile hesaplanmıştır.

# FonMarket.com

Türkiye'deki tüm yatırım fonları, emeklilik fonları ve borsa yatırım fonları hakkında güncel bilgiler, fiyatlar, analizler, karşılaştırmalar ve tüm diğer ayrıntılı bilgilere iPhone ile her an ulaşabilirsiniz. AppStore'dan indiriniz.



**Not: Uygulamayı Türkçe dışında İngilizce ve Rusça'da kullanabilirsiniz. FonMarket uygulaması iPhone 5 dahil tüm modelleri destekler.**



## TİP TÜR BAZINDA BÜYÜKLÜKLER VE DEĞİŞİMLER

2012 üçüncü çeyreğinde, bireysel emeklilik fonlarının portföy değerleri %7,18 oranında, gruplara yönelik emeklilik fonlarının ise, %8,58 oranında arttığını görebiliyoruz. Yatırımcı sayılarına baktığımızda, bireysel de %6,04 gruplara yönelik fonlarda ise %7,02 oranında artış görülmektedir.

Emeklilik fonlarının toplam piyasa oranına baktığımızda,

emeklilik fonlarının piyasanın %39,68 ini oluşturduğu görüyoruz.

Yatırım fonlarında, borsa yatırım fonları piyasanın %0,80, emtia fonları piyasanın %1,82, esnek fonlar ise piyasanın %1,77 sini oluşturmaktadır. Para piyasası fonlarına baktığımızda ise, piyasanın %48,35 gibi çok büyük bir kısmını oluşturduğunu görüyoruz.

		İlk Fon Sayısı	Son Fon Sayısı	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbss	Son Kbss	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı		
<b>Borsa Yatırım Fonları</b>		<b>15</b>	<b>15</b>	<b>331.987.092</b>	<b>374.147.573</b>	<b>12,70 %</b>	<b>11,18 %</b>	<b>524</b>	<b>487</b>	<b>-7,06 %</b>	<b>-8,31 %</b>	<b>0,75 %</b>	<b>0,80 %</b>		
<b>Emeklilik Fonları</b>	Bireysel	Büyüme Amaçlı Fonlar	30	30	2.440.345.302	2.582.206.352	5,81 %	4,39 %	1.234.566	1.285.064	4,09 %	2,69 %	5,54 %	5,54 %	
		Diğer Fonlar	24	24	2.992.918.058	3.251.738.621	8,65 %	7,19 %	1.498.650	1.567.031	4,56 %	3,16 %	6,80 %	6,98 %	
		Gelir Amaçlı Fonlar	54	54	8.570.301.823	9.237.061.643	7,78 %	6,33 %	2.970.168	3.258.706	9,71 %	8,24 %	19,46 %	19,83 %	
		Para Piyasası Fonları	19	19	1.571.508.789	1.622.514.683	3,25 %	1,86 %	1.290.515	1.305.604	1,17 %	-0,19 %	3,57 %	3,48 %	
			<b>127</b>	<b>127</b>	<b>15.575.073.973</b>	<b>16.693.521.299</b>	<b>7,18 %</b>	<b>5,74 %</b>	<b>6.993.899</b>	<b>7.416.405</b>	<b>6,04 %</b>	<b>4,62 %</b>	<b>35,36 %</b>	<b>35,83 %</b>	
	Gruplara Yönelik	Büyüme Amaçlı Fonlar	7	7	82.275.498	90.130.656	9,55 %	8,07 %	26.376	31.787	20,51 %	%8,89 %	0,19 %	0,19 %	
		Diğer Fonlar	11	11	515.701.298	558.212.563	8,24 %	6,79 %	84.410	89.129	5,59 %	4,17 %	1,17 %	1,20 %	
		Gelir Amaçlı Fonlar	18	18	1.029.132.600	1.119.240.325	8,76 %	7,29 %	134.632	142.022	5,49 %	4,07 %	2,34 %	2,40 %	
		Para Piyasası Fonlar	1	1	24.741.845	25.982.390	5,01 %	3,60 %	4.066	4.064	-0,05 %	-1,39 %	0,06 %	0,06 %	
			<b>37</b>	<b>37</b>	<b>1.651.851.242</b>	<b>1.793.565.934</b>	<b>8,58 %</b>	<b>7,12 %</b>	<b>249.484</b>	<b>267.002</b>	<b>7,02 %</b>	<b>5,58 %</b>	<b>3,75 %</b>	<b>3,85 %</b>	
<b>Yatırım Fonları</b>	Emtia		17	18	899.260.316	846.226.889	-5,90 %	-7,16 %	62.189	59.274	-4,69 %	-5,97 %	2,04 %	1,82 %	
							%	%			%	%	%	%	
		Esnek	44	43	629.386.360	822.977.960	30,76 %	29,00 %	24.788	25.857	4,31 %	2,91 %	1,43 %	1,77 %	
	Fon Sepeti		2	3	6.740.628	5.640.321	-16,32 %	-17,45 %	105	95	-9,52 %	-10,74 %	0,02 %	0,01 %	
							%	%			%	%	%	%	
	Hisse Senedi Yoğun	Endeksli Fonlar		19	18	278.611.504	223.669.971	-19,72 %	-20,80 %	16.368	15.219	-7,02 %	-8,27 %	0,63 %	0,48 %
			Hisse Fonları	34	35	495.759.637	468.285.749	-5,54 %	-6,81 %	20.828	19.792	-4,97 %	-6,25 %	1,13 %	1,01 %
				<b>53</b>	<b>53</b>	<b>774.371.141</b>	<b>691.955.720</b>	<b>-10,64 %</b>	<b>-11,84 %</b>	<b>37.196</b>	<b>35.011</b>	<b>-5,87 %</b>	<b>-7,14 %</b>	<b>1,76 %</b>	<b>1,49 %</b>
		Karma	Dengeli Karma Fonlar	34	36	470.846.243	491.302.289	4,34 %	2,94 %	244.235	247.666	1,40 %	0,04 %	1,07 %	1,05 %
			Hisse Karma Fonlar	9	9	9.796.098	10.001.468	2,10 %	0,72 %	1.971	2.499	26,79 %	25,08 %	0,02 %	0,02 %
			<b>43</b>	<b>45</b>	<b>480.642.341</b>	<b>501.303.757</b>	<b>4,30 %</b>	<b>2,90 %</b>	<b>246.206</b>	<b>250.165</b>	<b>1,61 %</b>	<b>0,24 %</b>	<b>1,09 %</b>	<b>1,08 %</b>	
		Para Piyasası	Kısa Vadeli Bono Fonları	16	12	891.647.696	3.291.661.830	269,17 %	264,20 %	177.274	506.501	185,72 %	181,88 %	2,02 %	7,07 %
			Likit Fonlar	48	49	20.763.733.584	19.234.069.351	-7,37 %	-8,61 %	2.634.363	2.371.437	-9,98 %	-11,19 %	47,14 %	41,28 %
				<b>64</b>	<b>61</b>	<b>21.655.381.280</b>	<b>22.525.731.180</b>	<b>4,02 %</b>	<b>2,62 %</b>	<b>2.811.637</b>	<b>2.877.938</b>	<b>2,36 %</b>	<b>0,98 %</b>	<b>49,17 %</b>	<b>48,35 %</b>
		Tahvil Bono	Endeksli Fonlar	1	1	12.321.359	13.427.428	8,98 %	7,51 %	36	40	11,11 %	9,62 %	0,03 %	0,03 %
			Özel Sektör Tahvil Bono Fonları	5	5	66.966.190	107.114.590	59,95 %	57,80 %	878	1.084	23,46 %	21,80 %	0,15 %	0,23 %
			Tahvil Bono Fonları	53	54	1.308.978.100	1.438.335.651	9,88 %	8,41 %	146.140	143.727	-1,65 %	-2,97 %	2,97 %	3,09 %
			Uzun Vadeli Tahvil Bono Fonları	27	28	544.351.580	641.670.845	17,88 %	16,29 %	25.525	26.122	2,34 %	0,96 %	1,24 %	1,38 %
				<b>86</b>	<b>88</b>	<b>1.932.617.228</b>	<b>2.200.548.514</b>	<b>13,86 %</b>	<b>12,33 %</b>	<b>172.579</b>	<b>170.973</b>	<b>-0,93 %</b>	<b>-2,26 %</b>	<b>4,39 %</b>	<b>4,72 %</b>
		Uluslararası	Hisse Fonları	8	8	73.496.320	76.483.007	4,06 %	2,66 %	2.874	2.753	-4,21 %	-5,50 %	0,17 %	0,16 %
Karma Fonlar			1	1	1.294.679	1.308.295	1,05 %	-0,31 %	382	385	0,79 %	-0,57 %	0,00 %	0,00 %	
Tahvil Bono Fonlar			8	8	32.386.109	56.268.500	73,74 %	71,41 %	4.954	4.888	-1,33 %	-2,66 %	0,07 %	0,12 %	
	17		17	107.177.108	134.059.802	25,08 %	23,40 %	8.210	8.026	-2,24 %	-3,56 %	0,24 %	0,29 %		
<b>Piyasa</b>		<b>505</b>	<b>507</b>	<b>44.044.488.708</b>	<b>46.589.678.948</b>	<b>5,78 %</b>	<b>4,36 %</b>	<b>10.606.817</b>	<b>11.111.233</b>	<b>4,76 %</b>	<b>3,35 %</b>				

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 2/7/2012 ile 1/10/2012 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, Reel artış aynı dönemdeki enflasyondan ayrıştırılarak hesaplanmıştır.