

## Değerli okurlar,

Yatırım ve Emeklilik Fonlarının olumlu bir büyüme trendi yakaladığı 2014 yılını geride bırakırken, yeni yıl sektörümüz için yeni bir dönemin de başlangıcı anlamına geliyor.

Yatırım Fonları Piyasası büyüklüğümüz Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) kurulduğu 1999 yılında 1,2 milyar TL seviyesindeydi. 2002 yılında Bireysel Emeklilik Kanununun çıkmasının hemen ardından, hem Yatırım Fonları hem de yeni kurulan Emeklilik Fonları hızlı bir büyüme sürecine girdi. 2014 yılına geldiğimizde, toplam piyasa büyüklüğünün 73,2 milyar TL ile ulaştığı rekor seviyesine memnuniyetle tanık olduk. Özel Portföy Yönetimi ile beraber 80 Milyar TL'ye ulaştık.

Sektörümüzün büyüklüğünü GSYH'nin yüzde 20'si seviyesine çıkarma hedefimiz sürmektedir. İşte 9 Ocak 2015 tarihi itibarıyla yeni yapısı ile işleme başlayan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nun (TEFAS), yatırım fonlarının olması gereken büyüklüğe doğru yol almasında önemli bir adım olduğuna inanıyoruz. Artık, yatırımcılar fonlar arasında karşılaştırma yaparak kendileri için en uygun fonları kolaylıkla alabileceklerdir.

Bundan sonraki süreçte TEFAS'ın kamuoyunca tanınması ve bilinmesini sağlamak için TKYD olarak üzerimize düşen görevi yerine getirme gayretinde olacağız.

Kurumsal Yatırımcı dergimizin yeni yılın bu ilk sayısında konuğumuz EFAMA Başkanı Mr. Christian Dargnat, Avrupa yatırım fonları ve portföy yönetimi sektörünün krizden çıkış sürecindeki iyileşmeyi etkileyen faktörler ve bundan sonrasında önceliklerine ilişkin sorularımızı cevaplandırdı.

Takasbank Genel Müdürü Sn. Murat Ulus TEFAS ile birlikte oluşturulan hizmet portalı konusunda detayları ve ülkemizden iki kurum da farklı platform deneyimlerini dergimiz için kaleme aldılar. Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi, her geçen yıl büyüyen ve yeni istihdam olanakları yaratan sektörümüze yönelik dördüncü çalışmamız oldu.

Sektör Analizinde, yatırım fonları portföylerinde en ağırlıklı ürün haline gelen Özel Sektör Borçlanma Araçlarının seçiminde dikkat edilmesi gereken kriterler konusunda, piyasanın farklı taraflarının görüşlerini derledik. 10 Ekonomistten Türkiye Ekonomisi tahminleri, yeni yıl ilk sayılarımızdaki geleneği sürdürerek sayfalarımızda yer buldu.

Keyifli okumalar diliyorum.

Yeni yılda sağlıklı ve başarı dileklerle,

**Dr. Alp Keler**  
**TKYD Başkanı**



“ 9 Ocak 2015 tarihi itibarıyla yeni yapısı ile işleme başlayan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nun (TEFAS), yatırım fonlarının olması gereken büyüklüğe doğru yol almasında önemli bir adım olduğuna inanıyoruz. Artık, yatırımcılar fonlar arasında karşılaştırma yaparak kendileri için en uygun fonları kolaylıkla alabileceklerdir. ”

# içindekiler



## 4 SEKTÖRDEN HABERLER

### 6 TKYD ANKET

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1.Çeyrek/2015

### 8 YABANCI KONUK

Portföy yönetimi sektörü Avrupa'nın toparlanmasında hayati bir rol oynayabilir  
Christian Dargnat / President / EFAMA

### 12 TKYD'DEN

2014 YIL SONU ETKİNLİKLER

### 14 PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2014

### 16 KAPAK - TEFAS

TAKASBANK FON SEKTÖRÜNÜ DESTEKLEMELER AMACIYLA TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU YANI SIRA FON BİLGİ PORTALI OLUŞTURDU  
Murat ULUS / Genel Müdür / Takasbank A.Ş.

### 18 FON PLATFORMU

TEFAS ve Portföy Çeşitlendirme

Arzu Odabaşı / Varlık Yönetim Müdürü / Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.

### 19 Odeabank 16 farkı fona tek bir Fon Dağıtım Kanalı'ndan ulaşım sağlıyor

Cem Muratoğlu / Genel Müdür Yardımcısı / Odeabank A.Ş.

### 20 TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

Türkiye Yatırım Fonları ve Emeklilik Fonları Pazarında 2014 Rekorlar Yılı Oldu  
Ceren Angılı / Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon / Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

### 22 2015'de TÜRKİYE EKONOMİSİ

10 EKONOMİST 2015 TÜRKİYE EKONOMİSİNİ KURUMSAL YATIRIMCI'YA DEĞERLENDİRDİ

### 26 GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR 2015

Gelişmekte Olan Ülkeler için Ekonomik ve Finansal Perspektif 2015

Aytaç Aydoğan, CFA / Müdür Yardımcısı / Sabit Getirili Fon Yönetimi Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

### 29 Gelişmekte Olan Piyasalarda 2015 İçin Görünüm

Carlos Von Hardenberg / PM, Frontier Market Fund and Turkey Funds Franklin Templeton Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

### 30 SEKTÖR ANALİZİ

FONLAR İÇİN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ SEÇİM KRİTERLERİ

### 31 ÖST Piyasası Gelişiminin Önündeki En Büyük Engel Likidite

Figen Kılıç Ergüzel / Uluslararası Fonlar, Ürün Geliştirme, Portföy Yön. Bölüm Müdürü Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

### 32 Özel Sektör Tahvillerinin değerlendirme kriterleri üzerine

Alen Bebiroğlu / TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

### 33 YURTIÇİ ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI PİYASASI

Başak Selçuk / Müdür | Kurumsal Finansman / Borçlanma Araçları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

### 35 SİGORTA

SİGORTA CİNİ

Pieter-Bas Vos / Genel Müdür / Sigorta Cini



8



16



20



26



30



40



42

## OCAK - ŞUBAT - MART 2015

### 36 FON YÖNETİMİ

Cigna Finans Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Fonu  
Ziya Çakmak / Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

### 37 Gelir Üreten Gayrimenkul Yatırımlarında Oyunun Kuralları Değişiyor

Onur Takmak, CFA / Yönetim Kurulu Başkanı / Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.

### 39 KONFERANS AJANDASI

### 40 DAVRANIŞSAL FİNANS İnsan Beyni ve Yeni Finansal Mimari

Orhan Erdem / İstanbul Bilgi Üniversitesi / Ekonomi Bölümü

### 42 PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE

Piyasayı Etkileyecek Çok Fazla Sayıda Başlık Var  
Ersoy Erkazancı / Müdür / Fon Satış Destek ve Kurumsal Gelişim / Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

### 44 EKONOMİST 2015'e Gिरerken Dünya Ekonomisi: Gündem ve Sorular

Murat Üçer / Turkey Data Monitor / Koç Üniversitesi

### 48 BIST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Dr. Mustafa Kemal Yılmaz / Genel Müdür Yardımcısı / Borsa İstanbul

### 51 PİYŞ TANITIM

EYG Grup Türkiye'nin ilk gayrimenkul portföy yönetimi Şirketini kurdu  
Ömer Faruk Çelik / İcra Kurulu Başkanı EYG Grup

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

### 56 KONFERANS

Polonya yatırımcılarının radarında Türkiye görünüyor  
Mehmet Gerz / Genel Müdür / CIO / Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

### 58 EĞİTİM Finansal Düzeyde Sertifikasyon Sınavları

Serkan Karabacak / Genel Müdür Vekili ve Yönetim Kurulu Üyesi,  
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu

### 60 SERBEST KÜRSÜ

SUUDİ ARABİSTAN BORSASINDA GONG YABANCI YATIRIMCI İÇİN ÇALACAK  
Tuğba Özyay / Bizim Menkul Değerler A.Ş.

### 62 YATIRIMCI KİTAPLIĞI Derleyen: Levent Gürses

### 64 EFAMA Avrupa ve Dünya Yatırım Fonları

### 68 Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

### 69 KYD ENDEKSLERİ

### 70 SEKTÖR VERİLERİ

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

**Sorumlu Müdür**  
Dr. Murat Ögel

**Editör**  
Güzin Övünç  
guzinovunc@tkyd.org.tr

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

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

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

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

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

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

**Baskı**  
Scala Basım Yayın Tanıtım San. ve Tic. Ltd. Şti.  
Tel: 0212 281 62 00

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



## PYŞ FAALİYET, SERMAYE ARTIŞLARI, YETKİ BELGELERİ

- ▶ **Akbank T.A.Ş.**'nin kurucusu olduğu, "Akbank T.A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Özel Portföy Yönetimi Turkuaz Değişken Alt Fonu (9. Alt Fon)"nın tasfiye edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- ▶ **Unan Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin kendi talebi üzerine faaliyetlerinin bir yıl süreyle geçici olarak durdurulmasına karar verildi.
- ▶ **Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin III-55.1 sayılı "Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği"ne uyum sağlanması ile 12.500.000 TL kayıtlı

sermaye tavanı ve 8.500.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- ▶ **HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin 1.000.000 TL olan mevcut sermayesinin tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 2.000.000 TL'ye artırılması ve kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 10.000.000 TL olarak belirlenmesi; Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.'nin 50.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 10.000.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- ▶ **İş Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin,

45.000.000 TL olan mevcut sermayesinin tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 65.000.000 TL'ye artırılması ve kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 150.000.000 TL olarak belirlenmesi; AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, unvanının Azimut Global Portföy Yönetimi A.Ş. olarak değiştirilmesi, 8.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 4.000.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amaçlarıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- ▶ **Delta Menkul Değerler A.Ş.**'nin kurucusu olduğu "Delta Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Likit Fonu", "Delta Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Değişken Fonu" ve "Delta Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu

(Hisse Senedi Yoğun Fon)"nun, İno Yatırım A.Ş.'nin kurucusu olduğu "İno Yatırım A.Ş. B Tipi Likit Fon"un, T. Garanti Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu T. Garanti Bankası A.Ş. MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu'nun (Fon) tasfiyesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

► **Fiba Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 5.500.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi; Burgan Portföy Yönetimi A.Ş.'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetimi Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne uyum sağlanması amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

► **Anadolubank A.Ş.**'nin kurucusu olduğu Anadolubank A.Ş. B Tipi Likit Fon'un tasfiye edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

► **Atlas Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetimi Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne uyum sağlanması ile 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 5.000.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi; İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 1.350.000 TL olan mevcut sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 4.800.000 TL'ye artırılması ve kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 6.500.000 TL olarak belirlenmesi amacıyla esas sözleşmesinin tadil edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

► **Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 15.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 3.888.287,67 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 5.000.000 TL'ye artırılmasına izin verilmesi; HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetimi Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne uyum sağlanması amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

► **Alternatif Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin portföy yöneticiliği yetki belgesi ve faaliyet izninin kendi talebi üzerine iptal edilmesine karar verilmiştir.

► **Ak Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetimi Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne uyum sağlanması ile 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 2.000.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi; Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.'nin III-55.1 sayılı Portföy Yönetimi Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne uyum sağlanması ile 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 5.500.000 TL çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi amacıyla yapılacak esas sözleşme değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

► **Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 3.000.000 TL olan mevcut sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 4.000.000 TL'ye artırılması ve kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 5.000.000 TL olarak belirlenmesi amacıyla

Şirket esas sözleşmesinin tadil edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

## KURUMLARDAN HABERLER

► **Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası** piyasa yapıcılık modelinde yeni bir dönem başlatıyor. Pay vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, BIST30 endeks, mini-BIST30 endeks ve döviz opsiyon sözleşmelerini içeren bu yeni piyasa yapıcılık modelinde piyasa yapımcılar ilgili sözleşme tipinde elde edilen borsa payı gelirlerinin belirli bir oranını piyasa yapıcılık performanslarına bağlı olarak almaya hak kazanacaklar. Yeni programın yürürlüğe gireceği tarih 2 Ocak 2015.

Pay vadeli işlem sözleşmeleri ve aktif tüm opsiyon sözleşmelerini içeren bu program ile piyasa yapımcıların sürekli kotasyon girmeleri sağlanarak yatırımcıların piyasada her zaman dar spread ile fiyat bulması hedefleniyor. Böylece, opsiyon sözleşmelerinde derinliğin ve likiditenin artırılması sağlanmış olacak.

► **16 Aralık 2014 tarihinde Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP)** DolarTL Vadeli İşlem Sözleşmelerinde gerçekleşen 475 milyon TL tutarındaki günlük işlem hacmi ile tüm zamanların rekoru kırdı. DolarTL Vadeli İşlem Sözleşmelerinde gerçekleşen işlem miktarı ise 198 bin 858 adet sözleşme oldu. Ayrıca VİOP'ta toplam emir hacminde de yeni bir rekora imza atıldı, toplam emir sayısı 272 bin 299 olarak gerçekleşti.

## FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1.Çeyrek/2015

### YENİ YILIN İLK ÇEYREĞİNDE GÖZLER DÖVİZDE OLACAK

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, yeni yılın ilk çeyreğinde ekonomide en önemli gösterge döviz kuru olacak. Yatırım araçları tercihinin başında da euro/dolar geldi.

ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımına yönelik olası kararlarının genel seyrinde belirleyici olması bekleniyor.

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla, 22-25 Aralık tarihleri arasında gerçekleştirilen anketi 25 fon yöneticisi cevapladı.

#### ABD Merkez Bankası kararları yeni yılda da belirleyici

Piyasalarda belirleyici olacak etken	Kişi	%
FED'in faiz artırımına ilişkin beklentiler	15	60
Siyasi alanda gelişmeler	5	20
Avrupa Merkez Bankası kararları	2	8
Dış siyasi gelişmeler	1	4
TCMB para politikası kararları	1	4
Uzakdoğu ekonomik verileri	1	4
Diğer	-	-

Fon yöneticileri geçen yıl olduğu gibi yeni yılda da ABD Merkez Bankası'nın (FED) atacağı adımların piyasalarda en belirleyici faktör olacağını öngördü. Anket katılımcılarının yüzde 60'ı FED'in faiz artırımına yönelik kararlarının yılın ilk çeyreğinde en önemli etken olacağını belirtti.

#### İlk çeyreğin yatırım aracı euro/dolar

Yatırım aracı hangisi olur?	Kişi	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	1	4
Hisse senedi	8	32
Altın	-	-
Özel sektör tahvili	5	20
Euro/Dolar	10	40
Ertia	1	4
Uzun vadeli tahvil	-	-

Yatırım aracı tercihinde ilk üç değişmezken, sıralamada değişiklik gözlemlendi. Geçen çeyreğin üçüncü sıradaki yatırım aracı euro/dolar anket katılımcılarının yüzde 40'ının oyunu alarak, yeni yılın ilk çeyreğinde en fazla tercih edilen yatırım aracı olarak öne çıktı. (%21/4Ç2014)  
Euro/doların ardından yüzde 32 oyla hisse senedi gelirken (%15/4Ç2014), onu yüzde 20 oyla özel sektör tahvili takip etti.

### İlk çeyrekte en önemli gösterge döviz kuru

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	Kişi	%
Enflasyon	6	24
Büyüme	4	16
Cari açık	1	4
Döviz kuru	9	36
Bütçe açığı	1	4
Petrol fiyatları	2	8
Diğer (İşsizlik)	2	8

2014 yılının ilk iki çeyreğinde döviz kurunu, son iki çeyrekte ise enflasyonu izleyen fon yöneticileri yeni yıla girerken, dikkatlerini tekrar döviz kuruna çevirmiş görünüyor. Anket katılımcılarının yüzde 36'sı ilk çeyrekte en çok döviz kurunu takip edeceğini belirtti. Enflasyon yüzde 24 ile ikinci sırada yer aldı.

### ABD 2014'ün ardından yeni yılın da en cazip piyasası

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	Kişi	%
ABD	12	48
Avrupa	3	12
Gelişmekte olan piyasalar	9	36
Diğer (Çin)	1	4

Fon yöneticilerinin küresel hisse senedi piyasalarında beklenen performansa yönelik olarak, ABD piyasası ile ilgili olumlu beklentileri yeni yılda da devam ediyor. Anket katılımcılarının yüzde 48'i ABD tercihini belirtirken, yüzde 36'sı da gelişmekte olan piyasaların ilk çeyrekte cazip olacağını kaydetti.

## YATIRIM ARAÇLARI 2015 TAHMİNLERİ

### Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	8	12,00	7,5
Yılsonu	8,75	10	7

### BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	86,000	100,000	77,500
Yılsonu	82,500	120,000	65,000

### Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	2,77	2,95	2,65
Yılsonu	2,90	3,2	2,68

### TCMB politika faiz oranı (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	8	10	6
Yılsonu	8,5	10	6

### ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	2,35	2,40	2,24
Yılsonu	2,42	3,6	2,20

### Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	2,56	2,675	2,44
Yılsonu	2,66	3,4	2,44

### Altın ve petrolde düşüş bekleyenler azınlıkta

Yön	Altın	Petrol
YUKARI	11 (%44)	12 (%48)
AŞAĞI	5 (%20)	3 (%12)
YATAY	9 (%36)	10 (%40)

Yeni yılın ilk çeyreğine yönelik ankette, altın ve petrol için yükseliş bekleyenler ile değişiklik beklemeyenler birbirine yakın oranlarda sonuç verdi. Her iki emtia için de aşağı yön beklentisinde olanlar ise azınlıkta kaldı.

Katılımcıların yüzde 44'ü Altın, yüzde 48'i ise Petrol için yukarı yön tahmininde bulunurken, yatay seyir bekleyenlerin oranı Altın için yüzde 36, Petrol için yüzde 40 oldu.

### Yeni yılın ilk çeyreği için Özel Sektör Tahvil Bono Fonları ve Hisse Fonları tavsiye ediyor:

Fon yöneticileri, yeni yılın ilk çeyreğinde yatırım için Özel Sektör Tahvil Bono Fonları ve Hisse Fonları işaret etti.

Anket katılımcılarının 12'si Özel Sektör Tahvil Fonları'na tercih listesinde yer verirken, 9'u Hisse Senedi Fonlarını belirtti.

### Borsada bankacılık ve ulaşım sektörleri öne çıkıyor:

Ankete katılan fon yöneticilerinin borsada iyi performans bekledik-

leri sektörleri sıralarken, en fazla bankacılık ve ulaşım (havayolu) sektörlerine yer verdiği gözlemlendi. Ankette 2014 son çeyreği için az sayıda katılımcının tercih ettiği bankacılık sektörü, yeni yılın ilk çeyreğinde yeniden cazibesini kazanmış görüldü. Anket sonuçlarına göre, 14 fon yöneticisi bankacılık sektörünün, 12 katılımcı da ağırlıklı olarak havayolu olmak üzere ulaşım sektörünün ilk çeyrek için cazip görüldüğünü belirtti.

Savunma ve telekomünikasyon sektörleri de listelerde belirgin yer alan diğer sektörler olarak dikkat çekti.



## Portföy yönetimi sektörü Avrupa'nın toparlanmasında hayati bir rol oynayabilir

*Tarihinde ilk kez yönetimindeki varlık büyüklüğü 11 trilyon Euro'yu aşan Avrupa portföy yönetimi sektörünün kriz sonrası gelişimi ve gündemine ilişkin Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) Başkanı Christian Dargnat cevaplandırdı.*

**K**üresel finansal krizin arkasından 2008 yılında 6 trilyon Euro düzeyine kadar gerileyen Avrupa fon varlıkları, son Efama istatistiklerine göre 11 trilyon Euro eşiğini aşmış bulunuyor. Avrupa fon sektöründeki bu

**gelişimin arkasında hangi anahtar faktör veya tedbirleri görüyorsunuz?**

Kriz döneminde ortaya çıkan portföy yönetimi sektörü bundan 10 yıl öncesinden farklı olacak. Dün geleneksel benchmarklı fonların yönetilen portföy büyüklüğünün %90'ını temsil ettiği bir dünyada yaşıyorduk. Yarının manzarası ise çok farklı ola-

cak ve geleneksel fonların piyasanın %30'unu, low-cost beta exposure ürünlerin %40'ı ve "alfa" getiri vadeden high-conviction çözümlerinin geri kalanı teşkil ettiği bir kompozisyonda olacak görünüyor. Low-cost ve high conviction fonları tercih edenler aynı insanlar olacak. Hayatta da olduğu gibi, insanlar ılık istemiyor. Sıcak su veya soğuk su





**Christian Dargnat**  
President

EFAMA (European Fund and Asset Management Association)

istiyorlar. Geleneksel farklılaştırılmış varlık sınıfı stratejileri finansal krizde başarısız oldu. Bunun nedenlerinden biri korelasyonların volatilité ile artmasıydı. Bundan başka, artan karmaşıklık ve finansman piyasalarının uluslararasılaşmasının, daha büyük varlık alokasyonu uzmanlığına ihtiyacın yanında yeni uzmanlaşmış varlık sınıfları ortaya çıkardığını anlamalıyız.

Finansal kriz Avrupa'nın portföy yönetimi sektörü için geçici bir engel oldu. Şimdi, bu sektörün yönetimi altındaki varlıkların büyüklüğü 2020 yılına kadar küresel olarak \$100 trilyon'a ulaşma yolunda ilerliyor. Küresel tasarruflar artıyor ve portföy yöneticileri alokasyonları için çözümler sunuyorlar. Bu rakama 2020'den önce ulaşır mıyız? Hedef dünyanın büyüme oranıyla doğru-

“Avrupa Birliği'nde ortaya çıkan bir fırsat, portföy yöneticilerinin de ekonominin finansmanında bankaların yanında çözüm sağlayabileceğinin görülmüş olmasıdır. Finansal hizmetler sektörü ekonomik kriz ve durgunluğun ardından ortaya çıkarken, sektörün iş dünyası için finansman sağlamada artan ölçüde önemli bir rol oynayarak, tasarruflular ve borç alanlar arasında bir köprü oluşturmakta olduğunu görüyoruz.”

dan bağlantılı. Ancak, daha erken ya da geç, trendin ne olduğunu biliyoruz.

### **Düzenlemelerin son dönemdeki hacmine bakarak, sizce yeni yılda sektör için ne tür avantajlar veya zorluklar olabilir?**

Avrupa Birliği'nde ortaya çıkan bir fırsat, portföy yöneticilerinin de ekonominin finansmanında bankaların yanında çözüm sağlayabileceğinin görülmüş olmasıdır. Finansal hizmetler sektörü ekonomik kriz ve durgunluğun ardından ortaya çıkarken, sektörün iş dünyası için finansman sağlamada artan ölçüde önemli bir rol oynayarak, tasarruflular ve borç alanlar arasında bir köprü oluşturmakta olduğunu görüyoruz. Orta vadede, toplumsal ve nüfus yapısıyla ilgili trendler gayet olumlu. Avrupa'da yönetim altındaki varlıklar 2013 yılındaki \$20 trilyon düzeyinden 2020'ye kadar \$28 trilyon'a ulaşacak. Finansal idarecilerin, düzenleyici engellerin kaldırılması halinde, portföy yönetimi sektörünün Avrupa'nın toparlanması için çok gerekli olan KOBİ'lere fon akışının iyileştirilmesinde hayati bir rol oynayabileceğinin farkında olduklarını umuyoruz.

Avrupa'da “disintermediation” olarak adlandırılan bir süreçten geçmekteyiz. ABD'de finansmanın üçte ikisi piyasadan gelirken, Avrupa'da ise üçte iki bankalar, “intermediaries”, yoluyla geliyor. Bankaların geliştirilen rolü, diğer kurumlar ve yatırımı finanse etmede piyasa bazlı aracılık için yeni ihtiyaçlar ve fırsatlar ortaya koyuyor. Portföy yönetimi, finansmanı daha dengeli bir şekilde kanalize ederek, bankaların rolünü tamamlayabilir.

Avrupa'nın büyümesinde KOBİ'ler hayati önemde, ama onlara ihtiyaçları olan uzun vadeli finansman çözümlerini sağlamak için güçlü kamu kararlılığı gerekiyor. Başarılı olabilmek için, yatırımlar yoluyla büyümelerini güçlendirmek üzere şirketler arasında doğru koordinasyonu, anahtar muhatapları olarak kalacak bankaları ve kaynakları bir araya getirip dağıtacak portföy yöneticilerini bulmak zorundayız. Tek bir çözümden ziyade, özel ve tasarlanmış durumlar için daha uygun olan bir araç kombinasyonu bulunuyor. Bunların arasında menkul kıymetleştirme, teminatlı menkul kıymetler, tahsisli satışı sayabiliriz. Portföy yönetimi sektörü emeklilik boşluğunu doldurmak için uzun vadeli tasarrufa da katkıda bulunabilir.

“ Avrupa dünyadaki en açık portföy yönetimi piyasasına sahiptir. Ama ABD’de durum aynı değildir. ABD’de bir Avrupa ürününü satmaya çalışmak Avrupa’da bir Amerikan ürününü satmaktan çok daha zor olacaktır. ”

Avrupa’daki hanehalkı, finansal varlıklarının %42’sini banka hesaplarına park etmiş durumdadır. Bunu ABD ile karşılaştırdığımızda, orada sadece %15’tir. Bu uzun vadeli tasarruf ve finansman bakışı açısından ideal bir durum değildir. Uzun vadeli finansal güvenlik ve refahın temelini finansal eğitim oluşturur. Bu, bir bireyin gelecek yaşamı üzerinde büyük etkisi olacak, özellikle emekliliği ilgilendiren, finansal kararlar için risk ve sorumluluğun artan ölçüde, hükümet ve işverenden işçilere kaydırıldığı Avrupa için özellikle doğrudur. Avrupa portföy yönetimi sektörü için zorluklar devam etmektedir. Tüm finansal hizmetler sektörü arasında düzenleyici düzeyde bir tam rekabet ortamına ihtiyacımız bulunmaktadır. Fon ürünleri ve sigorta-bazlı yatırım ürünlerinde olduğu gibi, ürünler benzer olduğunda, tümüne eşdeğer bir düzenleyici rejim uygulanmalıdır. Yatırım-türü ürünü kimin sağladığına bağlı olmaksızın, bir sigorta şirketi olsun veya bir fon şirketi olsun, bireysel yatırımcılara yüksek düzey koruma sağlanmalıdır. Bankalar, sigortacılar ve portföy yöneticileri arasında tam rekabet ortamına ihtiyaçla birlikte, coğrafi olarak da bir tam rekabet ortamına ihtiyacımız var. Tam rekabet ortamı düzenlemede zayıflatılabilir ama bu aynı zamanda dağıtımda da olabilir. Avrupa dünyadaki en açık portföy yönetimi piyasasına sahiptir. Ama ABD’de durum aynı değildir. ABD’de bir Avrupa ürününü satmaya çalışmak Avrupa’da bir Amerikan ürününü satmaktan

çok daha zor olacaktır. İhtiyacımız olan – yatırımcıların son yararı için – karşılıklılık anlaşmalarına daha fazla dikkat etmektir.

### EFAMA’nın 2015 yılı için anahtar öncelikleri nelerdir?

Tüketicilerin güvenini tekrar kazanmak anahtar bir öncelik olmaya devam ediyor. Avrupa’nın fon yönetimi sektörünün ekonomik kriz sonrasında kamu güvenini yeniden inşa etme konusunda gidecek biraz daha yolu var. Yatırımcı güveni olmadan, düzenleyicileri ve siyasetçileri sektörümüzü desteklemesi için ikna etmeyi bekleyemeyiz. Tüm yapacaklarımızın ön planında müşterilerimizle hareket etmek, çözümlerimizi geliştirmek için dayanacağımız temeldir. Basın sıkça sektörü negatif bir duruş, negatif bir önyargı ile haber yapmaktadır. Yaptığımız şeyle ilgili bilgi eksikliği olabilir ve bu da pozitif yönlerin nadiren haber yapıldığı anlamına gelmektedir. Finansal eğitim, kamu güveninin yeniden tesisinde öncü bir rol oynamaktadır. Diğer bir temel öncelik, bir sermaye piyasası birliğine doğru Avrupa kurumlarıyla daha geniş bir müzakerede içinde yer almak olacaktır. AB politikayapıcıları kalan engellerin yıkıldığını görmek ve tek bir sermaye piyasası inşa etmek istiyorlar. Biz bunu oldukça destekliyoruz. Bunun nedenlerinden biri, bir Sermaye Piyasaları Birliği gelişimi ile uzun vadeli tasarrufları teşvik etmek arasında önemli bir bağlantının olmasıdır. Bir Sermaye Piyasaları Birliği’nin,

sermayeyi Avrupa’da iş alanları ve altyapıya yatırım için açacak; yatırımcılar için yatırım fonlarının ve emeklilik tasarruflarının maliyetini azaltacak; emeklilik tasarruflarını geliştirerek iş alanları, altyapı ve sermaye piyasalarına yatırım için kanalize edilebilecek uzun vadeli sermaye miktarını artıracak, bütünleşmiş bir sermaye piyasası içermesi gerektiğine inanıyoruz.

### Türk portföy yönetimi sektörü de önemli düzenleme değişiklikleri ile karşı karşıya bulunuyor. Bir elektronik fon platformu Türkiye’de kayıtlı tüm fonların katılımıyla Ocak ayında yeniden işleme başlayacak. Sektörün gelişiminde fon platformlarının rolü için ne düşünüyorsunuz?

Genel olarak, fon platformları yatırım yönetimi sektörü için uygun çeşitli dağıtım kanallarından biri olarak memnuniyetle karşılanmaktadır. Esasen yatırımcıların bir dizi yatırım ürünü ve fon çeşitlerine erişimini sağlamaktadır. Türkiye özelinde, portföy yönetimi sektörüne ilişkin olan yeni düzenleyici çerçevenin Türk piyasasının gelişmesine yardım etmesi, yönetim altındaki varlıkları artırması ve rekabeti teşvik etmesi bekleniyor. Elektronik fon platformlarının başlatılmasının, likidite ve piyasa yapıcılık gibi ilgilendirilmesi gereken bazı teknik hususları olsa bile, yatırımcılara daha geniş bir yatırım fonu ve yatırım stratejisi çeşidine ilave erişim imkanı sağladığını düşünüyorum. Aynı zamanda Türk portföy yönetimi piyasası için yeni bir fırsat yaratılmasında ileri bir adım ve yabancı fon sağlayıcılarına gelişen ve cazip bir piyasaya daha iyi erişim imkanı verecek. Bu prensipte, ve genel olarak yeni para girişi olasılığı, Türk portföy yönetimi piyasasının gelişiminde olumlu bir adım olarak görülmelidir.

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

**KOKTEYL** - TKYD, 16 Aralık 2014 Salı akşamı Şans Restaurant'ta gerçekleştirilen Yeni Yıl Kokteyli'nde üyelerini ve konukları ağırladı.



## TOPLANTI.

TKYD tarafından 31 Ekim 2014 tarihinde Özel Sektör Tahvilleri Değerlendirme Toplantısı düzenlendi. Toplantıda derecelendirme, likidite, şirket riski, şirket performans takip riski ve iflas durumunda fon tablolarına ne şekilde yansıtılması gerektiği konuları görüldü.

TSPB Toplantı Salonu'nda düzenlenen etkinlikte Merit Risk Yönetimi ve Danışmanlık Hizmetleri'nden Ayşe Botan Berker, TEB Portföy Yönetimi'nden Alen Bebiroğlu, İş Yatırım Menkul Değerler'den Başak Selçuk ve özel sektörden ihraççı şirket Orfin Finansman A.Ş.'nden Ebru Özhelvacı konuşmacı olarak yer aldılar.

## WORKSHOP.

Moody's Analytics talebi ile 4 Kasım 2014 tarihinde Portföy Yönetimi ve Kredi Risk Modelleri konularında bir workshop gerçekleştirildi.

Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.'nde yapılan çalışmada şu başlıklar yer aldı:

- ICAAP Processes across Europe
- Future of Stress Testing for Emerging Markets
- Portfolio Optimisation / Investment Strategy Processes and how to diversify a Turkish concentrated portfolio – including CreditEdge platform we presented last time and our Alpha Factor strategy



## ATAMA - TKYD yeni Genel Koordinatör

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) Genel Koordinatörlük ve KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş. Genel Müdürlük görevine Dr. Cüneyt Demirkaya atandı. Sektörde çalışmaya Denizbank'ta MT olarak başlayan Cüneyt Demirkaya sırasıyla Deniz Yatırım, İş Yatırım, İş Portföy ve Ak Portföy'de portföy yönetimi ve araştırma bölümlerinde

çalışmış, son olarak TSKB'de portföy yönetimi ve araştırma bölümlerinde görev almıştır. Sektörde 17 yıllık tecrübeye sahip ve İTÜ İnşaat Mühendisliği bölümü mezunu olan Cüneyt Demirkaya, İTÜ'den Yapı İşletmesi Yüksek Lisansı, Marmara Üniversitesi'nden MBA derecesi ve yine Marmara Üniversitesi'nden Doktora derecesine sahip bulunmaktadır.

# Bir ilke imza attık, ABD'ye dođrultucu ihraç ettik...



## EPC Kesintisiz Enerji Sistemleri KGGK ve Güç Elektroniđi Çözümleri

Gelişmiş Ülkelere İhracat Bizim İşimiz

AMERİKA HOLLANDA FRANSA ALMANYA BREZİLYA(Güney Amerika Ülkeleri) İRAK ÜRDÜN İRAN SUUDİ ARABİSTAN



**EPC Enerji ve Güç Dönüşüm Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.**  
Esenşehir Mah. Alemdağ Cad. Kırklar Sk. No: 11 D: 2/3 Madenler  
Y.Dudullu, Ümraniye / İSTANBUL - TÜRKİYE  
Tel: 0 216 499 54 84 pbx • Fax: 0 216 499 54 90  
E-mail: [epcas@epcas.com.tr](mailto:epcas@epcas.com.tr) • [www.epcas.com.tr](http://www.epcas.com.tr)



# PYŞ ÇALIŞAN ANKETİ

## PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2014

Portföy Yönetimi Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çalışan profilini ortaya koyup, sektörün büyüme trendine ilişkin verileri oluşturmayı amaçlayan ve ilki 2009 yılında gerçekleştirilen Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi'ne bu yıl toplam 25 portföy yönetim şirketi katıldı.



Faaliyet Alanları	Şirket sayısı
Yatırım Fonu	24
Emeklilik Yatırım Fonu	17
Borsa Yatırım Fonu	4
Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar	12
Özel Portföy Yönetimi	24
Yatırım Danışmanlığı	11
Diğer	1

\*Diğer faaliyet alanı olan 1 kurum, bu alanı yatırım ortaklığı olarak belirtmiştir.

Yaş dağılımı	Kişi sayısı
18-29	86
30-39	250
40-49	183
50 ve üzeri	14



Personelin pozisyonlarına göre dağılımı	Kişi sayısı
Üst düzey yönetici (Müdür ve üstü)	141
Portföy Yöneticisi	131
Yatırım Danışmanı	16
Müşteri İlişkileri/İş Geliştirme/Pazarlama/Satış	56
Araştırma Uzmanı/Stratejist	24
Operasyon/Bilgi İşlem	51
Mali ve İdari İşler	53
Risk Yönetimi/Denetim/Teftiş	54
Diğer	39

Eğitim durumu	Kişi sayısı
Lise ve altı	43
Lisans	289
Lisansüstü	189
Doktora	12

Dışarıdan alınan hizmetlerin başında bilgi işlem/data sağlayıcı geliyor

Dışarıdan alınan hizmet	Şirket sayısı
Araştırma	3
Bağımsız Denetim	2
Bilgi İşlem/Data sağlayıcı	10
Hukuk-Vergi Danışmanlığı	2
İdari/Mali işler	5
İnsan Kaynakları	1
Fon Operasyon	6
Risk Yönetimi	2
Teftiş	2

2015 yılında planlanan yeni istihdam

Departman ve sayı	
Portföy yönetimi	5
Araştırma	2
Pazarlama	3
Fon operasyon	2
İç kontrol	2
Teftiş	2
Risk yönetimi	1
Alternatif ürünler	1
Çeşitli	15



Yeni yılda 12 kurum yeni personel alımı planlıyor

Cinsiyet dağılımı	Kişi sayısı
Kadın	197
Erkek	336
<b>Toplam</b>	<b>533</b>



2014 yılında personel sayısında değişim

Personel sayısı azalan kurum	5
Personel sayısı artan kurum	14
Personel sayısı değişmeyen kurum	6



## TAKASBANK FON SEKTÖRÜNÜ DESTEKLEMELER AMACIYLA TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU YANİ SIRA FON BİLGİ PORTALI OLUŞTURDU

*Platform'da işlem görsün veya görmesin tüm fonlara ilişkin bilgiler Fon Bilgi Portal'ında yer almaktadır. Portal, tüm yatırımcılar tarafından kolayca anlaşılabilmesi amacıyla mümkün olduğunca basit ve kullanışlı olmasına özen gösterilerek dizayn edilmiştir.*

**B**ilindiği gibi Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu (TEFAS) 9 Ocak 2015 tarihi itibarıyla yenilenen yapısı ile hizmet sunmaya başlayacaktır. Aslında TEFAS bir işlem platformu olmakla birlikte temel olarak iki bileşenden oluşmaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcıların yatırım kuruluşları üzerinden işlem gören tüm fonlara ulaşmalarına imkan sağlayan TEFAS; diğeri ise fon piyasasında şeffaflığın artırılması, fonlara ilişkin bilgilere tek bir noktadan herhangi bir maliyete katlanılmaksızın ulaşıl-

ması ve yatırımcıların farkındalıklarının artırılarak, fon sektörüne katkı sağlanması amacıyla oluşturulan yeni web tabanlı Fon Bilgi Portalı'dır (<http://www.fonurkey.com.tr> ve <http://www.fundturkey.com.tr>). Portalın analizi ve dizaynı kapsamında İTÜ ile iş birliği yapılmıştır. Platform'da işlem görsün veya görmesin tüm fonlara ilişkin bilgiler Fon Bilgi Portal'ında yer almaktadır. Portal, tüm yatırımcılar tarafından kolayca anlaşılabilmesi amacıyla mümkün olduğunca basit ve kullanışlı olmasına özen gösterilerek dizayn edilmiştir. Bununla birlikte portalda yer alan tarihsel verilerin,

akademisyenler tarafından yapılacak çalışmalara da destek olacağı düşünülmektedir.

Yatırımcılar söz konusu portal aracılığı ile temel olarak Türkiye'de ihraç edilmiş tüm Yatırım Fonları ve Bireysel Emeklilik Fonları için;

▶ Fon profiline ilişkin genel bilgiler, portföy dağılımları ile fon değişim ve birleşimlerine ilişkin bilgilere ulaşabilecekler,

▶ Seçtikleri fonu belirli dönemler itibarıyla dahil olduğu fon grubu ve diğer yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırabilecekler,

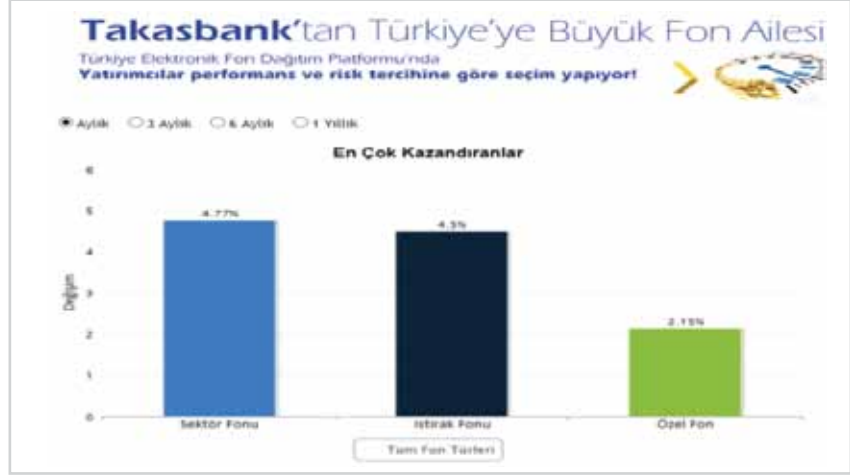
▶ Fon ve fon grubuna ait tarihsel verilere erişebilecekler,





**Murat ULUS**  
Genel Müdür  
Takasbank A.Ş.

- ▶ Seçtikleri fonun detay analizine ilişkin sayfadan verilen link aracılığı ile Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda fona ait bilgilerin yer aldığı sayfaya doğrudan ulaşabilecekler,
  - ▶ TEFAS'ın yatırımcıya sağladığı faydalara ilişkin bilgi edinebilecekler,
  - ▶ TEFAS üyesi banka, aracı kurum ve portföy yönetim şirketleri ile işlem gören fonlara ulaşabilecekler,
  - ▶ Platform'un ana sayfasında en yüksek işlem hacmini gerçekleştiren ilk 5 üye ile en çok işlem gören 5 fona ait bilgilere erişebileceklerdir.
- Ayrıca, portalda yatırımcıların farkındalığını artırmak amacıyla fonlara ilişkin temel bilgileri kapsayan terimler sözlüğü de bulunmaktadır. Portalın Ana Sayfası'nda ise; en üstteki grafikte yer alacak olup, seçilen dönem itibarıyla en fazla getiri sağlayan 3 fon türü ile ortalama getiri oranları yer alacaktır. Aynı grafik üzerinden seçilen fon türü üzerine tıkladığında ise, alttaki grafikte yer aldığı şekilde



seçilen fon türü bazında en yüksek getiri sağlayan ilk 5 fon ve getiri oranları ile fon kategorisinde yer alan toplam fon sayısına ulaşılacaktır. İkinci fazda, Fon Bilgi Portalı'nda fonların riske göre getirilerinin de yer alacağı ve risk-getiri ölçütüyle fonların birbirleriyle karşılaştırılabileceği analizlerin de yer alması hedeflenmektedir. Diğer taraftan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'na üye olan ve kurumlarına ait logo ve internet adresinin yer alma-

sını arzu eden kurumların logoları kayar band (banner) olarak Portalın ana sayfasından akacak, logo üzerine tıkladığında ise ilgili kurumun internet sitesine ulaşılacaktır. Söz konusu hizmet için 2015 yılında üyelere herhangi bir ücret talep edilmeyecektir. Platform projesine paralel olarak yürütülen Portal Projesinin, Platformun yeni esaslar çerçevesinde uygulamaya alınacağı tarih olan 9 Ocak 2015 tarihinde işleme alınması planlanmakta olup, web portalına <http://www.fonturkey.com.tr> adresinden ulaşılacaktır.

# TEFAS ve Portföy Çeşitlendirme

“Yatırımcının ilgili risk profiline hizmet eden olası Yatırım Fonu artık taraflar için ulaşılmaz olmayacak”

**I**MKB'nin kuruluşu ile birlikte dikkate alırsak henüz 29 yaşını doldurmuş olan Türkiye sermaye piyasaları temel taşlarını yerine oturtturarak ilerlemeye devam ediyor.

Yaşanan krizler, Türkiye sermaye piyasalarının dünyadaki ekonomik koşulların ayrılmaz bir parçası olduğu gerçeğini pekiştiriyor. Dolayısıyla yatırım yönetiminde, sadece Güvenilir, Bilgi ve Tecrübe sahibi olmanın yeterli olmadığı, mevcudun üzerine yeni taşların koyulması gerekliliği kendi kendini doğuruyor.

Bu süreçte, TEFAS'ın devreye girmesi ile farklı Yatırım Stratejilerine hizmet edecek birbirinden farklı ve/veya benzer içerikte Yatırım Fonlarına ulaşabilmek sektörün gelişimi anlamında çok önemli bir yapı taşı niteliğindedir.

Eczacıbaşı Yatırım Menkul Değerler olarak, yatırımcılarımıza daha kaliteli hizmet sunmak, dönemin ihtiyaç ve beklentilerine göre portföy çeşitliliğini artırmak üzere, 2013 ilk aylarından itibaren kendi yönettiğimiz yatırım fonlarımız dışında, iki farklı kuruma ait toplam dokuz yatırım fonunu daha kendi hizmet ağıma dahil etmiştik. Her iki kurum ile yapmış olduğumuz anlaşma sürecinin bir altı ay aldığını göz önüne aldığımızda; TEFAS'ın yatırımcılarına kendi fonları dışında, farklı yatırım fonlarını dahil ederek, Yatırım Yönetimi yapmak isteyen kurumlar için ne denli önemli bir zaman ve iş gücü kazanımı olduğunu özellikle paylaşmak isteriz. TEFAS'la birlikte Yatırım Danışmanları, Portföy Yöneticileri en geniş



**Arzu Odabaşı**  
Varlık Yönetim Müdürü  
Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.

kapsamı ile Varlık Yöneticileri, yatırımcıların farklı risk profiline cevap verebilecek ve dönemin ekonomik beklentilerini dikkate alarak, belki de normal koşullarda yatırım araçları yelpazelerinde olmayan bir ürüne artık rahatlıkla ulaşabilecek ve portföylerini çeşitlendirebileceklerdir.

“Keşke çalıştığım kurum şöyle bir ürüne sahip olsa idi ve portföyleri o ürünle çeşitlendirebilse idim” düşüncesinden uzaklaşarak, söz konusu ürünleri ne zaman ve neden ilgili portföylere dahil edeceklerine ait analizler yapıyor ve uyguluyor olacaklar. Varlık Yöneticilerinin, bilgi, tecrübe ve öngörülerini hayata geçirme fırsatı bulabilecekler.

Bu durum kendi portföyünü yöneten Kurumsal veya Bireysel yatırımcılar, Yatırım Danışmanlığı alan/veren taraflar ve Portföy Yönetim hizmeti alan yatırımcılar için alacakları hizmetin kalitesini artıran çok önemli bir gelişmedir. Her şeyden önce artık

Yatırımcılar “O bahsettiğiniz ürünü almak için X kurumun yatırımcısı olmanız gerekiyor” cümlesini duymuyor olacaklar. Ki bu gerçek eğer yatırımcı çok kararlı değilse, genellikle caydırıcı olur ve istenilen portföy çeşitlendirme gerçekleşiyor olmaz. Ve belki de önemli bir getiri fırsatı en başta yok olmuş olur. Yatırımcının ilgili risk profiline hizmet eden olası Yatırım Fonu artık taraflar için ulaşılmaz olmayacak.

TEFAS'ın yatırımcı tarafına sağladığı faydaların yanı sıra, Aracı Kurum ve Portföy Yönetim şirketlerinin maliyet, zaman, yeterli talep bulama gibi endişelerle kurma fikrinden uzak durduğu ürünlere ulaşabilme esnekliği sağlanmıştır. Böylece ilgili kurum çalışanları, yatırımcısına hangi yatırım fonunu, ne zaman ve hangi ağırlıklarla dahil etmeye yönelik stratejiler geliştirme fırsatı bulabilecektir. Yüksek performanslı fonların öne çıkacağı bu süreçte, Fon performans ölçütlerinin bir diğer ifade ile Fon seçimi kriterlerinin ayrıca önemsenmesi, her fonun kendi göstergeleri baz alınarak karşılaştırma yapılması; sadece yüksek bir getiri oranına bakılarak yapılan yatırım fon seçiminin son derece hatalı olacağı mutlaka dikkate alınmalıdır.

Yatırım fon seçimi yapılırken “geçmiş geleceğin göstergesi olacaktır ama garantisi değildir” yaklaşımı önemsenmelidir. Şeffaflığın, hızın ve her çeşit yatırım fonuna ulaşılabilirliğin dezavantaja dönüştürülmemesi için, Yatırımcıların ve Fon Seçicilerin, fon seçimi konusunda mutlaka bilinçlendirilmesi gereklidir.



## Odeabank 16 farklı fona tek bir Fon Dağıtım Kanalı'ndan ulaşım sağlıyor

**O**deabank olarak, Türkiye'deki tasarruf sahiplerini sadece mevduat ile sınırlamıyoruz. Odeabank Varlık Yönetimi hizmet çatısı altında müşterilerimize sunduğumuz tasarruf alternatiflerini Bireysel Emeklilik, Fon Dağıtım Kanalına Bağlı Fonlu Mevduat, Yıllık Vadeli Bozulabilir Mevduat hesapları gibi yeni dönemin şartlarına uygun yeni alternatiflerle daha çeşitli ve çekici hale getiriyoruz.

Bankamız 2013 yılı Mayıs ayında Türkiye'nin önde gelen Portföy Yönetimi şirketleriyle işbirliği yaparak kurduğu özel fon işlem platformu ile müşterilerine kendi uzmanlık süzgecinden ve kalite analizlerinden geçirerek seçtiği fonları, satışa sunarak bir ilke imza attı. İş Portföy, Ak Portföy, Finans Portföy, TEB Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Ata Portföy'ün 18 adet fonunu tek



**Cem Muratoğlu**  
Genel Müdür Yardımcısı  
Odeabank A.Ş.

kanaldan sunan bir Banka olarak, Fon Dağıtım Kanalı kapsamında oluşturduğumuz "Fonlu Mevduat Hesabı"yla da tek bir hesap üzerinden hem fon hem mevduat kazancı sağlıyoruz. Odeabank Fonlu Mevduat Hesabı ile tek bir kanaldan 16 farklı yatırım fonu alternatifine sahip olan Odeabank müşterileri,

minimum 10,000 TL'lik yatırım fonu aldıkları takdirde kendilerine özel vadeli mevduat faiz avantajından da faydalanabiliyor.

Takasbank tarafından kurulan Elektronik Fon Platformu'nda 2015 yılından itibaren yer alarak dağıtım ağıımıza en az beş tane daha yeni kurumu katarken, yine özenle seçtiğimiz 6-7 adet fonu daha aktif dağıtım sürecimize sokacağız. Bu sayede gerçekten çok geniş bir çerçevede getiri beklentileri ve risk kısıtlarına cevap vererek, yatırım hizmeti anlayışımızı daha üst seviyelere taşıyacağız.

Bireysel Emeklilik Sistemi içerisinde de 700 bini aşkın katılımcı sayısı ve 6,5 milyar TL fon büyüklüğüne yaklaşan AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. işbirliği çerçevesinde Odeabank kanalı ile sunduğumuz bireysel emeklilik planıyla, 2014 yılında hız kesmeden devam eden tasarruf trendine de katkı sağlama-yı amaçladık.

## Türkiye Yatırım Fonları ve Emeklilik Fonları Pazarında 2014 Rekorlar Yılı Oldu

- Yatırım Fonları Pazarı için 2014 yılı olumlu bir yıl oldu ve 2009'dan bugüne en yüksek yıllık büyüme oranı olan %15 düzeyinde büyüyerek, 35,4 milyar TL'ye ulaştı
- Emeklilik Fonları Pazarı 2014 yılında tarihinde ilk kez Yatırım Fonları Pazar büyüklüğünü geçti ve yılsonunda 37,8 milyar TL büyüklüğe ulaştı

**G**erek yurtiçi gerekse yurtdışı finansal piyasalar açısından 2014 yılı hareketli bir yıl oldu. Tüm yıl boyunca gündem maddeleri küresel para politikaları, küresel büyüme trendleri, gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkışlar, gelişmiş ülke piyasalarında düzeltme hareketleri olurken, yılsonunda genel olarak piyasalar olumlu seyir ile kapandı.

USD/TRY 2014 yılına 2,1450 seviyelerinden başladıktan sonra yıl içerisinde, USD'nin tüm para birimleri karşısında değerlenmesi ve TCMB politikalarının da etkisiyle TL karşısında %8,8 yükselerek yılı 2,3335 seviyelerinden kapattı. 2014 başında 1,3745 olan EUR/USD paritesi, %12 değer kaybederek 1,2097 seviyelerinden kapandı. EUR'nun USD karşısındaki değer kaybının da etkisi ile TRY, EUR karşısında değer kazanarak 2,9501 seviyelerinden 2,8252'ye geriledi.

Sabit getirili menkul kıymetlerde ise küresel piyasalarda ABD faizlerindeki artış beklentilerine rağmen, 10 yıllık ABD gösterge tahvilleri yıl boyunca alıcılı seyretti ve 2014 yılına %3 seviyelerinden başlayan gösterge tahvil %2,17 seviyelerinden kapattı. Buna

paralel olarak Türkiye piyasalarında da iki ve 10 yıllık gösterge tahvillerinde olumlu seyir gözlemlendi ve sırasıyla %10,10 ve %10,27 seviyelerinden yıla başlayan tahviller, %7,9 ve %8,10 seviyelerine kadar geriledi. 2030 vadeli USD cinsi Türk eurobondu seneye %6,76'dan başlayıp %4,7 seviyelerine kadar indi. Beş yıllık Türkiye risk seviyesini gösteren CDS ise yılbaşında 242 seviyelerinde iken, yılı 176 seviyesinden kapattı. Yurtiçi piyasalarda siyasi belirsizliğin artması ile olumsuz başlayan 2014 yılında, belirsizliklerin azalması ve küresel likidite ortamının da devam etmesinin etkisi ile tüm finansal enstrümanlarda olumlu seyir gözlemlendi ve BİST 100 endeksi de seneyi %26,4 ile yüksek oranda değer kazanarak bitirdi.

Yeni yılda Türkiye'nin jeopolitik konumundan dolayı yaşanabilecekler ve Rusya tarafındaki gelişmeler piyasalar üzerinde önemli ölçüde etkili olacakken, FED faiz politikası, Avrupa Merkez Bankası ile Japonya ve Çin gibi diğer önemli merkez bankalarının likidite kararları da önemli olabilecek gelişmeler olarak gündemini koruyacaktır. Yurtiçinde ise genel seçimler ile Merkez Bankası faiz politikasının piyasalar üzerindeki etkisi, ta-



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

kip edilecek diğer önemli faktörler olacaktır. Yatırım Fonları Pazarı açısından 2014 yılı olumlu bir yıl oldu ve 2009'dan bugüne en yüksek yıllık büyüme oranı olan %15 düzeyinde büyüyerek, 35,4 milyar TL'ye ulaştı. Büyümeye en büyük etki, %54 ile Kısa Vadeli Tahvil ve Bono ile Likit Fonlar olarak adlandırılan Para Piyasası fonlarından geldi. Özellikle kamu bankalarının yatırım fonları pazarında daha aktif rol almaya baş-

laması ile bu fon türlerinde toplam 2,4 milyar TL büyüme gözlemlendi. 2014 yılında diğer dikkat çekici büyüme ise bağımsız portföy yönetimi ve yatırım şirketleri oldu. Bu şirketlerin bir kısmı yeni SPK Kanunu'nun getirdiği yükümlülüklerle fonlarını tasfiye ederek kapatmayı seçerken, operasyonlarına devam etme kararı alanların ise büyümeye katkıları 800 milyon TL'nin üzerinde gerçekleşti. Büyümede yüksek katkısı olan ikinci fon türü ise 2,1 milyar TL ile B tipi valörlü fonlar oldu. Bu fonlar içerisinde yüksek büyümesi ile B tipi Özel Sektör Tahvil ve Bono fonları ayrıştı. Pazarda 2012 yılında ilk kez kurulan bu tip fonlar yatırımcılar tarafından devlet tahvil ve bonolarının üzerinde ek getiri sağlaması ile cazip olduğu için tercih edilirken, özel sektör tahvil ve bono sektöründeki ihraçların da artması ile 2014 yılında 1,4 milyar TL büyüdü ve toplam büyümenin içerisinde %30 paya sahip oldu. İçerisinde belirli oranlarda hisse senedi taşıyan B Tipi değişken fonlar 2014 yılında %18 artarken, tahvil ve bono fonları ise %34 artarak, sırasıyla toplam 429 milyon TL ve 306 milyon TL büyüdüler.

Geçen yıl küçülme yaşayan iki fon türünden biri Anapara Garantili ve Korunmalı fonlar ile Altın fonları oldu. APG/K'larda yeni SPK mevzuatı nedeniyle uyum süreci tamamlanmadan yeni fon kurulmasına engel olmasının da etkisi gözlemlendi ve bu fon türleri 328 milyon TL azaldı. Altın fonlarında ise altındaki beklentilerin olumlu olmasının etkisi gözlemlendi ve yılbaşından beri 144 milyon TL çıkış gerçekleşti. A tipi fonlarda, BİST 100 endeksindeki yükselişin çok altında bir büyüme görmemiz nedeniyle bu fon türündeki yatırımcıların kar realizasyonu gerçekleştirilmeyi tercih ettiğini anlıyoruz. Yılsonu itibarıyla A tipi fonlar 34,5 milyon TL ile sadece %1,9 büyüdü ve toplam 1,8 milyar TL oldu.

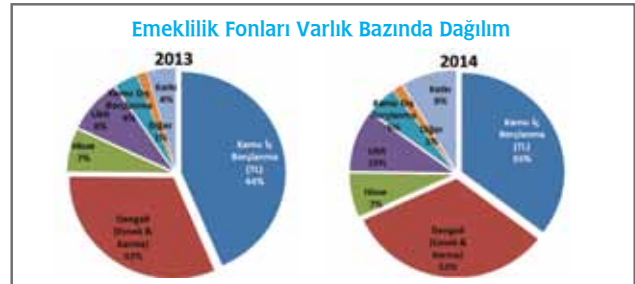
Fon türlerindeki katılma belgesi sözleşme sayılarındaki değişimlere göre, 2014 yılında pazardaki kişi sayısı toplam 8,784 kişi arttı. Buradaki artışın B tipi valörlü fonlar ve A tipi fonlardan kaynaklandığı gözlemleniyor. A tipi fonlarda toplam büyüklükteki değişimin çok küçük olduğu dikkate alınacak olursa, buradaki kişi sayısındaki artış bizlere hisse senedi yatırımcılarındaki artışı, yani bu fon türündeki tabana yayılmadaki artışı göstermesi nedeniyle dikkat çekici. Para piyasası fonlarına yatırım yapan kişi sayısında ise kamu bankalarındaki artışa rağmen, yaygın şube ağı olan bazı özel bankaların etkisi ile 2014 yılında 47,247 kişi azalma oldu. 2014 yılı sonunda yatırım fonları pazarında sözleşme sayısı yaklaşık 2,6 milyon kişi olarak gerçekleşti. Takasbank'ın kurduğu Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nun (TEFAS) yeni yapısıyla 9 Ocak 2015 tarihi itibarıyla işlem başlamasının da yardımı ile yatırım fonları pazarının daha fazla kişiye ulaşması sağlanarak, yatırımcıların istedikleri fonları istedikleri kurumdan rahatlıkla alabilecek olmalarının yatırım fonları pazarına olan ilginin giderek artmasına yol açacağını umuyoruz.

## Bireysel Emeklilik Fonları Pazarı %44 Büyüdü

Emeklilik Fonları Pazarı 2014 yılında tarihinde ilk kez Yatırım Fonları Pazar büyüklüğünü geçti ve yıl sonunda 37,8 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Devlet katkısının emeklilik pazarının büyümesinde pozitif etkisi olduğu inkar edilemez bir gerçek olmakla beraber, bu sene %44 büyüyen pazarın daha önceki yıllarda da benzer yüksek büyümeler gördüğü de unutulmamalı. Devlet katkılarının biriktirildiği katkı

fonları 2014 yılında 1,9 milyar TL büyüdü. Bu fonları dışarda tuttuğumuz takdirde dahi, yatırımcıların birikimleri ile emeklilik pazarı %36,6 büyüdü ve yatırım fonları pazarının üzerinde bir büyüklüğe sahip oldu.

Fon türlerindeki büyümelere bakacak olursak, 10 milyar TL'lik büyümenin en yüksek kısmı Esnek ve Karma fonlardan oluşan dengeli fonlardan geliyor ve bu fon türleri 3,2 milyar TL büyüklük ile toplam büyümenin %28'ini oluşturuyor. İkinci sırada 1,9 milyar TL ile katkı fonları bulunurken, 1,2 milyar TL likit fon ve üçüncü olarak yaklaşık 1 milyar TL ile kamu iç borçlanma fonları oluşturmaktadır. Toplam pazarın %33'ü Kamu İç Borçlanma araçlarından, %30'u Dengeli fonlardan, üçüncü sırada ise %9 ile Likit fonlardan oluşurken, uzun vadeli yatırımlarda daha ağırlıklı bulundurulması önerilen ve uzun vadede ekonomideki büyümeyi yansıtarak, enflasyon üzeri getiri sağlayan hisse senedi fonlarının ağırlığının %7 ile nispeten düşük olması, emeklilik sistemi açısından düşündürücü bir durum olarak göze çarpıyor.



## 10 EKONOMİST 2015 TÜRKİYE EKONOMİSİNİ KURUMSAL YATIRIMCI'YA DEĞERLENDİRDİ

Petrol fiyatlarındaki düşüşün cari açığa ve enflasyona olumlu yansımalarının olması beklenen 2015 yılında, başta ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımına ilişkin kararı olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel likidite koşullarına göre atacağı adımlar yine belirleyici olacak.



**Haluk Bürümçekci**  
Burgan Yatırım

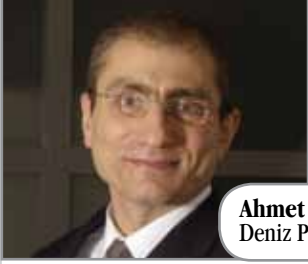
“Hızla düşen petrol fiyatlarının Türkiye ekonomisine olumlu etkileri şimdiden gündemimize girerken, petrol fiyatlarında bu seviyelerin kalıcı olup olmayacağı, ECB ve BOJ'un niceliksel gevşeme yönünde atacağı olası adımlar ve FED'in faiz artırım sürecine başlama zamanlaması Türk piyasaları ve ekonomisine de büyük ölçüde şekil verecektir.”

2015 yılının küresel gelişmeleri daha da yakından ve can kulağıyla takip ettiğimiz bir yıl olacağını düşünüyoruz. Hızla düşen petrol fiyatlarının Türkiye ekonomisine olumlu etkileri şimdiden gündemimize girerken, petrol fiyatlarında bu seviyelerin kalıcı olup olmayacağı, ECB ve BOJ'un niceliksel gevşeme yönünde atacağı olası adımlar ve FED'in faiz artırım sürecine başlama zamanlaması Türk piyasaları ve ekonomisine de büyük ölçüde şekil verecektir. Diğer taraftan yurtdışında genel seçimlerin sonuçlarını takip edeceğiz. Petrol fiyatlarının 2015 yılında \$70-80 bandında kalacağı, FED'in faiz artırımlarına yıl ortasında başlayacağı ve bunun Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler üzerinde bir çalkantı yaratabileceği varsayımı altında, Türkiye ekonomisinin %3.5, enflasyonun %6.7, cari işlemler açığının milli gelire oranının %5'ler seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. EUR/USD paritesinin 1.18- 1.22 aralığına gerilemesine paralel olarak, Türk Lirası'nın ABD doları karşısında 2.35-2.40 bandına zayıflayacağını ve orta ve uzun vadeli faiz oranlarının mevcut seviyesinin 50-100 baz puan üzerinde olabileceğini tahmin ediyoruz.

2015 tahminleri	GSYH Büyüme %	\$/ TL*	€/ TL*	TÜFE**	Cari Denge Milyar \$
Haluk Bürümçekci/Burgan Yatırım	3,5	2,3925	2,8655	6,7	42,5
Levent Alkan/Deniz Portföy	3	2,3861	3,0388	7,2	52
Burak Kanlı/Finansinvest	4,2	2,31	2,80	6,3	40
Banu Kıvıncı Tokalı/Halk Yatırım	4	2,30	2,80	7,2	45
İbrahim Aksoy/HSBC Portföy	2,8	2,42	2,90	7,2	30
Dr. Atif Cezairli/İstanbul Portföy	3,2	2,37	2,83	6,6	40
Serhat Gürleyen/İş Yatırım	3,5	2,37	2,90	6,9	39
Alper Erginöl/Oyak Yatırım	3,5	2,37	2,84	7	40
Pınar Uğuroğlu/TEB Portföy	3	2,35	2,77	6,7	33,8
Ozan Gökler/Yapı Kredi Portföy	4	2,36	2,94	7	41
<b>ORTALAMA</b>	<b>3,47</b>	<b>2,36</b>	<b>2,87</b>	<b>6,88</b>	<b>40,3</b>

\* Ortalama \_ \*\*Yılsonu

Kurumlar alfabetik olarak sıralanmıştır.



**Ahmet Levent Alkan**  
Deniz Portföy

“ Düşük tasarruf oranımız, zayıf rekabet gücümüz, negatif Kasım yurtdışı ÜFE gerçekleşmesiyle birleşerek, Avrupa'nın daralan talebine ve FED'in faiz artırımına hassasiyetimizi artırıyor. ”

Büyüme öngörülerini küresel eğilimlerle şekillendiriyor. Gelişmiş ekonomiler kanadı, uzun süreli durgunluk kaygılarıyla derinden derinden karamsarlığa gömülüyor.

IMF bile, 2011 yılına kıyasla küresel büyüme öngörülerini aşağı yönlü %1.5 revize etti.

Maliye, 2015 bütçesini meclis onayından geçirdi. 2015 bütçesi %4 büyümeyi, %6.3 TÜFE enflasyonunu, \$85 MYR dış ticaret açığını öngörüyor. Öte yandan düşük tasarruf oranımız, zayıf rekabet gücümüz, negatif Kasım yurtdışı ÜFE gerçekleşmesiyle birleşerek, Avrupa'nın daralan talebine ve FED'in faiz artırımına hassasiyetimizi artırıyor. ABD'nin 3. Çeyrek GSYIH büyümesi %5'e revize edilince, FED'in faiz artışlarının başlangıcı da Haziran'dan Nisan'a geriledi. Batı Avrupa %1.4, Japonya %1 büyümeyi hedeflerken, gözler ABD'de olacak. ABD'nin 2015 büyümesinde en büyük sorun dış satış kanallarındaki daralmadan gelecek.

Siyasi olarak bir tarafta Rusya, bir tarafta Ortadoğu'daki gelişmeler arasında sıkışan bir Türkiye göreceğiz. Tüm tahminler çözüm sürecinde durumun 2015 süresince de belirsizlik içinde kalacağını öngörmektedir. Eğer süreçte olumlu bir adım atılırsa, bu tahminlerde yukarı yönlü sapmayı getirecektir.



**Burak Kanlı**  
Finans Yatırım

“ 2015 yılı için ortalama 83 dolar Brent petrol fiyatı varsayımı altında bile cari açığın GDP'ye oranının %4.7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Diğer taraftan gerek emtia fiyatlarındaki düşüş, gerekse önümüzdeki yıl yeni bir kuraklık olmayacağı varsayımıyla gıda fiyatlarının normalleşmesi yıllık enflasyonu aşağı çekecek. ”

Petrol, ve genel olarak emtia fiyatlarındaki sert düşüş, Türkiye ekonomisine değen sihirli bir değnek oldu adeta. Zira, Türkiye, bu düşüşten olumlu yönde etkilenecek ülkelerin başında gelmekte. Gelecek yıl cari açıda çok belirgin bir iyileşme bekliyoruz. 2015 yılı için ortalama 83 dolar Brent petrol fiyatı varsayımı altında bile cari açığın GDP'ye oranının %4.7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Diğer taraftan gerek emtia fiyatlarındaki düşüş, gerekse önümüzdeki yıl yeni bir kuraklık olmayacağı varsayımıyla gıda fiyatlarının normalleşmesi yıllık enflasyonu aşağı çekecek. Tüm bunlar olurken, iç talebin hali hazırda başladığı toparlanma eğilimini sürdürmesiyle büyümede de iç talep kaynaklı bir ivmelenme beklemekteyiz. Normal koşullarda birbiriyle çelişir görünen, ancak dışsal faktörlerin mümkün kıldığı, güçlü iç talep, düşük enflasyon ve düzelen cari açık görünümü Türkiye'deki finansal enstrümanlara da ilgiyi canlı tutacaktır.



**Banu Kıvıncı Tokalı**  
Halk Yatırım

“ Gelişmiş ülkeler arasında tamamen zıt yönde oluşan politika duruş farklılığı, küresel ekonomik görünüm ve finansal piyasalarda öngörülerin sağlıklı ve doğru zamanlı gerçekleşmesinde sıkıntılara, bu da oynaklığın yükselmesine neden oluyor. ”

2015 yılının ana temasının, bu yılın son çeyreğinden itibaren öncü sinyallerini aldığını düşündüğümüz 'yüksek volatilité' dönemi olacağı söylenebilir. Küresel ekonomi ve para politikalarının yönlendirici gücü olan ABD ekonomisi ve Merkez Bankasının, genişlemeci para politikasından uzaklaşan bir yönde ilerleyerek geleneksel olmayan yöntemleri devreden çekmesi, ekonominin hazır olduğuna yönelik güven ortamının oluşması halinde de geleneksel önlemleri uygulamaya koymaya hazır bir görünüm sunması, normalleşme sürecinin gerçek anlamda başlamasına aday bir yıl görüntüsü sunuyor. Böyle bir görünüm de, finansal oynaklıkların boyutu ve frekansının artması anlamına geliyor.

Volatilitéde artış beklentisinin diğer bir cephesi de, gelişmiş ekonomi ve merkez bankalarının duruşu arasında belirginleşen ayrışmayla ilgili. Şöyle ki, ABD ve İngiltere gibi, sorgulanmaya devam etse de, göreceli olarak daha güçlü büyüyen ekonomilerde para politikasında sıkılaştırma duruşu ana eğilim olarak belirirken; Euro ve Japonya gibi, büyümede aşağı yönlü risklerin arttığı ekonomilerde genişlemeci politika önlemlerinin devam etme ihtiyacı bulunuyor. Gelişmiş ülkeler arasında tamamen zıt yönde oluşan bu politika duruş farklılığı, küresel ekonomik görünüm ve finansal piyasalarda öngörülerin sağlıklı ve doğru zamanlı gerçekleşmesinde sıkıntılara, bu da oynaklığın yükselmesine neden oluyor. Diğer taraftan, petrol fiyatlarındaki sert düşüş, petrol ithalatçısı olarak Türkiye ekonomisinin enflasyon ve cari açık başta olmak üzere kırılganlıklarında rahatlama sağlayarak, ekonominin gelişen ülkeler arasında dış kırılganlıklara karşı daha güçlü bir görünüm vermesini sağlıyor. Güçlü bütçe dengeleri de diğer önemli bir destek unsuru.

# 2015'de TÜRKİYE EKONOMİSİ



İbrahim Aksoy,  
HSBC Portföy

“2014'te büyümeye iki puan katkı yapacağını tahmin ettiğimiz dış talebin büyümeye katkısının, gelecek sene yavaşlamasını bekliyoruz. Bu nedenlerle büyüme tahminimiz %2,8 seviyesinde.”

Fed'in faiz artışlarının beklendiği 2015'te, düşen cari açık ile enflasyon dışında büyümenin potansiyelin altında gerçekleşmesini bekliyoruz. Ortalamada 75 dolarlık bir Brent petrol fiyatı ile çalışıyoruz. Petrol fiyatı 2014'te ortalamada 99 dolar civarında olduğu için, cari açığa gelecek sene 11 milyar \$ civarında olumlu bir yansıma hesaplıyoruz. Enflasyonun ilk çeyrekte %7'li seviyelere yaz aylarında ise %6'lı seviyelere düştükten sonra, seneyi %7,2 civarında bitireceğini tahmin ediyoruz. Çekirdek enflasyonun da benzer bir seyir izleyeceğini öngörüyoruz. Petroldeki düşüş, büyüme tarafında 2015'te özel tüketime ilave kaynak ayrılacak olması açısından olumlu. Bununla birlikte, liradaki olası volatilitenin iç talebi baskı altında tutması da olası. 2014'te büyümeye iki puan katkı yapacağını tahmin ettiğimiz dış talebin büyümeye katkısının, gelecek sene yavaşlamasını bekliyoruz. Bu nedenlerle büyüme tahminimiz %2,8 seviyesinde. Potansiyel altı büyüme ve düşmesi beklenen enflasyon faiz indirimlerine uygun bir zemin hazırlıyor. Buna rağmen lirada Aralık ayında gördüğümüz volatilitenin gelecek sene tekrarlanabilecek olması, Merkez'den seri faiz indirimi beklentisi oluşmasını engelliyor.



Dr. Atif Cezairli,  
İstanbul Portföy

“Seçim öncesi hükümet büyüme yanlısı politikalar uygulayacaktır. Merkez Bankası her türlü baskıya rağmen dik duruşunu sürdürmeyi başarabilirse, politika faizlerinin aynı düzeyini korumasını bekliyoruz. Ancak jeopolitik riskler dolayısıyla ihracat pazarlarının daralması ve Haziran'dan itibaren FED'in parasal sıkılaştırmaya gitmesinin Türkiye'de ikinci yarıda ekonomik çalkantılara ve volatilitenin artmasına yol açmasını bekliyoruz.”

Bizce Türkiye ekonomisinde gelişmeler yılın ilk yarısında ve ikinci yarısında çok farklı olacak. Pozitif tarafta emtia fiyatlarının ve özellikle Petrol fiyatının düşüşünün Türkiye'de cari açığın ve TÜFE'nin düşmesine yol açmasını bekliyoruz. Seçim öncesi hükümet büyüme yanlısı politikalar uygulayacaktır. Merkez Bankası her türlü baskıya rağmen dik duruşunu sürdürmeyi başarabilirse, politika faizlerinin aynı düzeyini korumasını bekliyoruz. Ancak jeopolitik riskler dolayısıyla ihracat pazarlarının daralması ve Haziran'dan itibaren FED'in parasal sıkılaştırmaya gitmesinin Türkiye'de ikinci yarıda ekonomik çalkantılara ve volatilitenin artmasına yol açmasını bekliyoruz. Doların bütün para birimlerine karşı değer kazanması ve dolar faizlerinin yukarı gitmesi, sadece 2015'te aşağı yukarı 200 milyar dolar finansman ihtiyacı olan Türkiye'de işlerin kolay gitmeyeceğinin bir göstergesi. Yılın ikinci yarısında Merkez Bankası politika faizlerini yükseltmek zorunda kalabilir.



Serhat Gürleyen  
İş Yatırım

“Avrupa'nın yavaşladığı, Rusya ekonomisinin küçüldüğü, Irak ve Suriye'de iç savaşın devam ettiği bir konjunktürde Türkiye'nin ihracat lehine yeniden dengelenmesini sürdürmesi çok zor. Doların güçlenmeye devam etmesi diğer gelişmekte olan ülke paraları gibi Türk lirasını da baskı altına alarak, portföy girişlerini olumsuz etkileyebilir.”

2015 yılına dünya ekonomisinde ve piyasalarda ayrışmanın belirginleştiği bir konjunktürde giriyoruz. Yılın geneline hakim olacak üç ana eğilim görüyoruz. Avro bölgesi ve Japonya'nın durgunluk-deflasyon sarmalından çıkarmasına rağmen, ABD ekonomisi küresel kriz öncesi gücüne kavuşuyor. Büyüme farklılıkları nedeniyle ayrışan para politikası doların küresel olarak güçlenmesine yol açıyor. Güçlü dolar, küresel büyümedeki yavaşlama ve arzdaki artış nedeniyle petrol fiyatları geriliyor. Söz konusu eğilimlerden ilk ikisi Türkiye ekonomisini olumsuz etkileyecek. Avrupa'nın yavaşladığı, Rusya ekonomisinin küçüldüğü, Irak ve Suriye'de iç savaşın devam ettiği bir konjunktürde Türkiye'nin ihracat lehine yeniden dengelenmesini sürdürmesi çok zor. Doların güçlenmeye devam etmesi diğer gelişmekte olan ülke paraları gibi Türk lirasını da baskı altına alarak, portföy girişlerini olumsuz etkileyebilir. Enerji ithalatı milli gelirin %6'sına ulaşan Türkiye için petrol fiyatlarındaki gerileme olumlu bir gelişme. Petrol fiyatlarının 70 dolar civarında dengelenmesi ve doğalgaz fiyatlarının da %15 düşmesi varsayımıyla Türkiye'nin enerji faturasının 12 milyar dolar civarında gerilemesini bekliyoruz. Söz konusu düşüşün yarısının tasarruf edildiği baz senaryomuzda büyümenin iç talep ağırlıklı olarak %3,5'e yükselmesini, cari açığın %4,8'e gerilemesini öngörüyoruz. Gıda fiyat artışında beklediğimiz normalleşmeye ve Türk lirasındaki sınırlı değer kaybına rağmen enflasyonun Merkez Bankası'nın hedefinin çok yukarısında %6,8 civarında gelmesini bekliyoruz.





**Alper Erginöl**  
Oyak Yatırım

“2015 açısından üç önemli gelişme; petrol fiyatlarındaki rekor düşüş, FED’in olası faiz artırımı sürecinin başlaması ve Haziran ayındaki genel seçimlerdir. ”

2015’de ekonomide son yıllarda gözlenen ılımlı büyüme performansının sürmesini bekliyoruz. 2014 yılını %3 civarında kapattıktan sonra 2015 yılında da GSYH büyümesinin %3,5 düzeyinde kalması olasıdır. 2015 açısından üç önemli gelişme; petrol fiyatlarındaki rekor düşüş, FED’in olası faiz artırımı sürecinin başlaması ve Haziran ayındaki genel seçimlerdir. Petrol fiyatlarının 2014’deki USD100 civarından USD60 düzeyine gerilemesi, doğal olarak enerji ithalatçısı ülkeler açısından ilk aşamada olumlu etki yaratacaktır. Petrol fiyatının kalıcı olarak düşük düzeyde kalması halinde cari açık, 2015 yılında GSYH’nin %4,5’ine dek gerileyebilecektir. Aynı şekilde, enflasyonda da 2014 sonunda %9 düzeyine yükseliş sonrası 2015’te %7’ye gerileme olasıdır. Seçim sürecine karşın, bütçe açığının GSYH’ye oranının %2’nin altında kalması beklenebilir. Yılın ilk döneminde TÜFE’deki olası gerilemeye karşın, FED politikalarına yönelik çekinceler para politikasında aşırı bir gevşemeyi mümkün kılmayacaktır.



**Pınar Uğuroğlu**  
TEB Portföy

“Nisan-Mayıs aylarında; daha çok konuşulmaya başlanacak FED faiz artırımı süreci ve seçim öncesi siyasi atmosfer, piyasalarda volatiliteye yol açabilir. Bu aşağı yönlü risklerin ECB ve BOJ parasal genişleme politikaları ile kısmen de olsa dengelenmesi söz konusu olabilir. 2015 yılı boyunca Türk Lirası’nda ciddi bir değer kaybı beklemiyoruz. ”

2015 yılının Türkiye finansal piyasaları için genel olarak volatilitesi yüksek ancak olumlu geçmesini bekliyoruz. Özellikle ilk çeyrekte baz etkisi nedeniyle ciddi anlamda düşmesini beklediğimiz enflasyon ve düşen petrol fiyatlarının da etkisiyle iyileşen cari açık umut vadeden bir tabloyu işaret ediyor. Bu tablonun ilk çeyrek boyunca hisse senedi piyasasındaki momentumu sürdürmesini bekliyoruz. Nisan-Mayıs aylarında; daha çok konuşulmaya başlanacak FED faiz artırımı süreci ve seçim öncesi siyasi atmosfer, piyasalarda volatiliteye yol açabilir. Bu aşağı yönlü risklerin ECB ve BOJ parasal genişleme politikaları ile kısmen de olsa dengelenmesi söz konusu olabilir. 2015 yılı boyunca Türk Lirası’nda ciddi bir değer kaybı beklemiyoruz. Hatta, olumlu makro rüzgarların yabancı para portföy girişlerini artırması halinde reel anlamda değerlenmesi bile mümkün olabilecektir. Tüm bu çerçeveden bakıldığında, Türkiye’nin 2015 yılında da diğer gelişmekte olan ülke piyasalarına oranla göreceli iyi olan performansını devam ettirmesini öngörmekteyiz.

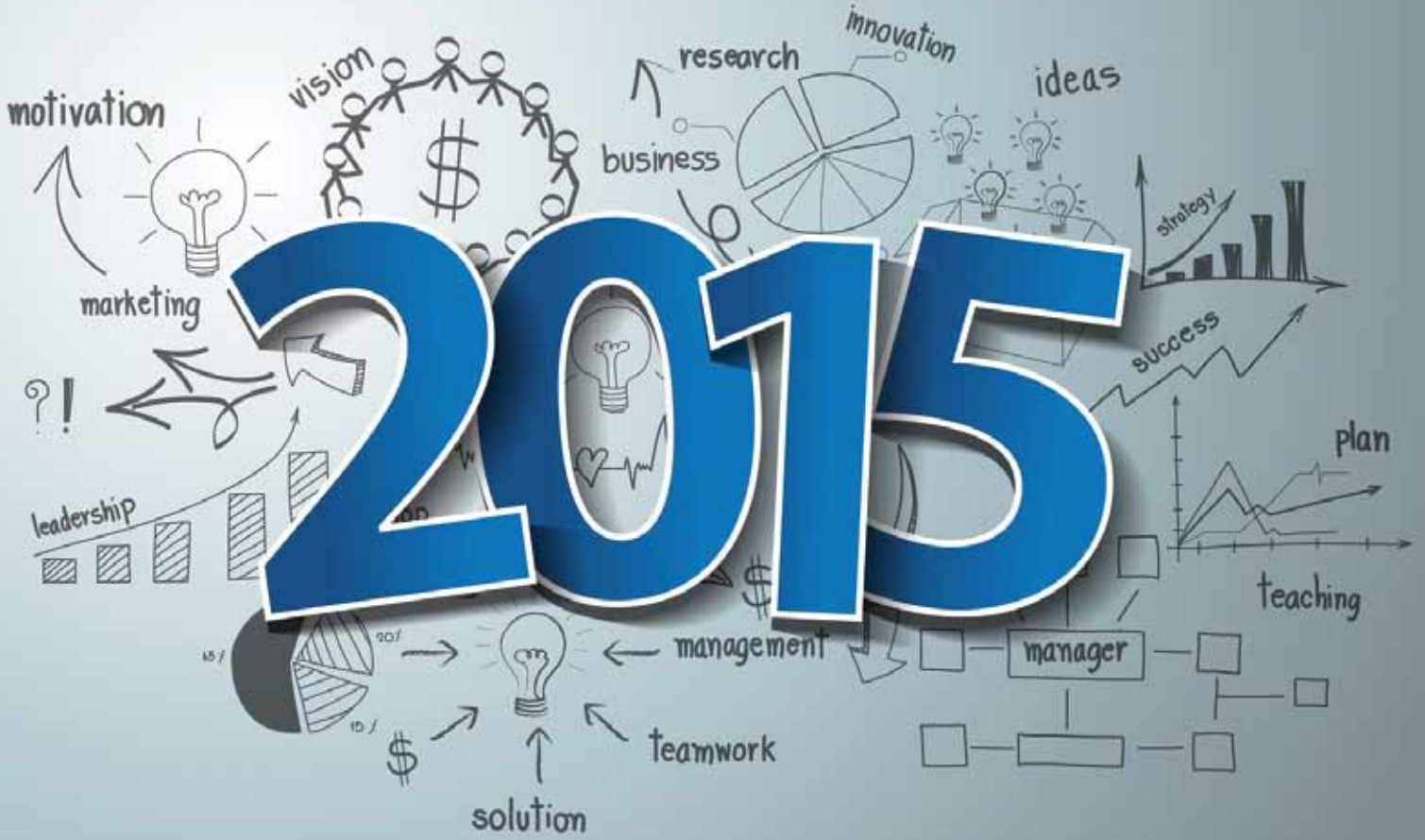


**Ozan Gökler**  
Yapı Kredi Portföy

“Tüm dünyada ekonomik büyümenin yavaşladığı dikkate alındığında, petrol fiyatlarının çok kısa sürede eski seviyesine gelmeyeceğini düşünmek gerekli. 2015 içinde varil başına 65-70 USD civarında bir ortalama fiyat mantıklı görünüyor. Diğer yandan Türkiye’nin önünde bir genel seçim var. Seçim öncesinde kamu harcamalarının artması söz konusu. Dolayısıyla büyümeye kamu tarafından gelecek bir katkı var. ”

Emtia, özellikle petrol fiyatlarındaki düşüşün 2015 yılında Türkiye’nin dış dengelemesine olumlu etki yapacağı muhtemeldir. Burada akla gelen önemli soru bu durumun geçici olup olmayacağı. Tüm dünyada ekonomik büyümenin yavaşladığı dikkate alındığında, petrol fiyatlarının çok kısa sürede eski seviyesine gelmeyeceğini düşünmek gerekli. 2015 içinde varil başına 65-70 USD civarında bir ortalama fiyat mantıklı görünüyor. Diğer yandan Türkiye’nin önünde bir genel seçim var. Seçim öncesinde kamu harcamalarının artması söz konusu. Dolayısıyla büyümeye kamu tarafından gelecek bir katkı var. Bu durum 2014 rakamlarında da hissedildi. Zira kamunun büyümeye yaklaşık 35 bps katkısı oldu. Normal şartlarda dünyada büyüme yavaşlarken, Türkiye’nin görece hızlı büyümesi dış ve iç denge anlamında sorun yaratabilecek bir gelişmedir. Ancak petrol ve emtiadan gelen rahatlatma bu sorunu ortadan kaldıracaktır. Dolayısıyla Türkiye bir anda nominal TRY bazında faizi cazip, büyümeye kamu tarafından katkı alabilen, buna karşılık dış ve iç denge sorunu yaşamayacak bir yatırım alternatifi olarak ortaya çıkabilir. Bu da yabancı yatırımcılar açısından cazip bir fırsat sunacaktır.

# GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR



## Gelişmekte Olan Ülkeler için Ekonomik ve Finansal Perspektif 2015

**2**015 yılı beklentilerini oluşturmak için küresel ekonomik gelişmeleri ve bunun sonucunda merkez bankalarının atacağı adımların Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) ve Türkiye için etkilerini anlamaya çalışabiliriz. Gelişen Ülkelerin büyüme gerçekleştirmelerinin GOÜ'ye kıyasla daha iyi olması beklenen bir yılda, farklı yatırım kuruluşlarının küresel ve Türkiye özelinde ekonomik tahminlerini ve beklentilerini derledik.

Küresel yatırım kuruluşları, genel anlamda Amerikan ekonomisinin

önümüzdeki yıl büyüme performansını güçlü bir şekilde devam ettirmesini beklerken, ECB ve diğer merkez bankalarının genişlemeci politikaları sayesinde fon akımlarının yönünün daha ılımlı bir şekilde Gelişen Ülke ekonomilerine kayacağını belirtmektedirler. Ayrıca Türkiye'nin de aralarında bulunduğu enerji ithal eden ülkeler için düşük petrol fiyatları önemli bir avantaj oluşturacaktır.

### **Société Générale (SocGen)**

SocGen GOÜ stratejisti Benoit Anne, genel anlamda gelişen ülke piyasaları için iyimser olduğu

bilinmesine rağmen, 2015 yılının ilk yarısında belirli trendlerin oluşmayacağını ve daha dar bantta faiz hareketleri olacağını tahmin etmektedir. Bunun en önemli nedeni olarak ise FED'in ilk faiz artırım (lift-off) beklentisinin piyasalarda canlı kalacağını öne sürmektedir. Baz senaryosunda, yıl ortasında FED'den faiz artırımını beklerken, artırım hızının FED Para Politikası Kurulu (FOMC) projeksiyonlarında tahmin edildiği üzere hızlı olmayacağını anlaşılmasıyla (ABD dışı ekonomilerdeki ekonomik aktivitenin yavaş seyredeceği ve FED'in de bu duruma kayıtsız kalamayacağı

nedeniyle), yılın ikinci yarısının GOÜ için daha iyimser geçeceğini düşünmektedir. Ayrıca, ECB'nin ilk çeyrekte devlet tahvili almaya başlamasının da önemli bir pozitif faktör olduğunu belirtmektedir. GOÜ para birimlerinin zayıf kalmasını ve yerel para cinsinden tahvillerin olumlu performans sergilemesini beklerken, yabancı para birimi tahviller (eurobond) için ise daha temkinli bir yaklaşım sergilemektedir.

### JP Morgan

Düşen petrol fiyatlarının küresel büyüme için önemli bir katalizör olacağını düşünen JP Morgan, hisse senetlerini sabit getirili kıymete kıyasla daha cazip bulmaktadır. 2015'te küresel büyüme hızının ortalamasının üzerinde ve %3 civarında gerçekleşmesini beklerken, GOÜ piyasaları içinde Asya ekonomilerine yatırım yapmayı daha anlamlı bulmaktadır. Bunun nedeni olarak, FED'in yıl ortasında faiz artırımını yapabilecek olmasına karşın, Asya ekonomilerinin büyümelerini desteklemek adına Japonya ve Çin öncülüğünde parasal genişleme yapılacağını öne sürmektedir. Hisse senetlerine kıyasla tahvil-bonolar için iyimser olmasalar da, güçlü dolar temasının etkisiyle ABD Doları cinsinden eurubondların yerel para birimi cinsinden bonolara kıyasla daha fazla talep görmeye devam edeceğini beklemektedirler. Ayrıca, GOÜ piyasaları genelinde tahvil arzının görece az olmasını da 2015 için önemli bir tema olarak görüyorlar. Ancak GOÜ piyasalarına olan fon akımlarının 2014'e oranla çok az da olsa artmasını beklemekteler. Türkiye özelinde, TCMB'nin kredibilitésinin önemli ölçüde arttığını belirtirken, 2015 büyümesini %3,3, yılsonu enflasyon



**Aytaç Aydoğan, CFA**  
Müdür Yardımcısı  
Sabit Getirili Fon Yönetimi  
AK Portföy Yönetimi A.Ş.

nunu %6,6 ve cari açık/GSYH oranını %4,2 olarak öngörmektedirler.

### Goldman Sachs

Düşük emtia fiyatlarının 2015'te önemli bir tema olacağını ifade eden Goldman Sachs, bu nedenle seçici olarak Türkiye'ye ve Hindistan, Tayvan ve Meksika gibi ülkelere yatırım yapmayı tavsiye etmektedir. Ayrıca, küresel büyüme oranının 2015 ve 2016'da ABD öncülüğünde 2014'teki %3 seviyesinden sırasıyla %3,4 ve %3,7'ye yükseleceğini öngörmektedir. Bu sebeple, genel anlamda hisse senetlerini tahvillere göre daha cazip bulan Goldman Sachs, ECB'den beklenen varlık alım programı nedeniyle kısa vade Amerikan faizlerinde yükselişin de sınırlı kalacağını belirtmektedir. Merkez bankalarının piyasalar tarafından tahmin edilen konsensüs aksiyonları alacağı varsayımı doğrultusunda, ABD dolarının özellikle Euro ve Japon Yeni karşısında güçlenmeye devam edeceğini öngörmektedir. Goldman Sachs, Türkiye özelinde 2015'te TCMB'den 125 baz puanlık bir faiz indirimi öngörürken, yıl sonu büyüme ve

enflasyon beklentilerini sırasıyla %4 ve % 6,7 olarak belirtmektedir.

### Morgan Stanley

ECB'nin devlet tahvili alım programı (QE) açıklaması olasılığını %50 olarak gören Morgan Stanley (ve hatta QE'nin piyasa tarafından zaten önemli ölçüde fiyatlandığını), FED'in ilk faiz artırımını genel beklentilerin aksine 2016 yılının başında yapacağını öne sürmektedir. Zira, Avrupa'da enflasyonun dip seviyelere çok yaklaştığını ve dolayısıyla ECB'nin pro-aktif bir yaklaşım sergilemesine gerek kalmayacağını düşünmektedirler. Ayrıca, ABD'de çekirdek enflasyonun ilk çeyrekte %1,3'e düşeceği ve ancak yılsonunda %1,9'a yaklaşabileceği olasılığının FED'in bu yıl faiz artırmamasına neden olacağı varsayımıyla, yılın ilk yarısının GOÜ piyasaları için olumlu ikinci yarısının ise daha temkinli geçeceğini belirtiyorlar.

### Deutsche Bank

Amerikan ekonomisi için oldukça iyimser olan Deutsche Bank baş ekonomisti Torsten Slok, yıl genelinde faizlerin yüksek seyir izleyeceğini, ancak bu yükselişin diğer riskli yatırım varlıklarından olacak fon çıkışlarının ABD Hazine tahvillerine yönelmesiyle sınırlı kalacağını tahmin etmektedir. 2014'te ABD tarım dışı istihdam rakamlarının ortalama 230.000 olması ve son üç yıl giderek artan bir trend izlemesi, emek piyasasında maaş artış beklentilerinin son beş yılın en yüksek seviyesine ulaşması, konut piyasasındaki toparlanmanın ve hanehalkı borçluluk düzeyindeki gerilemenin devam etmesi, ABD ekonomisine ilişkin iyimser beklentilerinin temellerini oluşturuyor. Bu nedenle, FED'in ikinci çeyrekte

# GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR

faiz artımı yapacağını ve bunun ABD dolarının güçlü seyrini devam ettirmesini sağlayacağını öne sürmektedir. Hisse senetleri piyasaları için ise daha iyimser bir yaklaşımı olan Banka'ya göre, yüksek verimli (high-yield) piyasalar daha kötü bir performans izleyebilir.

## Nomura

Nomura, Amerikan 10 yıllık tahvil faizleri için iyimser görüşünü korurken aşağı yönlü bir hareketin - %1,9'lara kadar - halen mümkün olduğunu ifade etmektedir. Dünyada enflasyonun yaygın olarak düşük seviyelerde kalması faiz piyasaları için olumlu bir görünüm oluştururken, FED'in faiz artırımını karşısında kayıtsız kalınmayacağını ve dolayısıyla faiz piyasalarında aşağı yönlü hareketlerin sınırlı kalabileceğini vurgulamaktadır. Her ne kadar kısa vadede enflasyonu sorun olarak görmese de, uzun vadeli enflasyona endekli tahvillerin (TIPS) 2015'te cazip bir yatırım aracı olacağını belirtmektedir. Özellikle şirketlerin 2008 krizi sonrasında borçluluk seviyelerini önemli ölçüde artırmalarına istinaden, FED'in dikkatli, iletişimi kuvvetli yapılan ve yavaş bir faiz artırım sürecini başlatabileceğini ifade etmektedir.

## Merrill Lynch

ABD'de yükselecek faiz hadlerinin ve GOÜ'ye olan fon akımlarının yavaşlamasının Türkiye için olumsuz gelişmeler olduğunu belirtmesine rağmen, düşen petrol fiyatlarının makro göstergeleri iyileştireceğini tahmin etmektedirler. Ancak genel kanının aksine enerji kaynaklı bu iyileşmenin çok büyük derecede olmayacağını öngörmekteler. Jeopolitik risklerin ve yıl ortasındaki genel seçimler sonrasında yeni ekonomi yönetiminin belirsizliğinin, göz ardı edilmemesi gereken faktörler ol-

duğunu düşünmektedirler. Türkiye için yılsonu büyüme ve enflasyon beklentileri sırasıyla %3,2 ve %7,5 seviyesindedir. Enflasyonun görece yüksek kalmasının nedenleri olarak ise hizmet enflasyonunun önemli ölçüde gerilemeyecek olması, iç talebin canlı kalması ve zayıflayacak TL olarak öne sürülmektedir.

## Barclays

Barclays, Amerika'da ekonomik aktivitenin iyileşmesini önemli bir faktör olarak görmesine rağmen, dünyada genel olarak potansiyel büyüme oranlarının daha düşük seviyelerde oluşmaya başladığını ve merkez bankalarının, özellikle de FED'in, bu duruma kayıtsız kalınmayarak önümüzdeki 3-4 yıl içerisinde yeniden faiz indirimlerinin gündeme alınacağını savunmaktadır. Bununla birlikte, enflasyonda aşağı yönlü risklerin daha olası olduğu ve ayrıca bu durumun 2016'ya da sarkabileceği belirtilmektedir. Amerikan tahvillerine genel olası olduğu ve ayrıca bu durumun 2016'ya da sarkabileceği belirtilmektedir. Amerikan tahvillerine talebin genel olarak canlı olacağını ve bunun nedeninin de diğer gelişmiş ülkelerdeki faizler ile aradaki farkın açılmış olduğu vurgulanmaktadır. Ayrıca, Amerikan Hazinesi'nin göreceli olarak daha az tahvil arzı nedeniyle faizlerin yukarı yönlü hareketinin sınırlı olacağı ifade edilmesine rağmen, yıl ortasında FED faiz artışıyla birlikte ABD 10 yıllık tahvil faizinin sene sonunda % 2.85 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. **Ak Portföy** olarak beklentimiz ise, ECB'nin arzulanı bilanço büyüklüğüne ulaşmak amacıyla 2015 yılının ilk aylarında devlet tahvili alımına ve FED'in ise faiz artırımına yıl ortasında başlayacağını, bunun yanında ise faiz artırım

hızının geçmiş dönemlerdekilere kıyasla daha yavaş gerçekleşeceğini düşünüyoruz. ABD dışında ekonomik büyümenin arzulanı seviyenin çok altında kalması ve enerji fiyatlarındaki düşüşün genel olarak düşük enflasyon ortamı yaratması, küresel olarak faizlerin aşağı yönlü hareketini destekleyecektir. Ayrıca, Avrupa, Çin ve Japonya ekonomilerindeki yapısal sorunlar nedeniyle küresel büyümenin yavaşlama eğiliminde olacağını tahmin ediyoruz. Bunların sonucunda, ABD'de kısa vadeli faizlerin yükselmesini, uzun vadeli faizlerin ise çok daha az yükselerek getiri eğrisinin göreceli düzleşmesini beklemekteyiz. Türkiye'de ekonomik aktivitenin önemli ölçüde küresel büyümeye paralel olması nedeniyle, Avrupa ekonomilerindeki zayıflık ve çevremizdeki jeopolitik gelişmelerin dış talep koşullarını kırılgan bir hale getirmesini ve iç talebin daha dengeli olmasını tahmin etmekteyiz.

Enflasyonun 2014'te yüksek gerçekleşmesinin temel nedenlerinden biri olan gıda fiyatlarındaki yükselişin bu yıl normalleşmesini beklemekteyiz. Enerji fiyatlarında yaşanan sert düşüşe bağlı olarak kuvvetli deflasyonist eğilimin ve 2014'teki yüksek baz etkisinin de desteğiyle, 2015 yılı için %7 civarında bir enflasyon beklentisi makul görünüyor. Türkiye'nin risk parametrelerinde iyileşme söz konusu olsa da, küresel anlamda geçerli olan "güçlü dolar" teması ve GOÜ'ye yönelik sermaye akımlarının kısıtlı seyretmesi nedeniyle TL'de değerlenme eğilimi güç olacaktır. Özellikle son yıllardaki, Gelişmekte Olan - Gelişen Ülke büyüme farklarının daralması nedeniyle küresel sermaye hareketlerinde ilginin ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yöneleceğini söyleyebiliriz.

# Gelişmekte Olan Piyasalarda 2015 İçin Görünüm

**Y**üksek büyüme oranları geliştirmekte olan piyasaların anahtar çekim noktası olmayı sürdürecektir. Brezilya ve Rusya gibi büyük ekonomiler yavaşlarsa dahi, Çin ve Hindistan'ın Asya bölgesinde liderlik edeceği güçlü büyümeyle, geliştirmekte olan piyasaların 2015'te gelişmiş piyasaların üzerinde büyüme kaydedeceği bekleniyor. Buna ek olarak, aralarında Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika ve Güney Kore'nin bulunduğu pek çok geliştirmekte olan piyasa, detayları farklı olsa da, genel olarak ekonomik büyümede bürokratik engelleri ortadan kaldırmayı, girişimciliği teşvik etmeyi ve etkin olmayan endüstrileri piyasa disiplinine açmayı amaçlayan önemli reformlar açıkladılar veya başlattılar. Çoğunluğu, ekonomik aktiviteyi ihracat ve yatırım yoğun modellerden uzaklaştırıp, tüketici talebine daha odaklı olacak şekilde düzenlemeyi hedefliyor.

ASEAN (The Association of Southeast Asian Nations) ekonomik birliği'nin, ekonomik olarak birbirinden farklılaşan 10 Güney Doğu Asya ülkesini tek bir ekonomik organizasyonda biraraya getirmeyi içeren 2015 planı da, diğer bir reform kısmını ortaya koyuyor. Böylece teknolojik olarak daha gelişmiş geliştirmekte olan ekonomiler, düşük maliyetli işgücü kaynağı ve emtiaya sahip daha az gelişmiş komşularıyla, her iki tarafın da yararına olacak, artan ölçüde birbirleriyle bağlantılı olacak. Reform tedbirlerinin bazı kısa vadeli maliyet giderleri bulunuyor, ancak inanıyoruz ki, hükümetlerin bunlarda başarılı olması durumunda, sağlanacak daha uzun vadeli yararlar kısa sürede ekonomik büyüme rakamlarında kendini göstermeye başlayabilecek. Piyasa disiplini üzerine vurgu yapılması da, geliştirmekte olan piyasa gelişimi ve kurumsal karlılık arasında daha yakın bir ilişki yaratabilir. Yeni teknolojinin büyüme trendlerini hızlandırma potansiyelinden heyecan duyuyoruz. Özellikle bazı internet ve mobil iletişim bazı teknolojiler daha az gelişmiş ülkelere, daha



**Carlos Von Hardenberg**  
PM, Frontier Market Fund and  
Turkey Funds  
Franklin Templeton

ilerlemiş ülkelerde geçilen kalkınma aşamalarını atlayarak, etkin çağdaş sistemlere doğrudan geçmeleri fırsatını veriyor. Bu Afrika'nın büyük bölümünü kapsayan sınır piyasalarda kalkınmanın özellikle dinamik bir itici gücü olabilir. Zaten oldukça elverişli nüfus yapıları, bolca doğal kaynaklar ve mevcut kişi başına GSYİH anlamında düşük başlangıç noktalarından yarar görmekte olan piyasalara ek bir güç verebilir. Brezilya ve Rusya'da son dönemde gözlenen zayıf ekonomik performansları, bu ülkelerdeki nispeten piyasa dostu olmayan politikaları, Güney Çin Denizi'nde Çin askeri iddialılığının tansiyon yaratma potansiyelini ve ABD para politikasının sıkılaştırılabileceğine ilişkin herhangi bir sinyalde yatırımcıların sergilediği büyük gerginliği göz ardı etmiyoruz. Bununla birlikte, hem Rusya hem de Brezilya'nın daha uygun politikalar yürürlüğe konulursa geriye güçlü bir şekilde sıçrama yapabilecek kaynakları olduğuna inanıyoruz. Rusya özelinde, olağandışı düşük hisse senedi değerlemelerinde riskin büyük bölümünün zaten yansımış olduğunu düşünüyoruz. Rusların Ukrayna'ya karşı duruşlarında yumuşamaya yönelik isteksizlikleri daha fazla yatırım sağlayarak, Rusya'daki yatırımcılar için olumsuz bir ortama neden olabilir. Çin deniz kuvvetlerinin iddialılığı, "İpek Yolu" gibi girişimlerin ilişkileri geliştirme

ve komşu ülkelerle ticaret yapmayı amaçlaması gibi paralel politikalar kapsamında düşünülmeli.

Gelişmiş piyasa para politikasına yönelik olarak, bir çok büyük gelişmiş ülkenin politikasını halen gevşetmekte olduğunu göz önünde bulundurulmalıdır. Japonya'nın miktarsal azaltması Güneydoğu Asya için oldukça önem taşıyor. Yakın zamanda, olağandışı düzeyde para yaratma, ABD, Avrupa, Japonya ve Çin'deki bankaların kredi/mevduat oranlarındaki düşüşle belgelendiği üzere paranın hızı keskin bir şekilde yavaşladığı için, büyük ölçüde reel ekonomilerin dışında kaldı. Bankalar daha emin olduğu ve borç verme faaliyetini başlattığı için, yeni yaratılmış para stokları reel küresel ekonomiyi etkilemeye başlayabilir.

Türkiye, cazip yurtiçi tüketici piyasası, dikkat çekici nüfus yapısı ve yatırım yapılacak fazla sayıda oldukça rekabetçi şirketinin olması nedeniyle geliştirmekte olan piyasa yatırımcıları için oldukça ilginç olmayı sürdürüyor. Türk şirketleri sadece yurtiçi piyasadaki talep büyümesinden yarar görmüyorlar, aynı zamanda bölgede ve küresel olarak güçlü bir pozisyon oluşturmaktalar. Türkiye'nin maruz olduğu yapısal zorluklara karşın önümüzde bir çok fırsat görmekteyiz. Yakın zamanda küresel emtia fiyatları ve özellikle petrol fiyatlarında gözlenen zayıflık, kısa vadeli bir olgu olsa da, Türkiye'nin lehine.

Geliştirmekte olan piyasalardaki elverişli trendler, hisse senedi değerlemelerine olması gerekenden daha az yansımış görünüyor. Hisse değerlemelerinin, bazı piyasalarda yakın zamanda yaşanan hızlı yükselişlerden sonra dahi, gelişmiş piyasalardakilerin oldukça altında olduğuna inanıyoruz. Değerlemeler, özellikle çok düşük bono getirileri ve tasarruf faiz oranları göz önüne alındığında, geçmişe kıyasla oldukça cazip görünüyor. Hisse senedi yatırım araştırma ölçütlerimizimiz cazip uzun vadeli yatırım fırsatlarını ortaya koymaya devam etmesiyle, geliştirmekte olan piyasalar için uzun vadeli başarı şansını ortada iyimser kalmayı sürdürüyoruz.



## FONLAR İÇİN ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ SEÇİM KRİTERLERİ

Yatırım fonları portföylerinde yüzde 40 ile en fazla yer verilen ürün haline gelen Özel Sektör Tahvilleri'nin portföye alınma karar sürecinde etkili olan kriterleri portföy yönetimi sektöründen Deniz Portföy ve TEB Portföy ile ihraçlara aracılık eden kurumlardan İş Yatırım, Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi.

# ÖST Piyasası Gelişiminin Önündeki En Büyük Engel Likidite

*“Özellikle volatilitenin arttığı dönemlerde hem portföy çıkışları hem de regülasyonun gerektirdiği limitlere uyma zorunluluğu olan fonlar, ÖST’ler için ikincil piyasalarda alıcı bulmakta zorlanabiliyor”*

**Y**urtiçi sabit getirili menkul kıymet piyasası 2010 yılına kadar neredeyse sadece kamu tahvil ve bonolarının işlem gördüğü bir yapıda idi. Sonraki dönemde piyasada faizlerin gerilemesi ve daha uzun TL borçlanma imkânlarının ortaya çıkması, hem özel sektörde yer alan firmalar için banka kredilerine göre daha ucuz maliyetli bir fonlama imkânı sağladı, hem de yatırım fonlarının yöneticilerinin alternatif yatırım araçları arayışına girmesine neden oldu.

Buna paralel, devlet tahvil ve bono faizlerinin belli bir spread üzerinde getiri vaat eden özel sektör tahvil ve bonoları bu dönemde oldukça popülerlik kazandı. Biz Deniz Portföy Yönetimi olarak zaman içinde tür ve çeşitliliğin de arttığı piyasada, yatırım fonlarımız için hangi kağıtlara yatırım yapılacağına karar verirken belirli kriterleri göz önüne alıyoruz.

**1- Likidite:** Özel Sektör Tahvil/Bono Piyasası gelişiminin önündeki en büyük engel şu anda likidite sorunudur. Bir nevi fasit daire olarak değerlendirilebilecek bu konuyla ilgili yatırımcılar, likidite riskini göz önüne alarak ÖST'lere yatırım yapmakta zaman zaman ihtiyatlı davranırken; daha az yatırımcı piyasadaki ÖST hacmi ve likiditesini etkilemekte. Her ne kadar son dönemde ihraççı



**Figen Kılıç Ergüzel**  
Uluslararası Fonlar, Ürün Geliştirme,  
Portföy Yön. Bölüm Müdürü  
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

şirketler ve aracı kurumlar bu konuda birtakım adımlar attıysa da, henüz piyasada likidite istenen seviyelere ulaşmış değil. Özellikle volatilitenin arttığı dönemlerde hem portföy çıkışları hem de regülasyonun gerektirdiği limitlere uyma zorunluluğu olan fonlar ÖST'ler için ikincil piyasalarda alıcı bulmakta zorlanabiliyor.

**2- Durasyon:** Son dönemde devlet borçlanmalarının uzun vadelere kaymasıyla iki yıl ve daha kısa durasyonlarda ÖST ihraçlarının yoğunlaştığını görmekteyiz. Likit fon ve kısa vadeli tahvil bono fon büyüklüklerinin mevcutta yatırım fonu piyasasında %80'lik bir paya sahip olduğu düşünülürse, vade-

ye kalan gün sayısı altı ay ve bir yıl civarında olan ihraçların daha çok talep gördüğünü söyleyebiliriz. Ancak yine son dönemde popülerlik kazanan ve büyüklükleri 1.5 milyar TL'yi geçen ağırlıklı özel sektör tahvil ve bonolarına yatırım yapan Kamu ve Özel Sektör Tahvil/Bono Fonları için ise tercih edilen vadeler daha da uzayabilmektedir.

**3- Şirket Kredibilitesi:** İhraca çıkan Şirket ile ilgili Deniz Portföy Araştırma Bölümü tarafından, Şirket mali verileri analiz edilmekte, varsa eğer şirketin rating raporu incelenmekte ve yatırım tavsiyesi içeren bir rapor hazırlanmaktadır. Bu rapordaki kararın 'Olumsuz' olması durumunda fon yöneticisi tarafından ilgili ihraca yatırım yapılması mümkün değildir. Sadece ilk yatırım zamanında değil, zaman içinde de portföyümüzde bulunan tüm şirketlerle ilgili düzenli olarak gelişmeler takip edilerek portföy dağılımında değişiklik yapılabilir.

Bu çerçevede biz Deniz Portföy olarak bu piyasaya şu ana kadar çok inandık ve sektörün ilk sıralarında yer aldık. Üç yıldır da portföy alokasyonlarımızda ciddi oranda yer veriyoruz. Düşen faiz ortamının sürmesi ile bu ürün ve türevlerine olan ilginin artarak devam edeceğini ve alternatif ürün arayışında olan biz portföy yöneticileri için önümüzdeki dönemde de özel sektör tahvil ve bonolarının cazibesini koruyacağını düşünüyoruz.

## Özel Sektör Tahvillerinin Değerleme Kriterleri Üzerine

*“Sabit Getirili Menkul Değerler fonu yöneticisinin artık yalnızca makro değişkenler değil, aynı zamanda ÖST bazında sektörel ve şirket bilgilerini de analiz edebilmesi beklenmelidir”*

**T**ürkiye'deki Portföy Yönetim şirketlerinin Sabit Getirili Menkul Değerler (SGMK) fonlarının yönetim ve riske bakış açısı, son beş yılda özel sektör tahvillerinin (ÖST) hızlı büyümesi ile bir dönüşüm ihtiyacı içine girdi. Fon yöneticileri daha önce incelemek zorunda kalmadıkları kredi risklerini öğrenmeye ve irdelemeye başladılar. Bu şekilde bu fonların süreç ve işleyişlerinin yeni ürünler için güncellenmesi gerekliliği ortaya çıktı. ÖST'ler 2014 sonu itibarı ile 44 milyar TL seviyesine ulaştı, bu toplam SGMK piyasasının %10'una denk gelmektedir. Genel kanı, şirketlerin ÖST'lere olan talebinin artması ve devlet tahvillerindeki düşük borç çevirme oranlarının etkisi ile ÖST pazarının toplam SGMK stokundaki payının artmaya devam edeceği yönündedir.

SGMK fon yöneticisinin artık yalnızca makro değişkenler değil, aynı zamanda ÖST bazında sektörel ve şirket bilgilerini de analiz edebilmesi beklenmelidir. Bu noktada bağımsız derecelendirme kurumlarından yardım alınsa da, portföy yöneticisinin ve portföy yönetim şirketlerinin araştırma departmanlarının şirket ve sektör risklerinin ÖST fiyatlamasına doğru bir şekilde yansıtıldığını kontrol etmeleri, tahvil süresi içinde değişen koşulların doğru fiyatlandığını denetlemeleri veya piyasada oluşan yanlış fiyatlamaları değerlendiren bunlardan yararlanabilmeleri önemlidir. Temerrüt, doğal olarak, en önemli risk olarak göz önünde bulundurulmalıdır ama ÖST'lerin devlet tahvilleriyle ve/veya karşılaştırılabilir diğer ÖST'lerle arasındaki ek getiri oranlarının artması veya azalması, itfa öncesi fon performansı üzerinde etkili



**Alen Bebiroğlu**  
Fon Yöneticisi  
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

olacağından dikkate alınmalıdır. ÖST'leri analiz etmede tek bir metot olmadığı gibi, buradaki analiz portföy yöneticisine ve fon yönetim tarzına göre bile farklılık gösterebilir. Ama dikkat edilmesi gereken hususların ana hatlarıyla aşağıdaki çizgiyi takip etmesi, doğru bir analiz için yararlı olacaktır.

► Şirketin borcu geri ödeme gücü - Nakit akım kalitesi, borçluluk oranları: Portföy yöneticisi, yaptığı analizde net kar ya da operasyonel karlılıktan çok, şirketin nakit yaratma gücüne odaklanmalıdır. Büyüme odaklı şirketlerde nakit akımları negatif olabilir, bu durumda şirketin ileri doğru borcu çevirebilme kapasitesi ve yatırımların geri dönüş hızı değerlendirilmelidir. Şirketin mevcut borçlarının vadeleri ve borcun özellikleri (non-recourse, grace period, vb.) geri ödeme gücü değerlendirilirken göz önünde bulundurulmalıdır. İşletme sermayesi gereksinimleri ve bilanço dışı

yükümlülükler atlanılmamalıdır.

► Sektörel beklentiler: İleride nakit akımları daha risk altında olan sektörlerde çalışan şirketlerin tahvillerinin, temerrüt riski çok düşük dahi olsa, primli işlem görmesi normal karşılanmalıdır. Burada özellikle hangi sektörlerde daha yüksek ağırlık taşınacağı, hangi sektörlerin ileride fonlama ihtiyacı ya da nakit akım sıkıntısı yaşayabileceği incelenmelidir.

► Kurumsal yönetim kalitesi ve ortakların şirkete bakışı: Şirketin yönetim kademesi kalitesi ve şirketin geleceği ile ilgili fikirleri, fiyatlamayı etkileyen önemli bir unsurdur. Yönetim yatırım harcamalarını şirketin bilançosunu zorlayacak şekilde arttırırsa, şirketin ileri doğru borç ödeme kapasitesi düşebilir ve bu da fiyatlamayı etkileyebilir. Tahvil yatırımcısı muhafazakâr yönetimleri tercih etmelidir. Ortakların temettü iştahları ve şirkete gerektiğinde sermaye koyma kapasitesi de belirleyici bir ölçüttür.

► Tahvilin amacı: Portföy yöneticisi amacı refinansman olan tahvilleri tercih etmelidir. Bu şekilde yapılan ihraç, borç rasyolarını değiştirmeyerek riski daha alt seviyelerde tutacaktır. Bunun yanında büyümenin finansmanı amacı ile yapılan ihraçlarda büyüme planlarının riskleri detaylı incelenmelidir. Ayrıca, şirketin bu borçlanma ile finansal yapısı tam bilinmeyen bir diğer grup/kardeş şirketi fonlamaya niyeti olup olmadığı da sorgulanmalıdır.

Şu aşamada Türk lirası özel sektör tahvil pazarının %70'i banka bonolarından oluşmaktadır ve bankalar BDDK'nın sıkı denetimi altında olduğu için buradaki sistemik olmayan risk ihmal edilebilir seviyede kalmaktadır, ileri doğru finansal olmayan ihraçların oranının artması ile sektörde detaylı analiz daha da önem kazanacaktır.



# Yurtiçi Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası

*Hızla büyüyen piyasada yatırımcılar, ihraççı sayısının ve ihraç büyüklüklerinin artması ile mevcut sınırlı kaynaklarını yönlendirmek konusunda daha seçici olmaya başladılar. İhraççı şirketin bilgi paylaşım ve şeffaflık düzeyi yatırımcılar açısından son derece öne çıkan bir husus haline gelmektedir.*

**Y**urtiçi özel sektör borçlanma araçları (YİÖSBA) piyasası 2010 yılından bugüne hızlı bir gelişme kaydederek, 2014 yılı içerisinde 66,1 milyar TL ihraç büyüklüğüne ulaşmıştır. 2014 yılında, 2013 yılındaki 55,6 milyar TL'lik ihraç büyüklüğüne kıyasla %19 oranında büyüme kaydeden piyasanın, 2010 yılı sonundan bugüne yıllık bileşik büyüme oranı %141,9 olarak gerçekleşmiştir.

Arz tarafında söz konusu büyüme incelendiğinde, 55,1 milyar TL tutarındaki ihraç büyüklüğü ve %83,4'lük pazar payı ile banka ihraçları öne çıkmaktadır. Bankaları, banka dışı finansal kuruluşlar 7,2 milyar TL, reel sektör ise 3,77 milyar TL'lik ihraç seviyesi ile izlemektedir. 2005 yılından itibaren, içinde 25 adet bankanın, 61 adet bankacılık dışı finansal kuruluşun ve 55 adet reel sektör şirketinin bulunduğu 141 farklı kuruluş, yurtiçi sermaye piyasalarından fon sağlamıştır.

Hızla büyüyen YİÖSBA piyasasında yatırımcılar, ihraççı sayısının ve ihraç büyüklüklerinin artması ile mevcut sınırlı kaynaklarını yön-



**Başak Selçuk**  
Müdür | Kurumsal Finansman  
Borçlanma Araçları  
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

lendirmek konusunda daha seçici olmaya başlamışlardır. Yatırımcılar bu seçimlerinde onlara ihraç anında sunulan veri seti ve sektörel benchmark'lerden yararlanmaktadır. Bu noktada, ihraççı şirketin bilgi paylaşım ve şeffaflık düzeyi yatırımcılar açısından son derece öne çıkan bir husus haline gelmektedir.

YİÖSBA ihraçları yatırımcı talebini, banka ve banka dışı ihraçlar olarak ayrı incelemek gerekmektedir. Bankalarca çoğunlukla halka arz yöntemiyle gerçekleşen ihraçlarda kurumsal yatırımcılara ilave olarak,

yurt içi bireysel yatırımcılar da hedeflenmekte ve bu yatırımcıların yatırım tercihlerine uygun borçlanma araçları ihraç edilmektedir. Halka arz yönteminde yatırımcıların kredi-risk analizlerini yapabilmeleri için gereken detayda bilgi, izahname aracılığıyla kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Halka arz yolu ile YİÖSBA ihracı yapan ihraççılar, borçlanma aracının vadesi süresince "Finansal Raporlama" ve "Özel Durumların Kamuya Açıklanması" yükümlülükleri çerçevesinde yıllık finansal tablolarının yanı sıra, ara dönem finansal tablolarını da yayınlamakla mükellefler.

Ancak, halka arz yöntemi bankalar dışında sınırlı sayıda ihraççı tarafından kullanılmaktadır. Halka arz edilmeksizin gerçekleşen ihraçlarda ise izahname hazırlanmamakta ve ihraçlara ağırlıklı olarak kurumsal yatırımcıların başı çektiği nitelikli yatırımcılar talep göstermektedir. Özellikle yurtiçi tasarrufların artırılması çerçevesinde getirilen bireysel emeklilik alanındaki teşvikler kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesine katkı sağlamaktadır ve kurumsal yatırımcıların neredeyse tamamına yakını portföy yönetim şirketlerince yönetilen fonlardan oluşmaktadır. Mevcut durumda,

halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçlarda yatırımcılar ile paylaşılan bilgiler halka arzlara göre daha sınırlı bulunmakta ve ihraççılar sadece yıllık finansal tablolarını kamuoyu ile paylaşmakla mükellef olmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, borçlanma aracı vadesi süresince ihraççı şirketin ara dönem finansalları hakkında herhangi bir güncel bilgiye ulaşamamaktadır.

Yatırımcılar özel sektör borçlanma aracı ihraçlarına yatırım yaparken kredi riski, piyasa riski ve likidite riski gibi risklerle karşı karşıya kalmakta ve bu risklere ilişkin senaryo analizleri yaparak karar süreçlerini işletmeye çalışmaktadırlar. Bu risklerden kredi riskinin tespiti için şirkete ilişkin bir finansal analiz yapılmakta veya böyle bir analizden faydalanılmaktadır. Kredi riskinin tespitinin genel kabul görmüş bir yolu kredi derecelendirme hizmeti alınmasıdır. Kredi derecelendirme notu olan ve borçlanma aracının vadesi süresince bu kuruluşların takibinde kalan ihraççılar, karar anı ve sonrasındaki takip kolaylığı açısından kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Kredi derecelendirme notu borcun piyasa tarafından kabul edilmesinde ve fiyatlanmasında önemli bir ölçüt vazifesi görmektedir. Piyasa tarafından maliyetsiz olarak edinilebilmesi, bağımsız ve nesnel olması nedeniyle kredi derecelendirme önemlidir. Kredi derecelendirme YİÖSBA'nın içerdiği risk çerçevesinde fiyatlanmasına ve piyasadaki fiyat etkinliğinin yükselmesine katkı sağlamaktadır. Ayrıca kurumların finansal durumu hakkında şeffaflık sağlayarak, kurumlara olan güveni artırmaktadır. Kurumların ulusal ve uluslararası piyasalarda benzer kurumlarla karşılaştırılabilmesini ve

“Mevcut durumda, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçlarda yatırımcılar ile paylaşılan bilgiler halka arzlara göre daha sınırlı bulunmakta ve ihraççılar sadece yıllık finansal tablolarını kamuoyu ile paylaşmakla mükellef olmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, borçlanma aracı vadesi süresince ihraççı şirketin ara dönem finansalları hakkında herhangi bir güncel bilgiye ulaşamamaktadır.”

yatırımcıların yatırımlarını uygun gördükleri risk grubunda değerlendirilmelerini sağlamaktadır.

Mevcut Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde kredi derecelendirme notu olan menkul kıymetlerin, repoya konu edilmesi sırasında teminat oranlarına ilişkin avantajları bulunmaktadır. Para piyasası fonları ve kısa vadeli borçlanma araçları fonları ile özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapan koruma amaçlı ve garantili fonlarda, fon portföyüne dahil edilen banka borçlanma araçları dışındaki özel sektör borçlanma araçları ihraççısının yatırım yapılabilir derecelendirme notuna sahip olması zorunludur. Emeklilik yatırım fonları derecelendirme notu olmayan yabancı borçlanma araçlarına yatırım yapamamaktadır.

Özetlemek gerekirse, yatırımcılarla olan bilgi paylaşımında şeffaf olan, ihraç edilen tahvillerden elde edilecek fonun kullanım yerleri, tahvilin vadesi süresince şirketin yaratması beklenen nakit akışları, şirketin vade süresince maruz kalabileceği riskler ve yükümlülükler hakkında yatırımcıları doğru bilgilendiren şirketler, uzun vadede diğer ihraççılara göre avantaj sağlayacak ve

sermaye piyasalarının düzenli borçlanıcısı konumunda kalabileceklerdir. Yatırımcılar arasında risk-getiri beklentisi farklılaşabildiğinden ve fonlar türlerine, içerdikleri risk düzeylerine ve yönetim stratejilerine göre farklı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabildiğinden, riskten kaçınmanın dışında, risk seviyesinin doğru tespiti öne çıkmakta ve bu analizin yapılabilmesi için yeterli miktarda veriyi fon yöneticisine sunabilmek kaçınılmaz olmaktadır.

İhraç anındaki bilgi paylaşımının ardından, ihraççı şirketin yatırımcı ilişkileri ve/veya yatırımcıların oluşabilecek sorularını yönlendirecekleri bir kontak noktası oluşturulması ve tahvillerin vadesi süresince, yatırımcılar ile bilgi paylaşımına KAP'a yapılan zorunlu bilgilendirmelere ilave olarak devam edilmesi de tahvillerin ikincil piyasa performansı açısından önemlidir.

İhraçlara aracılık eden aracı kurumların, borçlanma aracı ihraç eden şirketleri araştırma kapsamına almaları ve tahvillerin vadesi süresince bu hizmeti vermeye devam etmeleri de, yatırımcılara kredi riskinin takibi konusunda yardımcı olan etmenlerdendir.

# SİGORTA CİNİ

*“Türkiye’nin ilk perakende sigorta dağıtım kanalı” unvanını taşıyan Sigorta Cini, sigortacılık hizmetini mağazalaştırarak sigortanın kolay ulaşılır olmasını hedefliyor.*

**L**NG Grubu’nun sigorta şirketlerini çatısı altında toplayan NN Group yatırımı olan Sigorta Cini, “Her ailenin hayatın beklenmedik olayları karşısında, korunmaya ihtiyacı olduğuna” olan inançla 2013 yılı Nisan ayında kuruldu. “Türkiye’nin ilk perakende sigorta dağıtım kanalı” unvanını taşıyan Sigorta Cini, sigortacılık hizmetini mağazalaştırarak sigortanın kolay ulaşılır olmasını hedefliyor.

Klasikleşmiş sigortacılık anlayışının dışında bir perakende zinciri olarak hizmet veren Sigorta Cini mağazalarında, müşteri odaklı hizmete büyük öncelik veriliyor. Sigorta Cini mağazalarına sigorta ihtiyacı ile gelen müşterilerin öncelikle sigorta ihtiyaçları kişiye özel olarak analiz edilerek, hangi ürünlere ihtiyaçları olduğu belirleniyor. Sunulan tarafsız danışmanlık hizmetiyle, müşteriler kendi ihtiyaçlarına en uygun sigorta ürününü bulma imkanına sahip oluyor. Teklif aşamasında ise poliçe evraklarında bulunan tüm detaylar müşteriler için kolaylaştırılıyor; basit, kolay anlaşılır ve kafa karıştırmayan bir sigorta hizmeti sunuluyor. Sigorta Cini mağazalarında, AKSigorta, AXA Sigorta, ERGO, Groupama,



**Pieter-Bas Vos**  
Genel Müdür  
Sigorta Cini

HDI Sigorta, ING Emeklilik, Mapfre Genel Sigorta şirketlerinin kasko ve trafik poliçelerinden oluşan oto sigortaları, konut, zorunlu deprem sigortası, tamamlayıcı sağlık, hayat ve bireysel emeklilik ürünleri hakkında danışmanlık hizmeti veriliyor. Bir yıl gibi kısa bir zamanda, İstanbul, Ankara, İzmir, Çorlu ve İzmit’te toplam 17 mağazaya ulaşan ve mağaza sayısını hızla arttıran Sigorta Cini, Türkiye genelinde 120 mağazaya ulaşmayı hedefliyor. Türkiye pazarı için en büyük problem; sigorta kavramının sosyal,

kültürel ve ekonomik yapı içerisinde gerekli yere sahip olamaması olarak karşımıza çıkıyor. Bu noktada toplumsal bilinci artıracak çalışmalar ve kampanyalar önem taşırken sigorta şirketlerine de büyük rol düşüyor. Sigorta Cini, sigortayı hiç bilmeyen ve sigortaya sahip olmayan insanları sigorta konusunda bilinçlendirmeyi, böylece sektöre yeni müşteriler kazandırmayı hedefliyor. Sektörle ilgili bilincin artması, pastanın büyümesi anlamına geldiği için bunun diğer acenteler için de avantaj yarattığına inanan Sigorta Cini, acentelere büyük önem veriyor. Sigorta Cini iş modeli sayesinde, potansiyeli olup da bu potansiyeli operasyonel ve finansal olanaksızlıklar sebebi ile ortaya koyamayan acenteler ile işbirliği yaparak, bu acentelere büyüme ve daha fazla kazanma fırsatı yaratabiliyor. Bunun sonucunda henüz birinci yılını doldurmadan acentelerden iş birliği teklifleri alan Sigorta Cini, acenteleri önemli bir parçası olarak gördüğünü belirtiyor.

**SİGORTA CİNİ**

## Cigna Finans Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Fonu

**E**meklilik yatırım fonları yönetiminde, yatırım vademizi mümkün olduğu kadar uzun tutmaya gayret ediyoruz. Cigna Finans Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Fonu için de yatırım stratejimizi bu bağlamda oluşturuyor ve yatırım kararlarımızı bu çerçevede uyguluyoruz. Fonun karşılaştırma ölçütü BIST-100 Endeksi olduğu için, fon portföyünün en az %80'i borsada işlem gören hisse senetlerinden seçiliyor ve uzun vadede endeksin üzerinde getiri hedefleniyor.

Cigna Finans Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Fonu'nu yönetirken, kısa vadeli performansta ön plana çıkmak yerine küresel makro resmi doğru yorumlayabilmek, gelişmiş ülke merkez bankalarının, özellikle ABD Merkez Bankası FED'in aldığı aksiyonların, gelişmekte olan ülkelerin makro dengelerine, kur ve faiz seviyelerine etkilerini değerlendirebilmek ve bu sayede orta-uzun vadeli bir strateji oluşturarak, hisse seçimini de bu kriterlere göre yapabilmek dikkat ettiğimiz hususların başında geliyor. Her hafta yaptığımız yatırım stratejisi ve varlık seçimi komitelerinde çıkan fikirlere göre, piyasa görüşümüzü ve yatırım yapacağımız şirketleri belirleyerek endeksin üzerinde performans sağlamayı hedefliyoruz. Fonumuzu yönetirken benimseydiğimiz genelden özele yaklaşım yöntemi ile küresel senaryoları mümkün olduğunca iyi analiz ettiğimizi ve ancak bu sayede Türk varlıklarına olan etkilerini doğru kavrayabileceğimizi düşünüyoruz. Makro varsayımlardaki değişimleri yakından takip ederek öncelikli



**Ziya Çakmak**  
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

olarak sektör dağılımımızı belirlemektedir. Bu dağılımı yaptıktan sonra özelden genele yaklaşımını

kullanarak hisse seçimimizi yapmaktayız. Bu sayede getiride asıl farklılaşmayı yaratmaya çalışıyoruz. Hisse seçiminde, şirket ziyaretlerine ve analist toplantılarına çok önem vermekteyiz. Ziyaret etmediğimiz hiçbir şirkete yatırım yapmamaktayız. Yatırım yaptığımız şirketlerin kurumsal şeffaflık ilkelerine uyması bizim için önemli bir kriterdir. Yaptığımız detaylı hisse seçim analizlerimizde hem indirgenmiş nakit akımları, hem de çarpan analizini kullanmaktayız. Öte yandan şirketlerin finansal güçlülük, sermaye yeterliliği, öz sermaye karlılığı gibi temel rasyolarını yakından takip etmekteyiz.

Risk Yönetimi, fon performansı açısından bizim en önem verdiğimiz konulardan biridir. Gerek sektör



	Yılbaşından Bugüne Getiri*
<b>Cigna Finans Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu</b>	34.14%
<b>Karşılaştırma Ölçütü**</b>	23.79%

\*02/01/2014 - 28/12/2014 itibarıyla

\*\*%90 BIST Ulusal 100 Endeksi, %5 KYD O/N Repo Endeksi Brüt, %5 KYD Kamu İç Borçlanma Endeksi 365 Gün

seçiminde, gerekse de hisse seçiminde yoğunlaşma riskine dikkat edilmektedir. Bunun yanı sıra likidite riski, kredi riski, riske maruz değer gibi kriterler de günlük bazda takip edilmektedir.

Tasarruf oranlarının artırılması konusunda yapısal reform döneminden geçen Türkiye’de, emeklilik yatırım fonlarının önemi gün geçtikçe artmaktadır. Cigna Finans Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Fonu’nda biriken tutarın, yatırımcıların emeklilik birikimleri olduğunun farkındayız ve Finans Portföy Yönetimi olarak fonu da bu özenle yönetmeye çalışmaktayız.

#### **Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF**

**Fonun Adı** Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF

**Fonun Tipi** Emeklilik Yatırım Fonu

**Fonun Türü** Hisse Senedi Fon

**Fon Kuruluş Tarihi** 07/07/2008

**Fonun Para Birimi** Türk Lirası

**Karşılaştırma Ölçütü** %90 BIST Ulusal 100 Endeksi, %5 KYD O/N Repo Endeksi Brüt, %5 KYD Kamu İç Borçlanma Endeksi 365 Gün

**Strateji Bant Aralığı** % 80 - 100 Hisse Senetleri, % 0 - 10 O/N T.Repo-BPP, % 0 - 10 DİBS

**Amacı** Mevzuat gereği portföyünün en az %80’i borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerine yatırarak sermaye kazancı sağlamayı amaçlamaktır. Piyasa getirisinin üzerinde performans gösterebilecek ve büyüme potansiyeli yüksek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı hedefler.

**Kurucu** Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş.

**Portföy Yöneticisi** Finans Portföy Yönetimi AŞ

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

**Fon Büyüklüğü (TL)** 42,212,687 TL – 28 Aralık 2014 itibarıyla

**Toplam Pay Sayısı** 10,000,000,000

**Dolaşımdaki Pay Sayısı** 1,296,388,097 TL – 28 Aralık 2014 itibarıyla

**Yönetim Ücreti (Yıllık Yüzde)** %1.75

**En Az Alınabilir Pay Adedi** 1

## **Gelir Üreten Gayrimenkul Yatırımlarında Oyunun Kuralları Değişiyor**

*Hem dolar/avro bazlı hem de Türk Lirası cinsinden uzun vadeli kira geliri odaklı GYFler, kurumsal nitelikteki gayrimenkullerin sahipliklerinin de uzun vadeli yerli ve yabancı yatırımcılar lehine değişmesine yol açacaktır.*



**Onur Takmak, CFA**  
Yönetim Kurulu Başkanı  
Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.

**Y**eni Sermaye Piyasası Kanunu içerisinde birçok yeniliği beraberinde getiriyor. Yasanın Kasım 2012’de TBMM’de kabulünü takiben 70’in üzerinde mevzuat çalışması gerçekleşirken, yatırım yönetimi ve tasarruf piyasalarının gelişimi için gerek şart olan dünya standartlarında yeni yatırım ürünü yapıları ile rekabetçi ortamın yaratılması hedeflendi. Yeni mevzuat sektörün yapısını önemli ölçüde değiştirirken, sektörün tüm paydaşlarının kendi paylarına düşen yeni fırsatları beraberinde getiriyor.

Yeni mevzuatın içerisinde yer alan yeni yatırım ürünlerinden birisi de Gayrimenkul Yatırım Fonu (GYF). Bugüne kadar Gayrimenkul bir finansal varlık sınıfı olarak tanımlanmıyor, ve fon yapısı altında portföy yönetim şirketleri tarafından değerlendirilemiyordu. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı yapısı ise hem geliştirme faaliyetlerine odaklı bir işletme mantığı ile çalışması, hem de fiyat riski taşıyan halka açık kurgusu nedeniyle GYF’den çok farklı.

### **Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (GYF) Temel Özellikleri**

- ▶ Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir (1 milyon TL ve üstü hazır varlığı olan)
- ▶ Sadece SPK’dan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketleri veya gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilir ve yönetilebilir.
- ▶ Bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan tüzel kişilikleri bulunmayan yapılardır.
- ▶ Halen gelir üreten arsa, arazi, konut, otel gibi gayrimenkullere ve izin verilen diğer yatırımlara yatırım yaparlar.
- ▶ SPK’nın düzenleme ve denetimine tabidir.

► Kazançları kurumlar vergisinden istisnadır, dağıttığı temettü 0% oranında stopaja tabidir, ayrıca fondan edinilen gelir için farklı yatırımcı profillerine yönelik istisnalar bulunmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Fonlarının orta, uzun vadede tasarruf sahipleri için çok önemli bir alternatif yatırım ürünü olacağını düşünüyorum. Hem dolar/avro bazlı hem de Türk Lirası cinsinden uzun vadeli kira geliri odaklı GYFler, kurumsal nitelikteki gayrimenkullerin sahipliklerinin de uzun vadeli yerli ve yabancı yatırımcılar lehine değişmesine yol açacaktır.

Gayrimenkul Yatırım Fonu ilginç bir alternatif olarak öne çıksa da, işleyişte birçok üstesinden gelmesi gereken özelliğine de işaret ederek, gerçekçi ve bütünsel bir tanımlama yapmak gerekiyor. Her şeyden önce, GYF yapısı likiditesi oldukça uzun vadeye yayılmış bir enstrümandır. Yüzde 2-3 tevdiat getirisi olan bir yatırımcı için %5-7 getiri bandında bir GYF yatırımı cazip bir alternatif olabilir ancak birinin aylık, diğerinin ise (eğer özel bir likidite imkânı sağlanmazsa) en az 5-7 yıl vadesi bulunmaktadır. Halen ülkemizde bu kadar uzun vadeli yatırım perspektifi olan yatırım havuzu yok denecek kadar azdır. Bireysel Emeklilik havuzunun devlet katkısı ile gelişmesi bir umut vaat etse de, BES müşterilerinin fondan istedikleri an çıkış yapabilme imkanının olması, emeklilik fon yöneticileri için bu tip uzun vadeli yatırımları imkansız kılmaktadır. Bununla birlikte BES piyasası ağırlıklı olarak Türk Lirası cinsinden planlarla yönetilirken, kurumsal Gayrimenkul piyasası dolar ve avro üzerinde işlem gören

bir yapıdadır (kira ve finansman ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden yapılmaktadır).

Diğer taraftan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına tanınan vergi avantajları, gelir odaklı yatırımlarda nakit akışında önemli bir fark yaratma potansiyeline sahiptir. 2000'li yılların başından bu yana öncelikle Avrupalı gayrimenkul yatırım fonları ve geliştiricilerinin girişi ile hareketlenen ve 2000'li yılların ortalarında önemli bir gelişme kaydeden kurumsal gayrimenkul piyasasında sürekli yenilenen ve ihtiyaçlar etrafında şekillenen yeni trendler doğmakta ve bu trendlere paralel olarak da bu alanda hem yurtdışından önemli sermaye girişleri sağlanmakta, hem de yerli yatırımcılar için tercih edilen bir yatırım aracı olarak öne çıkmaktadır. Halen ülke ekonomisinin dinamosu haline gelen inşaat sektörünün faaliyetleri içerisinde giderek artan bir şekilde kurumsal gayrimenkuller yerini almaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Fonları hızla gelişen, giderek artan ve menşei farklılaşan kurumsal yatırımcıların katılımına tanık olduğumuz gayrimenkul yatırım alanında önemli bir boşluğu doldurmakla birlikte, likiditesinin uzun vadeye yayılması nedeni başta olmak üzere bireysel nitelikli müşterilerde kısa vadede karşılığını bulamayabilir. Sektörün kurumsal yatırımcılar tarafından geliştirilmesi ve artan çeşitlilik ve ikincil likidite imkanlarının doğuşu ile birlikte nitelikli bireysellerin katılımının gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu da en az beş yıllık bir gelişim sürecinin ardından gerçekleşebilecektir.

Sermaye Piyasası Kurulu GYF mevzuatının küresel standartlara

uyumlu olması için önemli bir çaba harcamış olsa da, bu yeni fon yapısı henüz test edilmiş ve denenmiş değildir. Bu sebeple hem yerli hem yabancılar bu alanda atılacak adımlardan ve başarı hikayelerinden artarak cesaret alacaklardır. Bu sebeple bu konuda başarılı bir ilk adımın atılması çok büyük önem arz etmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Fonu diğer kolektif yatırım enstrümanlarında olduğu gibi yatırım yapabileceği enstrümanlar, risk dağılımı, raporlama standartları, kurumsal yönetim ve sorumluluk şartları, saklama da dahil olmak üzere yatırımcının birçok üst üste gelen koruma ve denetleme kalkanı ile güvene alındığı bir yapıdadır. Yatırımcıya güven veren, uluslararası standartlardaki bu yatırım ürünü mutlaka tasarruf piyasasında yerini bulacaktır, ve kurumsal gayrimenkul yatırımcıları sektörün çok ihtiyaç duyduğu vergi etkin bu kurguda, yetkin portföy yöneticilerinin de desteği ile başarılı yatırımlar yapacaklardır. Dileğimiz bu alandaki aktivitenin çeşitlilik ve ikincil pay piyasasının da gelişmesine imkân verecek ölçüde gelişmesidir. Nitelikli bireysel pazarında, ilk aşamada yatırımcılara likidite imkanlarının sağlanmasının gerekliliği ve temel olarak döviz tevdiat özel bankacılık müşterisinin hedeflenmesi nedeniyle, Banka iştiraki olan portföy yönetim şirketlerinin bu alanda önderlik yapmasını bekliyorum. Bu alanda proje bazlı çalışmalar ya da yabancı kurumsal yatırımcıları hedefleyen bağımsız yeni Gayrimenkul Portföy Yönetim şirketlerinin de oluşması beklenmelidir.

2105 bu alanda yeni ürünler göreceğimiz oldukça aktif bir yıl olacağı benziyor...



# KONFERANS AJANDASI

## ŞUBAT - 2015

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
SWFI-NAIC Institutional Investor Forum www.iinvestorforum.com	CFO 2015 www.economistinsights.com/financial-services/event/cfo		6th Spanish Funding Conference www.afme.eu/Events/2015	Cayman Alternative Investment Summit www.caymansummit.com	Cayman Alternative Investment Summit www.caymansummit.com	
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	1
		10th European Market Liquidity Conference www.afme.eu/Events/2015				

## MART - 2015

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
2	3	4	5	6	7	8
	The SIFMA Insurance- and Risk-Linked Securities Conference www.sifma.org/irls2015	The SIFMA Insurance- and Risk-Linked Securities Conference www.sifma.org/irls2015				
9	10	11	12	13	14	15
Mutual Fund Marketing&Sales www.frallc.com/conference.aspx?ccode=B953	Mutual Fund Marketing&Sales www.frallc.com/conference.aspx?ccode=B953					
16	17	18	19	20	21	22
		-EVCA Investors' Forum www.evca.eu - 2nd Annual Pension Funds in CEE www.finance.flemin-geurope.com/pension-funds-investment-strategies-in-cee	-The Rights and Responsibilities of Institutional Investors www.iiforums.com/rrii -EVCA Investors' Forum -Annual Pension Funds in CEE			
23	24	25	26	27	28	29
	ALFI Spring Conference www.alfi.lu/node/2785	ALFI Spring Conference www.alfi.lu/node/2785				
30	31	1	2	3	4	5
Middle East Investment Summit www.terrapinn.com/conference	Middle East Investment Summit www.terrapinn.com/conference					

## NİSAN - 2015

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
FundForum Asia 2015 http://www.fundforumasia.com/	FundForum Asia 2015 http://www.fundforumasia.com/					
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	1	2	3
SWF Institute Fund Summit 2015 Asia www.ifsummitasia.com	SWF Institute Fund Summit 2015 Asia www.ifsummitasia.com					

## İnsan Beyni ve Yeni Finansal Mimari

Yeni kurgulanacak olan ekonomik modellerde ölümüne rekabet yerine işbirliği, hırs yerine yetinme gibi kavramlar ön plana çıkmalı, etik daha fazla önemsenmelidir.

*"Beyin hakkında bildiklerimiz dünyanın 16. Yüzyılda çizilmiş bir haritasından daha ileri değil."  
Rita Carter, "Mapping The Mind" kitabının yazarı*

İnsan beyni hakkında son yıllarda önemli araştırmalar yapılıyor. Özellikle Obama yönetiminin 2013 yılında beyin araştırmalarına 300 milyon dolar ayırmasıyla beyin ve nöroloji alanındaki akademik araştırmalar da inanılmaz derecede arttı. 2014 yılı Nobel Tıp Ödülü insan beyni üzerine önemli araştırmalar yapan üç kişi arasında paylaştırıldı: John O'Keefe, May-Britt Moser ve Edvard I. Moser. Bu konuyu bizim açımızdan ilginç yapan şey ise, artık beyin araştırmalarının finans ve ekonomi literatüründe de önemli yer tutmaya başlaması. Muhtemelen bu üç kişinin yaptığı ve yapacağı araştırmaların çok yakın zamanda finans dünyasına yansımalarını duyacaksınız. Sebebi şu: Finans teorisi krizden sonra insanların kararlarını nasıl aldıkları üzerinde fazlasıyla yoğunlaşmaya başladı. Çünkü krizi meydana getiren olayların çoğunda insan psikolojisi ve bu psikolojinin yol açtığı hatalı kararlar görülmeye başlandı.

Mesela nasıl oldu da bu kadar çok insan ev fiyatlarının sürekli artacağına ikna oldular ve tüm yatırımlarını konut sektörüne yaptılar? Finans teorisi açısından bile yanlış olan bu davranışı insanlar nasıl sergilediler? Bu kadar çok insan bu kadar önemli bir hatayı nasıl yaptı? Bu soruların cevabı sadece birilerini suçlayarak işin içinden çıkılacak gibi değil. Başka bir örnek olarak ise ABD'nin eski Fed Başkanı Alan Greenspan'ı verebiliriz. Greenspan 2008 yılında, ABD Kongresine verdiği ifadeyle ekonomik kararlarıyla ilgili olarak yanıldığını ifade etti<sup>2</sup>. Greenspan'ı yanılgıya düşüren şey; piyasaların kendi haline bırakıldığında bir dengeye geleceğine dair olan inancıydı. Kriz bize bu inancın hatalı olduğunu acı bir tecrübeyle öğretti. Greenspan, bugün aynı durumla karşı karşıya kalsa aynı hatayı yapmayacağına eminiz. Ama bu hiçbir şeyi geri getirmiyor. Sadece ABD'de yaşayan insanların evlerinin toplam değeri 2006 yılının ilk çeyreğinde 22.7 trilyon dolar iken, bu

değer %29.7 düşerek 2011 yıl sonunda 16 trilyon dolar oldu<sup>3</sup>. Lehman Brothers gibi birçok yatırım kuruluşu battı, Bear Stearns ve Merrill Lynch gibi şirketler başka kurumlar tarafından çok ucuza satın alındılar. Liste saymakla bitmez (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Fannie Mae, Freddie Mac AIG vs.) Ayrıca Hükümet, kongrenin ancak ikinci oylamada onayını alarak piyasaya (toksik kabul edilen mortgage'a dayalı tahvilleri satın alarak) 700 milyar dolarlık para sürdü. Böyle bir sorunla bizim gibi ülkelerde karşılaşılsa yeni kanun çıkarılır (şanslıysak -en iyi ihtimalle- bu insanlar cezalandırılır) ve olay kapanırdı. Ancak Batı, insanların neden hatalı kararlar aldığını ve bir daha böyle kararların alınmaması için neler yapılması gerektiğini araştırmaya kararlı görünüyor. Bu araştırmalar ise dönüp dolaşıp beynin incelenmesinde son buldu. Mesela, Kahneman'ın da içinde olduğu beş kişilik bir ekip 2001'de hırsın, finansal piyasalardaki etkisini bir deney ortamında araştırmak istediler<sup>4</sup>. Bu deneyde MR görüntüleme tekniği





**Orhan Erdem**  
İstanbul Bilgi Üniversitesi  
Ekonomi Bölümü

kullanarak beynimizin şansa dayalı parasal kazançların olduğu ortamları yöneten bölgesiyle, uyuşturucu alındığı zaman hareketlenen bölgesinin aynı bölge (Nac, SLEA, VT ve Gob bölgeleri) olduğunu ortaya koydular. Bu şu anlama geliyor: Beyin muhtemelen parasal kazançlarda da uyuşturucu alımında da aynı bölgeden aynı derece etkileniyor. Şansa dayalı parasal kazanımların bağımlılık yapması ve hırsa sebep olması belki de bu yüzden. Kahneman benzer çalışmalarını “Thinking Fast and Slow” adlı kitabında topladı. Bu kitap, meraklıları için güzel deneyler ve araştırma bulguları sunuyor. Bu konuda yapılmış binlerce deney ve çalışma vardır. Bu çalışmaların sonlanması bize finansal kararlarımızla ilgili çok önemli ipuçları verebilir. Mesela yaptığımız bir çalışmada kadın ve erkeklerin borsa performansının farklı olduğunu ortaya koymuştuk<sup>5</sup>. Kadın ve erkek beyinleri üzerine yapılan araştırmalar bu performansı anlamamıza yardımcı olabilir. İnsanlar normalde yapmayacakları harcamayı kredi kartıyla yapıyorlar. McClure ve arkadaşlarının yaptığı<sup>6</sup> ve bugün tüketmek ile yarın tüketmenin beynin farklı bölgeleri tarafından yönetildiğini gösteren araş-

tırması, bu konunun aydınlanmasına yardımcı olacak görünüyor. Örnekler artırılabilir.

Ekonomi ve finans sosyal bir bilim olmasına rağmen, geldiği nokta itibarıyla insan mefhumunu fazlasıyla göz ardı etmiş görünmektedir. Çünkü gerek ekonomide gerekse de finasta sistemin mükemmel olduğu, insanın rasyonel oluşu sebebiyle doğru kararları verdiği dair olan inanış yaygındır. Skidelsky<sup>7</sup>’lerin dediği gibi: “Kapitalizm iki taraflı bir kılıçtır. Bir tarafta maddi şartlarda bize inanılmaz gelişmeleri yaşatırken, diğer yanda ise hırs gibi, kıskançlık gibi, açgözlülük gibi insanın en aşağılık huylarını bize iyi bir şeymiş gibi gösterdi.”

Dikkat edilirse yukarıda bahsedilen deneylerin ve çalışmaların çoğu krizden önce yapılmış, hikâyeler krizden önce yaşanmıştır. Ancak bütün bu rasyonellik varsayımlarıyla çelişkili argümanlara rağmen o tarihlerde bu karşı görüşleri pek fazla önemseyen olmadı, ta ki 2007 krizine kadar. Kriz vesilesiyle, gerek bankaların gerekse de diğer finansal kuruluşların CEO’larının hatalı davranışlarının bir istisna değil, insan yapısının bir parçası olduğu konuşulmaya başlandı. Yaşanan kriz göstermiştir ki insan bazen yanlış olduğunu bildiği adımları atabiliyor. O kadar değerli olmadığını bildiği bir evi sırf başkalarından aşağı kalmamak için satın alıp kendini riske atabiliyor. Bu kadar karmaşık yapıya sahip bir varlığı incelemek basit ve mekanik varsayımlarla ve sadece matematiksel denklemlerle pek mümkün görünmemektedir. Kriz sayesinde öğrendiğimiz ve yukarıda belirtilen hipotezlerin sarsılmasına neden olan insana dair birçok gerçek, başta psikoloji olmak üzere birçok bilim tarafından zaten fazlasıyla bilinip, dikkate alınıyordu. Ancak ekonomistler tarafından ya bilinmediği ya da gereğince önemsenmediği için ekonomi teorilerine girmedi. Nassim

Nicholas Taleb “Ekonomi, disiplinler içinde en yalıtılmış olanı, dışındaki alanlardan en az faydalananıdır,” tespitiinde bulunur.

Matematikçi Mandelbrot durumu “Finansal ekonomi, kimyanın 16. Yüzyılda olduğu yerde: karmakarışık teknik bilgi, bulanık bir akıl, irdelenmemiş varsayımlar...” şeklinde ifade ediyor. Finansın ve ekonominin birkaç yüzyıl önce ortaya çıkan bilimler olduğu düşünülürse daha gidilecek çok yol, denenmesi gereken çok teori var.

Yeni bir finansal mimariye doğru yola alıyoruz ve bu yeni finansal mimarinin inşasında eski hatalarımızı göz önüne alarak şu konulara önem verilmelidir:

1. Keynes’in tabiriyle, insanı bazen “hayvani içgüdüler”le de hareket edebilen, her zaman rasyonel olmayan bir varlık olarak kabul edilip, ekonomik teoriler daha gerçekçi ve insan merkezli olarak tasarlanmalıdır. Yeni kurgulanacak olan ekonomik modellerde ölümüne rekabet yerine işbirliği, hırs yerine yetinme gibi kavramlar ön plana çıkmalı, etik daha fazla önemsenmelidir. Shiller’in ifadesiyle finans daha iyi bir toplum içindir.
2. Yeni teorilerin bazıları ekonomistler ve finansçılar tarafından ortaya konmaya başlandı bile. Bu alanlardan biri olan Davranışsal Finans en çok öne çıkanlar arasında gösterilebilir. Ancak detayları başka bir yazının konusudur. Fikrin esas savı, rasyonel bireyler yerine hata yapabilen, psikolojik olgulardan etkilenebilen bireyleri öne çıkarmaktır ve daha çok geliştirilmesi gerekecektir.
3. Akerlof ve Shiller (2009) makroekonominin psikolojiden istifade etmesi gerekliliği üzerinde durur. Kriz vesilesiyle karşılaştığımız acı gerçek, Ekonomi Teorisinin başka bilimlere fazlasıyla ihtiyacı olduğudur. Son 4-5 yıldır yazılan birçok ekonomi makalesi artık bazen psikologlarla bazen tıp doktorlarıyla bazen sosyologlarla ortak yazılmaya başladı. Bu daha da ilerletilebilir.



## Piyasayı Etkileyecek Çok Fazla Sayıda Başlık Var

*Düşen petrol fiyatları; Fed kararı; Rusya'nın durumu; düşen cari açık, düşen enflasyon ve TCMB faiz kararı; seçimler derken yine bizi heyecanlı bir yıl bekliyor.*

2014'ü geride bırakırken akıllarda en çok volatilité kaldı. Her sene volatilité oluyordu belki ama bu senenin özelliği hem dalga boyunun büyüklüğü, hem de her iki yöne de dalgaların olmasıydı. 2015'e baktığımızda dalgaların boyu azalsa da, piyasayı etkileyecek başlık sayısı çok fazla olacak; düşen petrol fiyatları; Fed kararı; Rusya'nın durumu; düşen cari açık, düşen enflasyon ve TCMB faiz kararı; seçimler derken yine bizi heyecanlı bir yıl bekliyor.

Detaylı olarak bakarsak; 2015 yı-

linda küresel piyasalarda dikkatler, özellikle Amerikan Merkez Bankası Fed'in ilk faiz artırımına ilişkin alacağı kararda olacak. Piyasalar 2014 yılı boyunca 2015 yılında gerçekleşecek bu faiz artırımının zamanlamasını ve büyüklüğünü tahmin etmeye çalıştı. Genel beklenti ise faiz artırımlarının 2015'in ikinci yarısında gerçekleşeceği ve artırımda kullanılacak faiz adımlarının ufak ve ölçülü olacağı şeklindedir. Dolayısıyla 2015'te tüm piyasa katılımcılarının dikkatle izleyeceği hususlar, bu faiz artırımına ilişkin kararlar olacaktır. Öte yandan küresel piyasaların dikkatle bekle-

diği diğer bir husus da, Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) atacağı adımlardır. Hali hazırda Draghi önderliğinde AMB, varlık alım ve bilanço büyütme konusunda birçok söz vermiş durumda. Finansal sektörün fonlama kanallarının ucuzlatılmasına ilişkin ilk uzun vadeli finansman operasyonlarının Eylül 2014'te yapılmasının ardından, dikkatler 2015 yılında yapılacak ikinci ve üçüncü uzun vadeli finansman operasyonlarında ve alınacak ek kararlarda olacaktır. Küresel piyasalardaki bu gelişmeler ışığında 2015 için gözük-



**Ersoy Erkazancı**  
Müdür

Fon Satış Destek ve Kurumsal Gelişim  
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

en önemli trendlerden bir tanesi, özellikle istihdam piyasasındaki toparlanmanın da etkisiyle, ABD para politikasının Avrupa para politikasından ayrışması olacaktır. Bu da dolarda 2014'te başlayan kuvvetlenme trendinin, 2015'te de varlık fiyatlarının seyrini belirleyen en önemli makro trendlerden biri olarak devam etmesine yol açacaktır. Bu şartlar altında özellikle Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) para birimlerinin ölçülü olarak değer kaybedeceği göz önüne alınabilir. Ancak bu değer kaybına sebep olacak etken, GOÜ borsa ve varlıklarına olan kuvvetli fon akışlarının durmasından ziyade, emtia fiyatlarında kuvvetli dolar sebebiyle düşüşlerin devam etmesi olacaktır. GOÜ'lerin büyük çoğunluğunun emtia ihraç eden ülkeler oldukları göz önüne alındığında, bu ülkelerin büyüme rakamlarının da bu trendlerden olumsuz etkilenecekleri gözükmektedir. Ancak GOÜ arasında da ciddi ayrışmalar beklenmektedir. Hızla parasal genişlemeye doğru ilerleyen ve para birimi değer kaybeden Avrupa ile ticaret

hacmi geniş olan ülkeler ve emtia ithalatçısı konumundaki ülkeler bu kompozisyonundan ciddi anlamda fayda sağlayacaklardır. Bu noktada da Türkiye'nin ciddi şekilde olumlu bir ayrışma yaşayabileceği düşünülmelidir. 2014'te cari açığı normalleşme sürecini tamamlayan, para birimi ciddi şekilde değer kaybetmiş olan Türkiye, 2015'e petrol fiyatlarındaki zayıflamanın etkisiyle cari açığı tekrardan aşağı yönlü risklerin olduğu, büyüme kompozisyonunda iç talebin katkısının arttığı ve Avrupa'daki parasal genişlemenin etkisiyle dış talep ile alakalı da yukarı yönlü risklerin olduğu bir konjunktürde girmektedir. Ayrıca 2014'te oldukça yüksek bir enflasyon rakamı ile mücadele eden Türkiye, 2015'in ilk çeyreğinden başlayarak bir dezenflasyon sürecine girecek ve bu da faiz indirimleri şeklinde para politikalarına yansıtacaktır. Bu noktada riskler Amerika'da yapılacak faiz artırımlarının beklenenden daha erken ve daha kuvvetli gelme ihtimali ve bunun GOÜ piyasaları üzerinde ciddi bir satış baskısı yaratması olacaktır. Ancak bu riskler şu anda oldukça düşük olasılıkta gözüküyor.

Dünyanın en büyük merkez bankası olan Fed'in faiz oranları ile ilgili atacağı adımlar ve zamanlaması hem küresel hem de yurtiçi piyasa fiyatlamaları için ana belirleyici unsur olacaktır. AMB'nin de 2014'te bahsettiği parasal genişlemeci adımları ne zaman atmaya başlayacağını yakından izleyeceğiz. Türkiye'de ise Haziran ayında yapılacak olan genel seçimler ana siyasi gündem maddesi olacak gibi görünüyor. Ayrıca çözüm süreci de yakından izlenmesi gereken bir diğer yurtiçi gündem olacaktır. TCMB'nin özellikle yılın ilk çeyreğinde yüksek baz etkisi ile ve düşen petrol fiyatları sayesinde düşmesini beklediği enflasyon, özellikle TCMB'nin faiz kararları üzerinde ve büyük bir ağırlığını bankacılık hisselerinin oluşturduğu BİST Pay Piyasası üzerinde etkili olacaktır. Portföy yönetim sektörü açısından ise 2015'in yönetilen varlık büyüklüklerindeki artışın sürdüğü bir yıl olması beklenmelidir. Bireysel emeklilik katkı programının devam etmesinin yanı sıra 2014'te yüksek sayılabilecek fon getirilerinin, kolektif yatırım araçlarına olan talebi 2015'te arttırabileceği de göz önüne alınmalıdır.

“ Büyük ülke ve bloklardan ABD iyi durumda, ama gerisi oldukça sorunlu. ABD yılın üçüncü çeyreğinde %5 gibi göz kamaştırıcı bir oranda büyüdü. Bunun ne kadarı ilk çeyrekteki sert daralmadan kaynaklı bir düzeltme, ne kadarı sürdürülebilir tartışılır; ancak ABD ekonomisi kısa vadede ve görece olarak oldukça güçlü bir görünüm arz ediyor. ”



## 2015'e Girerken Dünya Ekonomisi: Gündem ve Sorular

*Büyük ülke ve bloklardan ABD iyi durumda, ama gerisi oldukça sorunlu. ABD yılın üçüncü çeyreğinde %5 gibi göz kamaştırıcı bir oranda büyüdü. Bunun ne kadarı ilk çeyrekteki sert daralmadan kaynaklı bir düzeltme, ne kadarı sürdürülebilir tartışılır; ancak ABD ekonomisi kısa vadede ve görece olarak oldukça güçlü bir görünüm arz ediyor.*

**D**ünya ekonomisinin 2015'e girerken bizlere yaptığı en büyük sürpriz, herhalde petrol fiyatındaki sert düşüş oldu. Uzun süredir 100 dolar seviyelerinde takılmış görünen

petrol fiyatının; arz-talep dengelerindeki kayma, beklentiler ve jeopolitik nedenlerle -Haziran'daki 115 dolarlık zirve seviyesinden neredeyse %50 oranında düşerek- 60 dolar düzeylerine gelmesi, yılın belki de en ilginç gelişmesi oldu. Aşırı düşük petrol fiyatı özellikle Rusya gibi ülkelerde

ve dolaylı olarak da dünya üzerinde istikrarsızlık riski yaratıyor; gerileyen fiyatların kaya gazı sektörü ve bazı aşırı borçlu enerji şirketleri için bir risk oluşturduğu da gerçek. Ancak analistlerin görüşleri fiyatlardaki düşüşün dünya ekonomisi üzerindeki net etkisinin olumlu olduğu yönün-



**Murat Üçer**  
Turkey Data Monitor  
Koç Üniversitesi

de. Örneğin, konu ile ilgili detaylı incelemelerinde IMF baş ekonomisti Olivier Blanchard ve ekonomist Rabah Arezki, petrol ithalatçısı ülkelerde başta reel gelir ve tüketim üzerindeki arttırıcı etkileri olmak üzere, düşen fiyatların küresel büyümeye yüzde 0,3 ila 0,7 puan arasında katkı sağlayacağını hesaplıyorlar. Petrol fiyatlarında önümüzdeki dönemde bir toparlanma yaşanacağı ancak önceki dönemlerin altında kalmayı sürdüreceği belirtilen yazıda, fiyatlardaki gerilemenin yukarıda değindiğimiz gibi sınırlı da olsa finansal riskleri arttırdığına dikkat çekiliyor.<sup>1</sup> 2015'e yoğun bir şekilde tartışarak girdiğimiz, aynı zamanda ciddi bir kırılma unsuru olan diğer bir konu, küresel büyüme ortamının --birçok gözlemcinin sürekli vurguladığı gibi-- 'dengesiz' oluşu. Özetle, büyük ülke ve bloklardan ABD iyi durumda, ama gerisi oldukça sorunlu. Bilindiği gibi ABD yılın üçüncü çeyreğinde %5 gibi göz kamaştırıcı bir oranda büyüdü. Elbette bunun ne kadarı ilk çeyrekteki sert daralmadan kaynaklı bir düzeltme, ne kadarı sürdürülebilir tartışılır; ancak ABD ekonomisinin en azından kısa vade-

de ve görece olarak oldukça güçlü bir görünüm arz ettiği açık.<sup>2</sup> Büyüme tarafında asıl sorun Avrupa'da; büyüme o kadar zayıf ki deflasyon riski konuşuluyor. En son rakamlara göre, Kasım ayında Euro Bölgesi'nde yıllık enflasyon %0,3'e kadar gerilemiş durumda. Yani ufak bir aşağı yönlü şok (ki bu petrol fiyatlarından gelebilir) deflasyon demek, bu da zaten zayıf olan bir ekonomi için çok büyük bir sorun anlamına geliyor. Çünkü deflasyon --fiyatların düşeceği beklentisiyle-- insanların harcamalarını daha da geciktirmesi, borç yükünün reel olarak ağırlaşması ve resesyonun derinleşmesi demek. Avrupa'nın bu döngüden nasıl çıkacağı net değil; piyasalar Avrupa Merkez Bankası'ndan (AMB) durumu kurtarmasını bekliyor, AMB'nin çabaladığına şüphe yok,<sup>3</sup> hatta bir noktadan sonra ABD benzeri, 'gerçek' bir miktarsal genişleme (quantitative easing) programını --yani devlet kâğıtları alımlarını-- muhtemelen başlatacak, zaten kendine o yönde bir bilanço hedefi koydu. Ama ne sürede? Ne miktarda? Etkili olacak mı? Maalesef bu soruların cevabı net değil; teknik ve hukuki nedenlerden ötürü hamle gecikebilir, alımlar yeterli büyüklükte olmayabilir vs...<sup>4</sup> Burada en büyük risk, Euro Bölgesi'nin dağılma olasılığını bir

noktada yeniden konuşuyor olabiliriz. Hatırlayacak olursak bunu zaten 2011'den başlayarak, 2012 ortalarına kadar konuştuk; daha sonra sorun AMB Başkanı Draghi'nin çıkışı ile ('whatever it takes' gereken yapılacak) 'donduruldu'. Ancak büyüme sorunları, siyasi çalkantılar ve yapısal alanda ilerlemenin yeter süratte olmayışı 'dağılma' konusunu 2015'te yeniden gündeme getirebilir. Bu izlenmesi gereken başka bir tema... Bir diğer önemli ve sorunlu gelişmiş ülke ise Japonya. 'Abenomics' yakından izlenmesi gereken bir 'deney' -- ve devam ediyor.<sup>5</sup> Ekonomi politikaları ve reformlar, demografik sorunlar yaşayan, yıllardır durgunlukta olan Japonya'yı canlandırır ve nominal geliri arttırır mı? Japonya'nın yen'e agresif değer kaybettirmesi 'kur savaşlarını'<sup>6</sup> yeniden canlandırır mı? Bu konuların yakından takip edilmesi gerekiyor. Gelişmekte olan ülkelere, özellikle de gelişmekte olan piyasa (GOP) ekonomilerine gelince... Burada da büyüme açısından genel bir momentum kaybı söz konusu. GOP ekonomileri tabii ki artık kendi içerisinde de oldukça farklılık gösteren bir varlık sınıfı. Örneğin bir yanda yüksek büyüme oranlarını halen koruyabilen Asya var; Polonya, Meksika, Hindistan gibi reform hikâyesi olanlar var, bizim gibi 'ortada' -bir reform

1 Bkz. <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump/>  
2 ABD ekonomisinin orta vadede nasıl bir seyir izleyeceği ise ayrı bir tartışma konusu. Burada takip edilmesi gereken bir tema artık sıkça duymaya alıştığımız 'uzun vadeli durgunluk' (secular stagnation) teması. Ana mesaj dünyada bir tasarruf ve kapasite fazlası olduğu, buna bağlı olarak da ABD dahil gelişmiş ekonomilerin büyüme ve istihdam görünümünün pek parlak olmadığı şeklinde. Bu durumda ekonomik canlanma için 'reel' faizlerin negatif olması gerekiyor; ancak 'nominal' faiz zaten sıfırlar düzeyinde ve enflasyon çok düşük. Bu yüzden para politikası etkisizleştiğinden, maliye politikasının devreye girmesi öneriliyor. Bu tezlerin etraflı tartışıldığı bir kaynak için bkz. [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf).  
3 Bu perspektif AMB baş ekonomisti tarafından şu makalede veriliyor: <http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2014/html/sp141219.en.html>  
4 Örneğin bkz. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/631c4316-7a4e-11e4-a8e1-00144feabdc0.html>  
5 Bkz. <http://www.bloombergview.com/quicktake/abenomics>  
6 <http://www.project-syndicate.org/commentary/world-government-reliance-monetary-policy-by-nouriel-roubini-2014-12>

hikayesi arayan ama bir yandan da düşük emtia fiyatlarından doğrudan yararlanacak - durumda olanlar var. Öte yandan müthiş sorunlar yaşayan ve kısa vadede bu sorunların sonlanacak gibi durmadığı dev bir Rusya<sup>7</sup>, resesyondaki bir başka dev Brezilya ve büyüme modelini değiştirmeye çalışan, bu esnada büyüme hızı da yavaş yavaş düşen ve ülkede emlak balonunu patlatmadan bu yavaşlamaya uyum göstermeye çalışan dünyanın ikinci büyük ekonomisi Çin var.<sup>8</sup>

Bu kırılğan ortamda güçlenen bir dolar – ki bunun devam etmesi en muhtemel senaryo olarak gözüküyor,<sup>9</sup> yavaşlayan büyüme hızları ve sert düşen emtia fiyatları yatırımcılara 1990'lardaki GOP krizlerini düşündürüyor ve tartışıyor. Tekrar bir büyük GOP krizi olur mu? İki dünya arasında şüphesiz yukarıda değinildiği gibi bazı benzerlikler var ama çok önemli farkların da olduğunu kabul etmek gerek. Dalgalı kur rejimleri, rezerv düzeyleri, sağlam kamu ve finans sektörü bilançoları bu ülkelerde eski türden bir kriz olasılığını oldukça düşürüyor. Şu anki kırılğanlıklar konusunda en net uyarılar ise Basel bazlı Uluslararası Ödemeler Bankası'ndan (BIS) geliyor. Özel sektör şirketlerinin yüksek düzeyde döviz cinsinden borcu var, bunun hem miktarı hem de detayları pek bilinmiyor; yüksek döviz cinsi borç her zaman bir kırılğanlık kaynağı olduğundan, bu ciddi bir finansal istikrar riski yaratıyor diyor BIS.<sup>10</sup> Muhtemelen paniğe gerek yok ama konunun şüphesiz izlenmesi gerekiyor...

Geldik son ve en can alıcı konumuza: Fed 2015'te ne yapar, ne zaman faiz yükseltir? Öncelikle ne biliyoruz, çok genel hatlarıyla ortaya koyalım: **1)** Yellen'in oldukça güvercin tarafta olduğunu, istihdam piyasasındaki gelişmelerden memnun ama tam

“Türkiye 2015'e görece olumlu giriyor; düşen petrol fiyatları bize bir 'hikâye' sundu. Ama bu Türkiye'de 'büyüme modeli' sorunsalının üstüne gitmek, reformlara odaklanmak ve gerçek bir hikâye oluşturmak için bir fırsat sadece, kalıcı bir hikâye değil.”

anlamıyla tatminkâr olmadığını, **2)** Ancak ABD ekonomisinin hiç de fena gitmediğini, petrol fiyatlarının seyrinden ötürü fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir risk olsa da, enflasyon görünümünün Avrupa'daki gibi endişe verici olmadığını, **3)** Sert bir faiz hareketini gerek ABD gerek dünya ekonomisinin –sert finansal çalkantı yaratma olasılığı nedeniyle – pek kaldıramayacağını ve **4)** Yellen'in en son basın toplantısında en az iki toplantı daha -- ki bunlar Ocak ve Mart'a denk geliyor -- faiz artırım konusunda harekete geçmeyeceklerini söylediğini biliyoruz. O halde aklın yolu, birçok gözlemcinin vurguladığı gibi Fed'in Nisan toplantısını da es geçerek Haziran toplantısında ilk faiz hareketini gerçekleştirmesi ve ondan sonrasında da ılımlı gidilmesi şeklinde. Ancak her iki tarafa da ilişkin –daha erken ve daha geç anlamında– riskler bulunuyor. Artırım daha erken gelebilir çünkü güçlü bir ABD ekonomisi, ücretlerde ciddi bir kıpırdanma vs., hareketi öne çekebilir, ve/veya mesajları daha şahinleştirebilir. Diğer

yandan, ABD ekonomisinden yılın ilk yarısında, şu anki ivmesini kaybettiği yönünde sinyaller gelir ve ilk artırım yılın ikinci yarısına kalabilir.<sup>11</sup> Bizim görüşümüz, bunun Haziran'da olacağı ve finansal piyasalarda çok büyük bir sorun yaratmayacağı yönünde. Evet, bolluk bitti, herkes yavaş yavaş ayağını yorganına göre uzatmalı, ve bu bizim gibi dış finansmana bağımlı ülkeler açısından ciddi bir risk teşkil ediyor; ama ılımlı gidileceği varsayımı altında Fed kaynaklı bir kriz anlamına da muhtemelen gelmiyor... Bir iki satır da Türkiye üzerine sarf ederek yazımızı sonlandıralım. Türkiye 2015'e görece olumlu giriyor; düşen petrol fiyatları bize bir 'hikâye' sundu. Ama bu Türkiye'de 'büyüme modeli' sorunsalının üstüne gitmek, reformlara odaklanmak ve gerçek bir hikâye oluşturmak için bir fırsat sadece, kalıcı bir hikâye değil. Bunu yapabilecek miyiz? Eğer bu yönde yatırımcıya işaretler verebilirsek, 2015 Türkiye için olumlu anlamda bir 'ayırışma' yılı olur; beceremezsek, pek heyecan veremeyen bir modda 'düşe kalka' yolumuza devam ederiz...

<sup>7</sup> Bkz. <http://www.bloombergvew.com/articles/2014-12-22/emergingmarket-crises-and-russias-fix>  
<sup>8</sup> Bkz. <http://www.businessweek.com/news/2014-12-17/china-fault-lines-where-a-hard-landing-could-be-exposed-in-2015>.

<sup>9</sup> Doların kuvvetlenmesinin nedeni basit: ABD'de görece olarak parasal 'normalleşme' başladı ama Avrupa ve Japonya'da genişleme tüm hızıyla devam ediyor veya devam edeceği tahmin ediliyor. Konuyla ilgili etraflı bir değerlendirme için bkz. <http://www.iie.com/publications/papers/bergsten20141217.pdf>

<sup>10</sup> Bkz. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1412h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412h.htm)

<sup>11</sup> Son toplantı metninde bu 'veri bağımlı' durum açıkça vurgulandı. Bkz. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141217a.htm>. Öte yandan Fed'in şu anda bile geç kaldığını ve bu yaklaşımıyla bir sonraki krizin tohumlarını ektiğini düşünen önemli gözlemciler – azınlıkta da olsalar – yok değil. Bkz. <http://www.project-syndicate.org/commentary/fed-interest-rates-policy-normalization-by-stephen-s-roach-2014-12>

**YENİ**

**TÜREV ÜRÜNLER VE Risk Yönetimi Sözlüğü**

İNGİLİZCE - TÜRKÇE

M.BARIŞ AKÇAY - CANTÜRK KAYAHAN - ÖZGE ÖĞÜÇ YÜRÜKOĞLU

Fiyatı 49,00 TL (KDV Dahil)  
ISBN: 978-605-4650-41-5  
478 Sayfa

**SCALA**  
YAYINCILIK  
www.scala.com.tr

Adres: İstiklal Cad. Han Gecidi Sok. Hazzı Pulo Pasajı No:116/3 B Galatasaray - Beyoğlu - İSTANBUL  
Telefon: 02121 251 51 26 - 02121 245 11 30 faks: 02121 245 28 43  
E-mail: scala@scala.com.tr

**YENİ**

Tüm zamanların en iyi

**25 YATIRIM KLASİĞİ YATIRIMCININ PUSULASI**

LEO GOUGH  
Çeviri: NEŞENUR DOMANIÇ - CANAN FEYYAT

Fiyatı 32,00 TL (KDV Dahil)  
ISBN: 978-605-4650-44-6  
236 Sayfa

**SCALA**  
YAYINCILIK  
www.scala.com.tr

Adres: İstiklal Cad. Han Gecidi Sok. Hazzı Pulo Pasajı No:116/3 B Galatasaray - Beyoğlu - İSTANBUL  
Telefon: 02121 251 51 26 - 02121 245 11 30 faks: 02121 245 28 43  
E-mail: scala@scala.com.tr

**SCALA Kitapçı**  
Şşşt... Okuyorum!

her kitap başka bir yolculuk...

**www.scala.com**

# Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırmcı'nın 27. sayısında Fon Dünyası sayfalarında yayınlanmış bilgilerden oluşan aşağıdaki soruların doğru cevaplarını **27 Şubat 2015** akşamına kadar, **info@kyd.com.tr** adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

- 1- Avrupa'da hangi ürün yatırımcılardan artan oranda ilgi görmeye başladı?
- 2- APEC üyesi ülkelerden kaç tane Asya Bölgesel Fon Pasaportu girişimini destekliyor?



## SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

*BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nin hesaplanmaya başlanmasıyla kurumsal risklerini ve fırsatlarını etkin bir şekilde yöneten şirketlere rekabet avantajı sağlanırken, şirketlere sermaye çekmek ve finansman sağlamak amacıyla üzerine yeni yatırım ürünleri geliştirilebilen, yatırım yapılabilir bir endeks ortaya çıkmıştır.*

**H**er ne kadar sürdürülebilirlik denildiğinde ilk akla gelen çevre olsa da, sürdürülebilirlik sosyal ve yönetsel uygulamaları da kapsayan daha geniş bir kavramdır. Kurumsal sürdürülebilirlik, ekonomik, çevresel ve sosyal gelişmelerden kaynaklı riskleri yöneterek, uzun vadede paydaşlarına fırsatlar sunan bir yaklaşımdır. Şirketler kar amaçlı kuruluşlar olmakla birlikte, çevresel, sosyal ve yönetim konularında sürdürülebilirliğe uygun faaliyet göstermeleri halinde devamlılıklarını, büyümeyi ve gelişmeyi sağlayabileceklerdir. Ekonomik faaliyetlerin temeli, çevresel, sosyal ve yönetsel faaliyetler ile desteklenmediği takdirde sağlam olmayacaktır.

Bu durum şirketler tarafından da benimsenmiş olup, sürdürülebilirlik konusunda şirketler aktif olarak rol almaktadır.

Günümüzde yatırımcılar kurumsal sürdürülebilirliğe daha çok önem veriyorlar ve çevresel, sosyal ve yönetsel faktörleri dikkate alan yatırım stratejilerini tercih ediyorlar. Yatırımcılar, şirketlerin sürdürülebilirlik performansları ile yönetim kalitesi ve geleceğe dair performansları hakkında fikir sahibi olabilmektedir. Bu da yatırımcıların yatırım kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Sürdürülebilir yatırımların performansının değerlendirilebilmesinde ise, küresel ve tutarlı bazı göstergeler yol gösterici olacaktır.

Borsaların, şirketlerin çevresel, sosyal, kurumsal yö-





**Dr. Mustafa Kemal Yılmaz**  
Genel Müdür Yardımcısı  
Borsa İstanbul

netim konularındaki risklerine ilişkin politika oluşturmaları sürecinde, şirketlere yol gösteren ve şirketlerin sürdürülebilirlik politikalarına ilişkin bilgiyi de sorumlu yatırımcılara ileten bir platform oluşturmak gibi çok önemli bir misyona sahip olduğu düşüncesinden hareketle, sürdürülebilirlik endeksi çalışmalarına başlamıştır.

## BIST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil edilecek şirketleri belirlemek amacıyla yürütülen çalışmalarda, ilk dönem itibarıyla BIST 30 endeksi kapsamında yer alan şirketler çevre, biyoçeşitlilik, iklim değişikliği gibi "çevresel kriterler" in yanı sıra, yönetim kurulu yapısı, rüşvetle mücadele gibi "yönetimsel kriterler" ile insan hakları, sağlık ve güvenlik gibi "sosyal kriterler" çerçevesinde değerlendirmelere tabi tutulmuştur. Endeksin hesaplanmaya başlanmasıyla kurumsal risklerini ve fırsatlarını etkin bir şekilde yöneten şirketlere rekabet avantajı sağlanırken, şirketlere sermaye çekmek ve finansman sağlamak amacıyla üzerine yeni yatırım ürünleri geliştirilebilen, yatırım yapılabilir bir endeks ortaya çıkmış olmaktadır.

## Endeksin Oluşturulma Süreci

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nin hesaplanması amacıyla, Borsa İstanbul ile Ethical Investment Research Services Limited (EIRIS) arasında şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularındaki performanslarını baz alan bir işbirliği anlaşması imzalanmıştır. İmzalanan anlaşmaya göre EIRIS, Borsa İstanbul şirket-

“ Payların endeks kapsamında yer alabilmesi için "Endeks Seçim Kriterleri"ndeki eşik değerleri geçmesi gerekmektedir. ”

lerini uluslararası sürdürülebilirlik kriterlerine göre değerlemeye tabi tutmakta olup, değerlemelerde sadece "kamuya açık" bilgiler kullanılmaktadır. Endeks kapsamında alınan değerlendirme hizmetinin maliyeti Borsa İstanbul tarafından karşılanmaktadır.

EIRIS, 30 yılı aşkın bir süredir çevresel, sosyal ve yönetim alanlarında uzmanlaşmış, küresel ölçekte büyük varlık sahiplerine, yöneticilerine ve endeks hesaplayıcılarına hizmet veren Londra merkezli bir bağımsız araştırma şirkettir. EIRIS diğer iş ortaklarının yanı sıra Johannesburg Borsası ve Meksika Borsası'na da sürdürülebilirlik değerlendirme hizmeti vermektedir.

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren XUSR koduyla fiyat ve getiri olarak hesaplanmaya ve yayınlanmaya başlanmış olup, Endeksin başlangıç değeri, BIST 30 fiyat endeksinin 03.11.2014 tarihli ikinci seans kapanış değeri olan 98.020,09'dur. Endekste bir payın ağırlığı %15 ile sınırlandırılmıştır.

4 Kasım itibarıyla, 98.020,09 değeriyle başlayan Endeks, 11 Kasım tarihinde 105.058,52 değerine kadar yükselmiş ve %7,2'lik bir artış sağlamıştır. Endeksin başlangıç değeri için baz alınan BIST 30 endeksi ise 104.634,9 değerine kadar yükselerek %6,7'lik bir artış sağlayabilmiştir. BIST 30 ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Performanslarının yer aldığı tablo aşağıda yer almaktadır.

## BIST 30 ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Performansları



## BIST Sürdürülebilirlik Endeksi 4 Kasım 2014 – 31 Ekim 2015 Dönemi Şirketleri



İlk değerlendirme dönemi olan Ocak-Mart 2014 döneminde BIST 30 endeksinde yer alan şirketler değerlemeye tabi tutulmuştur. Bununla birlikte, değerlemeye alınacak şirketler listesinin öncelikle BIST 50, takip eden dönemde de BIST 100 endeksi şirketlerine genişletilmesi hedeflenmektedir.

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi için Kasım-Ekim olmak üzere yılda bir endeks dönemi bulunmaktadır.

“Değerlemeye tabi şirketler listesi” her yıl Aralık ayı içerisinde revize edilerek Borsa İstanbul tarafından ilan edilecektir.

Payların endeks kapsamında yer alabilmesi için “Endeks Seçim Kriterleri”ndeki eşik değerleri geçmesi gerekmektedir. Şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını daha üst seviyelere çıkarmalarını teşvik amacıyla ilerleyen yıllarda “Endeks Seçim Kriterleri”ndeki eşik değerlerinin kademeli olarak yükseltilmesi düşünülmektedir.

### Endeksten Beklenen Katkıları

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nin amacı, kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerin yer alacağı bir endeks oluşturulması, böylelikle Türkiye'de ve özellikle Borsa İstanbul şirketleri arasında sürdürülebilirlik konusundaki anlayış, bilgi ve uygula-

maların artmasıdır.

Endeks, şirketlerin, küresel ısınma, doğal kaynakların tükenmesi, su kaynaklarının azalması, sağlık, güvenlik, istihdam gibi Türkiye ve dünya için önemli olan sürdürülebilirliğe ilişkin meselelere nasıl yaklaştıklarını ortaya koymakta, yaptıkları faaliyetlerin ve aldıkları kararların bağımsız bir gözle değerlendirilmesini ve bir anlamda tescil edilmesini sağlamaktadır.

Endeks, şirketlere kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını yerel ve küresel anlamda karşılaştırma imkanı vermektedir. Ayrıca, Endeks ile şirketlere iyileştirme yapmak ve yeni hedefler belirlemek için bir performans değerlendirme aracı sunulmuş olup, kurumsal şeffaflıkları, hesap verebilirlikleri ve sürdürülebilirlik konularına ilişkin risk yönetim becerilerini geliştirme imkanı sağlanmış olmaktadır. Bunun da şirketler için bir rekabet fırsatı yaratacağı, endekse alınan şirketlerin kamuoyu nezdinde bilinirliklerinin ve itibarlarının artacağı düşünülmektedir.

Endeks, özellikle kurumsal yatırımcılar başta olmak üzere, yatırımcılar için sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerini benimseyen şirketlerin ayırt edilip bu şirketlere yatırım yapılmasını sağlayacak bir araç olacaktır.

Günümüzde sorumlu yatırımların büyük bir kısmı kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir. Sürdürülebilirlik endeksi bu alanda yatırım yapan fonların kurulmasını teşvik edecek, endekse dahil olan şirketlerin bu tür fonlardan pay almasını kolaylaştıracaktır.

Ayrıca, varlık yöneticileri için sürdürülebilirlik ilkelerine dayalı fonlar, borsa yatırım fonları ve yapılandırılmış ürünler gibi çeşitli finansal ürünler çıkarmaları için bir gösterge sunmaktadır.

“Endeks ile şirketlere iyileştirme yapmak ve yeni hedefler belirlemek için bir performans değerlendirme aracı sunulmuş olup, kurumsal şeffaflıkları, hesap verebilirlikleri ve sürdürülebilirlik konularına ilişkin risk yönetim becerilerini geliştirme imkanı sağlanmış olmaktadır.”

## EYG Grup Türkiye'nin ilk gayrimenkul portföy yönetimi şirketini kurdu

*Bugüne kadar kurumsal yatırımcılar sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirken, bugünden itibaren gayrimenkullere yatırım yapan fonları yatırımcılarımıza sunabiliyor olacağız.*

Sermaye Piyasası Kurulu, 2014 yılı ortasında gayrimenkul yatırım fonlarına dair düzenlemelerini yürürlüğe sokarak ülkemizde gayrimenkul sektörü ile sermaye piyasalarını bir araya getirebilecek önemli bir adım atmış oldu. Bugüne kadar kurumsal yatırımcılar sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirken, bugünden itibaren gayrimenkullere yatırım yapan fonları yatırımcılarımıza sunabiliyor olacağız. Bildiğiniz gibi gayrimenkul geçmişten bugüne, ülkemizde en popüler yatırım araçlarından biri oldu. Alışveriş merkezleri, ofis binaları gibi yatırımlar yapan büyük ölçekli yatırımcılar bir yana, kendi evini alıp da biraz daha birikim elde eden küçük ölçekli yatırımcılar dahi ikinci bir konut olarak bu alana yatırımlarını aktardılar. Bu yatırımlar bugüne kadar bireysel olarak ve çoğunlukla profesyonel olmayan bir şekilde yapıldı. Bu alanda yatırım yapan yatırımcıları bir araya getirecek ve bu yatırımlarını bir elde yönetecek araçlara da sahip değildik. Bunun bir istisnası olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ise farklı sebeplerle arzu edilen sayı ve büyüklüğe ulaşmadı.

Sonuç olarak, gayrimenkul yatırım fonları oldukça büyük bir yatırımcı tabanına hitap ediyor ve bu sebeple büyük bir potansiyel taşıyor. Bireysel olarak gayrimenkul yatırımı yapmaya çalışan kişilerin portföy oluşturması, riski dağıtması, ölçek ekonomilerinden faydalanması



mümkün olmamaktadır. Böyle bir yatırımın yönetilmesi de ilave masraf ve vakit harcanmasını gerektirmektedir. Yatırım için ikinci bir ev, bir dükkân veya bir ofis alan bir bireysel yatırımcı, satın aldığı bu gayrimenkulün kiralanması, kira bedellerinin takip ve tahsili, problemlili kiracıların hukuki yollarla tahliyesi, gayrimenkulün bakım ve onarımı, emlakçılar üzerinden tekrar elden çıkarılması, bu dönemde elde edilen gelirlerin muhasebeleştirilmesi ve beyan edilmesi gibi pek çok işlemlerle karşılaşmaktadır. Gayrimenkul yatırım fonları bu tür bireysel yatırımcılara hem ölçek ekonomisi, hem profesyonel yönetim, hem de operasyon kolaylığı sağlayacaktır. Gayrimenkul fonu payı alan bir yatırımcı bütün bu işlemlerle uğraşmasına gerek kalmadan, elde

edilen kira geliri veya değer artış kazancından payını alacaktır. EYG grubu olarak gayrimenkul sektöründeki 30 yılı aşan tecrübemizle biz bu düzenlemelerin hayata geçmesinde öncü bir rol oynamak istedik. SPK'ya bu amaçla başvuran ve ilk kuruluş izni alan şirket EYG Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. oldu. Şu anda da faaliyete geçmek için gereken başvurumuzu yaptık ve yine faaliyet izni alan ilk gayrimenkul portföy yönetimi şirketi olmayı hedefliyoruz. Faaliyet izni almamız sonrasında birkaç farklı fonu eş anlı olarak kurmak ve yatırımcılarımıza sunmak istiyoruz. Dolayısıyla, örneğin bir fonumuzla gelişme potansiyeli olan arsalarla uzun vadeli yatırımlar yaparken, diğer bir fonumuzla da tamamlanmış binalara kira geliri veya değer artış kazancı amacıyla yatırım yapıyor olacağız. SPK yaptığı bu düzenleme ile bizce Türkiye için ileride çok önemli büyüklüklere ulaşabilecek bir sektörün kapısını aralamış oldu. Bu ürün yatırımcıların yukarıda saydığımız pek çok ihtiyacına cevap veren ve yoğun ilgi görmesini beklediğimiz bir ürün olacaktır. Diğer yandan yeni geliştirilen her ürün gibi, gayrimenkul yatırım fonlarının da uygulamaya geçişinde çeşitli sorunlarla karşılaşabileceğimizi de biliyoruz. SPK ve diğer ilgili kurumların da desteğiyle bu sorunların rahatlıkla aşılabileceğine ve gayrimenkul yatırım fonlarının önümüzdeki dönemin tercih edilen yatırım araçlarından biri olacağına gönülden inanıyoruz.



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

# NYASINDAN FON HABERLER FON FON ASINDAN DÜNYASINDAN HABERLER

## Avrupa Portföy Yönetimi Sektörü'nün Reel Ekonominin Finansmanında Rolü ve Önemi Artıyor

Avrupa portföy yönetimi sektörünün vergiler, personel harcamaları ve sektörün karları baz alınarak yapılan hesaplama göre, Avrupa GSYİH'sine her yıl ortalama %0,35 katkı yaptığı tahmin ediliyor. Bu da Avrupa ekonomisine finansman sağlanmasında bankaların bıraktığı boşluğu doldurmak için ciddi bir potansiyeli olduğunu ortaya koyuyor.

Edinburgh Üniversitesi'nden Finans ve Yatırım Profesörü Jens Hagendorff'un EY'nin sponsor olduğu ve EFAMA'nın katkılarıyla hazırladığı Societal and Economic Impacts of the European Asset Management Industry başlıklı raporda, Avrupa portföy yönetimi sektörünün Avrupa ekonomisi üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri incelendi.

Avrupa portföy yönetimi sektörünün 17 trilyon'a yaklaşan yönetimindeki varlık büyüklüğü, Avrupa GSYH'sinin yüzde 115'ini geçiyor. Hızlı bir şekilde büyüyen sektör, hemen hemen tüm Avrupa ülkelerinde güçlü bir ekonomik konumda faaliyet gösteriyor. Prof. Jens Hagendorff tarafından hazırlanan çalışmada, küresel olarak ikinci büyük portföy yönetimi

merkezi olan Avrupa'da, portföy yönetimi "ekonomik bir başarı hikayesi" olarak niteleniyor.

Raporda portföy yönetimi çözümleri için talebin, artan yaşam beklentileri ve daha uzun emeklilik dönemlerini dört gözle bekleyen daha yaşlı ve daha varlıklı toplumlara hizmet etmek için geliştiği belirtilirken, bu parlak gelişimin nedeni olan hiçbir faktörün öngörülebilir bir gelecekte zayıflaması veya tersine dönmesinin beklenmediğine dikkat çekiliyor.

Sektörün ulaştığı büyüklük Avrupalı toplumların önemli ihtiyaçlarını karşıladığını gösteriyor ve böylelikle de Avrupa ekonomileri ve toplumları üzerinde önemli bir etkiye sahip bulunuyor.

### DOĞRUDAN ETKİLER

Avrupa portföy yönetimi sektörünün Avrupa toplumu üzerindeki en çarpıcı etkilerinden biri büyük bir istihdam sağlayıcı konumunda olması. EFAMA'nın 2014 yılındaki bir araştırmasında yapılan tahmine göre, sektör 95,000 kişiye doğrudan istihdam sağlıyor. Raporda ayrıca, sektörün top-

lamda 530,000 civarında tam zamanlı eş değer iş imkanı sağladığı tahmini yer alıyor. Bunların çoğu dolaylı ve pazarlama, dağıtım, muhasebe, denetim, saklama ve araştırma gibi ilgili hizmetlerdeki yan alanlarla bağlantılı.

Portföy yönetimi sektörü ayrıca, yatırımcılar ve reel ekonominin finansman ihtiyaçları arasında çok önemli bir bağlantı sağlamakta. Rapora göre, uzun vadeli tasarruflar ve risk yönetimi, sektörün sağladığı hizmetin kalbinde yer alıyor. Portföy yöneticilerinin Avrupa tedavüldeki borçlanma kıymetlerinin %23'ünü elinde tuttuğu tahmin ediliyor. Bu büyüklük daha çarpıcı olarak, Euro bölgesi banka kredileri değerinin %32'sine tekabül ediyor. Portföy yöneticilerinin elinde tuttuğu hisse senedi oranı ise, Avrupa'da borsaya kote şirketlerin halka açık kısmının yaklaşık %40'ına denk.

Avrupa'da bankalar kredi vermekten uzaklaştığı ve banka sektörü dışındaki dış finansman kanalları artan ölçüde önem kazandığı için, portföy yöneticileri tarafından sağlanan bono finansmanı özellikle önem arz ediyor.

Raporda, personel harcamaları, vergiler ve sektörün karları baz alınarak, Avrupa portföy yönetimi sektörünün Avrupa GSYH'sine her yıl ortalama %0,35 katkı yaptığı tahmin ediliyor. Katma değer İngiltere'de yıllık GSYH'nin yüzde 1'ine ulaşmış durumda. Fransa'da ise katkı oranı yüzde 0,5. Mutlak değerlerle ifade edildiğinde de rakamlar büyük. Araştırmada, Avrupa çapında sektörün yıllık katma değerinin 150 milyar olduğu tahmini yapılmış.

### DOLAYLI ETKİLER

Yatırımcılar lehine bir temsilci gibi hareket eden portföy yönetimi sektörü, kurumsal ve bireysel müşterilere önemli yatırım uzmanlığı ve risk yöne-

timi hizmeti sağlayıcısı konumunda bulunuyor. Ayrıca, işlem yapmak için piyasaların daha az anlaşmazlık yaşanan yerler haline almasında aracı durumunda. Bu da sonuç olarak daha düşük işlem maliyetleri, daha hızlı yerine getirme ve fiyat tespiti ve tüm yatırımcı grupları için güçlendirilmiş piyasa etkinliğini de beraberinde getiriyor.

Raporda, Avrupalı portföy yöneticilerinin işlem faaliyetinin likidite sağlanması ve talep edilmesinde yılda 12 milyar maliyet tasarrufu yarattığı tahmini yapılmış. Bu tasarrufların, Avrupa portföy yöneticilerinin işlem faaliyetine bağlanabilecek olan

Avrupa hisse senetlerinde alıcı-satıcı aralığının sıkılaştırılmasından kaynaklandığı belirtiliyor.

Sektörün ayrıca, Avrupalı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında da gelişmeler olmasını sağladığına işaret edilen raporda, Avrupa hisse piyasası değerinin yaklaşık 1500 milyarlık kısmının Avrupa portföy yöneticilerinin yatırım yaptıkları şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarındaki iyileşmede oynadığı rolün bir sonucu olduğu tahmini yapılıyor.

Raporun tamamı için: [http://www.efama.org/Shared%20Documents/eur%20asset%20management\\_fin.pdf](http://www.efama.org/Shared%20Documents/eur%20asset%20management_fin.pdf)

## Meredith Whitney'in Hedge Fonu zor durumda!

Meredith Whitney, 2008 yılında Wall Street de Citigroup'un temettü vermeyeceği tahmininin doğru çıkması ile ünlenmiş ve yıldızı parlamıştı. Daha sonra, ABD'de bazı eyaletlerin zor durumda olduğunu ve belediye bonolarının batabileceği yönündeki araştırması ve öngörüsü ile gündeme gelmişti. Ancak Türkiye'de verdiği bir sunumda da paylaştığı bu görüşleri pek doğru çıkmadı ve sözkonusu bonolar sonraki dönemde oldukça iyi getiri sağladı.

Whitney, kurduğu aracılık şirketi Meredith Whitney Securities LLC'nin başarılı performans göstermemesi ve üç yıl zarar etmesinin ardından, yine kendi adına 2013 yılı Ağustos'unda Kenbelle Capital adlı danışmanlık şirketini kurmuştu. Ancak, sektörün içinde bulunduğu zor koşullara paralel Whitney'in yönettiği Hedge

Fon da şu aralar zor günler geçiriyor. Hedge Fund Research'ün verilerine göre, hedge fonlar sektörü 2008'den bu yana görülmemiş bir sıkıntı içinde ve 2014'ün ilk yarısında 461 fonun kepenkleri kapattığı kaydediliyor.

Whitney'in fon sunumlarındaki bilgilere göre, yıllık %12 ile 17 hedefiyle kurduğu American Revival Fund'ın yılın ilk yarısında %4.7 kaybetmesi ile işler ters gitmeye başlamıştı. Aralık ayına gelindiğinde ise %12 yükselen S&P 500 Endeksine karşın, fon %11 kaybetmiş durumda. Üstelik 11 ayın 8'inde eksi getiri kaydederek. Bu durumda ana sponsorların fonlarını talep etmeye başlamasıyla durum daha kötüleşti ve fonun aynı zamanda kurucusu olan iki yöneticisi, Aralık ayında istifa ederek şirketten ayrıldılar. Aralık ayı içinde durumların daha kötüleşmesi üzerine, son olarak



Photographer: Jin Lee/Bloomberg  
Kenbelle Capital LP Chief Investment Officer  
Meredith Whitney.

firmanın kuruluşunda önemli desteği olan ve en büyük katkıda bulunan Blue Crest Capital Management'dan Michael Platt'ın fondaki 50 milyon dolar katılımını geri istediği ve ödemede gecikme olduğu iddiası ile dava açtıkları belirtiliyor.

## Fon sektöründe yılın transferi: Bill Gross

Eylül ayının sonuna doğru ABD'nin "bono kralı" lakaplı efsanevi yatırımcısı Bill Gross, kurucusu olduğu PIMCO'yu terkederek Janus Capital'da CIO olacağını açıkladığında, sektör bu beklenmedik haberle adeta şoke olmuştu. İlk aşamada piyasalarda PIMCO'nun hisseleri yüzde 3,5 değer kaybederken, Janus'unkiler %33 kadar zıplamıştı. 1971 yılında kurduğu şirketini 2000 yılında Alman sigorta devi Allianz'a satan, ve sonraki dönemde de şirketin başında bulunan Gross'un 2 trilyon dolar varlığı yöneten böyle bir şirketi bırakıp da, 178 milyar dolar yöneten piyasa değeri yaklaşık 2 milyar dolarlık çok daha küçük bir şirkete geçmesi ayrı bir şaşkınlık yarattı. Daha sonraki tartışmalardan, aslında Gross'un ayrılmasına neden olan faktörlerin uzun süredir şirket içinde süregelen huzursuzluklar, Gross'un fevri ve düzensiz davranışları ve hepsinden de en önemlisi tarihinde ilk kez şirket fonlarından kayda değer çıkışlar olmasından kaynaklandığı anlaşıldı. Olaylar aslında, 2013'ün başlarında şirketin 2 trilyon dolarlık fonlarının yöneticisi ve PIMCO CIO'su Muhammed El Erian'ın şirketten ayrılmasıyla başladı. PIMCO başkanının altındaki ikili imzada payları bulunan efsanevi trader Gross ve ünlü makro analist El

Erian ikilisinin ayrılması, PIMCO yatırımcılarının güvenlerini sarsan ilk olay oldu. Daha sonrasında, Gross'un son zamanlarda yaptığı bazı tahminlerde ciddi yanlışlıkların çoğalması ve fon performanslarının gerileme kaydetmesi ile yatırımcı rahatsızlıkları, 2014 başından sonra bariz olarak su üstüne çıkmaya başlamıştı. PIMCO'nun gözbebeği olan ve Gross'a söz konusu haklı lakabı kazandıran "Total Return Fund"dan son bir buçuk yıl içinde 68 milyar dolarlık çıkış olması ve gerileyen performans ile şirkete olan güvenin sarsılması; bono piyasalarındaki 35 yıllık boğa piyasasının bitmesi ile birleşince, Gross'un geleceği üzerinde soru işaretleri oluşmaya başlamıştı. Fon sektörü için Gross'un gidişine ilişkin şirketten kaynaklanan birçok dedikodudan ötesi, bu gidişin Fon sektörü ve piyasalar açısından ne anlam ifade ettiği. Bill Gross'un, 1971'de kurduğu şirketi 70 yaşında terketmesinde velihahtı olarak görülen El-Erian ile içine düştüğü anlaşmazlıklar ve kendisiyle özdeşleşen "Total Return Fonu'nun son yılda kötü performansı ile sektörün en dibindeki %20'lik dilime düşmesi önemli rol oynadı kuşkusuz. Bundan daha önemlisi 70'li yıllarda enflasyondaki yavaş ve emin gerilemeyi göreyerek bono piyasasını çok



iyi değerlendiren Gross'un, özellikle 2008 sonrası parasal genişleme (QE) döneminde aynı başarıyı tekrarlayamaması. Buna ek olarak da, bu dönemi "yeni normal" olarak adlandıran El Erian ile piyasa ve yönetim stratejileri konusunda içine düştükleri görüş farklılıkları. Fon sektörü açısından önemli bir konu da Gross'un yeni şirketi Janus'da yönetmeye başladığı "sınırlamasız (unconstrained)" bono fonu". Son zamanlarda bono piyasasında faizlerin oldukça gerilemesi ile ortaya çıkan ve Morningstar'ın sınıflandırmasına göre, 150 milyar dolara ulaşan "sınırlamasız" bono fonları piyasanın yeni gözdesi olmaya aday. Ancak uzmanların yaptığı açıklamalara göre, farklı stratejiler benimseyebilen ve "negatif faiz" tarafına da geçebilen bu fonlar kullandıkları taktikler açısından hem farklı riskler taşımaktalar, hem de bu özellikleri nedeniyle sektörün kendi içinde karşılaştırılabilmesini zorlaştırıyorlar.

## Portföy Yöneticileri Riski Azaltmak İçin Endeks Türevlere Yöneliyor

Portföy yöneticilerine yönelik bir anket çalışmasında, hem tezgahüstü hem de nakit piyasalardaki piyasa yapısındaki değişikliklerin portföy kararlarını etkilediğini söyleyen yöneticiler, bu yüzden endeks türevlerine daha fazla odaklanmaya başladıklarını ortaya koydular. Nakit akışı ve riske açık olma tarzlarını değiştirdikleri için 2014 yılında endeks türevlerde önemli bir gelişme gözlemlendi. TABB Group'un 2014 ikinci çeyrekte gerçekleştirdiği çalışmada, piyasa geçerliliği, en aktif hisseler, elektronik emir yönlendirmesi, aracı yönlendirme kararları, araçların piyasa

payının icrası, işlem yapacak ürün seçimi, düzenleme etkisi irdelenirken 26 firma ile görüşme yapıldı. "US. Equity Index Derivatives: The Next Phase of Institutional Discovery" isimli çalışmaya göre, portföy yöneticileri nakdi eşitlemek, riski hedge etmek, esas referans piyasalara açılım sağlamak ve doğru fırsatlar oluştuğunda alfa elde etmek için yeni yollar arayışında endeks ürünleri kullandıkça, hisse-endeksli türev kullanımı zaman içinde gelişerek devam edecek. Endeks türevlerindeki bu potansiyelin farkına varılmış durumda. TABB çalışmasının yazarı Matt

Simon'a göre, Londra Borsası'nın Frank Russell ve endeks operasyonlarını \$2.7 milyar'a alma kararı, endeks işi sahibi olmanın mevcut cazibesinin altını çiziyor. Hedge fonlar ise safi alfa üretme aracı olarak kullanılması yerine endeks ürünleri, artan sağıdaki piyasa risklerini yönetmek için kullanmayı tercih ediyorlar. Çalışmaya göre hedege fonlar, daha zor bir operasyonel ortamla karşı karşıya kalarak, sadece bilançolarını iyileştirme ve riske açık olmayı azaltma baskısı altında değiller, ana aracı kurumları tarafından riske açık olmanın yönetimini iyileştirmeleri de isteniyor.

## ETP'lerin Gözü Smart Beta, Gelişmekte Olan Piyasalar ve Japon Hisselerinde

**G**eçen yıl yüzde 15 büyüyerek yönetimindeki varlık büyüklüğü \$2.7 trilyon'ı aşan ETP (Borsa Yatırım Ürünleri) piyasasının 2015'de gözü, bu büyümede önemli katkısı olan smart beta, gelişmekte olan piyasalar ve Japon hisselerinde olacak. BlackRock'ın ETP Landscape 2014 Year in Review başlıklı araştırmasına göre, küresel ETP piyasasının 2014'teki gelişiminde BYF'lerin (Borsa Yatırım Fonlarının) yatırımcılar arasında artan oranda benimsenmesi ve rekor para girişi etkili oldu. BlackRock, bu faktörlerin etkisini sürdüreceği beklentisiyle küresel ETP varlıklarının gelecek beş yıl içinde ikiye katlanarak, \$6 trilyon'a ulaşacağı tahminini yapıyor. Smart beta hisse varlıkları 2008 yılın-

dan bu yana dört kat artış yaşarken, yatırımcıların geleneksel piyasa değeri ağırlıklı fonlarda olmayan, ismarlama türüne iştahları son iki yılda hızlandı. 2013 yılında artan girişler 2014 yılında da gücünü korudu. Smart beta için organik büyüme %18 mertebesinde gerçekleşirken, bu piyasa değeri ağırlıklı hisse ETPlerinin iki katıydı. Gelişmekte olan piyasa hisse senetleri için iyileşen görünüm \$4.3 milyar'lık giriş getirdi. 2013 yılında ise geri ödemeler \$10.3 milyara ulaşmıştı. Değerlemeler ve ekonomik büyüme oranları gelişmiş piyasalara göre cazibesini korudu. Japon hisse senetlerine girişler ise \$13.4 milyar'a ulaştı. Halen cazip görünen değerlemeler ve agresif hükümet

teşviklerinin bu hisse senetlerini 2015 için de önemli bir yatırım teması yaptığı kaydediliyor. Avrupa'da da ETP'ler geçen yıl \$60.8 milyar düzeyine ulaşarak, önceki yılı üçe katladı. Bunda etkili faktörler, piyasa penetrasyonundaki artış ve AMB'nin tahvil alımlarının sabit getirili girişleri desteklemesiydi. ABD hisse senetlerine ve sabit getirililere gelen talep iyileştikçe, ABD GSYH'sindeki hızlanan büyüme ABD'de kote ETP girişlerini \$193.5 milyar ile rekor bir düzeye taşıdı. Sabit getirili ETP'ler de \$78.6 milyar ile yeni bir rekor giriş toplamı yakaladı. Getiri iştahı ve beklenenden yavaş küresel ekonomik büyüme, varlıkları %21 büyütürken \$430 milyar'a ulaştırdı.

## Brezilya Fon Piyasasında Uluslararası Yatırım Kuralları Esnetiliyor

**B**rezilya'nın fon piyasası düzenleyici kurumu Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uluslararası yatırım yapmayı bireysel yatırımcılar için daha erişilebilir hale getirmek üzere yeni düzenlemeler yayınladı. Yerel fonlar tarafından uluslararası yatırım limitlerini genişleten, nitelikli yatırımcılar için kriterleri yeniden belirleyen ve profesyonel yatırımcı figürünü ortaya koyan iki direktif, küresel

portföy yönetimi toplumu tarafından Brezilya'ya yaklaşımlarında çok önemli etki yaratıcı olarak değerlendiriliyor. Bu yeni düzenlemelerin 1 Temmuz 2015'te yürürlüğe girmesiyle uluslararası yatırımcılar Brezilya'nın iç piyasasının önemli bir bölümüne hitap edebilir hale gelecek. Latin Portföy Yönetimi kural değişikliklerinin, birçok küresel fon yöneticisinin Brezilya'da yerel bir olu-

şum kurmalarına yolaçacağını ve diğer bir çoğunu da yerel firmalarla dağıtım ilişkileri oluşturmaya teşvik edeceğini tahmin ediyor. Tercih edilecek araç, fon sepeti olarak görünüyor. Böylece bir çok sınır aşırı yönetici, küresel olarak yatırım yapan fonlara konulacak patentli ürünler oluşturabilecek, diğerleri ise yerel bir yönetici oluşturmak yerine kıtadaki Brezilyalı fon şirketlerinden alokasyon arayışında olacak.

## Morningstar Yeni Küresel Hisse Endeksleri Oluşturdu

**M**orningstar, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasaları içeren 45 ülkeyi kapsayan ve 60'dan fazla küresel hisse endeksini içeren yeni bir endeks ailesi oluşturdu. Morningstar'ın yeni jenerasyon 'stratejik beta' endeksleri için temel teşkil edecek olan bu endeksler, yatırımcılara dünya çapında hisse piyasalarının performansını yansıtacak gösterge araçları

sağlıyor. Yeni endeks ailesinin yatırımcılara piyasa izlemesi, varlık alokasyonu ve bir yöneticinin veya portföyün performansını neye dayandığının anlaşılmasının analizinde yardımcı olması bekleniyor. Morningstar gün sonu getirilerini yayınlayarak başladığı endekslerde, piyasa izleme araçları ve stratejik beta endekslerinin geliştirilmesi için yeni yılın başlarında gerçek

zamanlı hesaplamaları başlatmayı da planlıyor. Stratejik beta endeksleri ise, ya performansı iyileştirmek ya da standart bir göstergeye ilişkin risk seviyesini değiştirmeyi hedefleyen endeksler olarak tanımlanıyor. Morningstar endeksleri ilk kez 2002 yılında oluşturulmaya başlandı. Halihazırda 280'den fazla endeks bulunuyor ve yaklaşık 40 ETP (Borsa Yatırım Ürünü) küresel olarak bu endeksleri takip ediyor.



## Polonya yatırımcılarının radarında Türkiye görünüyor

*2015'te Polonya emeklilik fonlarının artan yabancı menkul yatırımlarından Borsa İstanbul daha fazla pay alabilir.*

**P**olonya CFA Derneği tarafından 27 Ekim'de Varşova'da bir yatırım konferansı düzenlendi. Konferansın gelişmekte olan ülkeler panelinde BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) ülkeleri ile birlikte Türkiye de ele alındı. Türkiye'nin ekonomik durumu ve finansal piyasalarındaki yatırım fırsatlarını karşılaştırmalı olarak anlatmak üzere CFA Society of İstanbul Derneği'ni temsilen toplantıya katılma şansımız oldu. Polonya 2004'te AB üyesi olma

şansını yakalayıp bunu iyi kullanan bir ülke: Son 10 yılda ortalama %4 büyüme oranı yakaladı. 2008/2009 küresel finansal kriz sonucu küçülme yaşamayan tek büyük ekonomi olması, ülkeye ayrı bir kendine güven kazandırmış. 38,5 milyon nüfus ile 520 milyar dolarlık milli gelire sahip. Orta ve Doğu Avrupa'nın en büyük ekonomisi (kıyaslama açısından Türkiye, 78 milyon nüfus ile 820 milyar dolarlık milli gelire sahip). Polonya'nın başka bir şansı Almanya'ya komşu olması. Bu sayede Polonya'nın yıllık ihracat hacmi (200 milyar dolar), Türkiye'den

50 milyar dolar daha fazla. Polonya Başbakanı Donald Tusk, 1 Aralık 2014 itibarı ile Avrupa Birliği Konseyi Başkanlığına seçildi. Yani Polonya, 10 yılda AB'nin önemli üyelerinden biri durumuna gelmiş durumda. Konferanstan ilk izlenimimiz ise katılımcı sayısının yüksekliği oldu. İstanbul'da düzenlenen benzer sektörel konferanslarda şimdiye kadar bu derece yüksek katılım göremedik. Kültürel farkları ve Varşova'da trafiğin daha rahat olması gibi faktörleri bir yana bırakırsak, Polonya'da bize göre daha dinamik ve rekabetçi bir yatırım sektörü var. Yerli, yabancı, bağımsız





55 tane portföy yönetimi şirketi bulunuyor. Efama verilerine göre, yatırım fonlarının toplamı 2014 Haziran itibariyle 28 milyar Dolar ile Türkiye'deki yatırım fonlarının iki katına yakın. Polonya'da yatırım fonları son bir yılda %9 büyürken, bizde %11 küçüldü. Sermaye piyasası geçmişi bizden çok daha yeni olan Polonya'da yatırım fonlarının %27'si hisse senedine yatırılırken, Türkiye'de yatırım fonlarının hisse senedi ağırlığı yıllardır sadece %3,5. Polonya'da sermaye piyasalarının gelişmesinde itici güç olan özel emeklilik fonları (OFE) ise 2014'de bir şok ile karşılaştı. Hükümet, bütçeyi ve kamu borcu oranlarını düzeltmek için özel emeklilik sisteminde biriken 100 milyar doların yarısını teşkil eden 50 milyar dolarlık devlet tahviline el koydu. 2015 seçimleri öncesinde bütçe harcamalarını kısımsa dünyadaki en başarılı özel emeklilik sistemlerinden birini bozan Polonya'nın, piyasa ekonomisi sicilinde önemli bir hasar oluştu. Türkiye'de gönüllü olan BES'in zorunlu hali olan OFE



**Mehmet Gerz**  
Genel Müdür / CIO  
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

sisteminde 16,4 milyon katılımcı bulunuyor. Devlet bu katılımcılara 31 Temmuz'a kadar Polonya'nın SGK'sı olan ZUS'a geri dönme hakkı tanıdı. Dahası seçim yapmayanları da otomatik devlet SGK'sına geri taşıyacak olması, özel emekliliğe yaşam hakkı tanımamak anlamına geliyor. 13 özel emeklilik şirketi arasında bulunan Allianz, Aviva, Axa, Generali ve ING gibi Avrupa'nın en büyük sigorta şirketleri ne yapacaklarını şaşırılmış durumdadır. Devlet tahvili içermeyen portföylerde hisse senedi oranı %75'e çıktığı için, OFE sistemi katılımcıların risk tercihlerine cevap veremez bir duruma düştü. Buna çözüm olması için yabancı menkul kıymet üst limiti 2015'te %20'ye kadar yükseltilecek, ama katılımcıların sisteme güveni ciddi

şekilde sarsılmış durumda. Hatta Dünya Bankası ve OECD gibi özel emeklilik sistemlerini özendirilmeye çalışan kurumlar, Polonya ve daha önce Macaristan'da yaşanan geri adımların Türkiye gibi ülkelere yanlış örnek olmasından çekiniyorlar. Polonya'lı yatırım fonlarının yabancı hisse alokasyonu %18; yabancı tahvil alokasyonu ise %16 civarında. Türkiye'nin payını net bilemiyoruz ama Polonya'lı yatırımcıların radarında BRIC ülkelerinden daha önemli bir yer tuttuğunu gözlemledik. Düşen emtia fiyatları Brezilya ve Rusya'ya olumsuz yansırken, Türkiye ve Hindistan'ın çok işine geliyor. Her iki ülkenin de enflasyon ve cari açığının düşmesine yardım edecek. Türkiye piyasaları, Polonya'ya Çin ve Hindistan'dan çok daha yakın. Borsa İstanbul'a fiilen yatırım yapıyorlar. Bunlardan bazıları Kasım ayında CFA Society of Istanbul olarak İstanbul'da düzenlediğimiz CEE Yatırım Konferansı'na da katıldı. Sonuç olarak, 2015'te Polonya emeklilik fonlarının artan yabancı menkul yatırımlarından Borsa İstanbul'un daha fazla pay alabileceği izlenimi edindik. Portföy yönetimi sektörü olarak amacımız, bugüne kadar aracı kurumlara al-sat emirleri ile gelen bu yatırımların bir kısmını, daha fazla katma değer yaratmak için fonlarımıza yönlendirmek olmalıdır.

“ Polonya'lı yatırım fonlarının yabancı hisse alokasyonu %18; yabancı tahvil alokasyonu ise %16 civarında. Türkiye'nin payını net bilemiyoruz ama Polonya'lı yatırımcıların radarında BRIC ülkelerinden daha önemli bir yer tuttuğunu gözlemledik. ”



## Finansal Düzeyde Sertifikasyon Sınavları

**S**on zamanlarda işgücü eğitimleri gittikçe artan bir oranda akademik makalelere konu olmaktadır. Eğitim alanında yayımlanan makalelerin hemen hepsinin ortak uzlaşma noktası online eğitimlerin artık örgün eğitimlerin yerini alacağı, bilgisayar teknolojilerinin süregelen eğitimleri radikal olarak değiştireceği ve işgücü eğitiminin ne derece önemli olduğu sayılabilir. Bunlar içinde belki de en ilgi çekici tezlerden birisi, işgücünün eğitiminin örgün eğitimlerden daha önemli olduğudur<sup>1</sup>. Diğer ilginç bir husus ise eğitilmiş işgücünün organizasyonlardaki önemidir. Bu kapsamda bundan sonraki dönemlerde sadece akademik kurumlardan diploma almak suretiyle bir iş sahibi olmak ve işinde başarılı olabilmek pek mümkün görünmemektedir.

Dolayısıyla konunun önemini haiz olan birçok çalışan, sertifikasyon sınavlarına girerek, işyerlerindeki verimliliklerini artırıp kariyerlerini bir üst noktaya taşıma gayretini içindedirler. Finans dünyasında uluslararası çapta oldukça fazla sertifikasyon bulunmasına karşılık, bunlardan bazıları tüm dünya çapında bir repütasyona sahiptir. Örneğin CFA sertifikasyonu, tüm dünyada geçerliliği şüphe götürmeyen hatta bazı durumlarda MBA mi yoksa CFA mi şeklinde sorularla bile karşılaştırılması yapılan bir sertifikasyondur. CFA ülkemiz dahil tüm dünyada bilindiğinden bu kısa makaleye konu edilmekten kaçınılmıştır. Diğer taraftan, tüm sertifikasyon süreçlerinin ortak özelliği verilen emek olduğundan aslında hepsi birbirinden değerlidir. CFA'ye ek olarak, aşağıda repütasyonu hayli yüksek olan birkaç lisans türüne yer verilmektedir:

### CAIA: Chartered Alternative Investment Analyst:

CAIA alternatif yatırımlar konusunda ilerlemek isteyen finans profesyonelleri için tasarlanmış bir sınavdır. Sınav analistler, portföy ve risk yöneticileri, danışmanlara yöneliktir. Genel olarak iki ayrı sınavdan başarılı olunması ve tecrübe koşulunun sağlanmasıyla sertifikasyon süreci tamamlanmaktadır.

CAIA sınavları genel olarak Mart ve Eylül aylarında yapılmaktadır. Bu noktada CAIA lisansını almak isteyen bir aday bir yıl içinde gerekli sınavları tamamlayabilmektedir. Sınavlar tüm dünyada ve bilgisayar bazlı olarak gerçekleştirilmektedir. Sınavın birinci kısmı 200 adet çoktan seçmeli sorudan oluşmaktadır. Buna karşılık, ikinci sınavda ise 100 çoktan seçmeli soru ile üç adet klasik türde soru sorulmaktadır. İlk sınavda, etik, alter-



**Serkan Karabacak**

Genel Müdür Vekili ve Yönetim Kurulu Üyesi  
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim  
Kuruluşu

natif yatırımlara giriş, gayrimenkuller, hedge fonlar, emtia, private equities, yapılandırılmış ürünler konularından soru sorulmaktadır.

CAIA 2003 yılından beri uygulanmaktadır. Mevcut durumda ülkemiz dahil 80 ülkede sınavları yapılmakta ve SEC dahil bazı şirketler alternatif yatırım eğitim programlarında CAIA sınavlarına yer vermektedirler.

### **CFP: Certified Financial Planner**

Finansal planlama sertifikasyonu sonrasında, söz konusu sertifika sahiplerinin bireylerin finansal hedeflerine ulaşabilmeleri için finansal durumlarının yönetilmesine ilişkin stratejilerin oluşturulabilmesi konusunda uzmanlıklarını geliştirmeleri öngörülmektedir. Finansal planlayıcılar genel olarak, müşterilerine finansal konularda danışmanlık vermek suretiyle öneriler sunarlar. 31.12.2012 tarihi itibarıyla tüm dünyada 147.822 lisanslı finansal planlamacı çalışmaktadır.

CFP lisansına sahip olabilmek için, öncelikle zorunlu kılınan eğitimlerden geçmek gerekmektedir. Eğitim konuları ise finansal planlama genel prensipleri, sigorta planlaması ve

risk yönetimi, yatırım planlaması, gelir vergisi, gayrimenkul ve emeklilik planlamasıdır. Daha sonrasında adaylar finansal planlama süreci, gayrimenkul planlaması, yatırım yönetimi ve sigorta konularından sınava girmektedirler. Buna ek olarak, CFP lisansını almak isteyen adayların, finansal planlamayla ilgili konularda olmak üzere başka bir finansal planlama lisans sahibi kontrolünde en az bir yıl veya herhangi bir lisanslı finansal planlama profesyoneli kontrolünde olmaksızın en az üç yıllık çalışma deneyimine sahip olmaları gerekmektedir.

Mevcut durumda CFP sınavları ülkemizde yapılmamakta birlikte yeni kurulmuş olan Finansal Planlama Derneği bu sınavları Türkçe olarak gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

### **FRM: Financial Risk Manager**

FRM sınavları risk yönetimi alanında uzmanlaşmış olan ve/veya uzmanlaşmak isteyen finans profesyonellerine yöneliktir. Çoktan seçmeli formatta Mayıs ve Kasım olmak üzere yılda iki kere yapılmaktadır.

Sınavlar CAIA'ya benzer şekilde iki aşamalı olarak gerçekleştirilmektedir. İlk sınav 100, ikincisi ise 80 çoktan seçmeli sorudan oluşmaktadır. FRM sertifikasyonuna sahip olabilmek için iki yıl da deneyim şartı bulunmakta-

dır. Buna karşılık opsiyonel olarak, her iki sınav da aynı gün içinde alınıp sınav süreci tamamlanmaktadır. FRM sertifikasyonu için ilk sınavda finansal riskler, kantitatif yöntemler, finansal piyasalar ve ürünler ve değerlendirme ve risk modelleri, ikincisinde pazar, kredi ve operasyonel riskler ile yatırım yönetimi ve finansal piyasalardaki gelişmeler yer almaktadır.

### **PRM: Professional Risk Manager**

PRM sınavları da FRM sertifikasyonunda olduğu gibi risk yönetimi konusunda çalışan profesyonellere yöneliktir. FRM'den farklı olarak sınav tek aşamalıdır ve dört bölümden oluşmaktadır. Sınavın alt konuları finans teorisi, finansal ürün ve piyasalar, risk ölçümlemesi, risk yönetimi uygulamaları ve örnek olaylardır.

PRM de sınavların tamamlanmasından sonra deneyim koşulunun yerine getirilmesini şart koşmaktadır. Sorular bu sınavda da çoktan seçmelidir. Yukarıda kısaca tanıtılmaya çalışılan ve uluslararası düzeyde geniş bir şöhrete sahip olan bu tür sertifikasyonlara sahip profesyonel sayısının ülkemizde de ciddi oranda artması gerekmektedir. Bu sayede ülkemiz finans profesyonellerinin gelişmiş finans merkezlerindeki profesyoneller ile dünya piyasalarındaki rekabet edebilirliği artacaktır.

“ Bundan sonraki dönemlerde sadece akademik kurumlardan diploma almak suretiyle bir iş sahibi olmak ve işinde başarılı olabilmek pek mümkün görünmemektedir. Dolayısıyla konunun önemini haiz olan birçok çalışan, sertifikasyon sınavlarına girerek, işyerlerindeki verimliliklerini artırıp kariyerlerini bir üst noktaya taşıma gayreti içindedirler. ”



## SUUDİ ARABİSTAN BORSASINDA GONG YABANCI YATIRIMCI İÇİN ÇALACAK

2013 verilerine göre yüzde 12,6'lık pay ile dünyanın en büyük petrol rezervlerine sahip olan Suudi Arabistan, petrol dışındaki sektörlerin ekonomideki payını arttırmak amacı ile Tadawul Borsası'nı 2015'in ilk yarısında yabancı yatırımcıya açmaya hazırlanıyor. Suudi Arabistan Borsası'nın yabancılara açılması ile birlikte yatırımcılara petrol karlarına ortak olma imkânı verilmesinin yanı sıra, Tadawul endeksi diğer sektörler konusunda da çeşitlilik sunmakta, çünkü endekste petrol şirketlerinin ağırlığı sadece yüzde 20 civarında bulunuyor.

Suudi Arabistan Borsası, yatırımcıya sunabileceği alternatif yatırım araçlarının yanı sıra 817 milyar dolarlık (22.12.2014

tarihi itibari ile) piyasa değeri ile Ortadoğu'nun en büyük borsası olması açısından da oldukça önem taşıyor. 817 milyar dolarlık hisse piyasasında işlemler şuanda yerel yatırımcılar ve altı üyeli Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği konseyi üyeleri ile sınırlı durumda. Son dönemlerde gerek küresel ekonomilerde yaşanan gelişmeler, gerekse de emtia fiyatlarındaki

Sektörler	Endeks İçerisindeki Ağırlıkları (%)
Bankacılık Sektörü	29,0307
Petrol	19,5288
Çimento Sektörü	8,4937
Tarım Sektörü	8,1841
Emlak	7,9012
Telekomünikasyon Sektörü	6,276
Perakende Sektörü	6,1804
Endüstri Sektörü	3,156
Sigorta	2,704
İnşaat Sektörü	2,3344
Enerji Sektörü	1,6371
Turizm	1,6167
Taşımacılık	1,5291
Medya	0,3139

düşüş nedeniyle her ne kadar Tadawul endeksi'nin getirisi yılbaşından bu yana +0,19% ile sınırlı kalmış olsa da, piyasa değeri Türkiye'nin yaklaşık beş katı düzeyinde. BIST100'deki getiri ise yılbaşından bu yana yaklaşık %25. Ancak yüksek piyasa değerine ve Ortadoğu'daki en büyük piyasa olmasına rağmen, bürokratik engeller piyasayı yatırımcılar önünde cazip bir hale getirmiş değil. Yatırımcılara petrol gelirlerine ortak olabileceği fırsatı da sunabilecek olan piyasada işlem saatleri yerli yatırımcılara 10:00 ile 14:30 saatleri arası ile sınırlı iken, yabancı yatırımcılara bu süre daha kısıtlı. Yatırım yapmak isteyen yabancı bir yatırımcının öncelikle o ülkede hizmet veren bir aracı kurumdaki hesap açtırma zorunluluğu var. Diğer yandan hesap açtıktan sonra dahi piyasadan doğrudan hisse senedi alımı yapılamıyor. Sadece alınmak istenilen hisse senedine



Tuğba Özay  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

bağlı sertifikayı alabiliyorsunuz. Ancak piyasanın yabancı yatırımcılara açılması ile birlikte bu düzenlemelerde de bir takım iyileştirmeler yapılabilir.

### Monarşik Yönetim Yatırımcıda Risk Algısı Yaratabilir

Suudi Arabistan son yıllarda Ortadoğu'da yaşanan siyasi çalkantılar ve iç karışıklıklardan kendini korumayı başarmış olmasının yanı sıra, komşu ülkelerde de bölgesel ve küresel sorunların çözümünde aktif rol oynayarak bir nevi siyasi arabulucu olmayı başarmış bir ülke. Fakat ülkenin AL SAUD Ailesi tarafından monarşiyle yönetiliyor olması, yatırımcı nezdinde politik bir risk oluşturuyor. Karar mercinin tek başına krallık olacağı düşünüldüğünde, piyasa istikrarının da krallığa bağlı olması özellikle yabancı yatırımcılarda güven zemini-

nin sağlam olmasını engelleyebilir. Tadawul Endeksi'nin hareketlerine baktığımızda, endeks 2003 yılında yaşanan Irak Savaşı ile birlikte bölgede güvenli liman olarak yatırımcı açısından tercih edilerek yıl içerisinde yüzde 72 kazanç sağlarken, 2008 yılında ABD'de patlak veren mortgage kriziyle birlikte küresel krizden etkilenerek satış baskısı altında kaldı.

Son dönemlerde Türkiye de dâhil olmak üzere Ortadoğu'da (Mısır, Libya, Suriye, İran) yaşanan gelişmeleri göz önüne aldığımızda, daha güvenli bölge konumunda ve bu açıdan piyasaların yabancı yatırımcılara açılmasıyla birlikte cazibesi daha da artabilir. Suudi Arabistan ile Türkiye'nin ülke dinamiklerine bakıldığında, iki ülkenin tek ortak noktası ikisinin de Müslüman olması. Ancak Türkiye'de bankacılık sektörü ön plandayken, Arabistan'da petrol ve

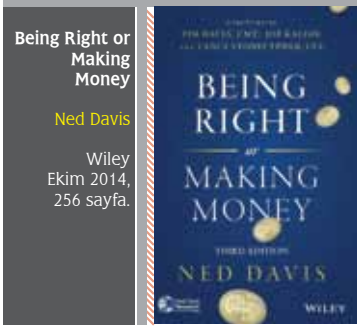
enerji şirketleri ön planda. Bürokratik engellerin daha az olması ve yönetim şekli nedeniyle Türkiye, Suudi Arabistan borsasına göre daha avantajlı konumda bulunuyor. Her ne kadar Suudi Arabistan borsası yabancı yatırımcıya açıldığında yabancı yatırımcı oranının %65 olduğu BIST100'ü etkilemesi beklense de, mevcut koşullar iyileştirilmeden çıkacak yabancı yatırımcının Türkiye piyasalarında önemli bir etki yaratması beklenmemekte.

Finans Merkezi olma yolunda adım atmış Türkiye için Suudi Arabistan Borsası'nın yabancı yatırımcıya açılması bir avantaj olabileceği gibi, Ortadoğu içerisinde tercih edilen borsa ve yatırım enstrümanlarına da çeşitlilik katacağından Türkiye'ye rakip de olabilir. Bu kapsamda Türkiye'nin de hisse senedi pazarının derinliğini hızlı ve nitelikli bir şekilde arttırması gerekiyor.



Sektör yöneticileri, çalışanları ve uzmanların güncel konularda görüş ve önerilerini paylaştıkları **SERBEST KÜRSÜ** köşesinde yayınlanan yazılar tamamen yazarın kendi görüşleridir ve TKYD görüşü olarak algılanmamalıdır. Yazı içeriğindeki bilgi, belge ve verilerin doğruluğundan yazarı sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden doğabilecek zararlardan Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir.

## Günlük işlemlerin anlamsız aşağı-yukarı hareketlerinin ötesinde...



**Günümüzde** ne kadar insan varsa yatırımla ilgili o kadar da görüş vardır. Ancak birçok küçük yatırımcının başından geçen örneklerde görüleceği gibi, geleceği tahmin etmek o kadar kolay değildir. İşte “Haklı Olmak ya da Para Kazanmak” (Being Right or Making Money) burada devreye giriyor ve sık sık geleceği tahmin etmenin imkansız

olmadığını anlatıyor. İşin iyi tarafı da aslında bunun her zaman gerekli olmaması... Geleceği tahmin etme konusunda bir kere dahi akla kararı seçmeyi bıraktığınız zaman, para kazanmaya başlayabilirsiniz.

Ned Davis'in kaleme aldığı “Haklı Olmak ya da Para Kazanmak” her ciddi yatırımcının kolaylıkla uygulamak isteyebileceği bir piyasa işlem stratejisini de barındırıyor. Bu kitaptaki önyargısız ve objektif yatırım standartlarını kullanarak, tüm piyasa koşullarında hedefli 12'den vurarak kar edebilirsiniz. Hem hisse senedi hem de tahvillerde portföy dağılımı modellerinin nasıl yaratılacağını, ayrıca karşıt yatırım

görüşlerinin nasıl anlam kazanacağını ve odaklandığımız göstergelerin nasıl kullanılacağını öğreneceksiniz. Bu kitapta kesinlikle şok ve dehşet yatırım taktikleri bulmayacaksınız. Onun yerine, Ned Davis Araştırma Şirketini piyasa bilgeliğine götüren sağlam bir işlem modeliyle karşılaşacaksınız.

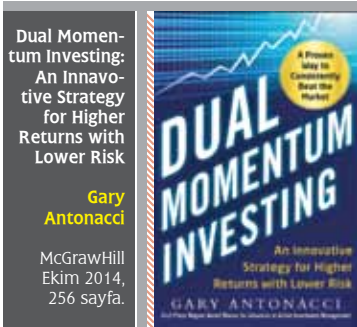
Teknoloji, köpükler ve skandallar birçok işlemcinin kafasını karıştırmış durumda, sağlam bir uzun vadeli pozisyon ya da kendini çabuk toparlayan bir portföy oluşturmak eskisi kadar kolay değil. Bu kitabın amacı ise, yatırımcılara düşük ve yüksek riskli fırsatları tanımlamak ve sağlam portföy yönetim modelleri geliştirmelerine

öncülük etmek.

Uzun vadeli yatırım, sosyal, politik, teknolojik ve ekonomik modelleri geniş perspektiften anlamaktan geçiyor. Bugün piyasalara yön veren bu fikirler... “Haklı Olmak ya da Para Kazanmak” yatırımcıları bu doğrultuda bilgilenmeyi, bu konular çerçevesinde bilgilenmek için çalışmalarını, günlük işlemlerin spastik aşağı-yukarı hareketlerini görmezden gelmeyi teşvik ediyor.

Kıdemli bir yatırım stratejisti olan kitabın yazarı Ned Davis'in kendi adıyla kurduğu araştırma şirketi hakkında, Wall Street şirketleri ve medya tarafından övgüyle söz ediliyor. Ned Davis, 40 yıldır borsada profesyonel olarak yer alıyor.

## Momentum yatırımcılığı ile kara odaklanın, riski hafifletin



**Momentum** yatırımcılığı, hisse senedi veya başka menkul değerleri son üç ile 12 ay içinde yüksek getiri sağladığı dönemde satın alıp, getirileri zayıflamaya başladığı süreçte satmak olarak tanımlanıyor. Bu stratejinin ortalama getirisi, alımı takip eden 3-12 ay içinde aylık yüzde 1 olarak hesaplanıyor. Gary Antonacci'nin geliştirdiği ikili momentum yatırımcılığı yöntemi, hisse senedi ve diğer piyasa endekslerine yatırım

yaparken riski azaltıyor getiriyi artırıyor. Antonacci momentum yatırımcılarının son 40 yılda borsa endeksinin yaklaşık iki katı üzerinde nasıl getiri sağladığını ve ayı piyasasındaki zararlarından nasıl kaçınıldığını ortaya çıkarıyor.

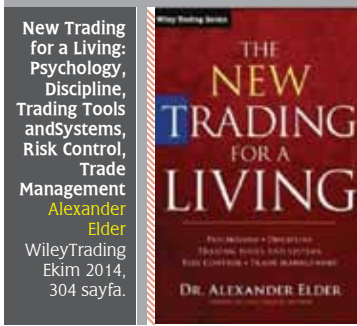
Gary Antonacci'nin “İkili Momentum Yatırımcılığı: Düşük Risk İle Yüksek Getiri İçin Yenilikçi Bir Strateji” (Dual Momentum Investing: An Innovative Strategy for Higher Returns with Lower Risk) adlı kitabı fiyat momentumunun değişik kalıpları, nasıl oluştuğunu ve nasıl kullanılacakları üzerine geliştirdiği metodolojiye yaslanan bir çalışma. Yazar James P. O'Shaughnessy, “Bu mükemmel bir kitap, yatırımcılara okumalarını hararetle tavsiye ederim” derken, Deutsche Asset Management'in emekli Başkan Yardımcısı Bob Froelich, bireysel yatırımcıların yanı sıra finansal danışmanların da

muhakkak okuması gereken bir kitap olduğunu, yatırım ve aktif çeşitlendirme stratejilerindeki düşünme tarzını kesinlikle değiştireceğini vurguluyor. Gary Antonacci, düzinelere piyasada ve menkul değer sınıfında iki yüz yıldan fazla veriyi inceledikten sonra net bir sonuca vardı: Momentum her zaman daha iyi performans gösterir. Ancak bazı ana akım yatırım uzmanları momentum yatırımcılığını hala tam anlamıyla keşfedememiş ve faydalanandan yararlanamamış durumdadır. İkili Momentum Yatırımcılığı kitabı ise, bağımsız yatırımcı olsanız da yatırım profesyoneli veya fon yöneticisi olsanız da relatif güç endeksi veya piyasa trendlerindeki önemli değişikliklerden para kazanmanızı sağlayacaktır. Modern portföy teorisi ve optimizasyon konularında bir

uzman olan Gary Antonacci'nin ödül kazanmış çalışmasına dayalı olan bu kitap, her yatırımcıya kanıtlanmış stratejiler eşliğinde şu tip yatırım becerileri kazandıracaktır:

- ABD ve dışındaki hisse senedi ve tahvillerde yıl içinde birkaç küçük pozisyon değişimi ile kara odaklanmak ve riski hafifletmek.
  - Menkul kıymetlerin değeri düşmeye başladığı andan itibaren yatırım riski üzerinde güçlü bir kontrol tesis etmek,
  - Karar alma aşamalarında duygusal ve davranışsal önyargıları uzaklaştırmak.
- Harvard MBA dereceli ve 35 yıldır yatırım fırsatları konusuna odaklanmış olan kitabın yazarı Gary Antonacci, momentum yatırımcılığı konusunda önde gelen otorite olarak biliniyor ve ([www.optimalmomentum.com](http://www.optimalmomentum.com)) adlı popüler bir web sitesi ve blog yönetiyor.

## Başarılı yatırımın temel ilkeleri: Birikim, odaklanma ve disiplin



**“Yaşam için Yeni İşlem Modeli: Psikoloji, Disiplin, İşlem Araçları ve Sistemleri, Risk Kontrolü, İşlem Yönetimi”** (New Trading for a Living: Psychology, Discipline, Trading Tools and Systems, Risk Control, Trade Management) dünya çapında hem özel hem de kurumsal yatırımcılar arasında fazlasıyla popüler olan modern bir klasiğin güncellenmiş hali.

Gözden geçirilmiş ve genişletilmiş bu baskı, günümüzün hızlı hareket eden piyasalarında, modern işlemciler için yeni çalışmalar ve teknikler ekleyerek, zaman ile sınanmış kavramları ve yaklaşımları sunuyor. Bu klasik rehber piyasalara serinkanlı ve disiplinli bir yaklaşımı öğretirken, yatırımcıların risk yönetimini de kendi kendilerine öğrenmelerini sağlıyor. Kitap, hisse senedi seçimi için rating tablosu, işlem planları şablonu, çeşitli renkli tablo ve grafikler gibi görsel malzemeler de barındırıyor. Ayrıca, psikolojiden sistem tasarımına, risk yönetiminden organize işlemci olmaya kadar 11 farklı bölümde toplam 170 test sorusu yer alıyor. Küçük bir ders kitabı niteliğindeki ‘Cevaplar Bölümü’nde

ise, doğru ve yanlış cevaplar hakkında kapsamlı yorumlar bulunuyor.

Profesyonel bir işlemci ve işlemcilerin öğretmeni olarak bilinen Alexander Elder’in yenilenen bu değerli klasiği ile başarılı yatırımın birikim, odaklanma ve disipline dayalı olduğunu anlayacaksınız. Alexander Elder, kitabın kapağında okuyucularına “Bu kitabı dikkatle okuyun, notlar alın, çıkarılan dersleri kendi verilerinizle karşılaştırın. Bu kitabın bana yazarken yardım ettiği kadar size de yardım etmesini istiyorum” diye seslendi.

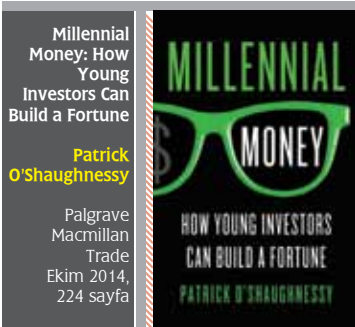
“Yaşam için Yeni İşlem Modeli” sayesinde yatırımcıların şu becerileri kazanması veya geliştirmesi hedefleniyor:

- Güçlü bir disiplin geliştirmek ve başarılı olmak için engellerin aşılması,
- Getirilerin yüksek ve

risklerin daha düşük olduğu asimetrik piyasa bölgelerinin tanımlanması,

- Pozisyona giriş, hedefe ulaşma ve çıkmayı içeren portföy yönetiminde ustalaşma,
- Kendi öğretmeniniz olmanızı sağlayacak bir kayıt tutma sisteminin kullanılması. Leningrad doğumlu olan Dr. Alexander Elder, ABD’ye iltica ettikten sonra, New York’ta psikiyatrist olarak çalıştı ve Columbia Üniversitesi’nde hocalık yaptı. Bu alandaki deneyimini yatırım psikolojisinde kullandı. Halen aktif bir işlemci olan Elder, yatırımcılar için bir haftalık “İşlemciler Kampı” organize ediyor. Ayrıca işlemci topluluğunun her hafta en iyi hisse senetlerini seçtiği ve kazananlara ödülleri verildiği Spike Trade Group’un kurucusu.

## Tarihin en başarılı yatırımcı neslinin oluşması için...



**Yeni Binyıl Nesli’nin emeklilik ve sosyal güvenlik gibi konulara pek itibar etmediği bir gelecek.** Onun yerine hedeflerine ulaşmak için tasarruf ve yatırım yapmayı, küresel hisse senedi piyasalarında boy göstermeyi tercih ediyorlar. İş, yatırım ve para hakkında düşünmeye geldiğinde Binyıl Nesli, ebeveynlerinden çok farklı. Uzman önerilerine kuşkuyla

bakıyorlar, servetin gelecek nesillere intikali konusunda daha çok “baby-boom” kuşağına güveniyorlar.

Genç nesiller servet sahibi olmak için yatırıma erken başlamak ve kendini geleneksel piyasa sağduyusuna karşı çıkmak zorunda hissediyor. Portföy yöneticisi Patrick O’Shaughnessy’nin kaleme aldığı “Binyıl Parası: Genç Yatırımcılar Nasıl Bir Servet Edinebilir” (Millennial Money: How Young Investors Can Build a Fortune) yatırımcılara ve uzun vadeli getirilere zarar veren ortak hataları anlatıyor. Popüler hisse senetleri ile zamanının gözde sektörlerindeki yatırımların niçin pek iç açıcı sonuçlar vermediğini irdeliyor. Daha da önemlisi bu kitap biz yatırımcıların eksik yönlerimizin üstesinden gelecek bir

yatırım stratejisi oluşturmamızı hedefliyor. Bu strateji ile doğanmış Bin Yıl Nesli’nin tarihin en başarılı yatırımcı nesli olabileceğini öngörüyor.

Yazar, hisse senetlerine uzun vadeli (satın alıp, tutma) yatırımın avantajlarını, tarihi veriler eşliğinde tüm diğer alternatifler karşısında inceliyor. Önerisi çok basit: Uzun vade dışında hiçbir yatırım türü enflasyona karşı koruma sağlamıyor. Ve eğer sabırlı olursanız, (burada 20 yıllık bir sabırdan söz ediliyor) büyük bir finansal çöküşten önce yatırım yapmanız bile, enflasyonun üzerinde yüksek bir getiri sağlıyorsunuz. Kitap hakkında Booklist’te çıkan yazıda, O’Shaughnessy’nin, Binyıl Nesli için yatırım fırsatlarının tüm yönlerini ayrıntılı olarak incelediği ve piyasa ortala-

masının üzerinde beş temel değere dayalı bir yatırım stratejisi önerdiği vurgulanıyor. Publishers Weekly ise, yazarın finansal gelecekle ilgili geliştirmeleri için gerekli tüm etkili önerileri verdiğini ifade ediyor. Ritholtz Servet Yönetimi’nin Kıdemli Yatırım Müdürü Barry Ritholtz, “Eğer bu kitabı biri bana 20’li yaşlarımda verseydi, bugün milyarder olurdu. 20’lerinde olan sevdiğiniz biri için bu kitabı satın alın ve hediyeye edin. 60’larına geldiğinde sizi minnetle anacaktır” diyor. Patrick O’Shaughnessy, portföy yöneticiliğini kendi adıyla kurduğu şirketinde sürdürürken, Fortune, The Wall Street Journal, Market Watch, The Street.com gibi yayınlarda yatırım stratejileri konusunda yazıyor.

# Avrupa yatırım fonu varlıkları ilk kez €11 trilyon'u aştı

*Avrupa UCITS ve non-UCITS toplam varlıkları tarihinde ilk kez 11 trilyon Euro düzeyini aşarak, üçüncü çeyrek sonu itibariyle 11.06 trilyon Euro düzeyine yükseldi.*

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı dönemsel istatistiklere göre, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde Avrupa'da toplam yatırım fonu varlıkları önceki çeyrek sonuna göre yüzde 4 artarak 11.06 trilyon Euro oldu. Bu Aralık 2013'e göre yüzde 12.9 oranında bir büyümeyi gösterdi.

Üçüncü çeyrekte, UCITS net varlıkları yüzde 4.3 artarak 7.8 trilyon Euro olurken, non-UCITS varlıkları ise yüzde 3.1 artışla 3.25 trilyon Euro düzeyine yükseldi. Avrupa yatırım

fonu piyasasının yüzde 71'ini UCITS segmenti oluşturdu.

Aynı dönemde hisse fonları net varlıkları yüzde 3.3 arttı ve yaklaşık 2.83 trilyon Euro seviyesinde gerçekleşti. Tahvil fonları yüzde 4.7 artışla 2.26 trilyon Euro, dengeli fonlar yüzde 5.9 gibi yüksek bir oranda büyüyerek 1.34 trilyon Euro oldu. Para piyasası fonları net varlıklarında da yüzde 4.1 artış yaşandı.

Eylül 2014 sonu itibariyle UCITS fonları 36,102 adet iken, non-UCITS fonlar 19,360 adet düzeyinde oluştu.

## Ülke bazında UCITS varlıklarında büyüme

Üçüncü çeyrekte 24 ülke büyüme kaydetti. En büyük fon merkezlerinden İrlanda yüzde 6.6 artış yakalarken, onu yüzde 5.7 ile Lüksemburg takip etti. İngiltere yüzde 4.3, Fransa ise yüzde 0.3 arttı. Güney Avrupa'da İtalya yüzde 7.3 ve İspanya yüzde 5 büyüme kaydetti. Diğer bölgelerden büyük oranlı artışlar yüzde 8.5 ile Slovakya ve yüzde 8.9 ile Romanya'da yaşandı. Buna karşılık, Yunanistan'ın varlıklarında yüzde 6.4, Portekiz'de yüzde 5 azalış oldu.

## Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

UCITS TÜRLERİ	30/9/2014		30/6/2014 göre değişim		31/12/2013 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	% <sup>(1)</sup>	EUR m	% <sup>(2)</sup>
Hisse	2,825	36%	3.3%	91	11.6%	294
Dengeli	1,336	17%	5.9%	74	20.0%	223
<b>Toplam Hisse ve Dengeli</b>	<b>4,161</b>	<b>53%</b>	<b>4.1%</b>	<b>165</b>	<b>14.2%</b>	<b>517</b>
Tahvil	2,257	29%	4.7%	101	16.2%	315
Para Piyasası	955	12%	4.1%	38	4.7%	43
Fon Sepeti <sup>(3)</sup>	86	1%	6.2%	5	26.5%	18
Diğer	349	4%	4.8%	16	16.3%	49
<b>TOPLAM</b>	<b>7,807</b>	<b>100%</b>	<b>4.3%</b>	<b>324</b>	<b>13.7%</b>	<b>941</b>
(Garantili Fonlar)	127	2%	-3.1%	-4	-13.0%	-19

1. Eylül 2014 sonu – Haziran 2014 sonu karşılaştırması 2. Eylül 2014 sonu - Aralık 2013 sonu karşılaştırması

3. Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.



## Net Satışlar

Üçüncü çeyrekte UCITS net para girişi artarda üçüncü çeyrek boyunca 100 milyar Euro düzeyinin üzerinde gerçekleşmiş oldu. İkinci çeyrekte kaydedilen 126 milyar Euro düzeyinin biraz üzerine çıkılarak, üçüncü çeyrek sonu itibarıyla net para girişi 130 milyar Euro oldu. Uzun vadeli fonlara ikinci çeyreğe göre azalan miktarda, 117 milyar Euro giriş geldi. Tahvil fonlarında ikinci çeyreğe göre para girişinde yine bir miktar azalış gözlemlense de,

## Ülke bazında net satışlar

Üçüncü çeyrekte 20 ülkenin fonlarına net para girişi olurken, üç ülke 10 milyar Euro'dan, 10 ülke de bir milyar Euro'dan fazla giriş çekti. Tahvil fonları ve dengeli fonlara gelen taleple Lüksemburg'da 64 milyar Euro net para girişi oldu. Onu 28 milyar Euro ile İrlanda ve 12 milyar Euro ile İtalya, 9 milyar

47 milyar Euro ile güçlü talep devam etti. Hisse fonlara net giriş 14 milyar Euro'ya inerken, dengeli fonlara net para girişi ise 52 milyar Euro ile güçlü düzeyini korudu. Para piyasası fonları para çıkışını tersine döndürerek, üçüncü çeyrekte 13 milyar Euro giriş yakaladı. İkinci çeyrekte 22 milyar Euro net çıkış olmuştu. Eylül 2014 sonu itibarıyla UCITS net para girişi toplam 405 milyar Euro ile 178 milyar Euro'luk 2013 aynı dönem rakamına göre iki katından fazla artmış oldu.

Euro ile İspanya ve 8 milyar Euro ile İsviçre izledi. İskandinav ülkelerine ortalama 2 milyar Euro para girişi yaşanırken, Orta Avrupa'da da net girişler kaydedildi. Türkiye 0.4 milyar Euro net para girişi aldı. Akdeniz bölgesinde Portekiz'den 0.5 milyar Euro ve Yunanistan'dan 0.1 milyar Euro para çıkışı yaşandı.

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

Üye Ülkeler	30/09/2014		30/06/2014		31/12/2013	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Avusturya	160,244	1.4%	156,351	2.5%	149,407	7.3%
Belçika	110,797	1.0%	104,360	6.2%	95,019	16.6%
Bulgaristan	412	0.0%	429	-3.9%	370	11.4%
Hırvatistan	2,238	0.0%	2,073	7.9%	2,136	4.7%
Çek Cumhuriyeti	5,684	0.1%	5,391	5.4%	4,720	20.4%
Danimarka	224,006	2.0%	232,590	-3.7%	185,654	20.7%
Finlandiya	83,440	0.8%	82,000	1.8%	75,123	11.1%
Fransa	1,582,769	14.3%	1,573,362	0.6%	1,525,107	3.8%
Almanya	1,537,204	13.9%	1,497,882	2.6%	1,404,353	9.5%
Yunanistan	7,571	0.1%	7,854	-3.6%	7,059	7.3%
Macaristan	16,667	0.2%	16,734	-0.4%	15,546	7.2%
İrlanda	1,599,712	14.5%	1,495,845	6.9%	1,343,882	19.0%
İtalya	242,257	2.2%	229,492	5.6%	209,091	15.9%
Lihtenştayn	30,892	0.3%	30,283	2.0%	31,112	-0.7%
Lüksemburg	3,006,762	27.2%	2,854,640	5.3%	2,615,363	15.0%
Malta	9,887	0.1%	9,722	1.7%	9,411	5.1%
Hollanda	73,727	0.7%	73,719	0.0%	72,472	1.7%
Norveç	102,716	0.9%	97,266	5.6%	79,273	29.6%
Polonya	50,241	0.5%	48,730	3.1%	45,493	10.4%
Portekiz	23,887	0.2%	25,580	-6.6%	24,690	-3.3%
Romanya	5,476	0.0%	5,222	4.9%	4,509	21.4%
Slovakya	5,251	0.0%	4,945	6.2%	4,570	14.9%
Slovenya	2,114	0.0%	1,992	6.1%	1,850	14.3%
İspanya	223,867	2.0%	213,345	4.9%	184,878	21.1%
İsveç	239,062	2.2%	232,614	2.8%	200,252	19.4%
İsviçre	401,434	3.6%	384,564	4.4%	356,831	12.5%
Türkiye	25,306	0.2%	24,716	2.4%	21,526	17.6%
İngiltere	1,283,518	11.6%	1,224,180	4.8%	1,120,760	14.5%
<b>Tüm fonlar</b>	11,057,142	100.0%	10,635,880	4.0%	9,790,457	12.9%
<b>UCITS</b>	7,807,128	70.6%	7,482,894	4.3%	6,865,860	13.7%
<b>Non-UCITS</b>	3,250,014	29.4%	3,152,988	3.1%	2,922,460	11.2%

1. Eylül 2014 sonu - Haziran 2014 sonu karşılaştırması 2. Eylül 2014 sonu - Aralık 2013 sonu karşılaştırması

# Dünya Yatırım Fonu Varlıkları 3. çeyrekte 27.24 trilyon Euro

- *Dünya Yatırım Fonu Varlıkları 2014 yılı üçüncü çeyrek sonunda yüzde 6.2 artışla €27.24 trilyon oldu. Dolar bazında ise önceki çeyreğe göre yüzde 2.2 azaldı.*
- *Üçüncü çeyrek sonunda dünya çapında tüm fonlara net para girişi €290 milyar ile ikinci çeyrekteki €252 milyar'ın üzerinde gerçekleşti.*

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 46 ülkeyi kapsayan Dünya Fon İstatistikleri 2014 yılı üçüncü çeyrek sonuçlarına göre, dünyada yatırım fonu varlıkları büyüklüğü yüzde 6.2 artarak 27.24 trilyon Euro'ya çıktı. Dolar bazında ise, fon sepetlerini de kapsayan dünya yatırım fonu varlıkları yüzde

2.2 azalışla 34.28 trilyon dolar oldu. Hisse fonları varlıkları yüzde 5.3 oranında büyüyerek 11 trilyon Euro'ya yükseldi. Dengeli/karma fonlar yüzde 6.8 artışla 3.2 trilyon Euro, tahvil fonları yüzde 6.8 büyüyerek 6 trilyon Euro düzeyine çıktı. Üçüncü çeyrek sonunda para piyasası fonları net varlıkları da yüzde 8.8 oranında artarak 3.5 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti.

## Net Satışlar

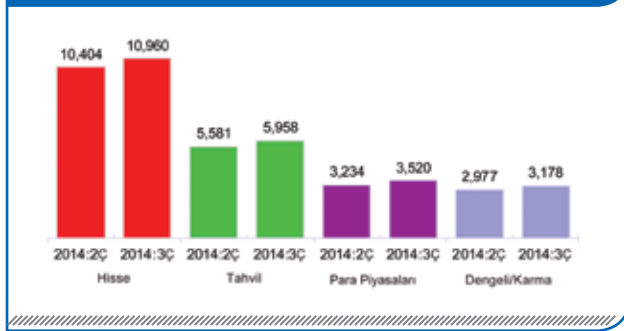
Dünyada yatırım fonlarına yılın üçüncü çeyreğinde toplam 290 milyar Euro net para girişi oldu. İkinci çeyrekte net giriş 252 milyar Euro olarak kaydedildi. Üçüncü çeyrekte hisse fonlara önceki çeyrekte gelen 48 milyar Euro'nun altında, 24 milyar Euro düzeyinde net para girişi oldu. Tahvil fonlarına giren para da ikinci çeyrekteki 112 milyar Euro'ya göre azalarak 79 milyar Euro düzeyinde gerçekleşti.

Para piyasası fonlarına 67 milyar Euro net para girişi oldu. Bu fonlar ikinci çeyrekte 49 milyar Euro para çıkışı

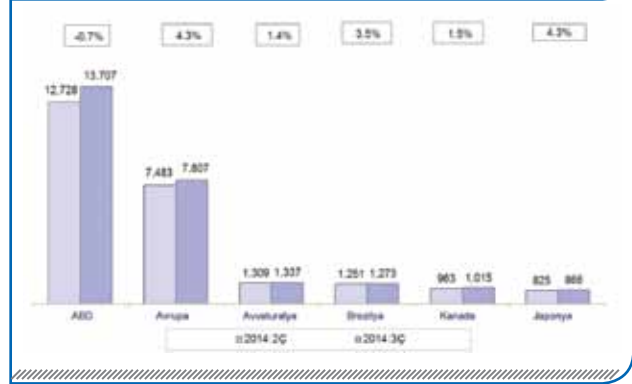
yaşamıştı. Dengeli/karma fonlara girişler 72 milyar Euro düzeyinde gerçekleşti. (2Ç/81 milyar Euro) Üçüncü çeyrek sonunda dünya yatırım fonları varlıklarının yüzde 40'ı hisse fonlarda, yüzde 22'si tahvil fonlarında, yüzde 12'si dengeli/karma fonlarda ve yüzde 13'ü para piyasası fonlarında yer aldı.

Yatırım fonlarının toplam sayısı 90,822 adet oldu. Bunun yüzde 32'sini hisse fonlar, yüzde 21'ini dengeli/karma fonlar, yüzde 17'sini tahvil fonları ve yüzde 3'ünü para piyasası fonları oluşturdu.

### Dünyada Hisse, Tahvil, Para Piyasası ve Dengeli / Karma Fon Varlıkları (Milyar Euro, çeyrek sonu)



### 2014 Üçüncü Çeyrek Yatırım Fonu Varlıkları Dağılımında Coğrafi Trendler (Milyar Euro, çeyrek sonu)



### Yatırım Fonu Net Satışları (milyar Euro)

	ABD				AVRUPA <sup>(1)</sup>				DÜNYA <sup>(2)</sup>													
	2013				2014				2013				2014									
	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç						
Hisse	56	18	32	66	46	14	2		44	-8	30	40	27	24	14	109	28	61	107	92	48	24
Tahvil	66	-11	-29	-26	29	37	11		44	30	-12	3	61	56	47	143	31	-37	-11	69	112	79
Para Piyasası	-76	-9	71	28	-61	-52	33		-2	-53	-9	-21	14	-22	13	-82	-84	81	36	21	-49	67
Dengeli/Karma	22	19	17	16	13	13	10		36	28	20	30	45	55	52	74	57	47	52	71	81	72
Diğer <sup>(3)</sup>	37	27	14	31	16	23	20		8	15	7	-1	2	17	3	76	76	29	45	39	60	49
Uzun Vadeli <sup>(4)</sup>	181	53	34	87	104	87	43		132	65	45	72	135	152	116	402	193	100	193	271	301	223
<b>TOPLAM</b>	<b>105</b>	<b>44</b>	<b>105</b>	<b>115</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	<b>76</b>		<b>130</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>51</b>	<b>148</b>	<b>126</b>	<b>130</b>	<b>320</b>	<b>109</b>	<b>182</b>	<b>229</b>	<b>292</b>	<b>252</b>	<b>290</b>

(1) Avusturya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Lihtenştayn, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye ve İngiltere verilerini kapsamaktadır.

(2) Raporlanan ülke sayıları: 43 ülke 3Ç2014; 42 ülke 4Ç2013, 1Ç2014, 2Ç2014; 40 ülke 3Ç2013 ve 41 ülke 1Ç2013 ve 2Ç2013. Üçüncü çeyrekte raporlanan ülkelerin varlıkların tüm ülkelerin yüzde 94'ünü temsil etmektedir.

(3) Fon Sepeti fonları satışları dahildir.

(4) Para Piyasası Fonları dışındaki toplam.

# TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

## Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

Yılın son çeyreğinde yatırım fonlarına önceki çeyreğe göre neredeyse yarı yarıya azalarak 564,72 milyon TL para girişi gerçekleşti. Hisse senedi yoğun fonlardan para çıkışı sürerken, Karma fonlar 406 milyon TL ile önceki çeyreğe göre para girişinin arttığı tek tür olarak dikkat çekti.

### Net Satışlar (milyon TL)

FON TÜRLERİ	Ocak-Mart 2014	Nisan-Haziran 2014	Temmuz-Eylül 2014	Ekim - Aralık 2014
Hisse Senedi Yoğun	-13,07	-57,90	-74,42	-108,78
Tahvil Bono	-37,61	1.406,46	532,87	194,53
Para Piyasası	-616,78	177,55	321,49	406,34
Karma	-2.860,41	-929,90	324,68	125,24
Diğer	21,66	-6,59	12,65	6,59
Fon Sepeti	-196,72	-7,97	0,74	-59,20
<b>TOPLAM</b>	<b>-3.702,93</b>	<b>581,65</b>	<b>1.118,03</b>	<b>564,72</b>

### Yatırım Fonları Büyüklük \*

YATIRIM FONLARI	Mart 2014		Haziran 2014		Eylül 2014		Aralık 2014	
	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı
Hisse Senedi Yoğun	1.066,5	63	1.137,8	64	1.062,4	63	1.093,6	63
Tahvil Bono	14.025,8	108	16.110,1	111	16.435,4	110	17.264,1	110
Karma	2.573,6	139	2.796,5	139	3.048,8	136	3.626,5	133
Para Piyasası	10.759,5	41	11.361,6	40	12.036,9	39	12.665,4	37
Diğer	37,1	5	33,2	6	45,1	6	51,1	6
Fon Sepeti	1.271,7	90	1.282,8	82	1.293,6	80	1.201,6	70
<b>TOPLAM</b>	<b>29.734,2</b>	<b>446</b>	<b>32.722,0</b>	<b>442</b>	<b>33.922,3</b>	<b>434</b>	<b>35.902,4</b>	<b>419</b>

\* Özel fonlar dahildir.

TKYD tarafından Rasyonet verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

## KYD ENDEKSLERİ

### KYD 1 AYLIK KAR PAYI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	110,89	0,02	0,13	0,57	7,50
	28.Kas.14	110,20	0,02	0,13	0,59	6,84
	31.Eki.14	109,62	0,02	0,13	0,57	6,27
	30.Eyl.14	108,98	0,02	0,14	0,63	5,65
USD	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	103,89	0,00	0,03	0,15	2,42
	28.Kas.14	103,72	0,00	0,04	0,16	2,25
	31.Eki.14	103,57	0,01	0,04	0,16	2,10
	30.Eyl.14	103,40	0,01	0,04	0,19	1,94
EUR	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	103,75	0,00	0,03	0,14	2,34
	28.Kas.14	103,59	0,00	0,03	0,15	2,19
	31.Eki.14	103,46	0,00	0,03	0,15	2,06
	30.Eyl.14	103,30	0,00	0,03	0,16	1,90

### KYD KİRA SERTİFİKALARI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
KAMU	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	112,94	0,06	0,24	0,55	10,55
	28.Kas.14	112,23	0,12	0,37	1,10	9,86
	31.Eki.14	111,07	-0,02	0,13	0,68	8,72
	30.Eyl.14	110,29	-0,01	0,08	0,57	7,96
ÖZEL SEKTÖR	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	114,19	0,02	0,16	0,90	10,63
	28.Kas.14	113,09	0,03	0,18	0,79	9,57
	31.Eki.14	112,29	0,02	0,17	0,83	8,78
	30.Eyl.14	111,47	-0,10	0,03	0,82	7,99

# KYD ENDEKSLERİ

## KYD FON ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>A Tipi</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	837,74	0,27	0,11	-0,88	20,00
	28.Kas.14	835,74	0,42	1,86	5,31	19,72
	31.Eki.14	798,15	0,23	0,26	4,62	14,33
	30.Eyl.14	760,27	-0,14	-2,26	-5,43	8,91
<b>B Tipi</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	1405,83	0,02	0,16	0,62	8,52
	28.Kas.14	1395,99	0,03	0,19	0,79	7,76
	31.Eki.14	1386,10	0,02	0,16	0,78	7,00
	30.Eyl.14	1375,12	0,00	0,10	0,58	6,15

## KYD O/N REPO ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>NET</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	394,60	0,02	0,16	0,69	8,08
	28.Kas.14	391,66	0,02	0,15	0,65	7,27
	31.Eki.14	389,38	0,02	0,15	0,68	6,65
	30.Eyl.14	386,66	0,02	0,15	0,62	5,90
<b>BRÜT</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	537,94	0,03	0,19	0,81	9,55
	28.Kas.14	533,22	0,02	0,17	0,76	8,59
	31.Eki.14	529,57	0,03	0,18	0,80	7,85
	30.Eyl.14	525,22	0,03	0,18	0,73	6,96

## KYD KAMU ENFLASYONA DAYALI BORÇLANMA ARAÇLARI ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>TÜFE</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	157,35	0,04	0,15	1,22	20,77
	28.Kas.14	155,41	0,49	1,83	2,50	19,28
	31.Eki.14	151,85	0,10	0,15	1,28	16,55
	30.Eyl.14	150,20	-0,17	-0,27	0,74	15,28

## KYD EUROBOND ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>USD</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	324,40	0,04	0,32	-0,78	18,86
	28.Kas.14	324,43	0,20	0,76	2,11	18,87
	31.Eki.14	318,55	0,41	0,57	3,16	16,72
	30.Eyl.14	306,33	-0,43	-1,51	-2,74	12,24
<b>USD - TL</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	459,34	0,38	0,58	3,87	29,67
	28.Kas.14	436,85	-0,02	0,24	0,94	23,33
	31.Eki.14	427,48	-0,24	-0,36	0,19	21,47
	30.Eyl.14	424,99	-0,50	0,49	2,61	19,98
<b>EUR</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	238,16	0,11	0,25	-0,28	10,78
	28.Kas.14	238,14	0,09	0,28	1,88	10,77
	31.Eki.14	234,65	0,30	0,51	0,55	9,15
	30.Eyl.14	232,86	-0,25	-0,54	-0,23	8,41
<b>EUR-TL</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	392,06	0,34	0,11	1,91	6,74
	28.Kas.14	381,79	-0,30	-0,20	-1,07	3,95
	31.Eki.14	377,93	-0,57	-0,94	-2,49	3,79
	30.Eyl.14	389,75	-0,83	-0,47	0,87	6,28

## KYD ALTIN FİYAT ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>Ağırlıklı Ort.</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	89491,84	1,10	1,82	6,73	8,74
	28.Kas.14	84250,36	-1,09	-1,57	-4,72	2,37
	31.Eki.14	83021,17	-3,39	-6,35	-6,57	0,88
	30.Eyl.14	88696,17	-0,75	0,74	-0,64	7,77
<b>Kapanış</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	89418,52	0,07	1,92	5,74	9,66
	28.Kas.14	84340,60	-1,10	-2,02	-4,59	3,43
	31.Eki.14	82804,46	-3,51	-6,54	-6,84	1,55
	30.Eyl.14	88683,72	-0,95	0,68	-0,59	8,76

## KYD KAMU İÇ BORÇLANMA ARAÇLARI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>91 GÜN</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	1053,07	0,01	0,17	0,30	9,12
	28.Kas.14	1049,17	0,05	0,28	0,96	8,71
	31.Eki.14	1040,32	0,09	0,23	0,88	7,79
	30.Eyl.14	1031,64	-0,04	0,05	0,65	6,90
<b>182 GÜN</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	1361,45	-0,04	0,09	0,01	9,87
	28.Kas.14	1359,70	0,07	0,41	1,34	9,73
	31.Eki.14	1345,08	0,21	0,36	1,34	8,55
	30.Eyl.14	1326,81	-0,01	-0,16	0,37	7,07
<b>365 GÜN</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	1345,77	-0,10	0,04	-0,33	11,08
	28.Kas.14	1348,84	0,21	0,66	1,96	11,33
	31.Eki.14	1327,34	0,30	0,45	1,95	9,56
	30.Eyl.14	1302,04	-0,09	-0,28	0,14	7,47
<b>547 GÜN</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	307,24	-0,11	0,13	-0,28	12,27
	28.Kas.14	307,59	0,21	0,74	2,21	12,40
	31.Eki.14	302,05	0,39	0,47	2,41	10,38
	30.Eyl.14	294,66	-0,07	-0,68	-0,25	7,68
<b>TÜM</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	1284,50	-0,09	0,16	-0,65	16,85
	28.Kas.14	1288,24	0,62	1,67	4,04	17,19
	31.Eki.14	1248,22	0,84	0,98	4,67	13,55
	30.Eyl.14	1189,97	0,01	-1,43	-1,63	8,25
<b>KYD Kısa</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	143,60	-0,01	0,15	0,08	9,71
	28.Kas.14	143,31	0,11	0,41	1,29	9,49
	31.Eki.14	141,79	0,17	0,34	1,32	8,32
	30.Eyl.14	139,94	-0,06	-0,13	0,38	6,92
<b>KYD Orta</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	149,33	-0,09	0,18	-0,36	12,89
	28.Kas.14	149,55	0,28	0,85	2,59	13,05
	31.Eki.14	146,55	0,50	0,65	2,71	10,79
	30.Eyl.14	142,58	-0,02	-0,67	-0,40	7,78
<b>KYD Uzun</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	165,20	-0,12	0,15	-0,88	21,73
	28.Kas.14	165,84	0,93	2,46	5,65	22,20
	31.Eki.14	158,78	1,24	1,35	6,63	17,00
	30.Eyl.14	148,42	0,04	-2,15	-2,80	9,36

## KYD 1 AYLIK GÖSTERGE MEVDUAT ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>TL</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	144,66	0,02	0,16	0,68	8,97
	28.Kas.14	143,59	0,02	0,16	0,70	8,16
	31.Eki.14	142,68	0,02	0,16	0,68	7,47
	30.Eyl.14	141,69	0,02	0,16	0,71	6,72
<b>USD</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	111,10	0,00	0,03	0,12	1,68
	28.Kas.14	110,96	0,00	0,03	0,12	1,55
	31.Eki.14	110,84	0,00	0,03	0,12	1,45
	30.Eyl.14	110,71	0,00	0,03	0,13	1,32
<b>EUR</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	110,79	0,00	0,02	0,11	1,61
	28.Kas.14	110,66	0,00	0,02	0,11	1,49
	31.Eki.14	110,55	0,00	0,02	0,11	1,39
	30.Eyl.14	110,43	0,00	0,02	0,12	1,28

## KYD ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>SABİT</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	139,82	0,01	0,11	0,65	9,65
	28.Kas.14	138,81	0,03	0,19	0,80	8,85
	31.Eki.14	137,80	0,02	0,17	0,74	8,06
	30.Eyl.14	136,76	0,02	0,17	0,80	7,25
<b>DEĞİŞ-KEN</b>	31 Aralık 2013- 31 Aralık 2014	148,66	0,00	0,14	0,75	11,74
	28.Kas.14	147,43	0,03	0,21	0,95	10,82
	31.Eki.14	146,17	0,03	0,21	0,89	9,87
	30.Eyl.14	144,85	0,04	0,20	0,87	8,88

## Yatırım Fonlarında 2014 Dördüncü Çeyrek

### GENEL DEĞİŞİM :

2014 yılının son çeyrek portföy değerlerine bakıldığında, borsa yatırım fonlarının reel olarak %0,62 küçüldüğünü, emeklilik fonlarının %11,44 reel büyüme kaydettiği görülüyor. Aynı dönemde yatırım fonları ise reel olarak %4,55 büyümüştür.

	İlk Tarih 3 Ay 01.10.2014	Son Tarih 02.01.2015	Değişim %	Reel Artış
Borsa Yatırım Fonları	190.871.991	192.784.748	1,00%	-0,62%
Emeklilik Fonları	33.310.248.667	37.726.768.535	13,26%	11,44%
Yatırım Fonları	32.171.964.771	34.184.660.687	6,26%	4,55%

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/10/2014 ile 2/1/2015 verileri ile hesaplanmıştır.

### FONLARDA BÜYÜME

2014 yılı dördüncü çeyrekte yatırım araçlarına baktığımızda, borsa yatırım fonlarının pazar payının %0,02 azalıp , %0,27 seviyesine indiğini görüyoruz. Yatırım fonlarının pazar payı %1,58 oranında düşerek %47,41 olmuştur. Emeklilik fonlarına baktığımızda ise, pazar payı %1,6 artarak %52,32' ye yükselmiştir.

Son çeyrekte yatırım fonları kategorisi içinde uluslararası fonlar %86,51 büyüme kaydederken, bu grubu %17,93 büyüme ile tahvil bono fonları takip etmiştir.

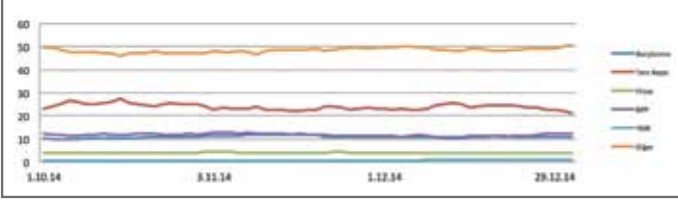
Tüm piyasa ise son çeyrekte %9,79, reel olarak %8,03 büyümüştür.

	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	190.871.991	192.784.748	1,00%	-0,62%	925	925	0,00%	-1,61%	0,29%	0,27%	
Emeklilik Fonları	Bireysel	30.626.270.373	34.719.679.018	13,37%	11,54%	16.215.055	16.420.100	1,26%	-0,36%	46,63%	48,15%
	Gruplara Yönelik	2.683.978.294	3.007.089.517	12,04%	10,24%	434.555	446.366	2,72%	1,07%	4,09%	4,17%
		<b>33.310.248.667</b>	<b>37.726.768.535</b>	<b>13,26%</b>	<b>11,44%</b>	<b>16.649.610</b>	<b>16.866.466</b>	<b>1,30%</b>	<b>-0,33%</b>	<b>50,72%</b>	<b>52,32%</b>
Yatırım Fonları	Emtia	415.063.691	377.670.427	-9,01%	-10,47%	54.532	53.282	-2,29%	-3,86%	0,63%	0,52%
	Esnek	1.251.556.796	1.398.249.970	11,72%	9,93%	26.142	26.277	0,52%	-1,10%	1,91%	1,94%
	Fon Sepeti	10.136.013	8.629.441	-14,86%	-16,23%	297	271	-8,75%	-10,22%	0,02%	0,01%
	Hisse Senedi Yoğun	852.080.118	871.864.249	2,32%	0,68%	41.272	38.703	-6,22%	-7,73%	1,30%	1,21%
	Karma	508.398.703	539.572.157	6,13%	4,43%	277.107	291.691	5,26%	3,57%	0,77%	0,75%
	Para Piyasası	24.952.294.638	25.869.815.057	3,68%	2,01%	2.548.058	2.540.780	-0,29%	-1,89%	37,99%	35,88%
	Tahvil Bono	3.910.624.945	4.611.898.017	17,93%	16,04%	233.603	245.507	5,10%	3,41%	5,95%	6,40%
	Uluslararası	271.809.866	506.961.370	86,51%	83,52%	12.079	13.557	12,24%	10,43%	0,41%	0,70%
	<b>32.171.964.771</b>	<b>34.184.660.687</b>	<b>6,26%</b>	<b>4,55%</b>	<b>3.193.090</b>	<b>3.210.068</b>	<b>0,53%</b>	<b>-1,08%</b>	<b>48,99%</b>	<b>47,41%</b>	
Piyasa	65.673.085.428	72.104.213.971	9,79%	8,03%	19.843.625	20.077.459	1,18%	-0,45%			

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/10/2014 ile 2/1/2015 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı

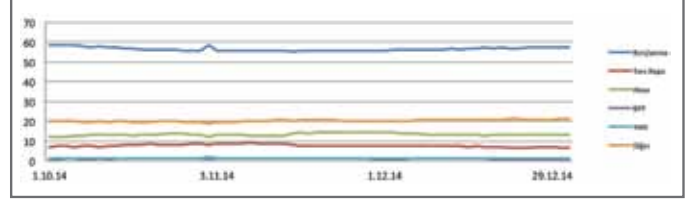
## YATIRIM FONLARININ VARLIK DAĞILIMI:

Yatırım fonlarının son üç aylık varlık oranları yüzde ortalamasına bakıldığında, Kamu Borçlanma 11, Repo 24, Hisse 4, Borsa Para 12 YMK 1, Diğer ise 48 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



## EMEKLİLİK FONLARININ VARLIK DAĞILIMI:

Emeklilik fonlarının son üç aylık varlık oranları yüzde ortalamasına bakıldığında, Kamu Borçlanma 57, Repo 8, Hisse 13, Borsa Para 1, Yabancı Menkul 1, Diğer ise 20 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



## FON ENDEKSLERİ:

2014 yılı son çeyrek fon endekslerine baktığımızda, fon sepeti endeksinin dönemi negatif getiri ile kapattığını, geri kalan endekslerin ise dönemi pozitif getiri ile tamamladığını görüyoruz. Yüzde 13,32'lik getirisi ile hisse senedi yoğun fon endeksi en yüksek getiriyi elde ederken, %8,10 getiri ile karma fon endeksi ikinci sırada yer almıştır.

	Ağırlık	Adet	İlk Değer	Son Değer	Değişim %
Para Piyasası Fonu Endeksi	30,87	15	119,23	121,56	1,96
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	3,45	15	120,46	123,75	2,73
Karma Fon Endeksi	0,69	15	127,12	137,42	8,10
Hisse Senedi Yoğun Fon Endeksi	0,59	10	145,69	165,10	13,32
Uluslararası Fonlar Endeksi	0,53	6	128,88	129,84	0,75
Esnek Fonlar Endeksi	1,07	25	119,88	124,53	3,88
Fon Sepeti Endeksi	0,01	2	137,15	136,95	-0,15
Emtia Fonları Endeksi	0,4	5	88,08	88,40	0,36
FM 30 Endeksi	51,4	30	119,80	124,92	4,27
FM 50 Endeksi	61,84	50	120,64	125,99	4,43

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/10/2014 ile 2/1/2015 verileri ile hesaplanmıştır.

# FonMarket.com

"Fonlar hakkında herşey"e kolayca erişiminizi sağlayan ve artık sanal portföyünüzü de takip edebileceğiniz; görselliğiyle zenginleştirilmiş sitemize iPhone ile her an her yerden ulaşabilirsiniz. Artık hızlı, kolay ve daha da yetenekli.



Available on the App Store

# SEKTÖR VERİLERİ

## TÜR BAZINDA BÜYÜKLÜKLER VE DEĞİŞİMLER:

2014 yılı son çeyreğinde yüzdesel olarak, bireysel emeklilik fonlarının portföy değerleri 13,37 reel olarak 11,54 oranında artarken, gruplara yönelik emeklilik fonları ise, 12,04 reel olarakta 10,24 oranında artmıştır. Yatırımcı sayılarına baktığımızda, bireysel emeklilik fonlarında yatırımcı sayıları 1,26 gruplara yönelik emeklilik fonlarında ise 2,72 oranında artış görülmektedir. Emeklilik fonlarının toplam piyasa oranına baktığımızda,

emeklilik fonlarının piyasanın 52,32'sini oluşturduğu görüyoruz. Yatırım fonlarında, borsa yatırım fonları piyasanın 0,27, emtia fonları piyasanın 0,52, esnek fonlar ise piyasanın 1,94' ünü oluşturmaktadır. Para piyasası fonlarına baktığımızda ise, piyasanın 35,88 gibi büyük bir kısmını oluşturduğunu ancak geçtiğimiz döneme göre 2,1 oranında küçüldüğünü görüyoruz.

		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı	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>		15	15	190.871.991	192.784.748	1,00%	-0,62%	925	925	0,00%	-1,61%	0,29%	0,27%	
<b>Emeklilik Fonları</b>	<b>Bireysel</b>	Büyüme Amaçlı Fonlar	34	34	4.385.645.988	4.918.800.731	12,16%	10,35%	2.166.284	2.246.497	3,70%	2,04%	6,68%	6,82%
		Diğer Fonlar	83	83	9.294.580.052	10.843.398.286	16,66%	14,79%	7.075.300	7.582.765	7,17%	5,45%	14,15%	15,04%
		Gelir Amaçlı Fonlar	59	59	13.942.760.633	15.681.322.065	12,47%	10,66%	4.813.111	5.043.111	4,78%	3,10%	21,23%	21,75%
		Para Piyasası Fonları	22	22	3.003.283.700	3.276.157.936	9,09%	7,33%	2.160.360	1.547.727	-28,36%	-29,51%	4,57%	4,54%
		<b>198</b>	<b>198</b>	<b>30.626.270.373</b>	<b>34.719.679.018</b>	<b>13,37%</b>	<b>11,54%</b>	<b>16.215.055</b>	<b>16.420.100</b>	<b>1,26%</b>	<b>-0,36%</b>	<b>46,63%</b>	<b>48,15%</b>	
	<b>Gruplara Yönelik</b>	Büyüme Amaçlı Fonlar	7	7	218.711.919	245.936.337	12,45%	10,64%	107.928	111.980	3,75%	2,09%	0,33%	0,34%
		Diğer Fonlar	14	14	907.580.543	1.000.079.870	10,19%	8,42%	126.947	128.903	1,54%	-0,09%	1,38%	1,39%
		Gelir Amaçlı Fonlar	19	19	1.401.982.250	1.558.238.658	11,15%	9,36%	190.703	195.628	2,58%	0,93%	2,13%	2,16%
		Para Piyasası Fonlar	1	1	155.703.582	202.834.652	30,27%	28,18%	8.977	9.855	9,78%	8,02%	0,24%	0,28%
		<b>41</b>	<b>41</b>	<b>2.683.978.294</b>	<b>3.007.089.517</b>	<b>12,04%</b>	<b>10,24%</b>	<b>434.555</b>	<b>446.366</b>	<b>2,72%</b>	<b>1,07%</b>	<b>4,09%</b>	<b>4,17%</b>	
<b>Yatırım Fonları</b>	<b>Emtia</b>	17	17	415.063.691	377.670.427	-9,01%	-10,47%	54.532	53.282	-2,29%	-3,86%	0,63%	0,52%	
	<b>Esnek</b>	46	46	1.251.556.796	1.398.249.970	11,72%	9,93%	26.142	26.277	0,52%	-1,10%	1,91%	1,94%	
	<b>Fon Sepeti</b>	2	2	10.136.013	8.629.441	-14,86%	-16,23%	297	271	-8,75%	-10,22%	0,02%	0,01%	
	<b>Hisse Senedi Yoğun</b>	Endeksli Fonlar	20	20	261.867.490	248.641.655	-5,05%	-6,58%	21.344	20.023	-6,19%	-7,70%	0,40%	0,34%
		Hisse Fonları	34	34	590.212.629	623.222.593	5,59%	3,90%	19.928	18.680	-6,26%	-7,77%	0,90%	0,86%
		<b>54</b>	<b>54</b>	<b>852.080.118</b>	<b>871.864.249</b>	<b>2,32%</b>	<b>0,68%</b>	<b>41.272</b>	<b>38.703</b>	<b>-6,22%</b>	<b>-7,73%</b>	<b>1,30%</b>	<b>1,21%</b>	
	<b>Karma</b>	Dengeli Karma Fonlar	31	31	490.733.694	518.142.915	5,59%	3,89%	271.077	269.556	-0,56%	-2,16%	0,75%	0,72%
		Hisse Karma Fonlar	9	9	17.665.009	21.429.242	21,31%	19,36%	6.030	22.135	267,08%	261,18%	0,03%	0,03%
		<b>40</b>	<b>40</b>	<b>508.398.703</b>	<b>539.572.157</b>	<b>6,13%</b>	<b>4,43%</b>	<b>277.107</b>	<b>291.691</b>	<b>5,26%</b>	<b>3,57%</b>	<b>0,77%</b>	<b>0,75%</b>	
	<b>Para Piyasası</b>	Kısa Vadeli Bono Fonları	31	31	3.202.590.151	13.426.189.172	1,69%	0,06%	1.420.060	1.428.183	0,57%	-1,04%	20,10%	18,62%
Likit Fonlar		37	37	11.749.704.487	12.443.625.885	5,91%	4,20%	1.127.998	1.112.597	-1,37%	-2,95%	17,89%	17,26%	
	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>24.952.294.638</b>	<b>25.869.815.057</b>	<b>3,68%</b>	<b>2,01%</b>	<b>2.548.058</b>	<b>2.540.780</b>	<b>-0,29%</b>	<b>-1,89%</b>	<b>37,99%</b>	<b>35,88%</b>		
<b>Tahvil Bono</b>	Endeksli Fonlar	1	1	6.148.166	7.322.009	19,09%	17,18%	27	27	0,00%	-1,61%	0,01%	0,01%	
	Özel Sek. Tahvil Bono Fon.	13	13	1.242.770.144	1.478.208.945	18,94%	17,03%	8.265	9.728	17,70%	15,81%	1,89%	2,05%	
	Tahvil Bono Fonları	49	50	2.074.981.883	2.485.904.869	19,80%	17,88%	176.207	182.981	3,84%	2,18%	3,16%	3,45%	
	Uzun Vadeli Tahvil Bono Fon.	29	30	586.724.752	640.462.194	9,16%	7,41%	49.104	52.771	7,47%	5,74%	0,89%	0,89%	
	<b>92</b>	<b>94</b>	<b>3.910.624.945</b>	<b>4.611.898.017</b>	<b>17,93%</b>	<b>16,04%</b>	<b>233.603</b>	<b>245.507</b>	<b>5,10%</b>	<b>3,41%</b>	<b>5,95%</b>	<b>6,40%</b>		
<b>Uluslararası</b>	Hisse Fonları	8	8	136.506.316	121.950.254	-10,66%	-12,10%	6.538	6.606	1,04%	-0,58%	0,21%	0,17%	
	Karma Fonlar	1	1	11.444.974	8.943.629	-21,86%	-23,11%	514	519	0,97%	-0,65%	0,02%	0,01%	
	Tahvil Bono Fonları	8	8	123.858.577	376.067.487	203,63%	198,75%	5.027	6.432	27,95%	25,89%	0,19%	0,52%	
	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>271.809.866</b>	<b>506.961.370</b>	<b>86,51%</b>	<b>83,52%</b>	<b>12.079</b>	<b>13.557</b>	<b>12,24%</b>	<b>10,43%</b>	<b>0,41%</b>	<b>0,70%</b>		
<b>Piyasa</b>	<b>590</b>	<b>592</b>	<b>65.673.085.428</b>	<b>72.104.213.971</b>	<b>9,79%</b>	<b>8,03%</b>	<b>19.843.625</b>	<b>20.077.459</b>	<b>1,18%</b>	<b>-0,45%</b>				

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/10/2014 ile 2/1/2015 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı , Reel artış aynı dönemdeki enflasyondan ayrıştirilerek hesaplanmıştır.