

GÖSTERGE

YAZ 2020

ARACI KURUMLAR - 2020/03
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2020/03
PANDEMİ SONRASI EKONOMİK GÖRÜNÜM
TASARRUFA DAYALI FİNANSMAN SİSTEMİ



**TSPB**

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Bu yayınıma www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

Gösterge, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2020/03	1
<i>Ceylan Anıl – Deniz Kahraman</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2020/03	19
<i>Onur Salttürk</i>	
Pandemi Sonrası Ekonomik Görünüm	31
<i>Kaan Uysal</i>	
Tasarrufa Dayalı Finansman Sistemi	47
<i>Onur Salttürk</i>	

ARACI KURUMLAR 2020/03

Ceylan Anıl – Deniz Kahraman

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumların yanı sıra ana faaliyet alanı sermaye piyasası işlemleri olan bir yatırım bankasından derlediği 2020 yılı ilk çeyreğine ait faaliyet verileri ile finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz etmiştir.

63 kurumdan derlenen verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

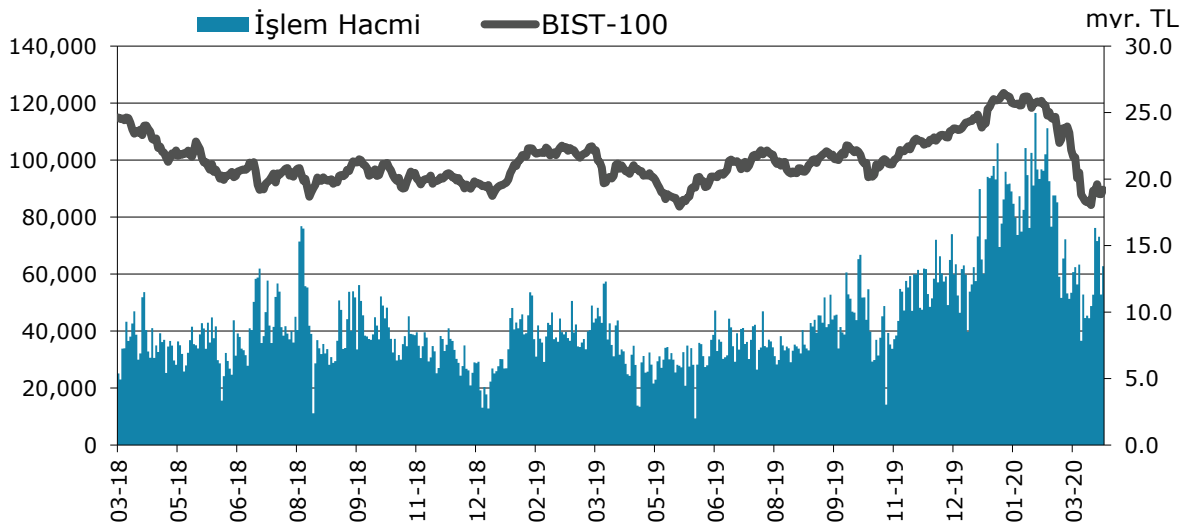
FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

2020 yılının ilk üç ayı, Aralık ayında Çin’de başlayan koronavirüs salgınının Mart ayında küresel hale gelmesiyle beraber pandeminin dünya ekonomisine etkileri konusunda endişelerin gittikçe arttığı bir dönem olmuştur.

Mart ayında küresel büyüme görünümü belirgin ölçüde zayıflamış, belirsizlikler nedeniyle

küresel risk iştahı gerilerken uluslararası piyasalarda oynaklık artmış. Bu koşullar altında salgının olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla gelişmiş ülkelerde genişleyici para politikaları ve mali politikalar uygulanmış, Fed 2 kere faiz indirimi gerçekleştirmiştir.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

Türkiye’de ise ekonominin 2019 yılındaki negatif büyüme trendi 2020 yılının ilk çeyreğinde yerini büyümeye bırakmıştır. Bunda TCMB’nin politika faizi olan bir hafta vadeli

repo ihale faiz oranını art arda 3 kez indirilerek %10,5’ten %8.25’e düşürmesi de etkili olmuştur. Ne var ki küresel belirsizlikler pay piyasalarını olumsuz etkilemiş, BIST-100

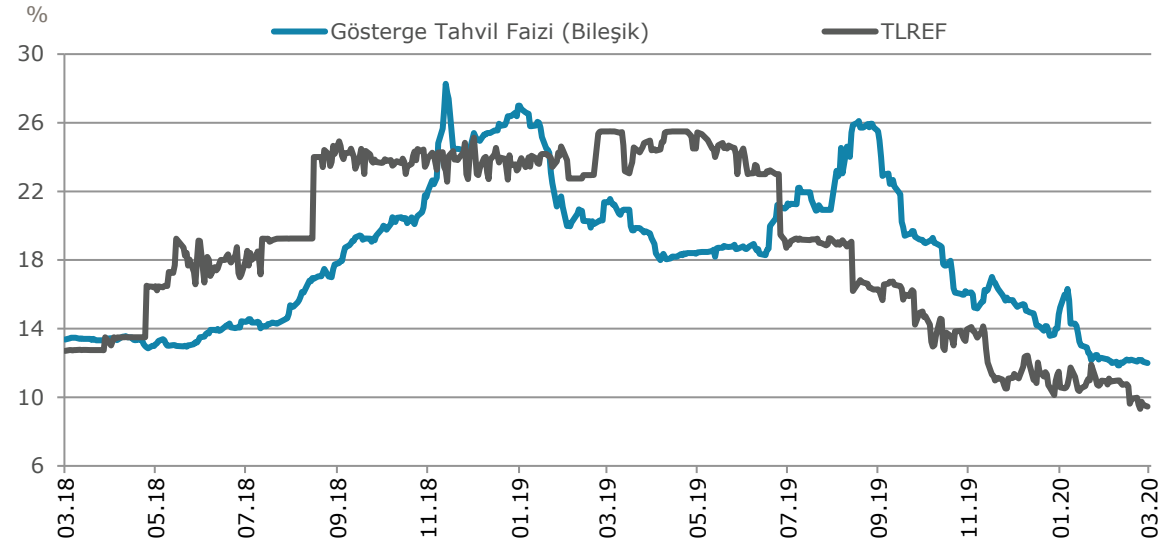
endeksi %28 düşerek Mart ayını 896.44 puanla kapamıştır.

Bu ortamda gecelik repo faizleri de gerilemiş, referans faiz oranı olarak Borsa İstanbul bünyesinde gerçekleşen TL cinsi DİBS teminatlı

gecelik repo işlemleri kullanılarak hesaplanan TLREF ise Mart sonunda %9,05 olmuştur.

Gösterge tahvil faizi ise 2019 Mayıs ayından itibaren düşüş trendi göstererek Mart sonunda %9,5 olmuştur.

Grafik 2: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

ARACILIK FAALİYETLERİ

2020 yılının ilk üç ayında, geçtiğimiz yılın ilk üç ayına kıyasla opsiyon hariç tüm işlemlerde artış gözlemlenmiştir. Pay senedi işlemlerinin hacmi 2019 yılının aynı dönemine kıyasla 2 katına çıkarak 2,1 trilyon TL olurken repo işlem hacmi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %120 artarak 8,3 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Pay senetleri ile repo işlemlerinden sonra en büyük artışın görüldüğü vadeli işlemler de neredeyse 2 katına çıkarak 1,2 trilyon TL olmuştur. Azalışın görüldüğü tek ürün türü olan

opsiyon işlemlerinde ise %2 azalış söz konusudur.

Tablo 1’de yatırım kuruluşlarının (çift taraflı) işlem hacmi gösterilmektedir. Sabit getirili menkul kıymet kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemlerine Borsa İstanbul’da gerçekleşen işlemler ile borsa dışında gerçekleşip Borsa’ya tescil edilen işlemler dâhil edilmiştir. Merkez Bankası ve Takasbank’a ait işlemlere ise tabloda yer verilmemiştir.

Tablo 1: Yatırım Kuruluşlarının Toplam İşlem Hacmi (mn. TL)				
	2019/03	2019/12	2020/03	Yıllık Değişim
Pay Senedi	1,044,861	4,229,061	2,108,904	101.8%
Aracı Kurum	957,478	3,874,860	1,955,633	104.2%
Banka	87,383	354,200	153,271	75.4%
SGMK	265,915	1,340,808	445,183	67.4%
Aracı Kurum	39,641	194,463	90,551	128.4%
Banka	226,274	1,146,345	354,632	56.7%
Repo	3,788,533	28,644,843	8,330,645	119.9%
Aracı Kurum	975,609	5,658,588	1,994,892	104.5%
Banka	2,812,924	22,986,255	6,335,753	125.2%
Vadeli İşlemler	626,598	2,802,721	1,238,366	97.6%
Aracı Kurum	596,443	2,684,113	1,176,093	97.2%
Banka	30,154	118,608	62,272	106.5%
Opsiyon	12,622	35,803	12,363	-2.1%
Aracı Kurum	7,017	22,880	9,545	36.0%
Banka	5,606	12,924	2,818	-49.7%
Varant*	7,456	31,161	11,056	48.3%
Kaldıraçlı İşlemler*	1,952,515	7,731,626	2,767,288	41.7%
Müşteri	1,052,019	4,121,266	1,505,715	43.1%
Likidite Sağlayıcı	900,496	3,610,360	1,261,574	40.1%

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPB

* Sadece aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır.

PAY SENETLERİ

2020 yılının ilk çeyreğinde, 53 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senedi piyasasında işlem yapmış, işlem hacmi, 2018 yılının aynı dönemine oranla 2 katından fazla artarak 2,1 trilyon TL olmuştur. Bununla beraber, yoğunlaşma yüksek olup, bir yatırım bankasıyla beraber ilk 5 kurumun hacmi, toplam piyasa hacminin %42'sini oluşturmıştır.

2019 yılının ilk çeyreğine oranla, 2020'nin ilk üç ayında hacmin 2 katına çıkmasındaki en büyük etken yurtiçi bireylerin hacminin 2 katına çıkması olmuştur. Bunda pay senedi yatırımı yapan yurtiçi birey sayısının son 10 yıl içindeki en yüksek seviyeye gelmesinin de katkısı olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte yabancı yatırımcıların pay senedi işlemlerindeki artış %72'de kalmış, yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı bu dönemde 4 puan azalarak Tablo 2'da görüleceği üzere %25 olarak gerçekleşmiştir.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %65'inin yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcılar 31 Mart 2020 itibarıyla halka açık payların yalnızca %22'sine sahiptir. Yine

de yurtiçi bireysel yatırımcıların payı son 10 yıl boyunca en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Yurtiçi kurumsal yatırımcıların toplam pay senedi işlem hacmindeki payının ise %3'te kaldığı görülmektedir. Yurtdışı yatırımcılarda ağırlık %24 pay ile yurtdışı kurumlardadır.

Tablo 5'te pay senedi hacimlerinin departmanlara göre dağılımı ele alınmaktadır. Buna göre, 2020 yılının ilk üç ayında pay senedi hacminde en yüksek paya sahip olan internet işlemlerinin payı son çeyrekte 8 puan artarak %50'ye çıkmıştır. Bu durum sektör genelinde yatırımcıların pandemi nedeniyle işlemlerini internet kanalı üzerinden yapmasından kaynaklanmıştır.

2018 yılından itibaren ilk defa işlem hacmi departman kırılımında, doğrudan piyasa erişimi (direct market access/DMA) detayına yer vermeye başlanmıştır. Bu kanalın genellikle yüksek frekanslı ve/veya algoritmik işlem yapan yurtdışı kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir. 2018 yılı öncesinde bu işlemlerin, ağırlıkla yurtdışı satış ve pazarlama departmanı ve internet altında

sınıflandığı ifade edilebilir. Kurumların işlemlerinde doğrudan piyasa erişimi kanalının payı 2020 yılı ilk 3 ayında %13 iken 2020 yılının aynı döneminde %14'e çıkmıştır.

Son yıllarda finansal piyasalarda iş modellerinin teknolojik gelişmelerle evrildiği görülmektedir. Bu sayede emir iletiminin doğrudan yapıldığı kanallar olan internet ve doğrudan piyasa erişimi kanallarının pay senedi işlemlerindeki toplam payı yılın ilk üç ayında %64 olmuştur. Bu kanallar ile gerçekleşen işlemlerin toplam hacimdeki payı, ağırlıkla internet üzerinden yapılan işlemlerdeki artışla geçtiğimiz yılın aynı dönemine 12 puan artmıştır. Bunda hem bazı kurumlarda şubelerin salgın

nedeniyle kapalı olması rol alırken, hem müşterilerin internet kanalını daha çok tercih etmeye başlaması etkili olmuştur.

İnternet üzerinden yapılan pay senedi işlemleri, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilirken, doğrudan piyasa erişimi (DMA) kanalının ağırlıkla yurtdışı kurumlar tarafından kullanıldığı bilinmektedir. 2020 yılının ilk 3 ayı boyunca 11 kurumda bu kanal vasıtasıyla işlem gerçekleştirilmiştir.

Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmindeki payı ise %14'tür. Bu işlemlerin büyük çoğunluğu şubeler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Tablo 2: Kurumlarda İşlemlerin Yatırımcı Dağılımı (2020/03)

Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Bireyler	65.1%	1.8%	7.6%	53.0%	45.5%	47.4%	53.9%
Yurtiçi Kurumlar	7.1%	14.3%	9.4%	9.8%	46.0%	42.9%	46.1%
Yurtiçi Kurumsal	2.8%	83.7%	82.8%	7.3%	3.4%	0.0%	0.0%
Yurtiçi Yatırımcı	75.0%	99.8%	99.9%	70.2%	94.9%	90.3%	100.0%
Yurtdışı Bireyler	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Kurumlar	23.9%	0.0%	0.0%	27.1%	5.1%	9.7%	0.0%
Yurtdışı Kurumsal	1.0%	0.2%	0.1%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Yurtdışı Yatırımcı	25.0%	0.2%	0.1%	29.8%	5.1%	9.7%	0.0%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de bankalar faaliyet göstermektedir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri (tescil dâhil), 2020 yılının ilk üç ayında geçtiğimiz yıla göre hafif artmış ve 445 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Repo/ters-repo işlemleri ise (tescil dâhil) yıl içinde repo faizinin mevduat faizinin üzerinde seyretmesi dolayısıyla önceki yıl ile kıyaslandığında neredeyse 2 kattan fazla artarak 8 trilyon TL'ye yaklaşmıştır.

2020 yılı ilk üç ayı boyunca toplam 33 aracı kurum ve 38 banka tahvil/bono kesin alım-satım piyasasında işlem yapmıştır. Bu işlemlerde aracı kurumların payı %20 olmuştur. Aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacminin %55'i sadece 2 kurum tarafından gerçekleştirilmiştir.

Verileri derlenen yatırım bankası, sabit getirili menkul kıymetler piyasasında da işlem yapmakta olup; aşağıda sunulan departman ve yatırımcı dağılımı analizlerine dâhil edilmiştir. Birliğimizce verileri derlenen kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır (Tablo

2). Tahvil/bono işlem hacminin %84'ünü yurtiçi kurumsal yatırımcılar oluştururken, %14'ini yurtiçi kurumlar gerçekleştirmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında ise işlemlerin %71'inin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı ve merkez dışı birimler üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir (Tablo 5). Ayrıca, bir aracı kurumun yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlemlerini yurtdışı satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla

yapıyor olması nedeniyle, yurtdışı satış ve pazarlama departmanının bu işlemlerdeki payı %18 olarak kaydedilmiştir. Benzer şekilde, yurtdışı pazarlama departmanı tarafından gerçekleşen repo işlemleri oranında da bu kurumun etkisi vardır.

Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurumlar ile yatırım bankasının müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcıların bu işlemlerdeki payı 2020 yılının ilk üç ayında %83 olmuştur.

VADELİ İŞLEMLER

2020 yılının ilk çeyreğinde 53 aracı kurum ve 8 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yılın aynı dönemine göre 2 katına çıkarak 1,2 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. TCMB, 2018 Eylül ayından itibaren Borsa İstanbul'da döviz vadeli işlem kontratlarında işlem yapmaktadır fakat Tablo 1'e TCMB verileri dahil edilmemiştir.

Tablo 3'te görüleceği üzere, vadeli işlemlerin büyük bir kısmını BIST pay ve fiyat endekslerini dayanak alan endeks vadeli işlemleri oluşturmaktadır. Paya dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin hacmi 3 katına çıkarken, bu işlemlerin toplam vadeli işlem hacmindeki payı 8 puan artarak %12'ye çıkmıştır. Bu gelişmelerle döviz dayanak alan vadeli işlemlerin payı 2019 yılı Mart sonunda %39'dan, 2020 yılının aynı döneminde %8'e gerilemiştir.

Aracı kurumlar ve değerlendirmeye alınan yatırım bankası tarafından gerçekleştirilen vadeli işlemlerin neredeyse yarısının ilk 6 kurum tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, bu yatırımcıların işlemleri, toplam vadeli işlem

hacminin yarısını oluşturmaktadır (bkz. Tablo 2). Yurtiçi kurumsal yatırımcıların vadeli işlem hacmindeki payı, pay senedine göre daha yüksek olup, toplam işlem hacminin %7'sine karşılık gelmektedir. Yurtiçi kurumların payı ise %10 olup, bunun %57'si kurumların kendi portföylerine yaptıkları vadeli işlemleri yansıtmaktadır.

Tablo 3: Ürün Bazında

Vadeli İşlem Hacmi Dağılımı

Ürün	2019/03	2019/12	2020/03
Endeks	50.8%	54.6%	63.4%
Döviz	39.3%	28.8%	11.3%
Pay	7.4%	11.7%	17.7%
Diğer	2.5%	4.9%	7.6%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

İncelenen kurumların vadeli işlemlerinde departman dağılımında en yüksek pay %32 ile internet iken, bunu %19 payla doğrudan piyasaya erişimi kanalı takip etmektedir (bkz. Tablo 5). İnternet kanalının payı 2018 yılının aynı dönemine göre 10 puan artmıştır.

Doğrudan piyasa erişiminin payı, vadeli işlemlerde hisse senetlerini geçerken, bu işlemleri genelde yurtdışı yatırımcıların tercih ettiği görülmektedir.

OPSİYONLAR

2020 yılı ilk üç ayı boyunca 28 aracı kurum tarafından gerçekleştirilen opsiyon işlem hacmi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %36 artarak 9,5 milyar TL olmuştur.

2019 yılı aynı dönemi ile kıyaslandığında, 2020 yılında endeks dayanak alan opsiyon sözleşmeleri 3 katına çıkarken, döviz dayanak alan opsiyon sözleşmeleri hacmi ise %57 azalış göstermiştir. Sonuç olarak, opsiyon işlemlerinin hala en büyük kısmını oluşturan döviz dayanak alan opsiyon işlemlerinin payı 2019 yılının ilk çeyreğine oranla 45 puan azalıp %43'e inmiştir.

Tablo 4: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi Oranı Dağılımı			
Ürün	2019/03	2019/12	2020/03
Endeks	7.4%	15.8%	30.2%
Döviz	88.0%	70.8%	43.4%
Pay	4.6%	13.4%	26.4%
Toplam	100%	100%	100%

Kaynak: Borsa İstanbul

2020 yılının ilk üç ayında incelenen kurumların opsiyon işlem hacmi 9,5 milyar TL civarı olurken, sadece iki aracı kurum tarafından gerçekleştirilen işlemler incelenen kurumların

toplam opsiyon hacminin %61'ini oluşturmuştur.

Opsiyon işlemlerinde genelde yurtiçi bireylerin yoğunlukta olduğu görülse de 2020 yılının ilk üç ayında yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilen hacim yurtiçi bireyler tarafından yapılan hacmi geçmiştir. Bu durum büyük oranda bir aracı kurumun kendi portföyüne yaptığı opsiyon işlem hacminden kaynaklanmıştır. Sonuç olarak yurtiçi bireyler ile yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlem hacimleri toplam opsiyon işlem hacimlerinde %46'sar paya sahip olmuştur. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı ise yalnızca %5 oranında kalmaktadır (bkz. Tablo 2).

Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin büyük kısmının kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir (bkz. Tablo 5). Kurum portföyünü şube tarafından gerçekleştirilen işlemler takip etmektedir. Opsiyon işlemlerinde şubenin payının %34 ile diğer ürünlerin önünde olması bir kurumdan kaynaklanmaktadır.

Tablo 5: Kurumlarda İşlemlerin Departman Dağılımı (2020/03)							
Yatırımcı	Pay Senedi	SGMK	Repo	Vadeli İşl.	Opsiyon	Varant	Kaldıraçlı
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	8.6%	58.0%	52.1%	13.1%	12.5%	8.5%	17.0%
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	14.2%	12.6%	31.3%	18.0%	35.2%	12.9%	8.3%
Şube	11.7%	3.4%	5.9%	15.7%	34.4%	1.2%	8.0%
Acente	1.1%	9.0%	25.3%	0.8%	0.8%	0.0%	0.4%
İrtibat Bürosu	1.3%	0.2%	0.0%	1.5%	0.1%	11.7%	0.0%
İnternet	49.9%	0.4%	0.0%	32.4%	6.1%	41.6%	29.0%
Doğrudan Piyasa Erişimi (DMA)	13.7%	0.0%	0.0%	19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Çağrı Merkezi	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Portföy Yönetimi	0.2%	0.0%	0.1%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Kurum Portföyü	1.6%	11.0%	4.2%	5.6%	41.1%	27.3%	45.6%
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	11.6%	17.9%	12.3%	10.7%	5.1%	9.7%	0.0%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Ağırlıklı olarak bireysel yatırımcıların işlem yaptığı bu piyasada 2019 yılında 41 kurum aracılık yapmıştır.

Varant işlemlerinde işlem hacminin %58'i piyasa yapıcı iki kuruma ait olup, yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir.

Varant işlem hacmi 2020 yılının ilk üç ayında, geçtiğimiz yıl ile kıyaslandığında %48 artarak

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Kaldıraçlı işlemler yalnızca aracı kurumlar tarafından yapılmakta olup, 2020 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıla göre %42 artarak 2,8 trilyon TL civarında gerçekleşmiştir. Bu hacmin 1,5 trilyon TL'lik kısmı aracı kurumların müşterileri ile gerçekleştirdiği kaldıraçlı işlemlerden, kalan kısmı likidite sağlayıcılar ile gerçekleştirilen işlemlerden oluşmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde de yoğunlaşma yüksektir. Yılın ilk üç ayında müşterilerle

11 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu işlemlerinin yarısına yakını internet üzerinden yapılırken, yurtdışı satış ve pazarlama departmanı yoğunluklu olarak tek bir kurumun işlemlerini yansıtmaktadır. Bu kurum halihazırda sadece yabancı müşterilere hizmet vermektedir.

gerçekleşen işlemlerin yarısından fazlası ilk 5 aracı kurum tarafından yapılmıştır.

Bu dönemde gerçekleşen kaldıraçlı işlemlerin %29'u internet üzerinden yapılmış iken, ardından gelen yurtiçi satış departmanının payı %17'dir. Tablo 5'te kurum portföyü altında izlenen tutar esas olarak likidite sağlayıcı ile yapılan işlemleri göstermektedir.

KURUMSAL FİNANSMAN

Bu bölümde incelenen kurumlar tarafından gerçekleştirilen kurumsal finansman projelerine yer verilecektir.

PAY SENEDİ HALKA ARZLARI VE TAHVİL İHRAÇLARI

Dünya'da son yıllarda şirketlerin halka açılmak yerine, girişim sermayesi, risk sermayesi gibi modellere yöneldiği görülmektedir.

Yanı sıra, 2020 yılının ilk iki ayı küresel halka arz piyasasının seyri olumlu olsa da COVID-19'u çevreleyen beklenmedik olaylar, küresel piyasa faktörleriyle birlikte Mart ayının başından itibaren halka arzları olumsuz yönde etkilemiştir. Hisse senetleri piyasasında artan volatilité nedeniyle oluşan belirsizlik ortamı, halka arzları zorlaştırmıştır.

Ernst&Young Global IPO Trends raporuna göre 2020 yılının ilk üç ayında, Dünya'da halka arz olan şirket sayısı, yılın başındaki pozitif havanın etkisiyle %11 artarken, halka arzların toplam büyüklüğü de %89 artmış ve

hasılat 28,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 6: Pay Senedi Halka Arzları ve Tahvil İhraçları			
	2019/03	2019/12	2020/03
Pay Senedi Halka Arzları			
Sayı	0	6	1
Tutar (mn. TL)	0	263	7
Pay Senedi İkincil Halka Arzları			
Sayı	0	0	0
Tutar (mn. TL)	0	0	0
Tahvil İhraçları			
Sayı	308	1,330	294
Tutar (mn.TL)	49.8	210,322	47.2

Kaynak: Borsa İstanbul

*Tahsisli satışlar hariçtir.

Türkiye’de ise 2020 yılının ilk çeyreğinde k bir halka arz gerçekleşmiş, bu halka arzın hasılat toplamı 7 milyon TL ile hayli düşük gerçekleşmiştir.

2020 yılının ilk çeyreğinde özel sektörün tahvil ihraç sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla hafif düşerek 294 olarak gerçekleşmiş, hasılat tutarı ise aynı döneme göre %5

azalarak 47 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu ihraçların bir kısmına yatırım bankaları da aracılık ettiği için, Tablo 6’da sunulan rakamlar ile farklılık göstermektedir. 294 adet tahvil ihracının 281’inin aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirildiği görülmektedir.

TAMAMLANAN KURUMSAL FİNANSMAN PROJELERİ

Birliğimizce derlenen verilere göre; 2020 yılının ilk çeyreğinde aracı kurumlar 420 adet yeni kurumsal finansmanı projesi almış, 281’i tahvil ihracı olmak üzere, toplam 376 adet proje tamamlamıştır.

2020 yılının ilk çeyreğinde aracı kurumlar, satın alma-birleşme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 3 proje tamamlamıştır. Diğer yandan, özelleştirme projesi satış ve alış taraflarında toplam bir yeni iş tamamlanmış olup, bu proje henüz ihraç aşamasındadır.

Diğer finansmana aracılık türündeki projeler ise, Türkiye’deki girişimlere yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık faaliyetini içermektedir. Bu faaliyette bulunan bir aracı kurum bulunmaktadır.

Diğer danışmanlık faaliyetinin altında tamamlanan 60 iş ise genellikle menkul kıymet ihraççılarının ihtiyaç duyduğu; değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsamaktadır.

Tablo 7: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)			
	2019/03	2019/12	2020/03
Birincil Halka Arz	0	6	1
İkincil Halka Arz	0	0	0
Tahvil-Bono İhracı	293	1,145	281
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	1	2	0
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	3	17	3
Finansal Ortaklık	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	1	1	1
Sermaye Artırımı	8	34	10
Temettü Dağıtımı	19	41	19
Özelleştirme- Alış Tarafı	1	1	0
Özelleştirme- Satış Tarafı	1	2	1
Diğer Danışmanlık	45	113	60
Toplam	372	1,362	376

Kaynak: TSPB

VARLIK YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, birincil ve ikincil piyasalar-daki aracılık faaliyetlerinin yanında gerçek ve tüzel kişilere bireysel portföy yönetimi hiz-meti sunabilmektedir. İncelenen kurumlar-dan yalnızca 18 aracı kurumun portföy yöne-tim hizmeti verdiği görülmektedir.

Aracı kurumların bireysel portföy yönetimi fa-aliyeti kapsamında yönettiği portföy büyük-lüğü geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %25 artarak 2020 Mart sonunda 3,2 milyar TL ol-muştur. Bu artış büyük ölçüde iki kurumun gerçek ve tüzel müşterilerinden kaynaklan-mıştır.

2020 Mart sonu itibarıyla 18 aracı kurum ta-rafindan 4.924 gerçek ve tüzel kişiye portföy

yönetimi hizmeti verilmektedir. Müşteri sayı-larını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

2019 yılı Mart ayı sonuna kıyasla, tüzel yatı-rımcı sayısı ve portföyü 3 misline çıkmıştır. Artış büyük ölçüde bir kurumun müşterilerin-den kaynaklanmıştır.

Aracı kurumlardan portföy yönetimi hizmeti alan bireysel yatırımcıların portföyü ise, 2019 yılının Mart sonuna kıyasla, Mart 2020 so-nunda %34 azalarak 1,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi

	2019/03	2019/12	2020/03
Yatırımcı Sayısı	4,328	4,931	4,924
Tüzel	156	131	516
Gerçek	4,172	4,800	4,408
Portföy Büyüklüğü (mn. TL)	2,543	3,780	3,185
Tüzel	637	1,710	1,923
Gerçek	1,906	2,071	1,263

Kaynak: TSPB

KREDİLİ İŞLEMLER

Aracı kurumlar sadece menkul kıymet alı-mıyla sınırlı olmak üzere müşterilerine kredi kullandırabilmektedir.

Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, 2019 Mart sonuna göre kıyas-landığında 2020 Mart sonunda artarak 2,6 milyar TL olmuştur.

Kredili işlem bakiyesi en yüksek beş kurum, toplam kredili işlem bakiyesinin yarısından fazlasını oluşturmaktadır. Aynı sıralamada ilk 10 kurum ise toplam kredili işlem bakiyesinin dörtte üçünü oluşturmaktadır.

Toplam kredi hacmi azalsa da kredi kullanan yatırımcı sayısı, 2019 yılı Mart sonuna göre

548 kişi artmış, yatırımcı başına kredi hacmi sonuç olarak %14 artmıştır. Bu artış büyük oranda iki kurumun müşterileri tarafından kullandırılan kredi bakiyesi nedeniyle gerçek-leşmiştir. Bununla beraber, kurum bazında ortalama kişi başına düşen kredi bakiyelerinin 14.000 TL ile 1,3 milyon TL arasında değiştiği görülmektedir.

Kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı ola-bileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Ay-rıca, kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar verilere dâhil değildir.

Tablo 9: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri			
Yatırımcı Sayısı	2019/03	2019/12	2020/03
Kredi Hacmi (mn. TL)	2,016	2,752	2,605
Kredi Kullanan Yatırımcı Sayısı	11,506	11,895	12,054
Yatırımcı Başına Kredi Hacmi (TL)	175,237	231,348	216,099

Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumların yatırımcılara hizmet verdiği noktalar, genel müdürlük, şube, irtibat bürosu ve acentelerden oluşmaktadır. Bu dönem verileri derlenen yatırım bankasının şubesi bulunmamaktadır. 2019 yılı Mart sonundan bu yana 18 şube kapanmıştır. İrtibat bürosu sayısı ise aynı dönemde 20 artmıştır.

Tablo 10: Erişim Ağı			
	2019/03	2019/12	2020/03
Şubeler	289	277	271
İrtibat Büroları	48	64	68
Acente Şubeleri	9,414	9,332	9,302
TOPLAM	8,737	8,740	8,740

Kaynak: TSPB

2020 Mart sonu itibarıyla 40 kurumun merkez dışı birimi bulunmaktadır. Merkez dışı birimlerin %96'sının emir iletimine aracılık faaliyeti sunan acentelerden oluştuğu görülmektedir.

Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken,

Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, banka iştiraki olmayan iki aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir. 2020 yılı Mart sonunda acente şubeleri sayısı 2019 yılı aynı dönemine göre 112 azalarak 9.302 olmuştur. Yılın ilk üç ayı boyunca bir kurum yeni acentelik sözleşmesi yapmıştır.

Merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki rolü incelendiğinde, birçok finansal ürün için şube hacminin işlem hacminin kayda değer bir kısmını oluşturduğu anlaşılmaktadır. Bazı aracı kurumlar acenteler ile emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, fiiliyatta acenteler aracılığıyla sadece müşteri edinimine katkı sağlamaktadır. Benzer şekilde, bazı aracı kurumların irtibat bürolarında da sadece tanıtım faaliyeti yürütüldüğü, emir kabul edilmediği görülmektedir.

ÇALIŞAN PROFİLİ

2020 Mart ayı sonunda, sektörde toplam çalışan sayısında olumlu piyasa koşullarında 2019'un son çeyreğinde başlayan artış devam etmiş, Mart 2020 sonunda çalışan sayısı 5.038'e çıkmıştır.

Tablo 11: Kurumların Çalışan Sayısı			
	2019/03	2019/12	2020/03
Kadın	2,089	2,075	2,029
Erkek	2,827	2,841	2,810
Toplam	4,903	4,964	5,038

Kaynak: TSPB

2020 yılının ilk çeyreğinde özellikle 4 kurumun etkisiyle işe alımlar hayli artmıştır. Bu

dört kurum; İnfö (19 kişi), İş (17 kişi), Alnus (11) ve Phillip (11 kişi) olurken, en fazla personel azalışı sadece 3 personelde kalmıştır.

İncelenen yatırım kuruluşlarında, personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların yarısından fazlası bu üç birimde çalışmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde en çok personel artışı yurtiçi pazarlama departmanında gerçekleşmiştir. Bu artışta iki kurumun yurtiçi

pazarlama departmanındaki işe alımlarının etkisi büyüktür.

Tablo 12’de, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı verilmektedir. Ortalama çalışan sayısının en fazla olduğu departman 19 kişi ile yurtiçi satış ve pazarlama birimi olup,

ardından gelen mali işler biriminde ortalama çalışan sayısı 11 olmuştur.

Aracı kurum çalışanları ile ilgili yaş, cinsiyet, tecrübe ve eğitim durumu hakkında kapsamlı veri www.tspb.org.tr adresinde yer almaktadır.

Tablo 12: Çalışanların Departman Dağılımı				
	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2019	2020/03	2019	2020/3
Şube ve İrtibat Bürosu	1,673	1,719	5	5
Şube	1,287	1,321	5	5
İrtibat Bürosu	386	398	6	6
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	783	823	19	19
Broker	82	81	2	2
Dealer	224	230	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	153	148	5	5
Hazine	134	131	4	4
Portföy Yönetimi	36	33	2	2
Kurumsal Finansman	138	139	4	4
Araştırma	179	175	4	4
Mali ve İdari İşler	661	678	10	11
İç Denetim-Teftiş	203	194	3	3
İnsan Kaynakları	69	70	2	2
Bilgi İşlem	253	266	4	5
Diğer	376	351	7	6
Toplam	4,964	5,038	88	89

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, yatırım kuruluşlarının kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir. Bu dönemde 63 kurumun verileri derlenmiştir.

Tablo 13’te gösterildiği üzere yatırım kuruluşlarının toplam varlıkları azalan nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımlarla birlikte 2020 yılının ilk çeyreğinde 2019 sonuna göre hafif azalarak 27 milyar TL olmuştur. Likit bir aktif yapısına sahip sektörün varlıklarının 25 milyar TL’sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 10 milyar TL’sini nakit ve nakit benzerleri, 11 milyar TL’sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. 2019 sonu itibarıyla yatırım kuruluşlarının ellerinde bulundurdıkları varlıkların %20’si yabancı

para cinsinden iken, 2020 yılının ilk çeyreğinde bu oran %22'ye ulaşmıştır. Bununla beraber, yükümlülükler incelendiğinde döviz cinsinden yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerdeki payının 3 puan artarak %10 civarına yükseldiği görülmektedir. Dolar bazında bakıldığında 2019/12 ve 2020/03 arasında döviz cinsinden yükümlülüklerin %41 oranında arttığı hesaplanmaktadır.

Nakit ve nakit benzerleri 2019 sonuna göre %8 azalarak 10 milyar TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli ticari alacaklar ise, yatırım kuruluşlarının Takasbank ve müşterilerin takasla ilgili alacaklarını artırması ile kredili işlem bakiyesindeki büyüme neticesinde karşılaştırılan dönemde %8 büyüyerek 10,8 milyar TL olmuştur.

Tablo 13: Özet Bilanço (milyon TL)			
	2019/03	2019	2020/03
Dönen Varlıklar	27,075	25,147	24,891
Nakit ve Nakit Benzerleri	14,593	10,810	9,940
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	2,143	2,890	2,421
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	8,802	10,061	10,817
Diğer	1,537	1,386	1,714
Duran Varlıklar	1,726	2,048	2,030
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	904	1,165	1,123
Diğer	822	883	907
TOPLAM VARLIKLAR	28,801	27,195	26,922
Kısa Vadeli Yükümlülükler	21,386	19,251	18,694
Kısa Vadeli Borçlanmalar	11,005	8,648	6,694
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	9,311	9,452	10,373
Diğer	1,070	1,152	1,627
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,181	341	351
Özkaynaklar	6,234	7,603	7,877
Ödenmiş Sermaye	2,424	2,567	2,605
Sermaye Düzeltmesi Farkları	249	246	246
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	8	8	8
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	316	438	331
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	627	655	787
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	2,183	1,962	3,133
Net Dönem Kârı/Zararı	428	1,728	776
TOPLAM KAYNAKLAR	28,801	27,195	26,922

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 14'te görüldüğü üzere aracı kurumların 12 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatın oluşturduğu görülmektedir.

Yatırım kuruluşlarının kısa vadeli portföyleri karşılaştırılan dönemde %11 küçülürken, azalışın büyük kısmı bir aracı kurumun 3 aydan kısa vadeli mevduatları sınıfladığı

bankalar portföyünü 1,8 milyar TL azaltmasından ileri gelmiştir. Ayrıca, 2020 yılının ilk çeyreğinde yatırım kuruluşları portföylerindeki kamu borçlanma aracı varlığını %31 azaltarak 394 milyon TL'ye çekmiştir.

Mart 2020'de özel sektör sabit getirili menkul kıymet yatırımları 2019 sonuna göre %14 artarak 701 milyon TL'ye ulaşırken, pay senedi yatırımları %19 azalarak 565 milyon TL'ye gerilemiştir. Diğer finansal varlıklardaki

azalış, bir kurumun üç aydan uzun vadeli mevduatını azaltması ve bir diğer kurumun

ise yatırım fonu varlığını azaltmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 14: Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)

Finansal Araçlar	2019/03	2019	2020/03
Repo ve Mevduat	14,104	10,143	9,173
Kamu SGMK	302	568	394
Özel SGMK	642	612	701
Pay Senedi	836	695	565
Diğer	364	1,015	761
Toplam	16,248	13,033	11,594

Kaynak: TSPB

Yatırım kuruluşlarının 19 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 7 milyar TL'sini kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu kısa vadeli borçlanmaların 2,3 milyar TL'si para piyasasına borçlar, 2,4 milyar TL'si çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 1,9 milyar TL'si banka kredilerinden oluşmaktadır.

Para piyasasına borçlar Mart 2020 itibarıyla 2019 sonuna göre 1,3 milyar TL azalırken, banka kredileri 160 milyon TL artmıştır. Yatırım kuruluşlarının çıkarılmış tahvil, bono ve senetler yoluyla elde ettiği kısa vadeli

kaynaklar ise Mart 2020 itibarıyla 704 milyon TL azalmıştır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin 10 milyar TL'si ise kurumların büyük ölçüde menkul kıymet ve takas pozisyonlarına işlemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Yatırım kuruluşlarının toplam özkaynakları ise geçmiş yıl kârlarının artışına bağlı olarak 2019 sonuna göre 274 milyon TL artarak 7,9 milyar TL olmuştur.

GELİR TABLOSU

2020 yılının ilk çeyreğinde kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %53 artarak 1,6 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Toplam gelirlerin büyümesinde, aracılık gelirlerindeki keskin artış etkili olmuştur. Ayrıca, yatırımcıların alternatif getiri arayışıyla birlikte kurumların varlık yönetimi gelirleri %51 büyümüştür.

Toplam gelirlerin %63'ünü oluşturan aracılık gelirleri müşteri ile yapılan pay senedi ve

vadeli işlem hacminin önceki yılın aynı dönemine kıyasla dikkat çekici şekilde artmasıyla karşılaştırılan dönemde iki katına ulaşmıştır.

2020 yılı ilk çeyreğinde müşterilerin pay senedi işlem hacmi önceki yılın aynı dönemine göre %105 artarken, pay senedi aracılığından elde edilen net gelir (komisyon iadeleri düşülmüştür) de aynı oranda artmıştır. Müşterilerin vadeli işlem hacmi ise %105 artarken, bu işlemlerden elde edilen gelirler de %97 artmıştır.

Tablo 15: Toplam Gelirler (milyon TL)

	2019/03	2020/03	Değişim
Aracılık Gelirleri	474	970	104.6%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	219	232	5.9%
Kurumsal Finansman Gelirleri	75	82	9.7%
Varlık Yönetimi Gelirleri	14	20	43.3%
Müşteri Faiz Gelirleri	158	145	-8.0%
Diğer Gelirler	76	105	38.6%
Toplam	1,016	1,555	53.1%

Kaynak: TSPB

Verilere çeyrekler itibarıyla bakıldığında, yılın ilk çeyreğinde işlem hacmindeki artışla birlikte, aracılık gelirlerinin önceki çeyreğe göre yaklaşık %55 artışla 970 milyon TL'ye ulaştığı görülmüştür.

Sektörün kuruma kalan efektif ortalama komisyon oranı pay senetleri için önceki yılın aynı dönemine göre fazla değişmeyerek %0,0295 oranında kalmıştır.

Tablo 16: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2019/03	2020/03	Değişim
Pay Senedi	299	612	105.1%
Türev İşlem	75	148	97.2%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	13	25	86.1%
Yabancı Menkul Kıymet	12	28	136.8%
Kaldıraçlı İşlem	75	156	108.1%
Toplam	474	970	104.6%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, 2020 yılının ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %10 artışla 82 milyon TL olmuştur.

dönemine göre %7 artarak 57 milyon TL olmuştur.

Tahvil ihraç büyüklüğündeki hafif azalışa ve pay senedi ihraçlarındaki zayıflığa rağmen halka arz/ihraç gelirleri önceki yılın aynı

Bu dönemde şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 12 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 12 milyon TL'lik diğer danışmanlık gelirlerinin 10 milyon TL'si bir kurumdan kaynaklanmaktadır.

Tablo 17: Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2019/03	2020/03	Değişim
Halka Arz – Tahvil İhraç	53	57	6.8%
Şirket Satın Alma-Birleşme	9	12	38.3%
Diğer Finansmana Aracılık	10	-	A.D.
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtımı	2	1	-50.6%
Diğer Danışmanlık	1	12	1,521.9%
Toplam	75	82	9.7%

Kaynak: TSPB

Yeniden Tablo 15'te sunulan toplam gelirlere dönecek olursak, kredi bakiyesindeki artışa rağmen, faizlerdeki düşüşle birlikte 2020 yılının ilk çeyreğinde müşteri faiz gelirlerinin

önceki yılın aynı dönemine göre %8 azalarak 145 milyon TL'ye gerilemiştir.

2020 yılı ilk çeyreğinde özel portföy yönetimi müşterisi gerçek ve tüzel yatırımcıların portföyleri önceki yılın aynı dönemine göre %25 büyürken, bu işlemlerden elde edilen gelir %43 artarak 20 milyon TL olmuştur.

Diğer gelirler kalemindeki 67 milyon TL bir aracı kurumun yüksek frekanslı işlem yapan müşterilerine sunmuş olduğu hizmetten elde ettiği yan gelirlerden ve başka bir aracı kurumun yurtdışındaki ana ortağına sunduğu yatırım danışmanlığı, pazar araştırması gibi faaliyetlerden elde ettiği gelirleri yansıtmaktadır.

2020 yılının ilk çeyreğinde kurumların toplam giderleri ise, önceki yılın aynı dönemine göre

%27 artarak 740 milyon TL olmuştur. 163 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %79'unu pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına ödenen giderler (işlem payları ve tescil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %59'unu personel giderleri oluşturmaktadır. Toplam personel gideri 2020 yılı ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %21 artarak 339 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Mart sonunda 5.038 kişinin istihdam edildiği sektörde çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri geçen yılın aynı dönemine göre %18 ile enflasyonun üstünde artarak 22.562 TL olmuştur.

Tablo 18: Giderler (milyon TL)

	2019/03	2020/03	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	104	163	57.9%
İşlem Payları	74	128	72.6%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	29	35	20.3%
Genel Yönetim Giderleri	480	576	20.0%
Personel Giderleri	280	339	20.7%
Amortisman Giderleri	19	23	24.5%
İtfa Payları	3	3	12.7%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	3	4	13.7%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	10	13	31.0%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	27	35	29.8%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	138	159	15.5%
Toplam	584	740	26.7%

Kaynak: TSPB

2020 yılının ilk çeyreğinde kurumların aracılık gelirleri, tüm piyasalarda elde edilen gelirlerin büyümesine bağlı olarak dikkat çekici şekilde artmıştır. Bu keskin artışla toplam gelirler (brüt kâr) önceki yılın aynı dönemine göre %50 artarak 1,5 milyar TL olurken, giderler %27 artışla 740 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Bazı kurumların kur farkı gelirlerini muhasebeleştirdiği net faaliyet gelirleri (diğer faaliyet gelirleri ile diğer faaliyet giderleri farkı) fazla değişmezken, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerindeki sınırlı artış nedeniyle faaliyet kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %81 artarak 466 milyon TL'den 843 milyon TL'ye çıkmıştır.

Tablo 19: Gelir Tablosu (milyon TL)

	2019/03	2020/03	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	62,758	166,931	166.0%
Satışların Maliyeti	-61,742	-165,377	167.8%
Brüt Kâr/Zarar	1,016	1,555	53.1%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-103	-163	57.8%
Genel Yönetim Giderleri	-480	-576	20.0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-0.1	-0.2	196.9%
Diğer Faaliyet Gelirleri	147	165	12.2%
Diğer Faaliyet Giderleri	-113	-138	21.7%
Faaliyet Kârı/Zararı	466	843	80.8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.4	0	-82.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-0.01	0	1273.2%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	11	16	54.8%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/Zarar	478	859	79.7%
Finansman Gelirleri	813	496	-39.0%
Finansman Giderleri	-745	-381	-48.9%
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	546	974	78.4%
Vergi Gelir/Gideri	-118	-199	68.1%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-186	-197	5.7%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	68	-2	-102.7%
Dönem Kârı/Zararı	428	776	81.2%

Kaynak: TSPB

Net finansman gelirleri 2020 yılı ilk çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %69 artarak 115 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Net finansman gelirlerinin artışında etkili olan en büyük gelişme faiz gelirleri 83 milyon TL azalmasına rağmen, geçen yılın aynı dönemine kıyasla finansman maliyetinin düşüşüne bağlı olarak faiz giderlerinin de 280 milyon TL azalması olmuştur. Ancak, bir kurumun türev işlem pozisyonundan da kaynaklı olarak diğer

gelir ve kârlarının azalması net finansman gelirlerinin artışını sınırlamıştır.

Sonuç itibarıyla, 2020 yılı ilk çeyreğinde aracılık gelirlerindeki dikkat çekici artışa bağlı olarak faaliyet gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre 539 milyon TL kadar artmıştır. Ayrıca, net finansal gelirlerdeki 47 milyonluk artış faaliyet gelirlerindeki artışı kuvvetlendirmiştir. 2020 yılı ilk çeyreğinde verisi derlenen kurumların kârı bir önceki yıla göre %81 artarak 776 milyon TL olmuştur.

Tablo 20: Net Dönem Kâr/Zarar

	2019/03	2020/03
Kurum Sayısı	64	63
Kâr Eden Kurum Sayısı	51	50
Zarar Eden Kurum Sayısı	13	13
Net Kâr	428	776
Toplam Kâr (milyon TL)	475	806
Toplam Zarar (milyon TL)	-47	-31
Karlılık*	42.1%	49.9%
Özsermaye Karlılık Oranı	22.6%	28.5%

Kaynak: TSPB

*Net Kâr/Brüt Kâr

2020 yılının ilk çeyreğinde en çok kâr eden kurum İş Yatırım (127 milyon TL) olurken, sırasıyla ilk 5 kurum (İş Yatırım, Garanti Yatırım, Yapı Kredi Yatırım, Deniz Yatırım ve Ak Yatırım) sektör kârının yarısından fazlasını oluşturmuştur.

Karlılıkta önemli artış olmasına rağmen kar eden/zarar eden kurum kompozisyonu değişmemiştir. İncelenen 62 aracı kurum ve 1 yatırım bankasından 50'si bu dönemde kâr etmiştir. 2020 yılının ilk çeyreğinde sektörün özsermaye kârlılık oranı kâr artışıyla önceki yılın aynı dönemine göre 6 puan artarak %28,5 oranında gerçekleşmiştir.

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2020/03

Onur Saltürk

Birliğimiz, portföy yönetim şirketlerine ait faaliyet verilerini ve finansal tabloları üçer aylık dönemlerde toplamakta ve analiz etmektedir. Bu raporumuzda 2020 yılının ilk çeyreğine ilişkin olarak sırasıyla portföy

yönetimi büyüklükleri, çalışan profili ve finansal tablo verileri ele alınacaktır. Raporumuzda kullanılan verilerin detaylarına ve geçmiş dönem analizlerine www.tspb.org.tr adresinden ulaşılabilir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri ayrıca gerçek ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi hizmeti sunmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri yönettikleri yatırım fonu tipine göre ise faaliyetleri sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış olarak ikiye ayrılmaktadır. Faaliyetleri sınırlandırılmış kapsamına giren portföy yönetim şirketleri, yalnızca gayrimenkul yatırım

fonu veya girişim sermayesi fonu yönetmektedir.

Mart 2020 itibarıyla 49 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinden biri portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden bu kurumun kendi yönettiği portföy bulunmamaktadır. Faaliyete yeni geçen dört portföy yönetim şirketi ise henüz fon yönetmemektedir. Sonuç olarak portföy yönetiminde bulunan kurum sayısı 44'tür.

Tablo 1: Portföy Yönetimi Faaliyetleri (2020/03)

	Kurum Sayısı	Fon/Müşteri Sayısı	Portföy Büyüklüğü (mn. TL)
Yatırım Fonu	42	599	132,160
Emeklilik Yatırım Fonu	25	406	131,027
Bireysel Portföy Yönetimi*	26	2,567	30,861
Yatırım Ortaklığı	7	12	565
Toplam	44	3,584	294,613

Kaynak: TSPB

* Toplam bireysel portföyü olan yatırımcı sayısına bakarken, gerçek ve tüzel kişilerin birden fazla kurumda portföyü olabileceği dikkate alınmalıdır.

Bu şirketlerce yönetilen portföy büyüklüğü 2018 sonuna göre %4 artarak 295 milyar TL'ye ulaşmıştır. 406 adet emeklilik fonu toplam portföy büyüklüğünün %44'ünü oluşturmaktadır.

Yatırım fonları portföyü de son bir yılda %4 yükselerek 2020'nin ilk çeyreği itibarıyla toplam portföyün %45'ini teşkil eder hale gelmiştir.

2019/03'den bu yana yatırım fonu sayısı 517'den 599'a çıkarken emeklilik yatırım fonu sayısı 407'den 406'ya gerilemiştir. Yatırım fonu sayısındaki artışın temel nedeni serbest yatırım fonu sayısındaki hızlı

yükseliştir. Önemli bölümü eurobond yatırımları yapan bu fonların sayısı aynı dönemde 123'ten 196'ya çıkmıştır.

Tablo 2: Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyon TL)

	2019/03	2019	2020/03
Yatırım Fonları	78,465	127,292	132,160
Emeklilik Yatırım Fonları	97,126	127,577	131,027
Bireysel Portföy Yönetimi	24,791	28,713	30,861
Gerçek Kişi	5,708	8,007	8,075
Tüzel Kişi	19,082	20,705	22,786
Yatırım Ortaklıkları	510	644	565
Toplam	200,892	284,225	294,613

Kaynak: TSPB

2020'nin ilk çeyreği itibarıyla portföy yönetimi yapan 44 kurumun 14'ü banka kökenlidir. Banka kökenli kurumlar toplam portföyün %87'sini yönetmektedir.

2020'nin ilk çeyreği itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip tümü banka kökenli ilk 5 kurum (sırasıyla Ziraat, İş, Ak, Yapı Kredi ve Garanti Portföy) toplam yönetilen portföyün %75'ini oluşturmaktadır.

Tablo 3: Yönetilen Portföy Adedi

	2019/03	2019	2020/03
Yatırım Fonları	517	553	599
Emeklilik Yatırım Fonları	407	406	406
Bireysel Portföy Yönetimi	2,520	2,427	2,567
Gerçek Kişi	2,268	2,202	2,328
Tüzel Kişi	252	225	239
Yatırım Ortaklıkları	11	12	12
Toplam	3,455	3,398	3,584

Kaynak: TSPB

Yatırım Fonları

2020'nin ilk çeyreği itibarıyla yatırım fonu yöneten 42 şirket bulunmaktadır. Yönetilen yatırım fonu büyüklüğü 2019 sonuna göre 5 milyar TL artarak 132 milyar TL olmuştur.

Yatırım fonu yöneten şirketler arasında toplam yönetilen yatırım fonlarının %47'si 3 şirket (İş, Ziraat ve Ak Portföy) tarafından yönetilmektedir.

MKK verilerine göre toplam yatırım fonu yatırımcı sayısı önceki yıla göre 106.724 artarak 3 milyonu aşmıştır. Bu yatırımcıların önemli büyüklüğünün bireysel yatırımcılardan meydana geldiği anlaşılmaktadır. Bireysel yatırımcılar toplam yatırım fonu portföy büyüklüğünün %72'sini meydana getirmektedir.

Tablo 4: Yatırım Fonu Büyüklükleri (milyon TL)

	2019/03	2019	2020/03
Menkul Kıymet Yatırım Fonu	62,927	98,635	97,042
Gayrimenkul Yatırım Fonu	5,355	6,842	7,014
Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	848	1,516	1,780
Borsa Yatırım Fonu	270	292	426
Serbest Yatırım Fonu	9,066	20,007	25,898
Toplam	78,465	127,292	132,160
Özel Fon	7,714	13,344	14,143

Kaynak: TSPB

Yatırım fonları, menkul kıymet yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, borsa yatırım fonları ile serbest yatırım fonlarından meydana gelmektedir.

Menkul kıymet yatırım fonları 2020'nin ilk çeyreği itibarıyla toplam yatırım fonlarının %73'ünü oluştururken bu fonların tüm yatırım fonları arasındaki dağılımı bir önceki döneme göre 4 puan düşüş sergilemiştir. Bu düşüşte serbest yatırım fonlarındaki artış etkili olmuştur.

Serbest yatırım fonlarının sayısı 2020'nin ilk çeyreği itibarıyla 2019 sonuna göre 22 adet artarak 196'a çıkarken bu fonların portföy büyüklüğü ise %29 artarak 26

milyar TL olmuştur. Türk lirası hem de döviz mevduat faizlerinin 2019'un ikinci yarısında hızla düşüşe geçmesi yatırımcıların alternatif yatırım aracı arayışına girmesine neden olmuştur. Bu dönemde döviz cinsinden işlem gören döviz serbest yatırım fonları cazip bir alternatif sunarak yatırımcıların bu kıymetlere yönelmesini sağlamıştır.

Yeni kurulmaya başlandığı 2016 sonunda, 3 adet gayrimenkul fonu 85 milyon TL tutarında büyüklüğe sahipken, 2020'nin ilk çeyreği itibarıyla 14 portföy yönetim şirketi tarafından yönetilen gayrimenkul yatırım fonu sayısı 42'ye çıkmış, bu fonların büyüklüğü ise 7 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

Tablo 5: Yatırım Fonlarında Net Sermaye Girişleri (milyon TL)

	2020 Başı Portföy Büyüklüğü	2020 Ocak – Mart Net Sermaye Girişi	2020 Ocak – Mart Değer Artışı	2020 Mart Sonu Portföy Büyüklüğü
Para Piyasası	39,903	-5,288	853	35,468
Serbest	21,870	8,546	223	30,639
Borçlanma Araçları	27,493	-1,513	449	26,429
Değişken	10,153	-1,245	-57	8,851
Gayrimenkul	6,405	67	106	6,578
Katılım	5,771	-1,548	154	4,377
Hisse Senedi	3,796	996	-749	4,043
Fon Sepeti	2,652	1,275	-180	3,747
Kıymetli Madenler	1,225	664	285	2,174
Girişim Sermayesi	1,585	205	90	1,880
Korumalı	919	37	12	968
Karma	566	48	-54	560
Genel Toplam	122,337	2,243	1,134	125,714

Kaynak: MKK

İlk olarak 2016 yılında kurulan girişim sermayesi fonlarının sayısı aynı dönemde 22'ye çıkmıştır. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 1,8 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

Merkezi Kayıt Kuruluşu aylık bazda yatırım fonlarındaki fiyat etkisinden arındırılmış net sermaye giriş-çıkışlarını yayımlamaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yurtdışında kurulu fonları MKK'da yer almadığı için Tablo 5'te sunulan MKK'da saklanan portföy büyüklüğü (2020'nin ilk çeyreği itibarıyla 126 milyar TL) Birliğimizin derlediği tutardan (132 milyar TL) düşüktür.

Tablo 6: Menkul Kıymet Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı

	2019	2020/03
Repo	25,076	28,679
ÖSBA	20,487	24,290
Eurobond	13,485	20,157
DİBS	10,517	10,655
Pay	8,837	9,207
Mevduat	23,640	8,238
Kira Sertifikası	5,932	6,265
Altın	611	1,243
Diğer*	5,460	8,217
Toplam	114,046	116,951

Kaynak: Takasbank

*Takasbank Para Piyasası, diğer fon katılma payları, vadeli işlem nakit teminatları içermektedir.

Tablo 5'te gösterildiği üzere 2020 yılında yatırım fonlarındaki en büyük artış 9 milyar TL ile serbest yatırım fonlarında gerçekleşmiştir. Serbest yatırım fonlarına olan yatırımcı ilgisi eurobondların fon bünyesinde alınmasıyla elde edilen vergisel avantaj yanında döviz cinsinden yatırımda

bulunmak isteyen yatırımcıların bu fonlar sayesinde döviz tevdiat hesaplarından daha dolgun getiri elde edebilmesinden kaynaklanmaktadır. Birliğimizce bilgi amacıyla derlenen, portföy yönetim şirketleri tarafından kurularak kişi veya kuruluşlara katılma payları önceden belirlenmiş şekilde tahsis edilen özel fonların büyüklüğü ise 2020'nin ilk çeyreğinde 2019 sonuna göre 700 milyon TL artarak 14 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde fon sayısının da 113'den 123'e çıktığı görülmektedir.

Takasbank'tan temin edilen menkul kıymet yatırım fonlarının dağılımı Tablo 6'da verilmektedir. Yatırım fonu verilerine gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları dahil değildir.

Menkul kıymet yatırım fonlarının önemli bölümünün kısa vadeli enstrümanlardan meydana geldiği görülmektedir.

2020'nin ilk çeyreği itibarıyla mevduat 15 milyar TL azalırken toplam dağılımdaki ağırlığı %21'den %7'e gerilemiştir. Bu durum 2019'un ikinci yarısından itibaren istikrarlı olarak düşen mevduat faizlerinden kaynaklanmaktadır. 2020'nin ilk çeyreğinde serbest yatırım fonlarına olan ilginin de etkisiyle menkul kıymet yatırım fonu portföylerinde yer alan eurobond büyüklüğü %49 artışla 20 milyar TL'nin üzerinde çıkmıştır. Dolar cinsinden eurobond değeri Aralık 2019 sonunda 2,3 milyar iken bu tutar Mart 2020'de yaklaşık 800 milyon artışla 3,1 milyara yükselmiştir.

Emeklilik Yatırım Fonları

2020'nin ilk çeyreği itibarıyla 25 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2020'nin ilk çeyreğinde emeklilik yatırım fonları büyüklüğü otomatik katılım sistemi (OKS) fonları dâhil olmak üzere 2019 sonuna göre 4,5

milyar TL büyüyerek 131 milyar TL'ye ulaşmıştır.

2017 yılında devreye giren ve kademeli olarak kapsamı genişletilen otomatik katılım sistemindeki fon büyüklüğü toplam emeklilik yatırım fon büyüklüğünün 8,8 milyar TL'sini oluşturmaktadır. 2020'nin ilk

eyređi itibariyle sistemdeki toplam katılımcı sayısı 5,4 milyon kişidir.

Tablo 7: Emeklilik Yatırım Fonu Portföy İçerik Dağılımı		
	2019	2020/03
DİBS	38,184	40,260
Kira Sertifikası	17,469	24,361
Eurobond	16,774	17,456
Pay	18,539	16,908
ÖSBA	10,114	10,422
Repo	10,715	7,045
Mevduat	6,016	5,786
Altın	4,845	4,480
Diğer*	5,031	4,498
Toplam	127,687	131,217

Kaynak: Takasbank

*Takasbank Para Piyasası, diğer fon katılma payları, vadeli işlem nakit teminatları içermektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

2020'nin ilk çeyreği itibariyle bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 26 kurum bulunmaktadır. İlgili dönemde 2.328 gerçek, 239 tüzel kişinin toplamda 31 milyar TL'lik portföyü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği unutulmamalıdır.

Yatırım fonlarına ilgi 2020'nin ilk çeyreğinde %4 ile sınırlı kalırken bireysel portföy yönetimi büyümesi %8 olmuştur. Bu dönemde portföy yönetim şirketlerinden bireysel portföy yönetimi hizmeti alan yatırımcıların yarısından fazlasının üç portföy yönetim şirketinden birine (Azimut, Yapı Kredi ve Ak) yöneldiği görölmektedir.

İlk beş kurum (Ziraat, Ak, İş, Garanti ve Yapı Kredi Portföy) toplam emeklilik yatırım fonlarının %83'ünü yönetmektedir.

Takasbank'tan alınan emeklilik yatırım fonu portföy içerik dağılımı Tablo 6'da sunulmaktadır.

Kamu kira sertifikalarındaki artışla 2020'nin ilk çeyreği itibariyle kira sertifikası 7 milyar TL artarak 24 milyar TL'yi aşarken. Repo bakiyesi 4 milyar TL azalmış, toplam portföydeki payı 2019 sonunda %8'den Mart 2020 sonunda %5 seviyesine gerilemiştir. Pay senetlerinin ağırlığı yatırım fonlarında %13 ile yatırım fonlarındaki payın (%8) yaklaşık iki misli kadardır.

Bireysel portföy yönetimi en yüksek üç kurum (Ziraat, Ak ve İş Portföy) portföyün %69'unu yönetirken, banka kökenli bu kurumların ardından gelen bağımsız iki kurumun (Azimut ve İstanbul Portföy) toplam portföydeki pazar payları %19'dur.

Birliğimiz bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayrıştırarak derlemektedir. Bu doğrultuda incelendiğinde, 2.328 gerçek kişinin özel portföy yönetimi kapsamında yönetilmekte olan 8 milyar TL'lik yatırımlarının %55'i yatırım fonlarında değerlenmektedir. Aynı oran 23 milyar TL'lik tüzel kişi portföyünde daha düşük olup %17'dir.

Tablo 8: Bireysel Portföy Yönetimi (mn. TL)			
	Kolektif Yatırım Araçları	Diğer Yatırım Araçları	Toplam
Gerçek Kişi	4,452	3,622	8,075
Tüzel Kişi	3,945	18,841	22,786
Toplam	8,397	22,464	30,861

Kaynak: TSPB

Yatırım Ortaklıkları

Portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Halihazırda 49 adet yatırım ortaklığının 12'si portföy yönetim şirketlerinden portföy yönetim hizmeti almaktadır. Yatırım ortaklığı toplam portföyünün %86'sı menkul kıymet yatırım ortaklıklarından meydana gelmektedir.

Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü

2020'nin ilk çeyreğinde 2019 sonuna göre 79 milyon düşüşle 565 milyon TL'ye inmiştir.

Yatırım ortaklığı portföy büyüklüğündeki düşüşün neredeyse tamamı menkul kıymet yatırım ortaklıklarından kaynaklanırken gayrimenkul yatırım ortaklığı portföy büyüklüğü 4 milyar TL artışla 17 milyar TL'ye yaklaşmıştır.

Tablo 9: Yatırım Ortaklığı Büyüklükleri (milyon TL)

	2019/03	2019	2020/03
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı	465.5	566.5	486.7
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	9.9	12.8	16.8
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	34.5	64.5	61.3
Toplam	510.0	643.8	564.8

Kaynak: TSPB

ÇALIŞAN PROFİLİ

2019 yılında Halk ve Vakıf Portföy'ün faaliyetlerinin sona ermesiyle sektörde çalışan sayısı azalsa da yeni kurumların faaliyete geçmesiyle 2020'nin Mart sonu itibarıyla çalışan sayısı 750 olmuştur. Sektörde toplam çalışan sayısının yalnızca %36'sını kadınlar oluşturmaktadır.

49 portföy yönetim şirketi arasında çalışan sayısı sıralamasında 50 ve üzeri çalışana sahip olan 3 kurumun (İş, Yapı Kredi ve Ak Portföy) çalışan sayısı toplam portföy

yönetim şirketlerindeki çalışan sayısının dörtte biri kadardır. Diğer taraftan çalışan sayısı 5 veya 5'ten daha az olan 13 kurum bulunmaktadır. Sektör geneline bakıldığında ortalama çalışan sayısı 15'tir.

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanlarının %34'ünün lisansüstü diploması (yüksek lisans ve doktora) bulunmaktadır. Ayrıca çalışanların %45'i 15 yıl ve üstü tecrübeye sahiptir.

Tablo 10: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar

	Çalışan Sayısı			Ortalama Çalışan Sayısı		
	2019/03	2019/12	2020/03	2019/03	2019/12	2020/03
Genel Müdür	52	48	48	1	1	1
Portföy Yönetimi	202	204	205	5	5	5
Yurtiçi Satış	74	76	85	4	4	4
Yurtdışı Satış	5	2	4	2	2	1
Yatırım Danışmanı	13	15	15	2	2	2
Araştırma	35	39	40	1	2	2
Risk Yönetimi	31	33	34	1	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Ope-	66	67	68	3	3	3
Mali ve İdari İşler	114	108	104	2	2	2
İç Denetim-Teftiş	63	61	61	2	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	4	1	1	1
Bilgi İşlem	12	14	15	2	2	2
Diğer	65	66	67	2	2	2
Toplam	737	738	750	14	15	15

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların departmanlara göre dağılımı Tablo 10'da verilmiştir. Portföy yönetim şirketleri ana faaliyet konusu gereğince risk yönetimi ve fon hizmeti departmanları bulundurmakta ya da bu hizmeti dışarıdan temin etmektedir. Sektörde risk yönetimi birimi olan 24, fon hizmet birimi olan ise 25 portföy yönetim şirketi vardır.

2020'nin ilk çeyreği itibarıyla çalışanların %27'si (205 kişi) portföy yönetimi biriminde görev almaktadır. Portföy yönetimi birimi olmayan 11 portföy yönetim şirketlerinde ise genel müdür bu görevi üstlenmektedir.

FİNANSAL TABLOLAR

2020'nin ilk çeyreğinde portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 2019 sonuna göre %6 azalarak 1,1 milyar TL'ye inmiştir.

Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %93'ü dönen varlıklardan meydana

gelmektedir. Özkaynaklar ise toplam varlıkların %86'ını oluşturmaktadır.

Portföy yönetim şirketlerinin toplu bilançolarındaki toplam varlıkların %53'ü beş kuma (Garanti, İş, Ak, Ziraat ve Yapı Kredi Portföy) aittir.

Tablo 11: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)			
	2019/03	2019	2020/03
Dönen Varlıklar	733.7	1,034.3	996.2
Nakit ve Nakit Benzerleri	328.9	419.4	410.7
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	272.7	418.4	425.1
Diğer Dönen Varlıklar	132.1	196.4	160.3
Duran Varlıklar	101.0	104.9	77.8
Maddi Duran Varlıklar	27.2	26.8	29.8
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	22.9	14.6	15.3
Diğer Duran Varlıklar	51.0	63.6	32.6
TOPLAM VARLIKLAR	834.7	1,139.2	1,074.0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	74.1	74.1	78.2
Uzun Vadeli Yükümlülükler	37.2	47.2	47.8
Özkaynaklar	723.4	982.2	921.2
Ödenmiş Sermaye	377.4	383.4	380.2
Sermaye Düzeltmesi Farkları	9.9	7.4	13.5
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	5.3	7.7	7.7
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	-3.3	0.1	12.7
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	89.7	83.5	113.4
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	193.5	181.9	321.3
Net Dönem Kârı/Zararı	50.9	318.3	103.2
TOPLAM KAYNAKLAR	834.7	1,139.2	1,074.0

Kaynak: TSPB

2020'nin ilk çeyreğinde sektör genelindeki nakit ve nakit benzerleri bir önceki yıla göre pek değişmeyerek 411 milyon TL olmuştur. Bu dönemde ticari alacaklar 2019

sonunda yapılan tahsilatlara paralel olarak önceki yıllara benzer şekilde %24 azalarak 140 milyon TL'ye gerilemiştir.

Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan portföy yönetim şirketlerinin esas faaliyet gelirleri portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere üç ana kalemdedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

201'un ilk çeyreği ile kıyaslandığında portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonu gelirleri %7 artışla 29 milyon TL'ye yaklaşmıştır. Bu sınırlı yükselişe karşın, portföy büyüklüğündeki artışa paralel olarak yatırım fonlarından elde edilen gelir %97 artarak 192 milyon TL olmuştur. Sonuç olarak, 2019'da portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri

gelirler geçen yılın aynı dönemine göre %80 oranda artış göstererek 229 milyon TL olmuştur. Fon pazarlama ve satış aracılık hizmetlerinden önceki yıllarda olduğu gibi kayda değer gelir elde edilmemiştir.

Yatırım Fonları

2020 yılının ilk çeyreğinde yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler %77 artışla 147 milyon TL'ye ulaşarak toplam gelirlerin %84'ünü oluşturmuştur.

2020'nin ilk çeyreğinde yatırım fonu portföyünün %76'sını oluşturan menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen gelirdeki artış %110 olurken serbest yatırım fonlarından elde edilen gelir portföy

büyükliğındeki artışa paralel olarak %203 artarak 25 milyon TL olmuştur.

Birliğıimizin son 12 aylık komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne

bölünmesiyle elde ettiğı yıllık ortalama komisyon gelirleri Tablo 13'te incelenmektedir. Yatırım fonlarında portföy yönetim şirketlerinin elde ettiğı ortalama komisyon oranı %0,55 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 12: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)			
	2019/03	2020/03	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	126.5	227.9	80.1%
Kolektif Portföy Yönetimi	117.1	221.5	89.1%
Emeklilik Yatırım Fonları	21.9	28.5	30.2%
Yatırım Fonları	94.1	191.5	103.5%
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	69.6	146.5	110.4%
Gayrimenkul Yatırım Fonları	11.4	14.5	27.5%
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	4.7	5.2	12.1%
Borsa Yatırım Fonları	0.2	0.4	89.7%
Serbest Yatırım Fonları	8.2	24.9	202.8%
Yatırım Ortaklıkları	1.1	1.5	30.8%
Bireysel Portföy Yönetimi	9.4	6.4	-31.9%
Gerçek Kişi	3.1	2.3	-24.2%
Tüzel Kişi	6.3	4.1	-35.6%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	1.0	1.1	16.6%
Fon Pazar. ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.0	-
TOPLAM	127.5	229.1	79.6%

Kaynak: TSPB

Emeklilik Yatırım Fonları

Menkul kıymet yatırım fonlarıyla emeklilik yatırım fonlarının büyüklüğü benzer olsa da emeklilik fonlarından elde edilen gelirler daha düşüktür.

2020 yılının ilk çeyreğinde emeklilik yatırım fonu büyüklüğü bir önceki yılın aynı dönemine göre %35 artmış, bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler de buna paralel olarak %30 artışla 29 milyon TL'ye çıkmıştır. Emeklilik fonlarından portföy yönetim şirketleri sektör ortalamasında yıllık %0,10 oranında komisyon elde etmektedir.

Bireysel Portföy Yönetimi

2020 yılının ilk çeyreğinde bireysel portföy yönetiminden elde edilen gelir portföy

büyükliğı 6 milyar TL artmasına karşın %32 azalarak 6 milyon TL olmuştur.

2020'nin ilk çeyreğı itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti veren şirketlerin yıllık ortalama komisyon oranı %0,14'tür.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının sadece küçük bir bölümü portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir. Yatırım ortaklığından 2020 yılının ilk çeyreğinde elde edilen gelir 1,5 milyon TL'dir.

Bu dönemde yatırım ortaklığı yöneten portföy yönetim şirketlerinde yıllık ortalama komisyon oranları %0,92 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 13: Portföy Yön. Komisyon Oranı*	
	Toplam
Yatırım Fonu	0.55%
Emeklilik Yatırım Fonu	0.10%
Bireysel Portföy Yönetimi	0.14%
Yatırım Ortaklığı	0.92%
Toplam	0.30%

Kaynak: TSPB

*Yıllıklandırılmış.

Giderler

2020'nin ilk çeyreğinde genel yönetim giderleri geçtiğimiz yıla göre %21 artışla 112 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %59'unu personel giderleri oluşturmaktadır.

2019'un ilk çeyreğinde 757 olan ortalama çalışan sayısı 2020'nin aynı döneminde 748'e inmiştir.

Personel giderlerini ortalama personel sayısına bölerek, bir çalışanın aylık ortalama maliyetini bulmak mümkündür. 2020'nin ilk çeyreğinde bu tutar geçen yılın aynı dönemine göre %29 artarak 29.410 TL olmuştur. Buna karşın, artan karlılığa paralel olarak çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise bu dönem geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık iki katına çıkarak 45.994 TL olmuştur.

Tablo 14: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

	2019/03	2020/03	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	142.7	247.6	73.5%
Satışların Maliyeti (-)	-15.2	-17.0	11.6%
BRÜT KAR/ZARAR	127.5	230.6	80.9%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.3	-3.5	51.2%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-92.9	-112.1	20.7%
<i>Personel Giderleri</i>	-51.6	-66.0	27.8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	-100.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	11.9	13.3	11.6%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-7.5	-9.8	30.8%
FAALİYET KÂRI/ZARARI	36.6	118.5	223.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	27.9	29.6	5.8%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-15.0	-25.0	66.2%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	49.5	123.1	148.5%
Finansman Gelirleri	18.6	11.8	-36.6%
Finansman Giderleri (-)	-0.5	-0.8	63.0%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	67.6	134.0	98.2%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-14.2	-30.8	116.5%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-2.5	0.0	-99.2%
DÖNEM KARI/ZARARI	50.9	103.2	102.6%

Kaynak: TSPB

Kârlılık

Özellikle yatırım fonu portföy büyüklüğündeki artışla portföy yönetim şirketlerinin faaliyetlerinden elde ettikleri gelir 2019'dan başlayarak önemli ölçüde artmıştır. Bu dönemde brüt kar bir önceki yıla göre %81 artarak 231 milyon TL'ye yükselmiştir.

Bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında faaliyet giderlerinde brüt kara göre oransal olarak belirgin bir değişiklik görülmektedir. Artan portföy büyüklüğü ile beraber satış gelirlerinde önemli bir artış görülürken giderler aynı hızda büyümemiştir.

Yükselen gelirlerin ağırlığıyla sektörün net faaliyet gelirleri de son bir yıl içinde %224 artarak 119 milyon TL'ye yükselmiştir.

Yatırım faaliyetleri ile finansman faaliyetlerinden elde edilen net gelirlerde bir önceki yılın aynı dönemine göre yarı yarıya azalarak 16 milyon TL'ye gerilese de net kar yaklaşık iki katına çıkarak 103 milyon TL'ye ulaşmıştır. Net kârlılık ve özsermaye kârlılığı da gelirlerdeki artışa paralel olarak artmıştır.

Tablo 15: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem K/Z		
	2019/03	2020/03
Kurum Sayısı	52	49
Kâr Eden Kurum Sayısı	30	27
Zarar Eden Kurum Sayısı	22	22
Net Dönem Kârı (milyon TL)	50.9	103.2
Kâr Toplamı (Milyon TL)	60.9	111.1
Zarar Toplamı (Milyon TL)	-10.0	-7.9
Net Kâr/Gelirler	40.0%	44.7%
Özsermaye Kârlılık Oranı	31.3%	43.4%

Kaynak: TSPB

2020'nin ilk çeyreğinde 27 kurum 110 milyon TL kâr ederken 22 kurum 8 milyon TL zarar etmiştir. Sırasıyla en çok kâr eden Ak, Yapı Kredi, Ziraat, Garanti ve İş

Portföy toplam 77 milyon TL kâr tutarıyla sektör toplam kârının %73'ünü oluşturmuştur.

PANDEMİ SONRASI EKONOMİK GÖRÜNÜM

Kaan Uysal

Aralık 2019’da ortaya çıkan ve dünya çapında bir sağlık krizine sebep olan COVID-19 salgını, özellikle son 3 ayda büyük ekonomik darbeleri beraberinde getirmiştir. Bu durum, Dünya Bankası (WB) ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gibi uluslararası kurumların düzenli olarak yaptığı ekonomik değerlendirmelerin Ocak beklentilerinden sapmasına neden olmuştur. COVID-19’u takip eden küresel yavaşlamayı güncel raporlardan derleme yaparak mercek altına alan

bu makalede Dünya Bankası’nın *Küresel Ekonomik Beklentiler* ve OECD’nin *Ekonomik Görünüm* raporlarının Haziran 2020 sayıları incelenmektedir. Bu uluslararası kurumların hem dünya hem de Türkiye için görüşleri özetlenmektedir. Ayrıca, Uluslararası Para Fonu (IMF) da Nisan ayında sınırlı tahminlerle yayımladığı *Dünya Ekonomik Görünümü* raporuna Haziran’da kısa bir güncelleme getirmiştir. Yenilenen IMF tahminlerine de raporda yer verilmektedir.

MAKROEKONOMİK DURUM VE KÜRESEL BEKLENTİLER

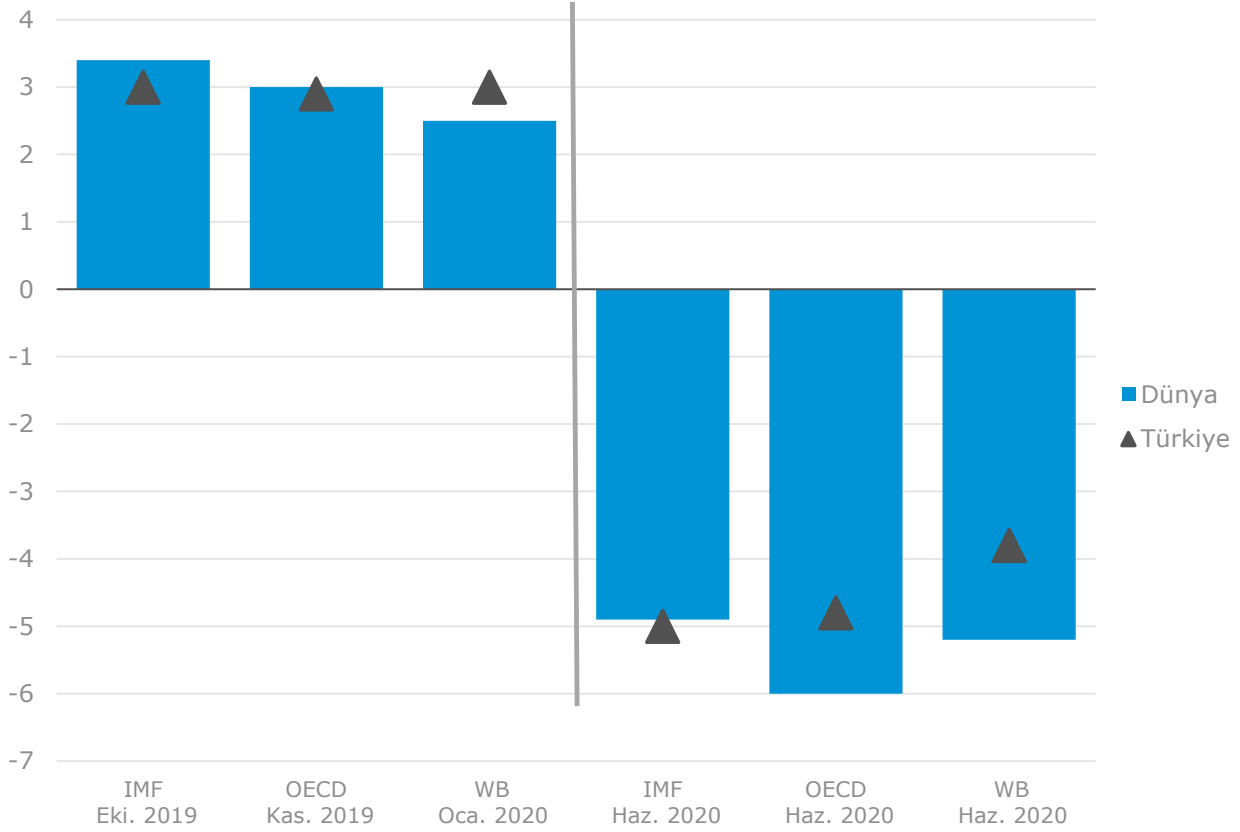
2019 yılının başında Amerika Birleşik Devletleri ile Çin arasında geçen ticaret müzayede-leri ve Birleşik Krallık’ın Avrupa Birliğinden çıkış sürecinin tekrar ertelenmesi, yılın kalanında hâkim olan küresel büyüme endişelerine altyapı oluşturmuştu. Ancak, 2019 sonu ve 2020 başında yayımlanan uluslararası kurum beklentileri bazı risklere işaret etmiş olsa da 2020 yılına daha olumlu havada başlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki istikrarlı 2020 büyüme tahminlerine, gelişmekte olan ülkelerdeki bir miktar hızlanan büyüme beklentileri eşlik etmiştir. Fakat 2020’nin ilk çeyreği COVID-19 salgınına beraberinde getirerek, Grafik 1’de görüleceği gibi, uluslararası beklentilerin 180 derece dönmesine sebep olmuştur. Tablo 1’de ise, bu raporda değerlendirilen Dünya Bankası, IMF ve OECD’den seçme verilerin sergilendiği makro tahminler tablosu verilmiştir.

Dünya Bankası’nın Haziran 2020’de yayımladığı Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu’na göre, 2020 yılında dünya ekonomisi son 80 yılın en büyük daralmasını kaydederek %5,2 küçülecektir. Banka beklentileri, COVID-19 salgınının beşerî sermaye verimliliği gibi temel büyüme faktörlerini *uzun vadede* etkileyeceği ve yaşam standartlarını büyük ölçüde düşüreceği yönündedir. COVID-19 salgınının kontrol altına alınması beklenenden uzun sürerse, ekonomik daralmanın sadece uzamayacağı, ayrıca derinleşeceği de düşünülmektedir.

Dünya Bankası geliştirmekte olan ülkelerin COVID-19’un uzun dönem etkilerine karşı özellikle savunmasız kaldığını vurgulamıştır.

Ayrıca Banka, enerji ihraç eden ülkelerin ise tarihî düşük seviyelere gerileyen petrol fiyatları sebebiyle büyük zorluklar içine girdiğine dikkat çekmiştir.

Grafik 1: Milli Gelir Büyüme Oranı Haziran 2020 Beklenti Revizyonu (%)



Kaynak: OECD, Dünya Bankası

Not: OECD Haziran 2020 beklentileri tek salgın senaryosunu göstermektedir. Çift salgın ihtimaline raporun devamında değinilecektir.

COVID-19'un ekonomik bağlamda küçülmeye etkisi çeşitli mekanizmalar üzerinden gerçekleşmektedir. Örneğin, Güney Amerika ve Karayipler bölgesinde ekonomik daralma, yeterli önlemlerin alınmaması dolayısıyla yerel salgının nüfusun daha büyük bir oranını etkilemesi ve turizm gibi uluslararası yayılma etkisi büyük sektörlerle olan bağımlılıktan kaynaklanmaktadır. Avrupa ve Orta Asya'da ise durgunluk daha çok salgını önlemek adına alınan katı tecrit kurallarının sonucudur.

Bu durum ülkeleri bir tercihle karşı karşıya bırakmaktadır. Hem Dünya Bankası, hem de OECD'ye göre, COVID-19'a karşı şu an sıkı tedbirler almak ekonomiyi derin ancak kısa süreli bir daralmaya iterken, daha hafif tedbirlerle ekonomiyi canlı tutmak sığ ancak uzun süreli bir daralmaya yol açmaktadır. Hangi yolun tercih edileceği, ülkelerin sağlık altyapıları ve tarihsel büyüme

ortalamalarından beklenen sapma gibi faktörlere göre ülkeden ülkeye farklılık yaratacaktır.

Geçtiğimiz dönemde birçok ülke etkili mali ve para politikalarıyla çok daha kötü sonuçları engellemeyi başarmış olsa da neredeyse bütün gelişmekte olan ekonomilerde kişi başına düşen milli gelirin küçülmesi beklenmektedir ve milyonlarca insanın yoksulluk sınırının altına düşmesi söz konusudur.

Uluslararası kurumlar değerlendirmelerinde kayıt dışı sektörlerin büyük olduğu ülkelerde salgının ekonomik etkilerinin daha çok hissedilebileceğini vurgulamıştır. Kayıt dışı sektörlerin ülkelerdeki boyutunu hesap etmek kayıt dışı sektörlerin doğasından ötürü kolay olmamaktadır. Ancak, Uluslararası İşgücü Örgütü'ne göre dünyada kayıt dışı sektörlerde 2 milyara yakın insan çalışmaktadır. Bu nüfusun %80'e yakınının ciddi bir şekilde

etkilendiği düşünülmektedir. Kayıt dışı sektörlerin büyük olduğu ülkelerde burada çalışan nüfus sağlık sistemlerinin ve sosyal güvenlik ağlarının da dışında kalabildiği için hükümetlerin COVID-19’la mücadele politikalarından yararlanamamaktadır. Bu sebeple kayıt dışı sektörlerin büyük olması gerçek yaşam kalitesinin verilerin yansıttığından daha düşük olmasına sebep olabilmektedir.

Yanı sıra, hizmet sektörünün COVID-19 salgınından özellikle ağır bir şekilde etkilenmesi beklenmektedir. IMF ve Dünya Bankası bu etkinin kalıcı olabileceğine dair değerlendirmelerde bulunmuştur. Bu durum sosyal mesafe ve karantina uygulamalarıyla beraber, tasarrufa yönelen tüketici davranışlarının bileşik bir sonucu olarak yorumlanabilir.

İlaveten, Dünya Bankası raporuna göre salgın uzun süren küçülme dönemiyle beraber yatırımda daralma, küresel tedarik zincirinde kırılmalar ve işsiz kesimde beşerî sermaye erozyonu gibi uzun dönem sonuçlar doğurabilir. Bu kalıcı etkiler ileri bölümlerde detaylı olarak incelenmekle beraber, Türkiye özelinde de değerlendirilmiştir.

Ayrıca, COVID-19 salgını ve salgını kontrol etmek amacıyla alınan politikalar petrol talebi üzerinde öngörülememiş bir çöküşe sebep olmuştur. Mart ayında düşük talep nedeniyle dünya çapında petrol stoklarının dolmasıyla petrol fiyatları tarihin en büyük aylık düşüşünü kaydetmiştir. Bu durum enerji ihraç eden ülkelerin salgın ile mücadelesini daha da zorlaştırmıştır.

Bunlara ilaveten, OECD, Dünya Bankası’na göre daha odaklanmış veriler de paylaşmaktadır. OECD’nin Ekonomik Görünüm raporunun Haziran 2020 sayısı, özellikle ikinci bir COVID-19 dalgası ihtimalini değerlendirmiş, bütün beklentilerini bu bağlamda iki senaryo altında incelemiştir. İkinci dalga senaryosu, herhangi bir ülke için yeni salgın vakalarının tekrar artmaya başlaması ve ülkenin eğitim, seyahat ve ticarette çeşitli kısıtlamaları

yeniden devreye sokması olarak tanımlanabilir. Örgüt, 2020’de tek salgın senaryosunda “V”, çift salgın senaryosunda “W” şeklinde bir toparlanma beklentisi çizmektedir.

Tablo 2’de salgın senaryolarına göre OECD beklentileri verilmiştir. Burada görüldüğü üzere Örgüt, salgın mevcut çizgiyi sürdürürse 2020 sonunda dünya çapında %6 küçülme beklemekteyken, ikinci bir dalga gerçekleşirse bu beklentiyi yaklaşık %8’e çıkarmaktadır. Bunun yanında, OECD işsizlik oranında büyük bir artış ve dış ticarete ciddi bir reel küçülme beklemektedir. Tek dalga senaryosunda 3,8 puan artarak %9,2’ye çıkması öngörülen OECD ülkeleri işsizlik oranı ortalamasının, ikinci dalga durumunda bunun da üstüne çıkarak %10’ları göreceği düşünülmektedir. Dünya ticaret hacminde ise yine senaryolara göre 2020 yılında %9,5 veya %11,4 küçülme tahmin edilmektedir. Bu beklenti 2012-2019 yılları arasında ortalama %3,3 büyüyen dünya ticaret hacmi için çarpıcı bir revizyondur.

İkinci dalga ihtimalinin doğrudan 2020 yılı daralma beklentilerine etkisinin yanında, 2021 yılı yeniden toparlanma beklentilerine etkisi de fazlasıyla dikkat çekicidir. İkinci bir COVID-19 salgını; dünya için 2020’de beklenen ortalama küçülmeyi 1,25 kat ciddileştirirken, 2021’de beklenen yeniden büyümeyi ise tek salgın senaryosunun neredeyse yarısında bırakmaktadır. Yani, ikinci bir salgının, kısa vadede ekonomik aktivitelerde sebep olacağı duraksama kadar, sağlık endişeleri geçtikten sonra bile, krizden toparlanma sürecini derinden etkilemesi beklenmektedir. Dünya Bankası’nın salgının büyüme faktörlerine olan etki mekanizmalarına ilişkin değerlendirmeleri raporumuzun “COVID-19’un Kalıcı Yaraları” bölümünde detaylandırılmaktadır.

OECD de Dünya Bankası raporuna paralel olarak gelişmiş ülkelerde daha büyük oranlı daralmalar yaşanmasını beklemektedir. Ancak, yine Dünya Bankası’nın da belirttiği gibi, OECD gelişmekte olan ekonomilerin daha

büyük bir risk altında olduğuna dikkat çekmektedir. Genel olarak, gelişmiş ülkelerde daha büyük daralma oranları beklenmesine rağmen, ikinci salgın ihtimalinde gelişmiş ekonomilerin küçülme beklentileri kendi tek dalga senaryolarına göre fazla bir artış göstermemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise ikinci bir salgının gerçekleşmesi, kendi daralma beklentilerini tekli senaryoya göre ciddi bir şekilde artırmaktadır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkeler için sağlık krizinin iyi yönetimi daha da önemli hale gelmektedir.

Bu bağlamda, Dünya Bankası'nın önerisi, gelişmekte olan ülkelerde kamu sağlık sistemleri ve sosyal güvenlik ağlarının kuvvetlendirilmesinin yanında salgın sonrası sürdürülebilir büyüme planlamasının yapılmasını da öncelik haline getirmektedir. Hem Dünya Bankası hem de OECD, salgının doğuracağı ciddi kalıcı sonuçların önüne geçmek için sağlık sektörü

ve istihdam ile ilgili acil politikaların yanında uzun dönemde verimliliğin azalmasını engelleyecek reformlara hızla başlanmasını salık vermektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ise nisan ayında yayınladığı COVID-19 dönemi beklentilerini Haziran'da kısa bir rapor ile güncellemiştir. IMF'nin istihdam ve kamu borcu konusunda değerlendirmeleri özellikle dikkat çekmektedir.

IMF raporunda yer verilen Uluslararası İşgücü Örgütü'nden (ILO) derlenen rakamlara göre, 2020'nin ilk çeyreğinde, 2019'un son çeyreğine göre dünyada azalan çalışma saatleri tam 130 milyon tam zamanlı iş kaybına tekabül etmektedir. Aynı kıyas 2020'nin ikinci çeyreği ile yapıldığında çalışma saatlerinin tam 300 milyon tam zamanlı iş kadar azaldığı görülmektedir.

Tablo 1: Uluslararası Kurum Makro Tahminleri (Haziran 2020)

	2019			2020T				2021T			
	WB	IMF	OECD	WB	IMF	OECD	Ort.	WB	IMF	OECD	Ort.
GSYH Reel Büyüme Oranı (%)											
Dünya	2.4	2.9	2.7	-5.2	-4.9	-6.0	-5.4	4.2	5.4	5.2	4.9
Gelişmiş Ülkeler	1.6	1.7	-	-7.0	-8.0	-	-7.5	3.9	4.8	-	4.4
ABD	2.3	2.3	2.3	-6.1	-8.0	-7.3	-7.1	4.0	4.5	4.1	4.2
Avro Bölgesi	1.2	1.3	1.3	-9.1	-10.2	-9.1	-9.5	4.5	6.0	6.5	5.7
Japonya	0.7	0.7	0.7	-6.1	-5.8	-6.0	-6.0	2.5	2.4	2.1	2.3
Gelişmekte Olan Ülkeler	3.5	3.7	-	-2.5	-3.0	-	-2.8	4.6	5.9	-	5.3
Çin	6.1	6.1	6.1	1.0	1.0	-2.6	-0.2	6.9	8.2	6.8	7.3
Hindistan	4.2	4.2	4.2	-3.2	-4.5	-3.7	-3.8	3.1	6.0	7.9	5.7
Brezilya	1.1	1.1	1.1	-8.0	-9.1	-7.4	-8.2	2.2	3.6	4.2	3.3
Rusya	1.3	1.3	1.4	-6.0	-6.6	-8.0	-6.9	2.7	4.1	6.0	4.3
Türkiye	0.9	0.9	0.9	-3.8	-5.0	-4.8	-4.5	5.0	5.0	4.3	4.8
İşsizlik* (ortalama, %)	-	-	5.4	-	-	9.2	-	-	-	8.1	-
Enflasyon* (ortalama, %)	-	-	1.9	-	-	1.1	-	-	-	1.3	-
Enflasyon (y-o-y, %)											
Gelişmiş Ülkeler	-	1.4	-	-	0.3	-	-	-	1.1	-	-
Gelişmekte Olan Ülkeler	-	5.1	-	-	4.4	-	-	-	4.5	-	-
Dünya Ticaret Hacmi (%)	0.8	-	1.1	13.4	-	-9.5	11.5	5.3	-	6.0	5.7
Gelişmiş Ülkeler	-	1.5	-	-	-13.4	-	-	-	7.2	-	-
Gelişmekte Olan Ülkeler	-	0.1	-	-	-9.4	-	-	-	9.4	-	-

Kaynak: Dünya Bankası, IMF, OECD

*OECD ülkeleri ortalamalarıdır.

Tablo 2: Salgın Senaryolarına Göre OECD Tahminleri (Haziran 2020)

	2019	Tek salgın		Çift salgın	
		2020T	2021T	2020T	2021T
GSYH Reel Büyüme Oranı (%)					
Dünya	2.7	-6.0	5.2	-7.6	2.8
Gelişmiş Ülkeler	-	-	-	-	-
ABD	2.3	-7.3	4.1	-8.5	1.9
Avro Bölgesi	1.3	-9.1	6.5	-11.5	3.5
Japonya	0.7	-6.0	2.1	-7.3	-0.5
Gelişmekte Olan Ülkeler	-	-	-	-	-
Çin	6.1	-2.6	6.8	-3.7	4.5
Hindistan	4.2	-3.7	7.9	-7.3	8.1
Brezilya	1.1	-7.4	4.2	-9.1	2.4
Rusya	1.4	-8.0	6.0	-10.0	4.9
Türkiye	0.9	-4.8	4.3	-8.1	2.0
İşsizlik* (ortalama, %)	5.4	9.2	8.1	10.0	9.9
Enflasyon* (ortalama, %)	1.9	1.1	1.3	1.1	1.0
Dünya Ticaret Hacmi (%)	1.1	-9.5	6.0	-11.4	2.5

Kaynak: OECD

Tablo 3'te seçilmiş ülkelerin bütçe dengesi ve kamu borcuna ilişkin gösterge ve tahminler sunulmuştur. IMF geliştirmekte olan ülkelerin bütçe açıklarının milli gelire oranının 2020'de yaklaşık iki katına çıkmasını beklemektedir. Daha düşük bütçe açıklarına sahip olan gelişmiş ülkeler için ise bu oran yaklaşık 5 katına yükselmesi öngörülmektedir. Milli gelirlerde zaten ciddi küçülmeler beklendiği için bu oranın artması bu verilerde görüldüğünden de

ciddi bir kamu harcamaları artışına işaret etmektedir. 2021'de ise bütçe açıklarının milli gelire oranının, beklenen büyümelere rağmen 2019 seviyesine dönemediği dikkat çekmektedir. Kamu harcamalarının arttığı bu ortamda, 2020 sonunda küresel kamu borcunun dünya milli gelirinin %101'ini oluşturarak şimdiye dek kaydedilmiş en yüksek seviyeye ulaşması beklense de, IMF 2021'de bu rakamın %103'ü göreceğini tahmin etmektedir.

Tablo 3: Bütçe Dengesi ve Kamu Borcu (%)

	Bütçe Dengesi/GSYH			Kamu Borcu/GSYH		
	2019	2020T	2021T	2019	2020T	2021T
Dünya	-3.9	-13.9	-8.2	82.8	101.5	103.2
Gelişmiş Ülkeler	-3.3	-16.6	-8.3	105.2	131.2	132.3
ABD	-6.3	-23.8	-12.4	108.7	141.4	146.1
Avro Bölgesi	-0.6	-11.7	-5.3	84.1	105.1	103.0
Japonya	-3.3	-14.7	-6.1	238.0	268.0	265.4
Gelişmekte Olan Ülkeler	-4.9	-10.6	-8.5	52.4	63.1	66.7
Çin	-6.3	-12.1	-9.4	52.0	64.1	70.7
Hindistan	-7.9	-12.1	-9.4	72.2	84.0	85.7
Brezilya	-6.0	-16.0	-5.9	89.5	102.3	100.6
Rusya	1.9	-5.5	-3.9	13.9	18.5	18.8
Türkiye*	-5.3	-8.4	-7.5	33.0	40.4	42.2

Kaynak: IMF

*IMF program tanımlı bütçe dengesi kullanılmıştır.

BU KRİZ NEDEN FARKLI?

“Uzun Depresyon”un damga vurduğu 1870’lerden bugüne 14 küresel ekonomik duraklama gerçekleşmiştir. Dünya Bankası, COVID-19 salgınını takip eden duraklamanın bu dönemin dördüncü en derin küçülmesine sebep olmasını beklemektedir. Bu, İkinci Dünya Savaşı’nın sonundan beri en ciddi resesyon olmakla beraber, küreselleşen günümüz modern ekonomilerini en temel yönlerinden sınamaktadır.

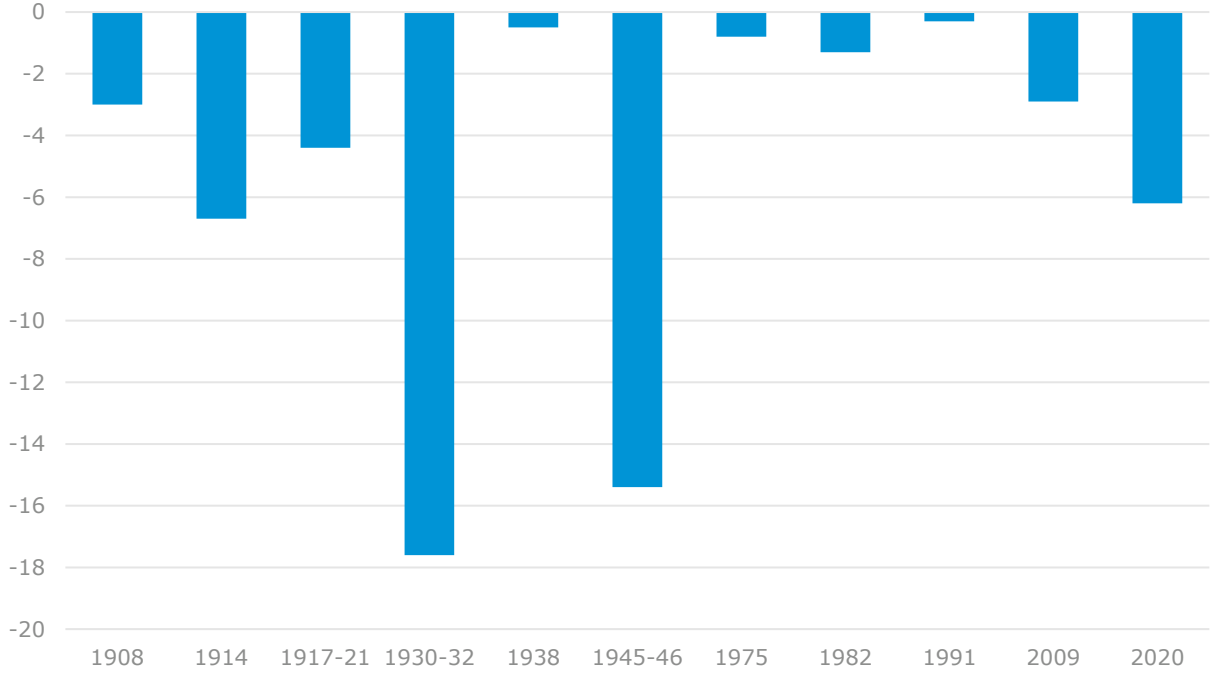
19. yüzyıldan beri, özellikle İngiliz iktisatçı David Ricardo tarafından teorileştirilen “karşılaştırmalı üstünlükler” gibi ekonomik görüşlerin beraberinde getirdiği ticari dışa açıklık, küresel düzeyde uzmanlaşmalı iş bölümünü teşvik ederek işçilik maliyetlerini düşürmüş ve ekonomik büyümeyi hızlandırmıştır. Fakat COVID-19 salgınının getirdiği ekonomik tecrit ve ticari sınırlandırmalar, ülkelerin istekleri dışında gerçekleşmiş olsa da korumacılık düzenini anımsatan bir ortam oluşturmıştır. OECD, bu yıl küresel ticarette %9,5 reel küçülme beklerken, ikinci dalga senaryosunda küçülme beklentisi %11’e çıkmaktadır.

Bu düzene hazırlıklı olmayan dünya ekonomileri için, ulusal sektörlerdeki belirsizliğin ötesinde ticaret kısıtlamalarından doğan küresel tedarik zinciri kırılmaları dünya ekonomileri için daha önce görülmemiş ölçüde senkronize bir krize işaret etmektedir. Günümüz modern ekonomilerinde uzmanlaşma ve küreselleşmenin ışığında birçok ürün, üretimin farklı aşamalarını farklı coğrafyalarda geçirmektedir. Aynı nihai ürünlerde olduğu gibi, ara ürünler için de ülkeler verimli oldukları

sektörlerde üretime yoğunlaşıp bunun bir kısmını ihraç ederken, diğer ara ürünleri ithal etmeyi tercih etmektedir. Küresel tedarik zincirleri de bu düzende ürünlerin hammadde-den nihai haline gelene kadar geçirdiği uluslararası yolculuk olarak tanımlanabilir. Uluslararası ticarete getirilen sınırlandırmalar, bu üretim düzeninde aksamalara sebep olmaktadır. Ayrıca, yakın geçmişteki duraklama dönemlerinin finansal sektör kaynaklı olduğuna dikkat çeken Dünya Bankası, COVID-19 salgınının küresel tedarik zincirlerini aksatmasından dolayı birçok ülkeyi ortak olarak etkileyen bir reel sektör etkisi taşımasıyla öne çıktığını belirtmektedir.

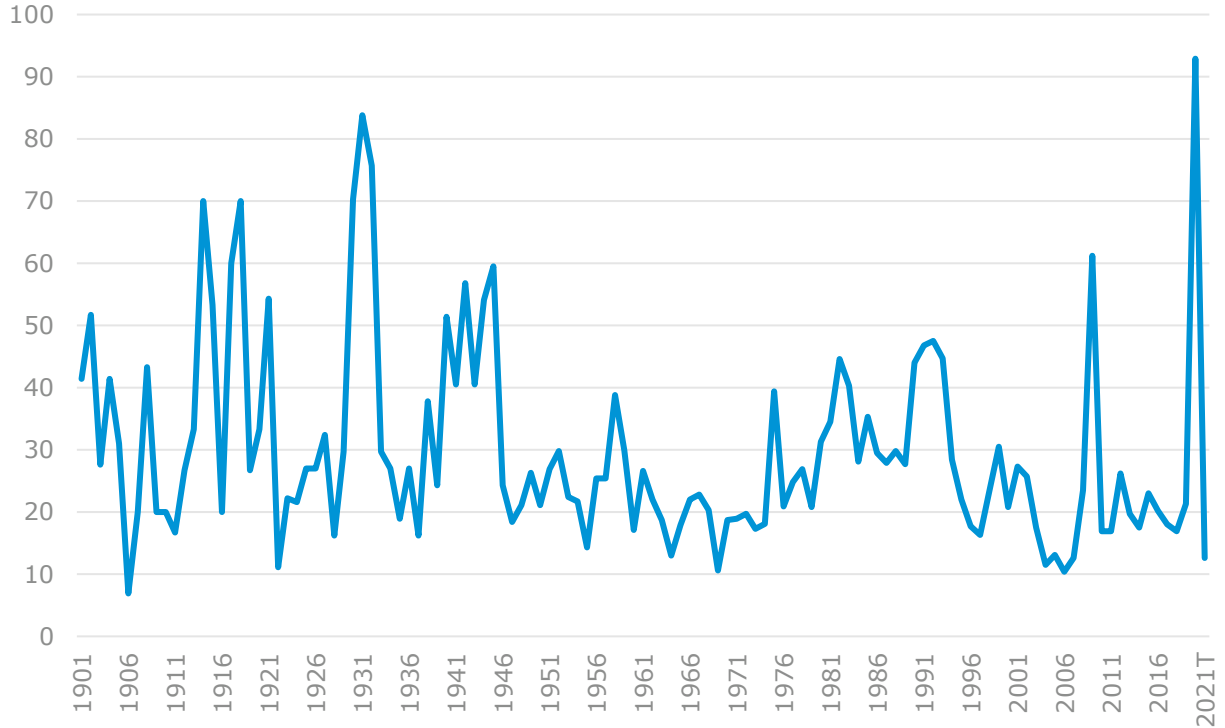
Grafik 2’de görüldüğü üzere, Dünya Bankası’nın 2020 için dünyada kişi başına düşen milli gelirden beklediği %6,2’lik küçülme, Büyük Buhran’ı ve İkinci Dünya Savaşı’nı takip eden ve %17,6 (1930-32) ve %15,4’lük (1945-46) küçülmelerin altında kalmaktadır. Fakat bu iki döneme kıyasla 2020’de dünyadaki ülkelerin çok daha büyük bir oranının daralacağı düşünülmektedir. Dünya Bankası, Grafik 3’te görüldüğü gibi, 2020 yılında tüm dünyada ülkelerin %93’ünün küçüleceğini öngörmektedir. Bu oran, Büyük Buhran sonrası (1931) %83,8, İkinci Dünya Savaşı sonrası (1946) %59,5 ve 2008 Finansal Krizi sonrası (2009) %61,2 ile sınırlı kalmıştır. Böylece, 2020’deki küresel daralmanın 1870’ten beri en fazla ülkeyi etkileyen, en geniş çaplı daralma olması beklenmektedir. Bunalımın bir sağlık krizinden doğması, ekonomileri sektörel yönelmelerine göre fazla ayırt etmeyen etkisini açıklayan bir etkidir.

Grafik 2: Küresel Küçülme Dönemlerinde Dünya Kişi Başına Düşen Milli Geliri Yıllık Reel Değişimi (%)



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 3: Dünyada Kişi Başına Düşen Milli Geliri Küçülen Ülkelerin Oranı (%)



Kaynak: Dünya Bankası

COVID-19'UN KALICI YARALARI

Pandeminin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere olan etkileri incelendiğinde, Dünya Bankası öngörülleri ilginç bir tablo sunmaktadır. Dünya Bankası, 2020 sonunda gelişmiş ekonomilerin %7,0 civarında küçülmesini beklerken, bu beklenti gelişmekte olan ekonomiler için %2,5'tir.

Ancak, bu beklentileri değerlendirirken dikkatli olmak gerekmektedir. Dünya Bankası, gelişmiş ekonomilerin kısa vadede daha fazla küçülmesini, bu küçülmeleri kaldırabilecek sosyal güvenlik ağlarına, sağlık sistemlerine ve bütçe imkanlarına sahip olmalarına bağlamaktadır. Daha çeşitlendirilmiş ekonomilere sahip olan bu ülkeler, yaptıkları katı sınırlamaları kuvvetli altyapılara dayandırarak, büyüme potansiyeli ve işgücü verimliliğine fazla zarar vermeden salgının etkisini dindirebilmektedir. Bu durum, gelişmiş ekonomilerin kısa dönemde ciddi bir daralmayla karşılaşmalarına rağmen uzun vadede ekonomik büyüme yörüngesini bozmamalarını mümkün kılmaktadır.

Katı sınırlamaların uygulanmasından ötürü, OECD, gelişmiş ekonomilerde ikinci bir COVID-19 dalgası ihtimalinin de daha düşük olduğunu, gerçekleşirse de tek dalga beklentilerinin üstüne sadece cüzi bir küçülme ekleyeceğini düşünmektedir. Ayrıca, gelişmiş ekonomilerin piyasa yapıcı özellikleri bu ülkelerin hem para hem de emtia piyasalarında karşılaştıkları fiyatları çok daha uygun kılmaktadır. Bu sebeple, Dünya Bankası daha az küçülmeleri beklenmesine rağmen gelişmekte olan ekonomiler için COVID-19'la mücadele politikalarının finansmanının daha zor olabileceğini belirtmektedir.

Dünya Bankası, 2000 yılından beri gerçekleşen epidemilerin, takip eden beş yıl içinde işgücü verimliliğini ortalama %6 düşürdüğünü tahmin etmektedir. Bu düşüşün, salgınların yatırım ve istihdam üzerindeki etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Banka, bu

mekanizmaya ışık tutmak adına afetlerin genel olarak üretkenliği etkilediği kanalları incelemiş, bunları da arz ve talep kaynaklı olarak sınıflandırmıştır.

AFETLERİN ARZ KAYNAKLI ÜRETKENLİK DARBELERİ

Afetler üretkenliği arz tarafından işgücü, fiziksel sermaye ve entelektüel sermaye üzerinden etkileyebilmektedir.

İşgücü

Afetlerin etkilerinden ilk öne çıkan hastalık ve can kaybı gibi talihsiz neticeler üzerinden işgücünün doğrudan azalmasıdır. Bu durum, aslında özellikle savaş gibi can ve iş kabiliyeti kaybının çok daha yüksek olduğu afetlerde etkin olmuştur. Buna rağmen, Temmuz 2020 itibarıyla sayısı dünyada 700.000'e yaklaşan COVID-19 kaynaklı ölümün de kaybedilen işgücü neticesinde üretimi doğrudan etkilemesi kaçınılmazdır.

Ayrıca, afetlerin getirdiği iş düzeni, insan sermayesinin erozyonu yoluyla üretkenliği etkilemektedir. İşçilerin işyerlerine gitmelerinin veya aynı ortamda çalışabilmelerinin engellenmesi, iş birliğinden doğan verimliliğin azalmasına sebep olur. Mevcut COVID-19 salgınında birçok firmada evden çalışma düzenine geçilmesinin yanı sıra etkinlikler, eğitimler ve toplantılar da dijital ortama aktarılmıştır. Ancak, işçiler işyerlerine kısa vadede dönebilse de beraber çalışma konusunda çekincelerin uzun süre devam edeceği düşünülmektedir. Bu nedenle iş birliği pratiğinin yeniden kazanılması ve üretkenliğin eski seviyesine dönmesi kolay olmayacaktır.

Fiziksel Sermaye

Afetlerin arzı etkilediği bir diğer mekanizma fiziksel sermayenin yok olması ve kaynak dağıtımında yaşanan bozukluklardır. Dünya Bankası, fiziksel sermaye yok olmasının daha çok iklimsel ve jeolojik afetlerde görüldüğüne

dikkat çekmiştir. Fakat, COVID-19 salgınında fiziksel sermaye yok olmamış olsa da salgın üretim ve yatırımda kaynakların dağıtımını etkilemiştir.

Örneğin, birçok ülkede mevcut üretim ve yatırım planlarının ve hükümetin verdiği yatırım/üretim desteklerinin ertelenmesi söz konusudur. Sermaye, üretimde kişisel korunma ekipmanları ve medikal donanımlar gibi ürünlere, yatırımda ise COVID-19 virüsünün araştırılması gibi girişimlere yönelmektedir. Bu durumda kısa vadede üretim devam etse de bu üretim uzun vadeli bir planın dahilinde gerçekleşmemekte, güncel duruma bir reaksiyon niteliği taşımaktadır. Bu da uzun vadede büyüme beklentilerinin ertelenebileceği bir diğer yoldur.

Entelektüel Sermaye

Son olarak, afetler üretim zincirlerindeki kırılmalar sebebiyle inovasyonu aksatarak arzı etkileyebilmektedir. Dünya Bankası'na göre ticaret sınırlamaları gibi önlemler alınmasına sebep olan afetlerde iş yapma masraflarının artmasıyla beraber hem hammadde ve ara ürün ticareti düşmekte, hem de araştırma ve geliştirme yatırımları azalmaktadır.

Örneğin, üretimde kullandığı hammadde veya ara ürünlere ulaşımı zorlaşan firmaların ürün geliştirme yatırımlarına kalan bütçesi de azalmaktadır. Bu durum kısa dönemde gelirlerin azalmasına ek olarak entelektüel sermayenin gelişmesini de yavaşlattığı için uzun vadede bir üretkenlik düşüşüne neden olabilmektedir. Seyahat sınırlamalarının yanında COVID-19 salgınının getirdiği en önemli lojistik kısıtlama olan ticaret engelleri, mevcut krizin bu mekanizmayla üretkenliği kısıtlayacağını düşündürmektedir.

AFETLERİN TALEP KAYNAKLI ÜRETKENLİK DARBELERİ

Dünya Bankası, afetlerin iç talebi oluşturan iki temel başlık olan yatırımlar ve hanehalkı tüketimine etkilerini incelemiştir.

Yatırımlar

Özellikle yakın tarihlere planlanan yatırımlar için ekonomik belirsizlik büyük bir caydırıcı etkindir. Banka, afetler sırasında veya hemen sonrası dönemlerde insanların normalden daha çok riskten kaçındığına dikkat çekmiştir. Yatırımcılar ve firmalar projelerini erteledikçe afetlerin sebep olduğu negatif ekonomik iklimin daha da derinleştiği gözlemlenmiştir. Dünya Bankası'nın bir çalışmasına göre gerçekleşen afet büyüdükçe belirsizlik ortamı da büyümektedir ve bu durum bileşik bir negatif etki oluşturmaktadır (Ludvigson, Ma & Ng, 2020).

COVID-19 salgınının son 150 yılın en geniş kapsamlı resesyonuna sebep olması göz önünde bulundurulunca, belirsizlik ortamının da birçok yatırımı erteleyeceği veya iptal edeceği tahmin edilmektedir. Ayrıca, gerçekleşmeyen uzun vadeli yatırım projelerinin fırsat maliyetleri üzerinden birçok ülkenin potansiyel büyüme kaybına uğrayacağı düşünülmektedir.

Dünya Bankası, özellikle bu belirsizlik mekanizmasının petrol piyasasındaki yansımalarını incelemiştir. Nisan ayında vadeli petrol sözleşmelerinin negatif fiyatları görmesi, günümüzde petrol stoklarının taşmasıyla bağdaştırılmıştır. Dünya Bankası bu düşüşü petrol üretimin artmasına değil, ticari sınırlamaların oluşturduğu belirsizliğin petrol talebini hayli düşürmesine bağlamaktadır. 2019 yılını 65\$¹ ile kapatan spot petrol fiyatları, Dünya Bankası'nın tahminine göre 2020 yılında %48 düşecek ve birçok ülke için önemli gelir problemleri yaratacaktır.

¹ 2019 sonu Brent, Dubai ve WTI fiyatları basit ortalamasıdır.

Geçmiş petrol krizleri analiz edildiğinde, talep kaynaklı fiyat düşüşlerinin daha çok küresel yavaşlamalarla beraber geldiği, yani ihracatçı ve ithalatçı ülkeleri benzer şekillerde etkilediği görülmektedir. Ancak arz kaynaklı petrol krizlerinin daha kalıcı yaraları olduğu belirtilmiştir. Banka'ya göre, ülkeler bu iki tür petrol krizinden ilk sene içinde benzer şekilde etkilenmektedir; fakat, özellikle gelişmekte olan ülkelerde petrol fiyatlarının yeniden toparlanması arz kaynaklı krizlerde daha uzun sürdüğü için bu krizlerde ihracatçı ülkeler daha uzun süre düşük hasıllar kaydetmiştir.

Talep kaynaklı petrol krizleri ilk sene sonunda ortalama %0,3 küçülmeye sebep olurken, bu krizlerde petrol fiyatları üç yıl içinde kriz öncesi seviyelere dönebilmektedir. Ancak, arz kaynaklı petrol krizleri ilk sene sonunda ortalama %0,5 küçülmeye sebep olurken, bu krizlerde petrol fiyatları üç yıl sonunda hala kriz öncesi seviyenin altında kalmaktadır. Bu sebeple, Dünya Bankası mevcut petrol krizinin talep kaynaklı olduğuna dikkat çekerek, arz kaynaklı fiyat düşüşlerinde olduğu gibi ihracatçılara özgü kalıcı gelir sorunları doğmayabileceğini düşünmektedir.

Hanehalkı Tüketimi

Dünya Bankası'na göre afetler hanehalkında doğrudan gelir kaybına sebep olarak talebi

TÜRKİYE

Dünya Bankası raporunda detaylı incelemeler ülkelerden ziyade bölgeler kapsamında yapılırken, OECD raporunda üyelere özel değerlendirmelere yer verilmiştir. Raporlarda Türkiye'ye özgü yapılan yorumlar bu kısımda derlenmiştir.

2018 döviz krizinin ardından yatırımda büyük bir düşüş yaşamasına rağmen, Türkiye 2019'da hem finansal hem reel sektörlerde bir toparlanma senesi geçirmiş ve %1 civarında büyümüştür. Dünya Bankası'nın 2020 Ocak raporunda Türkiye için %3 büyüme beklenirken, COVID-19 salgını ardından

düşürmektedir. Yanı sıra, belirsizlik ortamının getirdiği tüketici davranışları, hanehalkı talebini dolaylı olarak etkilemekte, bileşik bir olumsuz etki oluşturmaktadır.

Geçici veya kalıcı olarak kapanan firmalar sebebiyle artan iş kayıpları ve azalan gelirler, tüketicilerin bu dönemi atlatmak için olabildiğince tasarrufa yönelmesine neden olmaktadır. Harcamaları azalan tüketiciler sebebiyle de daha çok yatırım projesi ertelenmekte, böylece bir negatif etki döngüsü oluşmaktadır. Bu durumda da bir önceki mekanizmada olduğu gibi gerçekleşmeyen uzun vadeli yatırımlar, potansiyel büyümenin aşağı çekilmesine sebep olmaktadır.

Fakat, bu tüketici etkisinin yatırım mekanizmasından daha da uzun süreli olması söz konusudur. Dünya Bankası, tüketicilerin tasarruf eğiliminin acil sağlık krizi geçtikten sonra bile uzun süre devam edebileceğini belirtmektedir. Bu durumun özellikle hizmet sektörünü ciddi bir şekilde etkileyeceği düşünülmektedir. Dışarıda yemek yemek, etkinliklere katılmak veya seyahat etmek gibi faaliyetlerin, ancak yavaş yavaş gündelik hayata entegre edilebileceği tahmin edilmektedir.

haziran ayında bu beklenti %3,8'lik küçülme olarak yenilenmiştir. Yeni beklenti, %-2,5 olarak açıklanan gelişmekte olan ekonomiler ortalamasının altında kalmaktadır.

Fakat, bu sınıfın en büyük ekonomisi olan ve COVID-19 salgını Mart ayı itibarıyla kontrol altına alan Çin'den beklenen %1'lik büyüme, gelişmekte olan ülkeler ortalamasını hayli yuvarı çekmektedir. Sırasıyla %3,2, %6,0, %7,1 ve %8,0 küçülmesi beklenen Hindistan, Rusya, Güney Afrika ve Brezilya gibi önemli gelişmekte olan ülkelerin yanında Türkiye'nin %3,8'lik küçülme beklentisi daha iyi bir

senaryo çizmektedir. Ayrıca, Dünya Bankası 2021 sonu için Türkiye'nin %5,0 büyümesini beklemektedir. Banka, gelişmekte olan ekonomilerin 2021 yılında ortalama %4,6 büyümesini beklediği için Türkiye'nin öngörülen toparlanma oranı da ortalamanın üstünde görünmektedir.

IMF'nin Türkiye'ye ilişkin büyüme tahminleri de 2020 yılı için %5'lik bir daralma, ardından %5'lik bir büyüme öngörmektedir. Ayrıca Fon, kamu maliyesine ilişkin de tahminler açıklamıştır. Türkiye için bütçe dengesinde bir bozulma beklense de ülkenin gerek bütçe açığı gerek de kamu borçluluğu açısından benzer gelişmekte ülkelere kıyasla daha iyi durumda olduğu gözlenmektedir.

OECD ise, üyesi olan Türkiye için daha detaylı veriler paylaşmaktadır ve bu veriler COVID-19 dönemi için yeni bir perspektif sunmaktadır. OECD'nin Ekonomik Görünüm raporunun Haziran 2020 sayısına göre bu sene Türkiye'nin %4,8 küçülmesi beklenmektedir. Salgınla baş eden ülkenin kamu harcamalarındaki %16'lık artış haricinde bütün milli

gelir kalemlerinde, yani tüketim tarafında özel sektör harcamaları, yatırım tarafında gayri safi sabit sermaye ve stok oluşumu, ticaret tarafında da hem ithalat hem ihracat hacimlerinde düşüş beklenmektedir. Kamu harcamalarındaki artış, hükümetin salgınla mücadele politikalarının sonucudur ve neredeyse raporda yer verilen bütün ülkeler için aynı trend gözlemlenebilmektedir.

Ayrıca, OECD'ye göre, takip eden 2021 yılı için %4 civarında bir toparlanma söz konusudur. Ancak Örgüt, salgının yeniden baş göstermesi ihtimalini de katarak bütün üye ülkeler için *ikinci dalga senaryoları* da paylaşmaktadır. Olası bir ikinci COVID-19 dalgasının Türkiye için etkileri Tablo 4'te gösterilmektedir. İkinci bir salgın ihtimalinde Türkiye'nin %8,1 oranında küçülmesi söz konusudur ve bu senaryoda 2021 toparlanma beklentisi sadece %2'dir. Bu beklenti, 2021'de ikinci dalgadan toparlanma senaryoları için tahmin edilen %2,8'lik dünya ortalamasının ve %3,1'lik G20 ortalamasının altında kalmaktadır.

Tablo 4: Uluslararası Kurum Türkiye Tahminleri

	2019	2020T	2021T	2020T	2021T
OECD		Tek salgın		Çift salgın	
GSYH (reel büyüme, %)	0.9	-4.8	4.3	-8.1	2.0
İşgücüne katılım (mn. kişi)	28.1	27.0	27.8	26.7	26.9
İşsizlik (%)	13.7	15.6	14.2	16.8	16.1
Enflasyon (ortalama, %)	13.4	10.8	9.0	10.3	8.6
Cari Denge/GSYH (%)	1.1	0.9	-1.3	0.6	-0.4
Kısa Vadeli Faiz (3 aylık hazine bonosu, yıllık, %)	20.7	8.8	8.1	8.7	7.9
Uzun Vadeli Faiz (5 yıllık devlet tahvili, yıllık, %)	16.2	11.9	10.2	11.8	10.0
DÜNYA BANKASI					
GSYH (reel büyüme, %)	0.9	-3.8	5.0		
IMF					
GSYH (reel büyüme, %)	0.9	-5.0	5.0		
Bütçe Dengesi/GSYH* (%)	-5.3	-8.4	-7.5		
Kamu Borcu/GSYH (%)	33.0	40.4	42.2		

Kaynak: OECD, Dünya Bankası, IMF

*IMF program tanımlı bütçe dengesi kullanılmıştır.

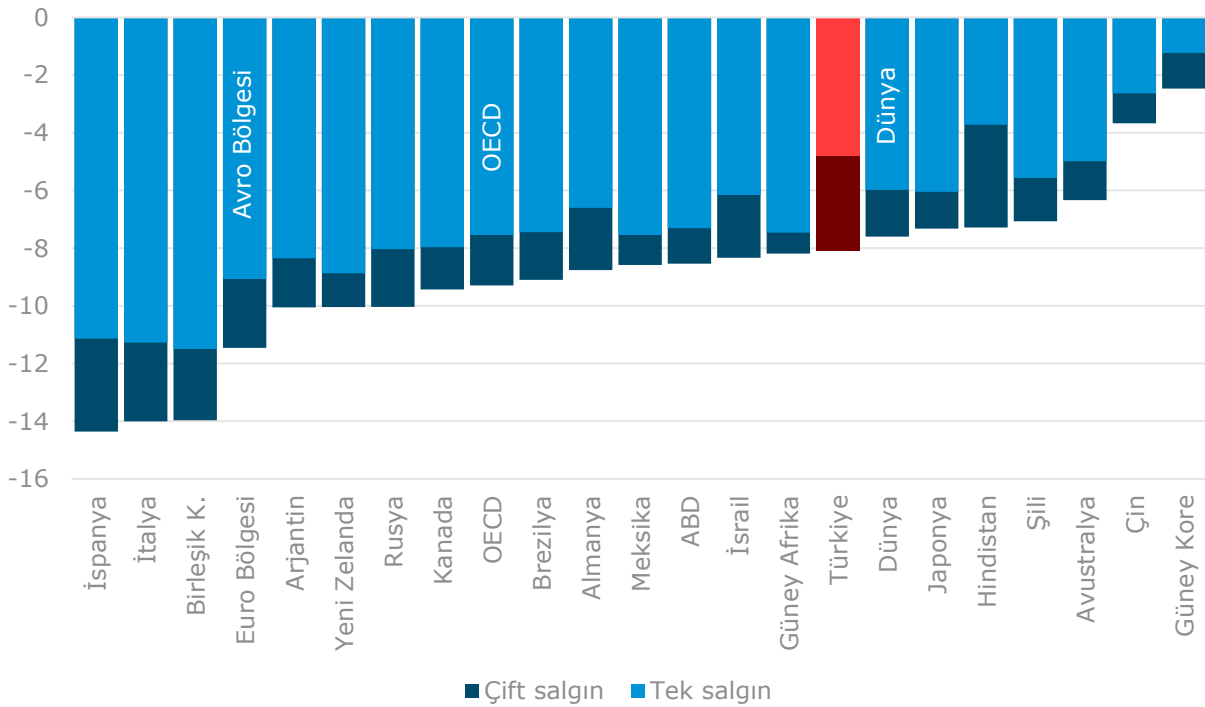
OECD, ikinci bir dalgaya rağmen mevcut uluslararası ticaret sınırlamalarının 2021'e uzamasını beklememektedir. Tablo 1'de de görülmüş olduğu üzere, 2021 dünya reel ticaret büyüme oranı hem IMF, hem Dünya Bankası, hem de ikinci dalga senaryosunda dahi OECD tarafından pozitif tahmin edilmektedir.

Türkiye'nin OECD tarafından tahmin edilen iki senaryosu arasındaki farklar, dünya genelindeki ikinci dalga ihtimalleriyle karşılaştırıldığında daha çok anlam kazanmaktadır. Grafik 4'te OECD üyeleri ve seçilmiş dünya ülkelerinin tek dalga ve çift dalga senaryoları altında küçülme beklentileri gösterilmektedir. Türkiye'nin tek dalga senaryosunda OECD üyeleri ve seçilmiş dünya ülkelerine kıyasla çok daha hafif bir kriz beklendiği göze çarpmaktadır. Fakat, ikinci dalga senaryosunda ise

Türkiye'nin dünya ortalamasının üstüne çıktığı gözlemlenmektedir.

Buna ilaveten, Dünya Bankası'nın raporuyla paralel olarak, gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre çok daha derin küçülmeler yaşayacağı burada da görülmektedir. Türkiye'de beklenen küçülme halihazırda iki senaryoda da Avro Bölgesi ve OECD ortalamalarının altında kalmaktadır. Bu durum, Türkiye'nin ikinci bir salgın dalgasını önleyerek bu krizi diğer gelişmekte olan ülkelere göre çok daha rahat atlatabileceğini göstermektedir. Eğer Türkiye ikinci dalgayı önleyerek krizi hafif geçirirse, ülkenin krizden sonra eski büyüme yörüngesine dönüşünün diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha hızlı gerçekleşmesi de söz konusudur.

Grafik 4: OECD Seçilmiş Ülkeler 2020 Milli Gelir Küçülme Tahminleri (%)



Kaynak: OECD

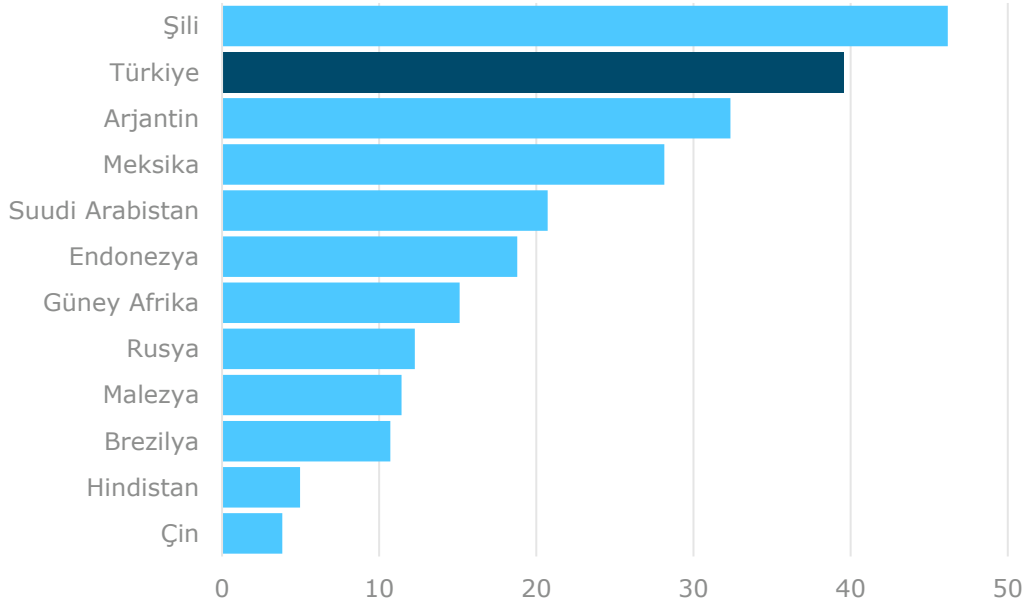
Ancak, eğer ikinci bir salgın önlenemez ve ekonomik kriz ağır geçerse, Türkiye'nin gelişmiş ülkelerle yarışır derinlikte küçülmeler görmesi ihtimali unutulmamalıdır. Nitekim, OECD raporunda gelişmekte olan

ekonomilerin kriz hassasiyetleri de incelenmiştir. 2019 sonu verilerinden derlenen Grafik 5'te gelişmekte olan OECD ülkeleri ve önde gelen diğer gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye'nin döviz borcunun milli gelire

oranı en yüksek ikinci ülke olduğu görülmektedir. Grafik 6'da ise çeşitli gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye'nin döviz rezervlerinin milli gelire oranı en düşük ülke olduğu

görülmektedir. Bu durum Türkiye'deki ekonomik krizi büyük ölçüde derinleştirme tehlikesini beraberinde taşımaktadır.

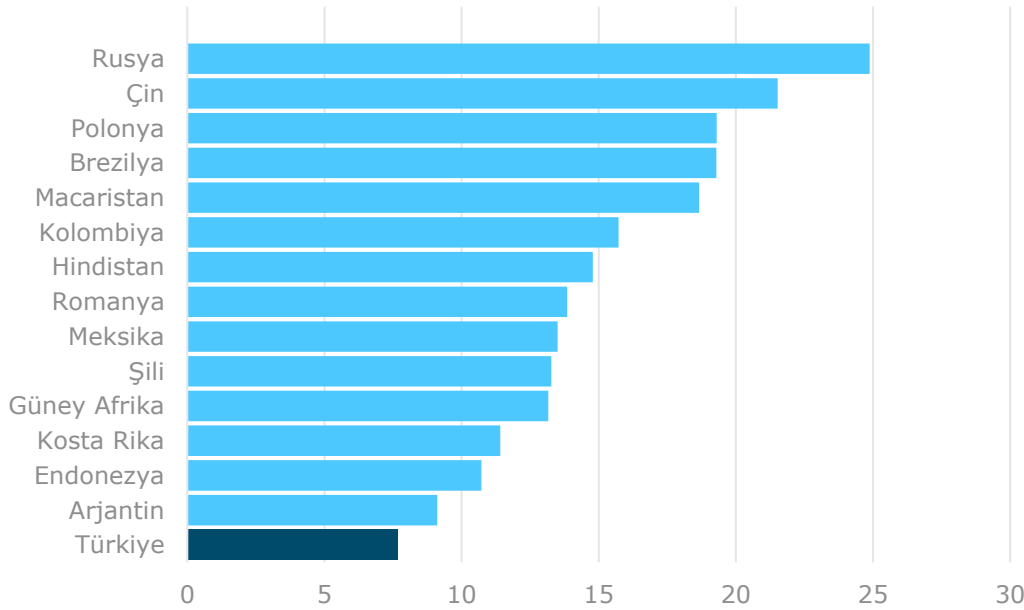
Grafik 5: Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Dışı Döviz Borcunun Milli Gelire Oranı (%)



Kaynak: OECD

Not: Bankacılık kesimi haricinde yurtiçi veya yurtdışından temin edilen ABD Doları, Avro ve Yen cinsinden borçlar ifade edilmektedir.

Grafik 6: Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Rezervlerinin Milli Gelire Oranı (%)



Kaynak: OECD

Not: Grafik 6'da Türkiye için 2020 1. Çeyrek verileri kullanılmıştır. Diğer bütün veriler 2019 sonu verileridir.

Güncel küçülmeyi ve takip edecek olan toparlanma dönemini etkileyen faktörlere değinmek gerekirse, Dünya Bankası özellikle turizm ve küresel tedarik zincirlerindeki yüksek katılımların gelişmekte olan ülkeleri tehdit ettiğini öne sürmektedir. Öncelikle, turizm sektörünün milli gelirdeki payı büyüdükçe, ülkeler uluslararası seyahat engelleri gibi COVID-19 sebepli kısıtlamalardan daha büyük ekonomik darbeler alacaklardır. Örneğin, Dünya Bankası'na göre Türkiye'nin de içinde bulunduğu Avrupa ve Orta Asya bölgesi için yıllık turist sayılarında %90 civarında bir düşüş beklenmektedir. Ancak Banka'ya göre Türkiye'nin (çoğu dolaylı olmak üzere) %11 ile sınırlı kalan milli gelirdeki turizm payı, ülkeyi bu açıdan ciddi bir tehlike altına sokmamaktadır.

Bunun yanında, benzer bir tehlike ülkelerin küresel tedarik zincirine katılımının yüksek olmasıyla da söz konusu olabilir. Dünya Bankası, küresel tedarik zincirine katılım oranını; ithal edilen hammadde ve ara ürünler işlendikten sonra ihraç edilirken elde edilen katma değer ile, yerli hammadde ve ara ürünlerin ihracından sonra işlenip ülkeye dönmesinden veya üçüncü bir ülkeye ihraç edilmesinden elde edilen katma değer toplamının milli gelirdeki payı ile göstermektedir.

Banka'ya göre Türkiye, %15 civarı küresel tedarik zincirine katılım payıyla Avro Bölgesi'yle aynı seviyede, Avrupa Birliği'nin ise hemen üstünde konumlanmıştır. Fakat Türkiye'nin en önemli ticari ilişkilerinin de doğrudan Avrupa Birliği ile olduğu unutulmamalıdır. Türkiye'nin (ve Avrupa Birliği'nin) katılım payı yüksek olmasa da küresel tedarik zincirinde gerçekleşebilecek kırımlardan hayli etkilenmesi söz konusudur. OECD raporunda, ülkelerin küresel tedarik zincirinde yaşanabilecek kırımlara olan hassasiyetlerini sahnelemek için IMF ortaklığında derlenen TiVA ("Trade in Value Added") verileri kullanılmıştır. Grafik 7

ve 8 de imalat sektörü özelindeki TiVA veri tabanından oluşturulmuştur.

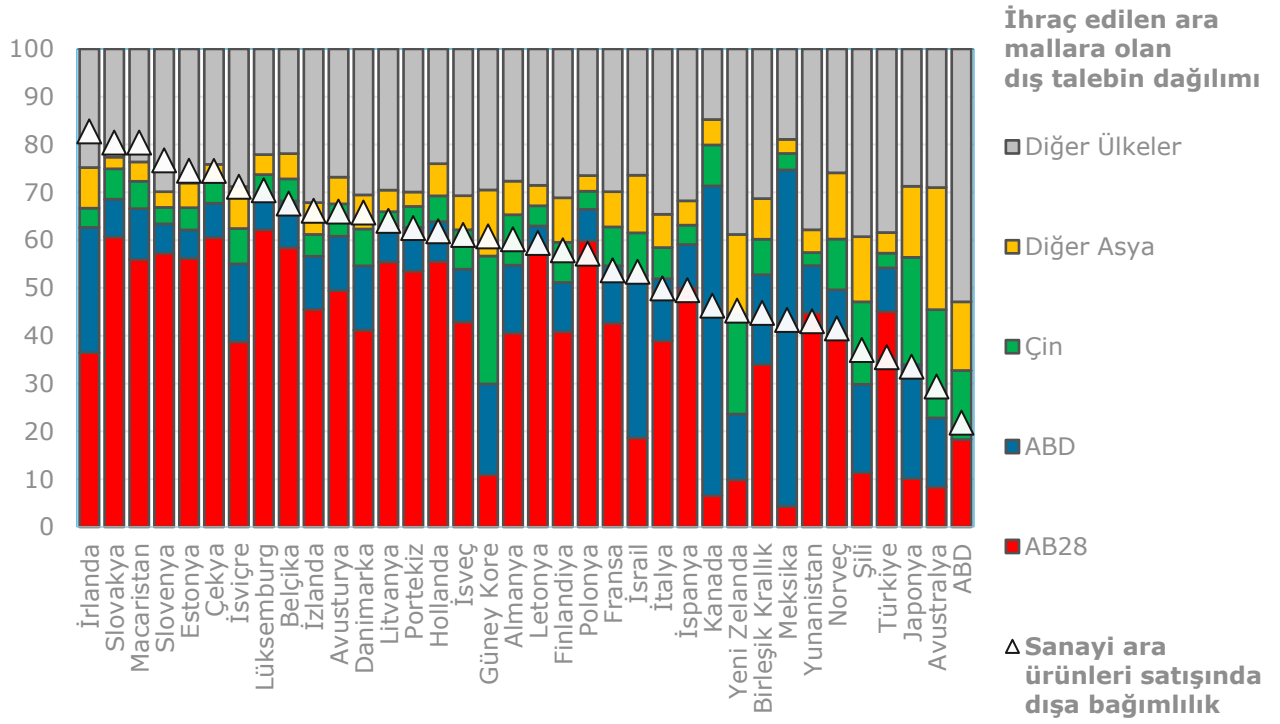
Grafik 7'de, ihraç edilen hammadde ve ara ürünlere olan dış talebin coğrafi dağılımı verilmiştir. Ayrıca, yerli ara ürünlere olan dış talep ile yerli ara ürünlere olan iç talep de karşılaştırılmış, sonuç olarak üretim zincirlerinde talep taraflı bir dışa bağımlılık ölçütü sunulmuştur. Burada görüldüğü üzere, sanayi ara ürünleri satışında %35'lik dışa bağımlılık ile Türkiye verilen ülkeler arasında düşük sıralarda yer alsa da Türkiye'nin yerli üretim girdilerine en büyük dış talep %45 oranıyla Avrupa Birliği ülkelerinden gelmektedir.

Grafik 8'de ise, yerli üretimde kullanılan yabancı hammadde veya ara ürünlere olan talebin coğrafi dağılımı verilmiştir. Burada da yabancı ara ürünlere olan iç talep, yerli ara ürünlere olan iç talep ile karşılaştırılmış ve sonuç olarak üretim zincirlerinde arz taraflı bir dışa bağımlılık ölçütü sunulmuştur. Aynı şekilde, sanayi üretimi girdilerinde %32'lik dışa bağımlılık ile Türkiye verilen ülkeler arasında düşük sıralarda yer alsa da Türkiye'de yerli üretimde en çok kullanılan yabancı girdiler %37 oranıyla Avrupa Birliği'nden gelmektedir.

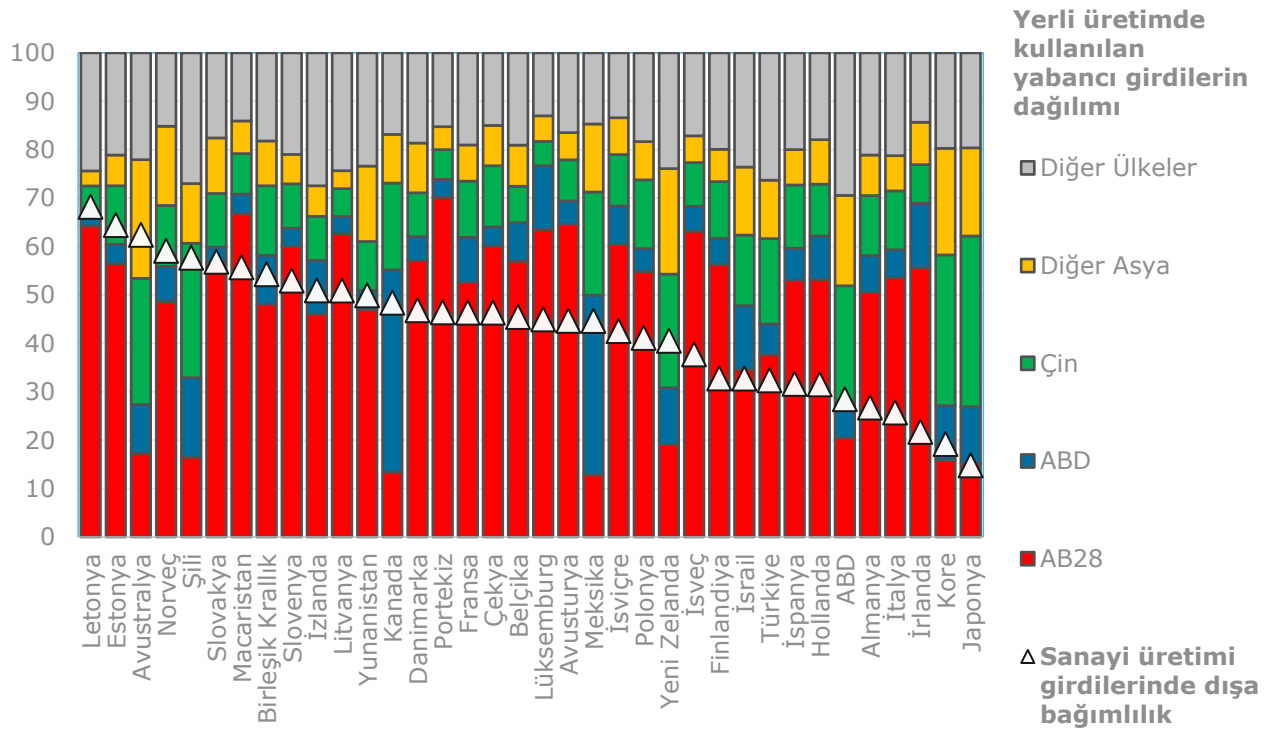
Eğer Türk ara ürünleri için en önemli dış talebi Çin gibi COVID-19 salgınına erken kontrol altına almış ve küçülme beklentisi daha az olan bir ülke oluştursaydı, yerli sektörün boyutundan bağımsız olarak, Türk üretim zincirlerinin fazla etkilenmemesi beklenebilirdi. Ancak, Avrupa Birliği ülkelerinde mevcut olan katı ticari sınırlamalar ve böylece oluşan yüksek küçülme beklentileri sebebiyle, AB'ye olan bağımlılık Türk üretim zincirinde kırımlar yaşanma ihtimalini getirmektedir.

Bu durum, kısıtlamaların devam edeceği öngörülen kısa vadede Türkiye için bir sorun teşkil edebilir. Dış ticaretin yeniden açılması ve buradan değerli gelirlerin yeniden sağlanması beklenenden uzun sürebilir.

Grafik 7: Dış Talep Şoklarına Hassasiyet (%)



Grafik 8: Dış Arz Şoklarına Hassasiyet (%)



SONUÇ

COVID-19'un dünyaya yayıldığı süreçte ülkelerin salgına karşı aldığı önlemlerin sıklığı, vatandaşların sağlığı açısından çok önemli bir etken olmuştur. Buna rağmen, salgının ekonomik etkisi hem sıkı hem de hafif önlemler alan ülkelerde ciddi boyutta yaşanmaktadır. Ancak uluslararası kurumların değerlendirmelerine göre COVID-19 salgınının getirdiği ekonomik kriz, etkilenen ülkeler çapında yaygın olmasıyla kalmamaktadır. Kriz, ülke içinde etkilenen sektörler çapında da yaygın olmasıyla yakın zamanda benzeri görülmemiş bir duraksama ortamı oluşturmuştur.

Türkiye'nin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilere göre daha düşük olan daralma beklentisi, ülke içindeki sınırlamaların görece rahatlığıyla ve de ülkenin nüfusuna oranla daha küçük bir salgın geçiriyor olmasıyla bağdaştırılabilir. Bu durumda Türkiye için en büyük tehlike, ikinci bir COVID-19 dalgası senaryosunda sağlık krizini dindirememesi ve bunun sebep olacağı ileri belirsizlik durumu olacaktır.

Şu ana kadar hiç tam sokağa çıkma yasağı uygulamayan Türkiye'de, ekonominin daha katı sınırlamalar altında nasıl işleyeceği tam olarak bilinmemektedir. Katı sınırlamalar getirmek ekonomiyi büyük ama kısa bir daralmaya iterken, sınırlamaları hafif tutmak ekonomiyi hafif ancak uzun bir daralmayla karşı karşıya bırakmaktadır. OECD'nin Türkiye değerlendirmesinde görüldüğü üzere, mevcut gidişatta ülkenin salgının etkilerini savuşturabilmesi beklenirken, ikinci bir COVID-19 dalgası akabinde Türkiye daha katı yasaklar uygulamak durumunda kalırsa, sağlık sisteminin veya sosyal güvenlik ağının daha ağır bir teste tabi tutulması anlamına gelecektir. Birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi salgınla mücadele politikalarını ekonomiyi canlı tutmaya adan Türkiye için ikinci bir COVID-19 dalgası toparlanma planını oldukça zorlayacaktır.

Son dönemlerde tekrar artan vaka sayılarının kontrol edilmesi için gereken önlemlerin alınmaya devam edilmesi, Türkiye'nin 2020 sürecini atlatması için en önemli icraatlarından biri olacaktır.

KAYNAKÇA

Global Economic Prospects, June 2020. Dünya Bankası. 2020.

World Economic Outlook Update, June 2020. Uluslararası Para Fonu (IMF). 2020.

OECD Economic Outlook, Volume 2020 Issue 1. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD). 2020.

TASARRUFA DAYALI FİNANSMAN SİSTEMİ

Onur Salttürk

Gayrimenkul sektörü birçok farklı sektörü doğrudan etkilediğinden pek çok ülkenin iktisadi faaliyetinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Ayrıca, gayrimenkul pek çok vatandaşın hem hayatı boyunca yapacağı en yüklü harcamayı hem de toplam servetinin en büyük bölümünü teşkil etmektedir.

Gayrimenkul için yapılan yüklü harcamanın pek çokları için bireysel tasarruflarla yapılması olanaksızdır. Gayrimenkul benzeri yüklü satın almaların çoğunlukla farklı finansman yöntemleri aracılığıyla sağlandığı görülmektedir. Bu kapsamda, gayrimenkul finansmanının mevcudiyeti, büyüklüğü ve devamlılığı ekonomik istikrar açısından önemlidir.

Finansal sistemin derinleşme sürecinde gayrimenkul finansmanı için küresel çapta farklı finansman yöntemlerinin denenegeldiği görülmektedir. Bu kapsamda, banka ve diğer finansal kuruluşlarda sunulan geleneksel konut kredileri dünyada baskınlığını sürdürse de alternatif konut finansman yöntemleri de

zaman içerisinde ortaya çıkmıştır. Sanayi Devrimi nedeniyle hızla kentleşen Birleşik Krallık'taki artan konut ihtiyacına cevaben ilk kez burada tomurcuklanan sistem önce Anglo Sakson etkisi altındaki bölgelere yayılsa da ilerleyen yıllarda Kıta Avrupası'na sıçramış ve Almanya'da kökleşmiştir. Almanya modelinde Türkiye'nin aksine tasarrufa dayalı finansman sistemi banka kredilerine alternatif olmaktansa konut finansmanını tamamlayıcı görev üstlenmektedir. İleride detaylarına değinilecek bazı sorunlara rağmen halen Almanya'da yaygın bir şekilde kullanılan sistem 2000 sonrasında ülkemizde önce taşıt finansmanı ardından da gayrimenkul finansmanı için tercih edilmeye başlamıştır. Türkiye'de çoğunlukla faize duyarlı kesime yönelik bir finansman modeli olarak "Tasarrufa Dayalı Faizsiz Finans Sistemi" ve "Elbirliği Sistemi" adıyla bilinmektedir.

Bu çalışmamızda tasarrufa dayalı finansman sisteminin tarihsel ortaya çıkış süreci, yapısı, işleyişi, avantajları ve dezavantajları incelenmektedir.

TARİHÇE

En eski örneklerine milattan önce 200 yılında Çin'de rastlansa da modern anlamda ilk tasarrufa dayalı finansman sistemi Avrupa'da 1775 yılında Kettley's Building Society'nin Birmingham, Birleşik Krallık'ta kuruluşu ile başlamıştır. 1779 yılında aynı bölgede kurulan ikinci yapı tasarruf kuruluşu ile yüzyıl sonuna kadar ülke genelinde toplamda yaklaşık elli adet

yapı tasarruf kuruluşu ortaya çıkmıştır. Yapı tasarruf kuruluşu sistemin merkezinde bulunan finansal kuruluş olup katılımcılar arasında kaynakların toplanması ve üleştirilmesinden sorumlu yapı olarak vazife görmektedir.

Birleşik Krallık'ta bu dönemde ortaya çıkan Sanayi Devrimi'nin neden olduğu kentlere yaşanan yoğun göç nedeniyle ortaya çıkan

hızlı konut ihtiyacı ile tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminin ortaya çıkışı arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Sınırlı konut imkanının olduğu yeni sanayi merkezlerinde kısıtlı tasarruflara sahip çalışanlar kaynaklarını birleştirerek barınma sorunlarını çözme yoluna gitmiştir. Dayanışma temelinde aylık katkılarla besledikleri müşterek bir fondan sırayla yararlanmak gayesiyle katılımcılar ortak bir kaynak havuzu oluşturmaya başlamıştır. Ülkede sistemin yaygınlaşması ile tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine yönelik düzenleme 1836 yılında yapılmıştır. Anglo-Sakson kültürünün hâkim olduğu ABD’de ilk yapı tasarruf kuruluşu 1831 yılında kurulmuşken Güney Afrika ve Avustralya’da ise ilk yapı tasarruf kuruluşları sırasıyla 1855 ve 1858 yıllarında ortaya çıkmıştır.

Sistemin Almanya’ya gelişi yaklaşık yüz yıl sonra gerçekleşmiştir. 1885 yılında rahip Friedrich von Bodelschwingh’in girişimiyle herkesin erişimine açık ilk yapı tasarruf kuruluşu (bausparkasse) kurulmuştur.

Bununla beraber yapı tasarruf kuruluşlarının Almanya’da yükselişi Birinci Dünya Savaşı’nın bitimini takip eden 1921 yılına rastlamaktadır. Birleşik Krallık’tan farklı olarak Almanya’da konut ihtiyacı endüstriyel genişleme değil savaş sonrası ekonomik toparlanma refleksiyle ortaya çıkmıştır. Almanya’nın savaştaki mağlubiyetinin ardından ekonomik sıkıntılarla boğuşması, kaybedilen topraklardaki Almanların ülkeye yoğun göçü ve hiperenflasyonun kösteklediği tasarruf ortamı sisteme olan ilgiyi artırmıştır. Her iki ülkede de farklı yüzyıllarda sınırlı kaynakların katılımcılar arasında birleştirilerek barınma ihtiyacına yönelik hızlı çözüm üretilmesi hedeflenmiştir.

Yazar Georg Kropp öncülüğünde Wüstenrot’ta “Her Ailenin Kendi Evi”

mottosuyla 1921’de kurulan “Dostlar Topluluğu” hızla yaygınlaşmaya başlayan modern yapı tasarruf kuruluşlarının ilkinin teşkil etmiştir. Bu girişim Wüstenrot ismiyle halen hizmet vermeye devam etmekte olup genel merkezde 1.000, şubelerde de 3.000 olmak üzere toplam 4.000 çalışanla Almanya’nın ikinci en büyük yapı tasarruf kuruluşu olarak hizmet etmeye devam etmektedir. Bu dönemde görülen acil konut ihtiyacı ile sınırlı tasarruflar ve yüksek enflasyonun baskıladığı yetersiz bir kredi sistemi bugün halen hizmet vermekte olan pek çok yapı tasarruf kuruluşunun doğuşuna neden olmuştur.

1938 yılında kuruluşların ülke çapında önemli ölçüde yayılmasıyla Almanya’da ekonomi yönetimi tarafından tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine yönelik ilk düzenlemeler yapılmıştır. Sözleşme tutarı, bekleme süresi, faiz oranı gibi yapı tasarruf sözleşmesinin temel özelliklerinin belirlendiği ilk düzenlemeler bu tarihte uygulamaya konmuştur. Almanya’da Birinci Dünya Savaşı’nın ardından elde edilen tecrübeyle İkinci Dünya Savaşı’nın yıkıcı tahribatının telafi edilmesi için bu dönemde yapı tasarruf kuruluşu sayı ve faaliyetlerinde önemli bir yükseliş gerçekleşmiştir.

Tablo 1’de yapı tasarruf kuruluşlarının çeşitli ülkelerde ilk kez ortaya çıktığı tarihler sunulmaktadır. Elverişli konut ihtiyacını karşılamak zor ve maliyetli bir işken özellikle İkinci Dünya Savaşı’nı takip eden dönemde hızlanan yapı tasarruf kuruluşu faaliyetleri konut inşa, alım, bakım ve onarımlarının kolaylaştırılmasını sağlamıştır. 1948’den bu yana Alman yapı tasarruf kuruluşları toplamda 1 trilyon euro’dan fazla kaynağı hanehalkına sağlamıştır. Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi diğer finansman alternatifleriyle beraber bu dönemden itibaren 9 milyonu yeni (inşa edilmiş) olmak üzere toplam 13 milyon müstakil ve

çok aileli konutu (apartman) fonlamada kullanılmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'nın ertesinde 1951 yılında Türkiye'de Emlak Kredi Bankası'nda ilk tasarrufa dayalı konut finansman sistemi çalışmaları yapılmış ancak hem finans hem de gayrimenkul sektörünün henüz yeterince gelişmemiş olması sistemin yaygınlaşmasını engellemiştir. Almanya örneği üzerine kurgulanan bu sistem yeterli talep görmeyerek varlığını ancak 1963 yılına kadar sınırlı olarak sürdürebilmiştir. Sistem Türkiye'de yaygınlaşmamışsa da

Almanya ile Türkiye arasında imzalanan anlaşma uyarınca 1986 yılında yapılan Tekrar İntibak Kanunu'na göre Emlak Kredi Bankası ve Toplu Konut İdaresi arasında yapılan protokol sayesinde Almanya'da çalışan 6.276 Türk vatandaşının tasarrufa dayalı yapı finansman sistemindeki 127 milyon Alman markı tutarındaki varlığı iki etapta Türkiye'deki gayrimenkullerin finansmanı için kullanılmıştır. Bu sayede vatandaşlar Almanya'da kazandıkları varlıklarla Türkiye'de konut edinmeyi başarmıştır.

Tablo 1: Yapı Tasarruf Kuruluşlarının Yaygınlaşması

Kuruluş Tarihi	Ülke	Kıta
1775	Birleşik Krallık	Avrupa
1831	ABD	Kuzey Amerika
1840	Avustralya	Okyanusya
1840	Yeni Zelanda	Okyanusya
1858	Güney Afrika	Afrika
1885	Almanya	Avrupa
1904	Brezilya	Güney Amerika
1922	Filistin	Orta Doğu
1925	Avusturya	Avrupa
1928	Fransa	Avrupa
1928	Çekoslovakya	Avrupa
1930	İsviçre	Avrupa
1927 - 1930	Polonya	Avrupa
1931	Bulgaristan	Avrupa
1939'dan önce	Danimarka, Norveç, İsveç, Belçika ve Hollanda	Avrupa
1992	Türkiye	Avrupa
1992	Slovakya (tekrar)	Avrupa
1993	Çek Cumhuriyeti (tekrar)	Avrupa
1997	Macaristan	Avrupa
1998	Hırvatistan	Avrupa
2001	Hindistan	Asya
2003	Kazakistan	Asya
2004	Romanya	Avrupa
2004	Çin	Asya

Kaynak: Özel Yapı Tasarruf Kuruluşları Birliği (Almanya)

Mevcut durumda Avrupa Birliği genelinde sekiz ülkede tasarrufa dayalı finansman sistemi uygulanmaktadır. Bu ülkeler Almanya modelini baz alan Avusturya, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Lüksemburg, Romanya ve Slovakya'dır.

Avrupa Birliği'nin genişleme sürecinde Çekya, Slovakya, Macaristan, Hırvatistan ve Romanya'nın da Alman sistemini örnek ettikleri görülmektedir. Bu ülkelerde 2019 sonu itibarıyla yaklaşık 1 trilyon euro

değerinde 40 milyon yapı tasarruf sözleşmesi bulunmaktadır.

Tasarrufa dayalı finansman sisteminin Çin'e girişi Almanya'nın önce gelen yapı tasarruf kuruluşlarından Schwäbisch Hall ile Çin İnşaat Bankası ortaklığında Çin-Alman Yapı Tasarruf Kuruluşu'nun 2004 yılında kurulmasıyla gerçekleşmiştir. Kuruluş mevcut durumda Çin'in sadece belirli eyaletlerinde faaliyet göstermektedir.

Diğer taraftan, yapı tasarruf kuruluşlarının ilk şekillendiği Birleşik Krallık'ta bugün halen varlığını sürdüren ve "building society" adıyla faaliyet gösteren kurumlar Almanya'da bulunan "bausparkasse"lerden farklılık göstermektedir. Kelime anlamı itibarıyla aralarında fark bulunmasa ve ilk kurulduklarında pek çok ortak özelliğe sahip olmuş olsalar da Birleşik Krallık'taki kuruluşlar evrimleşerek yıllar içerisinde geleneksel bankacılık faaliyetlerine yaklaşmıştır. Bu kuruluşlar halen

gayrimenkul fonlama konusunda özelleşmişse de müşterilere ağırlıklı olarak konut kredisi gibi geleneksel bankacılık ürünleri sunmaktadır.

1962 yılında kurulan Avrupa Yapı Tasarruf Kurumları Birliği konut finansmanında özelleşen finansal kuruluşlardan meydana gelmektedir. Merkezi Brüksel'de bulunan birliğin yaklaşık 50 üyesi bulunmaktadır. Üyelerin önemli bölümü doğu Avrupalı AB üyesi ülkelerde faaliyet göstermektedir. Birlik Avrupa Birliği'nin finansal alandaki derinleşme sürecinde Avrupa genelinde ev sahipliğini teşvik etmek, üyelerinin menfaatlerini çeşitli platformlarda temsil etmek, üyelerin Avrupa Birliği seviyesinde yapılan düzenlemelerden haberdar olmasını sağlama yönünde faaliyet göstermektedir. Birlik ayrıca konut finansmanı ve gayrimenkul politikası alanında üyeleri arasında karşılıklı bilgi ve deneyim alışverişi için de bir platform görevi üstlenmektedir.

GENEL BİLGİLER

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi gayrimenkul sektörüne sürekli finansman sağlayarak sektörün istikrarlı bir şekilde işlemesine ve vatandaşların konut ihtiyacını gidermesine olanak tanımaktadır.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi küçük kaynakların bir araya getirilmesiyle oluşan havuzdan yüklü gayrimenkul satın alımlarının sırayla fonlanmasına dayanmaktadır. Sistem dünyada genel olarak gayrimenkul için kullanılmışsa da Türkiye örneğinde gayrimenkul yanında yaygın olarak taşıt edinimini finanse etmek için de kullanılmaktadır.

En basit anlatımıyla tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi katılımcıların bir araya gelerek ortak bir tasarruf fonuna aylık ödeme yapmayı kabul etmesiyle başlamaktadır. Kaynaklarını ortak bir

havuzda birleştirerek çoğaltan katılımcılar bu fondan sırayla finansman sağlamaktadır. Katılımcıların finansman elde ettikten sonra yapmaya devam ettiği ödemeler havuza geri dönerek diğer katılımcıların fonlanmasına katkıda bulunmaktadır. Katılımcıların aylık tasarruf miktarı ile kredi geri ödeme tutarlarındaki kayda değer esneklik tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminin en önemli avantajlarından birini teşkil etmektedir. Ayrıca, tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi katılımcılara sağlanan kredilerin diğer katılımcıların yaptığı ödemelerle finanse edilmesine dayanan kapalı bir sistem olduğu için finansal sistemdeki faiz dalgalanmalarına karşı da korunaklıdır. Bununla beraber, ödemelerde ortaya çıkacak aksaklıklar ile sistem katılımcılarının sayısındaki azalış sistemin

istikrarını ciddi ölçüde tehlikeye atma riskini taşımaktadır.

FAYDALAR

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi katılımcılara istikrarlı tasarruf, değişken faiz oranlarından korunma ve esnek ödeme seçenekleri gibi avantajlar sunmaktadır.

İstikrarlı tasarruf: Gayrimenkulün yüksek maliyeti kayda değer kaynakların önceden biriktirilmesini ya da borçlanmayı gerektirmektedir.

Faiz oranı: Sözleşmede belirlenen toplam kredi tutarına uygulanacak faiz oranı en baştan belirlenmektedir. Sözleşme süresince piyasadaki faiz oranları yükselse de katılımcı bu yükselişten korunmaktadır. Faiz oranlarına karşı elde edilen bu kalkan katılımcının daha kolay planlama yapmasına neden olmaktadır.

Tüketici geleneksel bir konut kredisi tercih ettiğinde piyasa koşullarına göre değişen bir faiz oranı üzerinden borçlanmaktadır. Bu nedenle konut kredilerinin vadesi de göz önünde bulundurulduğunda faiz oranlarındaki değişim nedeniyle tüketicinin finansman maliyeti önemli ölçüde artabilmektedir. Buna karşın, tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi sözleşmelerinde toplam kredi tutarı, aylık ödemeler ve faiz oranı sözleşmenin başında belirlenmektedir. Sözleşmenin imzalandığı andan itibaren faiz oranının belirlenmesi hem katılımcı hem de kuruluş açısından faiz riskinin yönetimini kolaylaştırmaktadır (Katılımcı sistemde yıllarca süren tasarruf sürecinin ardından finansman elde ettiğinden bu geçen sürede faiz oranlarındaki değişimden önemli ölçüde etkilenebileceğinden faiz oranının en başta belirlenmesi riski önemli ölçüde azaltmaktadır)

Yanı sıra, genel olarak yapı tasarruf kuruluşlarının katılımcılara sunduğu kredi

faizi oranı piyasadaki geleneksel konut kredilerine göre daha düşüktür. Bu durum katılımcının finansmanı edinmeden önce yaptığı düzenli tasarruflardan kaynaklanmaktadır.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemiyle önceden yapılan tasarruflar gayrimenkul edinimi için sonradan daha az kredi gerekeceği anlamına gelmektedir. Bu nedenle geri ödemeler daha düşük olduğu için finansman maliyeti de daha sınırlı olmaktadır. Katılımcının finansman maliyeti ile geri ödeme yükünün sınırlılığı daha az risk ifade ettiğinden finansal kuruluşun finansman sağlama iştahını da artırmaktadır. Ayrıca, tasarrufa dayalı yapı finansman sistemiyle katılımcı kredi notunu "biriktirdiğinden" kuruluşlar katılımcılara diğer finansal ürünleri de daha az risk ve maliyetle sunma imkanına kavuşmaktadır.

Esnek ödeme: Çoğu kez, bankadan kredi alan bir kişi erken geri ödemede bulunmak istediğinde ek bir maliyete katlanmak zorundadır. Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi dahilinde tahsis edilen krediler herhangi bir cezai yaptırıma tabi olmadan sözleşme süresince herhangi bir zaman ödenebilmektedir.

Bununla beraber, Almanya gibi bazı ülkelerde tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi katılımcısı dilediği takdirde sistemden herhangi bir cezai yaptırım söz konusu olmadan da ayrılabilir.

Kredi tutarı: Yapı tasarruf kuruluşlarının aksine banka ve kredi kuruluşları düşük tutarlı krediler için faiz oranlarına daha yüksek bir risk primi uygulamakta ve finansmanı daha yüksek maliyetle sunmaktadır. Bu nedenle, düşük tutarlı finansman için yapı tasarruf kuruluşları daha avantajlı alternatifler sunmaktadır.

Örneğin, Almanya'da yapı tasarruf kuruluşu ortalama 20.000 euro değerinde bir finansman sağlarken banka ve kredi

kuruluşları değeri yüzbinlerce euro'ya ulaşan krediler sunmaktadır. Buna karşın, yapı tasarruf kuruluşundan düşük meblağda kaynak elde eden katılımcı satın alma dışında bakım-onarım gibi düşük tutarlı giderler için de uygun oranlarda finansman sağlayabilmektedir. Bu kredilerin bankacılık sisteminden temin edilmesi durumunda daha yüksek maliyetler söz konusu olmaktadır.

Gayrimenkule özel: Yapı tasarruf kuruluşları tüm varlıklarını gayrimenkul finansmanı için kullanmak zorundadır. Diğer finansal kuruluşlar makroekonomik gelişmeler ışığında tüm sektörleri değerlendirerek kaynakları üleştirirken yapı tasarruf kuruluşları (elverişsiz koşullarda dahi) gayrimenkul finansmanı sağlayarak gayrimenkul piyasasının istikrarına katkıda bulunmaktadır.

ALMANYA'DA TASARRUFA DAYALI YAPI FİNANSMAN SİSTEMİ

Mevcut durumda Almanya'da faaliyet gösteren özel sektör ve kamu kökenli 19 yapı tasarruf kuruluşu bulunmaktadır.

Kamu ortaklığındaki sekiz yapı tasarruf kuruluşu eyalet düzeyinde hizmet vermekteyken on bir özel kuruluş ülke çapında faaliyet göstermektedir. Kamu nezdindeki yapı tasarruf kuruluşları eyalet kamu bankalarının yapı tasarruf kolları, doğrudan kamu tüzel kişiliğini haiz kamu kurumu veya anonim şirket olabilmektedir. Kamu statüsündeki kuruluşların faaliyet alanı coğrafi olarak sınırlandırılmıştır.

Özel yapı tasarruf kuruluşları ise sadece anonim şirket olarak faaliyet göstermektedir. Almanya genelinde hizmet veren büyük bankalar ile sigorta şirketleri ya kendi yapı tasarruf kuruluşlarına sahip olmakta ya da mevcut yapı tasarruf kuruluşlarında ortaklık taşımaktadır. Özel yapı tasarruf kuruluşları sağlanan finansman tutarı bakımından toplam piyasanın yaklaşık üçte ikisine sahipken kamuya bağlı olarak faaliyet gösteren kuruluşlar piyasanın üçte birini meydana getirmektedir.

Tablo 2: Almanya'da Tasarrufa Dayalı Yapı Finansman Sistemi (2019)

Sözleşme ve Ödemeler	Birim	Özel	Kamu	Toplam
Mevcut Sözleşme Sayısı	milyon	16.9	9.3	26.2
Mevcut Sözleşme Tutarı*	milyar euro	611.8	307.0	918.8
Yeni Sözleşmeler	milyon	1.1	0.6	1.7
Yeni Sözleşme Tutarı*	milyar euro	56.7	32.9	89.6
Sistemden yapılan ödemeler	milyar euro	27.1	8.3	35.4
Sisteme yapılan ödemeler	milyar euro	17.7	9.7	27.4

Kaynak: Almanya Özel Yapı Tasarruf Kuruluşları Birliği

Almanya Özel Yapı Tasarruf Kuruluşları Birliği (Verband der Privaten Bausparkassen – www.bausparkassen.de) 1948 yılında kurulmuş olup Almanya'da bulunan 11 özel yapı tasarruf kuruluşunun tümünü temsil etmektedir. Üye kuruluşların ortak çıkarlarını korumak ve ilerletmek Birliğin en önemli görevidir.

Birlik hazırladığı araştırma raporları ve uzman görüşleriyle kamu kuruluşları ile olan diyalogu sürdürürken sisteme ilişkin müşteri sorularını da yanıtlayarak bir bilgi merkezi görevi görmektedir.

2019 yılı itibarıyla Almanya'da 26 milyon tasarrufa dayalı yapı finansman sözleşmesi

bulunmaktadır. Toplam gayrimenkul satın alımlarının yaklaşık %60'ı yapı tasarruf sistemi kaynakları kullanılarak yapılmaktadır. Toplam sözleşme tutarı ise son yıllarda giderek yükselerek 2019 itibarıyla 919 milyar euro'ya ulaşmıştır. Almanya'da 2019 sonu itibarıyla bankacılık sistemindeki toplam konut kredisi tutarı ise 1,53 trilyon Euro düzeyindedir.

DÜZENLEYİCİ ÇERÇEVE

Kredi kurumu sıfatıyla yapı tasarruf kuruluşları Alman Bankacılık Kanunu hükümlerine tabi olduğundan Federal Finansal Denetim Otoritesi (BaFin) denetimi altındadır.

Yapı tasarruf kuruluşlarının bankacılıktan ayrılan özellikleri nedeniyle 1972 yılında bu kuruluşlara has Yapı Tasarruf Kanunu düzenlenmiştir. (BauSparkG-www.bausparkassen.de/bauspar-infos/bausparrecht/gesetz-und-verordnung) Düşen faiz oranlarıyla beraber yapı tasarruf kuruluşlarının 2010'lu yılların başında bazı yüksek faizli sözleşmeleri iptal etmesi politika yapımcıların 2015'te Yapı Tasarruf Kanunu'nu gözden geçirmesine neden olmuştur. Yeni düzenlemelerde kuruluşlar faaliyet alanlarını geliştirme fırsatı yakalarken tasarrufa dayalı yapı finansman faaliyetleri ve katılımcı menfaatleri üzerindeki denetim sıkılaştırılmıştır.

Kuruluşların yapı ve faaliyetlerini düzenlemeye yönelik temel hükümleri içermek yanında kanun yapı tasarruf sözleşmelerine ilişkin asgari standartlar belirleyerek katılımcıların korunmasını hedeflemektedir. Kanun yapı tasarruf kuruluşlarına yönelik organizasyonel yapı, ticari faaliyetler, inceleme ve gözetim pratikleri, yapı tasarruf sözleşmelerine ilişkin genel şart ve hükümleri belirlemektedir. Kanuna dayanarak çıkarılmış Yapı Tasarruf Tebliği ise

kuruluşların sahip olduğu kaynakların değerlendirileceği finansal varlıkların dağılımı ve tahsis edilen kredilerin şartları gibi hususları düzenlemektedir.

Yapı Tasarruf Kanunu'na göre yapı tasarruf kuruluşu kurmak için en az 20 milyon euro asgari sermaye gerekmektedir. Buna karşın bankacılık faaliyetleri Basel düzenlemeleri kapsamında ele alınmakta olup asgari sermaye yükümlülüğü hesabı sermaye türüne göre (bir, iki ve üçüncü kuşak) hesaplanmaktadır. Yapı tasarruf kuruluşunun risklerini gözlemlemek ve yönetmek için yeterli risk yönetim sistemlerini de kurmuş olması beklenmektedir.

Özel ve kamu yapı tasarruf kuruluşları farklı tasarruf mevduatı sigorta fonları altında katılımcı tasarruflarına koruma sağlamakla birlikte düzenlemeler kapsamında diğer kredi kuruluşlarıyla beraber bu kuruluşlardaki tüm katılımcı tasarrufları da 100.000 euro'ya kadar güvence altındadır.

Kanun kapsamında mümkün olduğunca kısa bekleme sürelerini garantilemek ve faaliyetin istikrarlı bir şekilde sürdürülmesini sağlamak için bir tampon görevi görmek için kuruluşlar bir teknik güvenlik rezervi oluşturmakla yükümlüdür. Düzenlemelere göre havuzda biriken tasarrufların %3'ünden fazlasına tekabül eden teknik güvenlik rezervi yıl sonunda tasfiye edilebilmekteyken kuruluşların tarihsel olarak kredi portföylerinin %10, toplam varlıkların ise %8'ine denk gelecek kadar rezerv bulundurduğu görülmektedir.

Kuruluşlar her yıl en az bir kere olmak üzere sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini yerine getirme kapasitelerini, yapı tasarruf sözleşme portföylerine ilişkin bilgileri, kaynakların değerlendirildiği yatırım araçlarına ilişkin verileri, ortak havuzdan sağlanan

finansman tutarına ilişkin detayları yayımlamakla yükümlüdür.

Kanun uyarınca bir yapı tasarruf kuruluşu sözleşme çerçevesinde gayrimenkul alımı, bakımı ve onarımı için finansman sağlama, sermaye piyasalarından elde edilen kaynaklarla tali (ikincil) kredi verme, katılımcılardan elde edilen aylık kaynaklar yanında diğer finansal kuruluşlardan kaynak sağlama ve sermaye piyasalarında sabit getirili menkul kıymet (VTMK dahil) ihraç etme gibi faaliyetlerde de bulunabilmektedir.

Düzenlemeler bu konuda imkân tanısa da istisnalarla beraber yapı tasarruf kuruluşları finansman sağlamak için neredeyse hiç tahvil ihracında bulunmamakta, faaliyetleri için büyük ölçüde katılımcıların aylık ödemelerine bağlı kalmaktadır. Bu sayede, yapı tasarruf kuruluşları katılımcılara düşük faiz oranları sunabilmektedir. Ancak, çoğunlukla katılımcı ödemelerine bağlı kalmak yapı tasarruf kuruluşlarına mevduat, sabit getirili menkul kıymet ihracı, sendikasyon kredisi gibi çeşitli fonlama alternatifleri olan bankalara göre hayli dar bir finansman penceresi sunmaktadır.

Yapı tasarruf kuruluşu mevduat, kamu ve özel sektör tahvilleri, pay ile yatırım fonları gibi finansal araçlara yatırım yapabilmektedir. Ancak pay yatırımları bir risk mekanizması olarak toplam havuzun (yapı tasarruf katılımcı ödemeleri ile yasal yedekler) %5'i ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca herhangi bir şirkete yapılacak yatırım toplam havuzun %0,2'sini aşamamaktadır. Bu sınırlamalar yatırımların yatırım fonları vasıtasıyla yapılması halinde de geçerliliğini korumaktadır.

İlgili düzenlemeler kapsamında yapı tasarruf kuruluşları diğer finansal kuruluşlarla acente ilişkisi kurabilmektedir. Bu sayede diğer kuruluşların dağıtım

kanalları da tasarrufa dayalı yapı finansman faaliyetleri için kullanılabilmektedir.

BaFin müşterilere sunulan yapı tasarruf sözleşmelerinin hükümlerini onaylamaktan sorumludur. Düzenleyici otorite kuruluşların kanuna uygun hareket ettiğini denetlemek yanında katılımcılara sunulan farklı sözleşmelerin teknik detaylarını da incelemek ve onaylamakla da yükümlüdür.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi düzenlemeleri sistemde biriken kaynakların sadece gayrimenkul sektörü için kullanılabileceğine ilişkin hükümler içermektedir. Bununla beraber sistemde yer alan kaynaklar sadece yeni konutların alınmasını finanse etmek için değil gayrimenkule ilişkin daha geniş yelpazeli hedeflerin gerçekleştirilmesi için de kullanılabilmektedir. Sistemde biriken kaynaklar aşağıdaki amaçlar için hem AB içinde hem de AB dışında kullanıcılar tarafından değerlendirilebilmektedir:

- Yeni bina veya apartman dairelerinin inşaatı veya satın alımı
- Şantiye satın alımı
- Ev sahibi veya kiracı tarafından yapılan bakım, onarım ve tamirat faaliyetleri
- Konut kredilerinin geri ödemesi veya yeniden finansmanı
- Peşin kira ödemesi
- Huzurevlerinde barınma hakkı satın alımı
- Meskun mahalde yapılan geliştirmelere yönelik harcamalar

Gayrimenkul mülkiyetini özendirmek ve yaygınlaştırmak için gelişmiş ülkelerde izlenen politikalar faizlerin kalıcı şekilde düşüşe geçmesiyle önemli ölçüde azaltılmışsa da Almanya'da tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi katılımcıları devlet teşviklerinden faydalanmayı sürdürmektedir. Katılımcılar gelir

seviyelerine bağılı olarak belirli sınırlamalar dahilinde devlet desteklerinden yararlanmaktadır. Bu destekler gayrimenkul alındığında tek seferlik maddi bir yardımdan aylık tasarrufların belirli oranda katkılarla takviye edilmesine kadar çeşitli yöntemlerle gerçekleştirilmektedir.

SİSTEMİN İŞLEYİŞİ

Katılımcı ile yapı tasarruf kuruluşu arasında bir sözleşme imzalanarak toplam bir sözleşme tutarı üzerinde anlaşılmaktadır. Katılımcı bu miktarın %40 ila 50'sini düzenli aylık ödemelerle biriktirdikten sonra oluşan havuzdaki kaynak kullanarak kredilendirme süreci başlamaktadır.

Havuzdaki fon birikimi katılımcılar tarafından yapılan düzenli ödemeler, kredi aşamasına gelerek sistemden fonlama sağlayan katılımcıların yaptığı geri ödemeler ve sistemde biriken paranın çeşitli yatırımlarda değerlendirilmesiyle ortaya çıkan getirilerden meydana gelmektedir. Tüm bu gelirlerle beslenerek sistemde biriken toplam tutar yapı tasarruf sözleşmesinde belirlendiği ölçüde katılımcılara ödenmektedir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi süreci başlıca evreden meydana gelmektedir: Sözleşme, tasarruf, tahsis ve fonlama

Sözleşme safhasında yapı tasarruf kuruluşu ile katılımcı arasında toplam sözleşme tutarı, aylık tasarruf miktarı ve geri ödeme meblağı gibi kriterler üzerinde anlaşılmaktadır. Bu koşullara göre kredinin faiz oranı belirlenmektedir. Sistemin yapısı nedeniyle tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi dahilinde sağlanan krediler çoğunlukla piyasadaki geleneksel konut kredilerine göre daha düşük faizlidir. Yapı tasarruf kuruluşları benzer özellikleri haiz müşteri gruplarına özgü standart, hızlı veya uzun vadeli gibi sözleşme seçenekleri

sunmaktadır. Saha personeli yapı tasarruf kuruluşunun kendi ofislerinde veya satış ortaklığı bulunan banka ve sigorta şirketi gibi kurumlarda sözleşmeyi katılımcıyla imzalayarak bu safhayı sonlandırmaktadır.

Tasarruf evresinde katılımcı sözleşmede belirtilen tutarı biriktirmek üzere yapı tasarruf kuruluşuna aylık ödemelerde bulunmaktadır. Bu kaynaklar kuruluş tarafından çeşitli finansal yatırımlarda değerlendirilmektedir.

Katılımcının finansmana ihtiyacı kalmaması durumunda katılımcı yapı tasarruf sözleşmesini feshederek tasarruflarını getirisi ile beraber kesintisiz olarak geri alabilmektedir.

Tasarruf sürecini takip eden **tahsis** evresinde ön şart katılımcının sözleşmede belirlenen toplam tutarın %40 ila 50'sini biriktirmesi, asgari bir tasarruf süresini tamamlaması ve/veya belirli bir kredi notuna erişmesidir. Katılımcının havuzda biriken kaynaklardan faydalanmasının bir ön koşulu olarak belirlenen ve tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi özelinde hesaplanan kredi notu finansal sistemde tüketicilerin itibarını notlandırmakta kullanılan kredi notundan farklı ve sadece sisteme özeldir.

Katılımcının performansını ölçmede kullanılan bu kredi notunun hesaplama yöntemi kuruluştan kuruluşa değişmekle beraber temel olarak katılımcının toplam tasarruf tutarına, ödemelerin istikrarına ve geçen müddete göre belirlenmektedir. Daha yüksek tutarda ve daha uzun süreli ödemeler kredi notunun daha yüksek olmasına neden olmaktadır. Kredi notu daha yüksek olan katılımcı kaynaklardan daha önce faydalanma hakkı kazanmaktadır. Aylık ödemelerin herhangi bir nedenle durdurulması asgari tutarın denkleştirilmesini geciktirirken kredi

notunu da önemli ölçüde olumsuz etkilemektedir.

Sürecin son evresi olan **fonlama** evresinde katılımcı yaptığı aylık ödemelerden meydana gelen tutarı yapı tasarruf kuruluşundan alırken geri kalan meblağı da piyasaya göre düşük sabit bir faiz oranıyla kuruluştan kredi olarak temin etmektedir. Kredilendirilen tutar da ilerleyen süreçte düzenli ödemelerle yapı tasarruf kuruluşuna geri ödenmektedir. Geleneksel bir konut kredisinden farklı olarak tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi dahilinde sağlanan kredilerde katılımcıların yaptığı erken geri ödemelere ceza uygulanmamaktadır.

KONUT FİNANSMANI UYGULAMASI

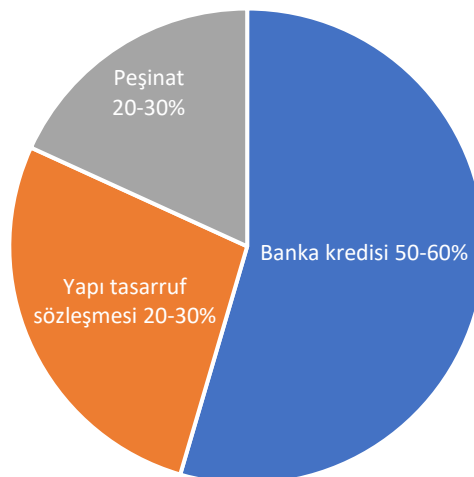
Yapı tasarruf kuruluşları bankalar ve kredi kuruluşlarıyla beraber Almanya'da konut finansmanında önemli bir rol oynamaktadır. Bankaların gayrimenkule yönelik uyguladığı kredi tutarı/konut fiyatı oranı çoğunlukla %60 olduğundan buradaki fark katılımcının peşinatı ile yapı tasarruf kredisini ile finanse edilmektedir. Grafik 1'de gösterildiği gibi günümüzde Almanya'da tüketiciler sıklıkla gayrimenkul tutarının %50'sini geleneksel konut kredisini, %30'unu yapı tasarruf kredisini ve %20'sini ise peşinatla fonlamaktadır. Katılımcının finansman öncesinde yaptığı düzenli ödemelerle yapı tasarruf kuruluşu yatırımcının finansal itibarını tahlil edebilmektedir. Düzenli ödemeler sayesinde itibarını kanıtlayan katılımcılara sağlanan kredilerde temerrüt oranı mevcut durumda %0,1'in altındadır. Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemindeki düşük temerrüt oranları başta bankalar olmak üzere diğer finansal kuruluşların da bir risk yönetim mekanizması olarak yapı tasarruf kuruluşlarıyla ortak çalışmasına neden olmaktadır. Tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde yapılan düzenli

ödemeler katılımcının kredibilitesini ortaya koyduğundan banka ve kredi kuruluşları katılımcılara daha düşük oranlarla kredi sağlamaktadır.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminin bankacılık sisteminden bağımsız olarak kullanılmaktansa bankacılık sisteminden elde edilen finansmanı desteklemek üzere kullanıldığı söylenebilmektedir. Banka katılımcının edindiği gayrimenkul üzerinde birincil ipotek hakkı taşıırken katılımcının yaptığı aylık ödemelerle risk değerlendirmesini süreçte yapma fırsatına kavuşan yapı tasarruf kuruluşu birincil ipotek hakkından feragat etmektedir. Birincil ipotek hakkıyla krediyi koruma altına alan banka ise bu sayede tüketiciye daha düşük oranla kredi sağlamaktadır.

Almanya'daki yapı tasarruf sözleşmelerinin büyüklüğü katılımcı ihtiyaçlarına göre önemli ölçüde değişkenlik göstermektedir. Katılımcı kredi almak için toplam sözleşme büyüklüğünün %40 ila %50'sini biriktirmek durumundadır. Almanya'da yapı tasarruf kuruluşları son 40 yılda sağladıkları kredilere nominal olarak ortalama yıllık %6 faiz uygulamaktadır. Bunun yanında kuruluşlar toplam sözleşme tutarı üzerinden %1,6'ya varan hizmet bedeli tahsil etmektedir.

Grafik 1: Konut Finansman Dağılımı



Ücretler

Yapı tasarruf kuruluşları katılımcılarından sağladıkları krediler için hizmet bedeli tahsil etmektedir. Ücret kuruluş ve sözleşme türüne göre değişmekle beraber yapı tasarruf sözleşmesinin yaklaşık %1,6'sıdır. Yapı tasarruf kuruluşları bu ödemeyi kaynak havuzuna devretmemekte, ödeme doğrudan kuruluş iletilmektedir.

Bazı yapı tasarruf kuruluşları katılımcılardan ayrıca hesap işletim ücreti gibi ek masraflar da tahsil etmektedir.

Faiz

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi dahilinde katılımcılar daha düşük oranla borçlanma fırsatı bulmakla beraber tasarruf sürecinde daha düşük getiri elde etmektedir. Yapı tasarruf kuruluşları katılımcı tasarruflarına %0,05 ila %0,25 arasında bir faiz uygulasa da ödeme ve kesintilerden sonra katılımcının getiri elde etmesi mümkün olmamaktadır. Tasarruf sürecindeki düşük getiriler düşük faizli krediyi garantilese de bu sürecin nispeten uzun olması ve sözleşme boyunca faizlerin daha da düşme ihtimali katılımcı açısından risk doğurmaktadır. Gayrimenkulün alınacağı zaman düşük faizle kredi aldığı için piyasadaki faizlerin yükselmesi katılımcı açısından pozitif olurken faizlerin daha da düşmesi katılımcı tarafında bir fırsat maliyetine neden olmaktadır. Piyasa faiz oranlarının hayli düşük olduğu, kredi kuruluşlarının düşük faizle otuz yıla kadar vadeli konut kredileri verdiği mevcut ortamda yapı tasarruf sözleşmelerinin rekabetçi olmayı başaramadığı görülmektedir.

Tahsisat

Almanya'da uygulandığı haliyle tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde likidite riski katılımcının üzerindedir. Bunun nedeni kuruluşun kredinin tahsis edileceği tarihi

önceden belirtmemesidir. Gelecekte yapılacak nakit akışlarının belirsizliği yapı tasarruf kuruluşlarının kredi tahsisatına ilişkin bağlayıcı hükümlere sözleşmede yer vermelerine engel teşkil etmektedir. Hatta düzenlemeler kesin bir tahsisat tarihi verilmesini engellemektedir. Katılımcının kendi ödeme disiplini yanı sıra kredinin tahsis edileceği zaman sistemde bulunan kaynakların yeterliliği kredilendirme sürecinde belirleyici olduğundan katılımcının krediyi ne zaman temin edeceği önceden tam olarak belirli değildir.

Katılımcının asgari tutarı biriktirmesine rağmen yapı tasarruf kuruluşunun kaynaklarının sınırlılığı nedeniyle hemen fonlamaya erişememesi halinde sözleşme geçici olarak askıya alınmaktadır. Bu sürede katılımcının aylık ödemeleri durdurulmaktadır. Bu süreçte kuruluş sisteme ve sistemden yapılan nakit akışlarını eşleştirmekle uğraşmaktadır.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemindeki bu belirsizlik geleneksel finansman alternatiflerinin katılımcı nezdinde daha cazip olabilmesine neden olmaktadır.

YAN HİZMETLER

1980'li yıllarda petrol şokunun ardından hızla yükselen faiz sürecinde yeni yapı tasarruf sözleşmelerinde önemli bir azalma görülmüştür. Katılımcı sayısındaki düşüşle yapı tasarruf kuruluşlarının yönettiği havuzlar sözleşme kriterlerini karşılayan katılımcıların kredi ihtiyaçlarına cevap veremeyecek hale gelmiştir. Bu nedenle bazı yapı tasarruf kuruluşu katılımcıları 3 ila 38 aya kadar (istisnai durumlarda 5 yıla kadar) finansman için beklemek durumunda kalmıştır. Aradaki bu süreç kuruluşların tahsis ettiği tali kredilerle giderilmeye çalışılmıştır. Bu süreci yönetmek için kuruluşlar aylık ödemelerin

daha yüklü olduğu yeni ürünler çıkarmaya başlamıştır.

Bu ürünler ara kredi ile ön finansman kredileridir. Ara kredi ve ön finansman kredileri sermaye piyasalarından elde edilen fonlar yardımıyla yapılmaktadır. Bu nedenle tali krediler ekonomideki gelişmeler sonucunda ortaya çıkan faiz hareketlerinden etkilenirken kredi vadesi katılımcı ihtiyaçlarına göre kısa, orta ya da uzun olarak kurgulanabilmektedir.

Ara krediler, tasarrufa dayalı yapı finansman sözleşmesinin kriterlerini yerine getirmekle beraber havuzda yeterli kaynak bulunmaması nedeniyle henüz yapı tasarruf finansmanından faydalanamayan katılımcılara sunulmaktadır. Ara kredi toplam sözleşme tutarını tamamlayacak bir tutar için yapılmaktadır. Ara krediye başvurabilmek için katılımcının toplam sözleşme tutarının en az %40'ını biriktirmiş olması gerekmektedir. Ara krediden faydalanarak gayrimenkulünü erkenden edinme fırsatına kavuşan katılımcı yapı tasarruf kredisini tahsis edilene kadar ara kredi için anapara ödemeleri yapmamakta ve sadece faiz ödemelerini gerçekleştirmektedir. Yapı tasarruf kredisinin onaylanmasının ardından ise katılımcı ara kredi borcunun tümünü (anapara ve faiz) tek seferde ödemektedir.

Ön finansman kredilerinde ise katılımcı sözleşmede belirlenen asgari tutarı (%40-50) henüz biriktirmemiştir. Ancak gene de dilediği gayrimenkulü yapı tasarruf sözleşmesinin şartları yerine gelmeden önce edinmek istemektedir. Bu durumda, ön finansman kredisinden faydalanmayı tercih eden katılımcı bu kredinin faizini öderken yapı tasarruf sözleşmesinin aylık ödemelerini de yapmaya devam etmektedir. Ön finansman kredisini başvuruları değerlendirilirken asgari bir tutarın biriktirilmiş olmasındansa

ödemelerin düzenli yapılıyor olması gözetilmektedir.

YAPI TASARRUF KURULUŞLARININ EVRİMİ

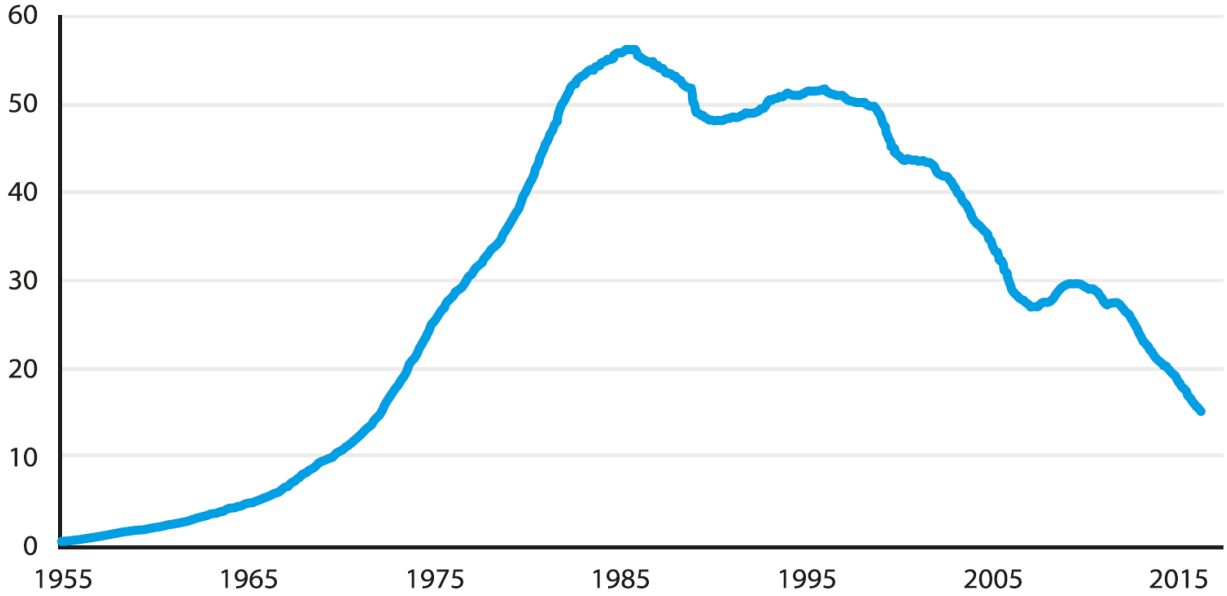
Almanya'da tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi ekonomideki gelişmelere paralel olarak yıllar içerisinde değişime uğramıştır. Grafik 2'de gösterildiği gibi tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi tarafından sağlanan krediler 1985'te zirve yaptıktan sonra düşüşe geçmiştir.

Batı ve Doğu Almanya'nın birleşmesinin ardından enflasyonist baskıları kontrol altında tutmayı hedefleyen Alman Merkez Bankası'nın 1990 ortalarına kadar faiz oranlarını %10 ile tarihi değerlerin hayli üstünde tutması bu dönemde ev sahibi olmak isteyen vatandaşların tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine yönelmesine neden olmuştur.

Mevcut durumda her yıl sağlanan yapı tasarruf kredilerinin tutarı 1985'in yaklaşık üçte biri kadardır. Bunun nedenleri arasında tüketicilerin uzun süreli olarak bağlayıcı aylık ödemelerden kaçınmak istemesi, yapı tasarruf kuruluşlarında yapılan tasarrufların tatminkâr getiri sağlamaması ve tahsis sürecinde yaşanan belirsizliktir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemindeki tüm katılımcılar finansal zorluklar veya başka sebeplerle tasarruf evresinden tahsis evresine geçmemektedir. Bu nedenle finansmana erişime hak kazanan bir katılımcı başka bir katılımcının ödemelerini düzenli olarak gerçekleştirmemesi nedeniyle mağdur olabilmektedir.

Grafik 2: Yapı Tasarruf Kuruluşlarının Toplam Kredi Hacmi (myr. euro)



Kaynak: Risse im System, Verbraucherzentrale Bremen

Yapı tasarruf kuruluşlarının sağladığı kredilerden elde ettiği ödemelerin toplam aktiflere oranı ile katılımcıların tasarruflarına ödenen faiz tutarının toplam aktiflere oranı Grafik 3'te sunulmaktadır.

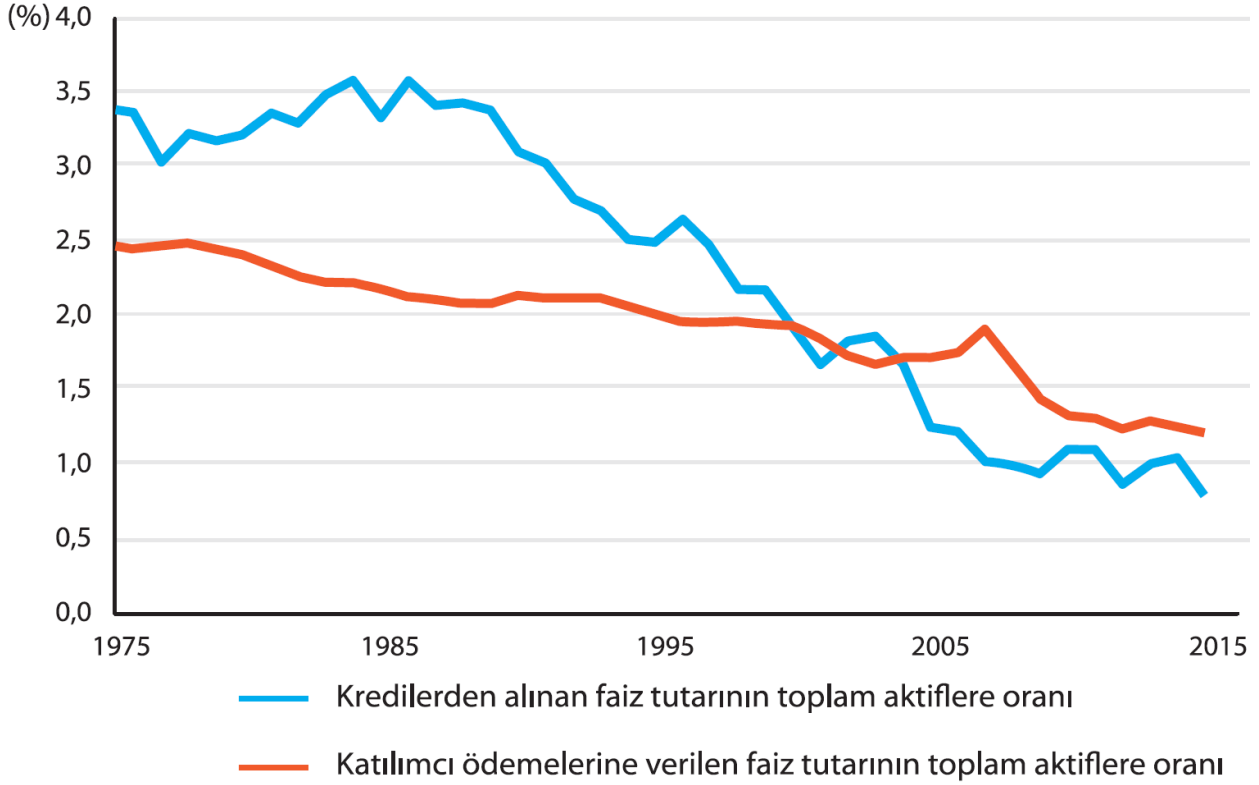
1975'ten itibaren oranlar istikrarlı bir şekilde düşüşe geçse de 2000li yılların başında bu ikili arasındaki fark negatife dönmüştür. Yapı tasarruf kuruluşları 2000'li yılların ortalarından itibaren katılımcıların tasarruflarına, sağladıkları kredilerden elde ettikleri faizden daha yüksek faiz ödemeye başlamıştır.

Aradaki farkın finansmanı kuruluşları farklı alternatifler geliştirmeye itmiştir. Katılımcılara sundukları yapı tasarruf

ürünlerinde çeşitliliğe gitmek yanında kuruluşlar düzenlemeler çerçevesinde sermaye piyasalarında pay gibi farklı ürünlere yatırım yapmaya başlamıştır.

Kaynaklardaki bu yetersizlik bazı yapı tasarruf kuruluşlarının yüksek faizli sözleşmeleri feshetmesine neden olmaktadır. Kuruluşlar nispeten yüksek faizle imzaladıkları yapı tasarruf sözleşmelerini faizlerin sürekli düştüğü ekonomik ortamda kredilerden elde edilen gelirlerin daha da düşmesi nedeniyle feshedebilmektedir. Sözleşmelerin kuruluşlar tarafından bu şekilde iptal edilmesi katılımcılar arasında sisteme olan güveni de sarsmaktadır.

Grafik 3: Yapı Tasarruf Kuruluşlarının Kredi ve Tasarruflara İlişkin Faiz Ödemeleri



Kaynak: Risse im System, Verbraucherzentrale Bremen

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi bu sorunlar nedeniyle geçmişte yaygın şekilde uygulanan kapalı sistemlerden uzaklaşarak evrimleşmiştir. Mevcut durumda kuruluşlar katılımcı ödemeleri dışında sermaye piyasalarından da finansman sağlamaktadır. Orijinal kapalı sistemde ortak bir havuza dahil edilen katılımcı kaynakları ile finansman sağlarken, mevcut sistemde kuruluş özkaynaklarıyla beraber sermaye piyasalarından elde ettiği kaynaklarla da fonlama yapabilmektedir.

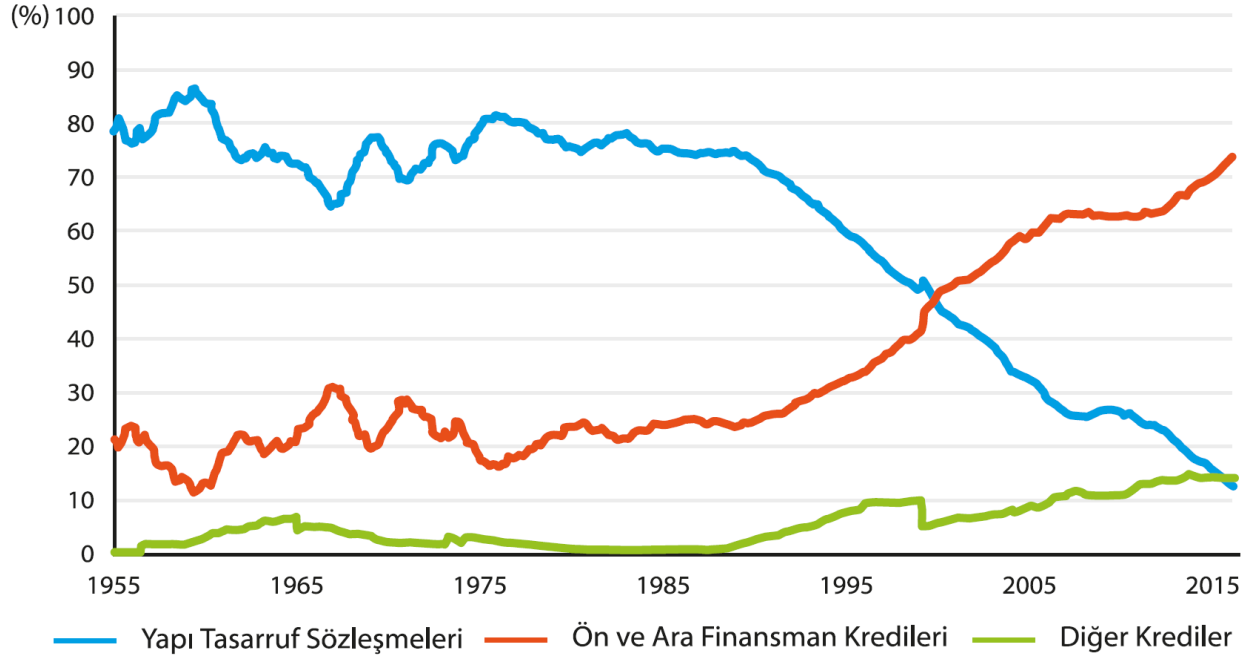
Grafik 4'te sunulduğu gibi son 30 yılda yapı tasarruf kuruluşları tali kredilerden önemli ölçüde faydalanmaya başlamıştır. Kuruluşların ana faaliyet konusu olan yapı tasarruf kredilerinin toplam kredi portföyündeki ağırlığı 1985'ten bu yana kesintisiz olarak azalarak %80 seviyelerinden %10 düzeyine kadar gerilemiştir. Ara ve ön finansman kredileri

1975'te toplam kredilerin ancak %17'sini teşkil ederken bu oran günümüze gelindiğinde %75 düzeyine kadar yükselmiştir.

Ara ve ön finansman kredilerinin toplam faaliyetlerdeki ağırlığı kuruluştan kuruluşla değişmekle beraber Deutsche Bank Bauspar gibi banka kökenli yapı tasarruf kuruluşlarında oranın %95'e kadar yükseldiği görülmektedir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman iş modeli katılımcı için sabit bir faiz oranından gayrimenkul finansmanı ve gayrimenkul sektörü için istikrarlı fonlama sağladığı iddiasıyla ortaya çıksa da sistemin geldiği nokta önemli bir tıkanıklığa işaret etmektedir. Bir anlamda tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi günümüzde ancak geleneksel finansman yöntemlerini kullanarak varlığını sürdürmektedir.

Grafik 4: Yapı Tasarruf Kuruluşlarının Kredi Dağılımı: Ana ve Yan Hizmetler



Kaynak: Risse im System, Verbraucherzentrale Bremen

TÜRKİYE'DE TASARRUFA DAYALI FİNANSMAN SİSTEMİ

Dünyada ağırlıklı olarak Almanya ve Doğu Avrupa'da kullanılan tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi Türkiye'de bir faizsiz varlık finansman yöntemi olarak kullanılmaktadır. Almanya'daki sistemle bazı konularda benzerlik gösterse de Türkiye'deki uygulamalar faizsiz finans temeline dayanmakta ve pek çok hususta Almanya'daki sistemden ayrılmaktadır.

Mevcut sistem Türkiye'de faiz hassasiyeti bulunan tüketiciler arasında enflasyonun yüksek olduğu 1990'lı yıllarda ilk olarak taşıt finansmanı için ortaya çıkmıştır. 2000'lerin ortasında makroekonomik göstergelerin istikrar sağladığı ve gayrimenkul talebinin arttığı dönemde ise faizsiz finansman arayışındaki tüketicilerin ihtiyacına cevaben gayrimenkul sektöründe de tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi tomurcuklanmıştır. Yurtdışı örneklerinin aksine Türkiye'de yer alan kuruluşlar

sadece konut finansmanı üzerine özelleşmiş değildir. Bu kuruluşlar işyeri, ofis, arsa gibi gayrimenkullerin yanında otomobil gibi varlıkların finansmanı için de kaynak sağlamaktadır.

Türkiye'de uygulanan sistemde tasarruf kuruluşları yurtdışı örneklerinde olduğu gibi katılımcıların ödemeleriyle beslenen havuzdan finansman sağlamaktadır. Ancak Almanya'daki sistemden farklı olarak Türkiye'de sıralama noter huzurunda yapılan çekilişlerle belirlenmektedir. Bununla beraber katılımcılar arasında herhangi bir gruplandırma olmaksızın kuruluş tarafından katılımcıya doğrudan da finansman sağlanabilmektedir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminin son yıllarda katılımcılar arasında rağbet görmeye başlamasıyla sektöre 2010'ların ikinci yarısından itibaren önemli sayıda yeni aktör katılmıştır. Sektörde uzun yıllardan

beri yer alan kuruluşlarla beraber sektöre henüz giriş yapmış yeni kuruluşlar da şube sayılarını hızla artırmaktadır. Pek çok yeni kuruluş henüz faaliyete geçmesine rağmen İstanbul'un pek çok ilçesi yanında Anadolu'nun hemen hemen her şehrinde de şube açmayı sürdürmektedir. Çevrimiçi

hizmetlerin yaygın olarak kullanıldığı bankacılık ve sermaye piyasalarının aksine yapı tasarruf kuruluşları halen faaliyetlerini ağırlıklı olarak fiziksel ortam üzerinden sürdürmekte, bazı kuruluşların sektörde nitelikli insan kaynağını desteklemek için düzenli eğitimler tertiplediği görülmektedir.

Tablo 3: Türkiye'de Mukim Seçilmiş Yapı Tasarruf Kuruluşları

Kuruluş	Merkez	Kuruluş Yılı	Şube Sayısı	Ödenmiş Sermaye (TL)
Eminevim	Üsküdar, İstanbul	1998	127	300,000,000
Hedefevim	Üsküdar, İstanbul	2018	42	120,000,000
Fuzulev	Fatih, İstanbul	1992	78	115,000,000
Katılmevim	Ümraniye, İstanbul	2018	28	50,000,000
Birikimevim	Sarıyer, İstanbul	2018	47	30,000,000
Finansevim	Ataşehir, İstanbul	2017	53	10,000,000
Vizyonevim	Ümraniye, İstanbul	2019	8	10,000,000
Birevim	Ataşehir, İstanbul	2016	93	4,000,000
Destekevim	Ümraniye, İstanbul	2020	20	1,000,000

Kaynak: İTO ve ilgili kuruluş siteleri

Türkiye'de tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine yönelik özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Yapı tasarruf kuruluşları mevduat toplama ve kredi verme benzeri faaliyetlerine rağmen mevcut durumda Merkez Bankası, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve Sermaye Piyasası Kurulu gibi düzenleyicilerin denetimine tabi değildir. Özellikle ekonominin durgunluğa girme tehlikesi bulunduğu durumlarda Türkiye'de ekonomi yönetimi bankalar başta olmak üzere tüm finansal kuruluşlara yönelik ivedi ve tesirli düzenlemelerde bulunmaktadır. Kayda değer tutarda tasarrufun gayrimenkul sektörüne aktarıldığı tasarrufa dayalı finansman sisteminin henüz yasal olarak düzenlenmemiş olması, banka gibi geleneksel finansal kuruluşlar yanında önemli bir düzenleme arbitraj fırsatına neden olmaktadır. Ekonomiyi toparlama ve destekleme tedbirleri kapsamında etki ve kapsamı hızla değişen düzenlemeler finansal kuruluşları serbest piyasa harici etmenler doğrultusunda hareket etmeye zorlarken yapı tasarruf kuruluşları daha

esnek ve çevik davranma özgürlüğünü haizdir.

Bankacılık bünyesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, sermaye piyasalarında ise Yatırımcı Tazmin Merkezi ile yatırımcı kaynakları belirli bir seviyeye kadar koruma altına alınmaktadır. Ancak yapı tasarruf kuruluşları finansal hizmetler çerçevesinde faaliyet göstermelerine rağmen bu korumalardan faydalanamadıkları için kuruluşun finansal zorluğa düşmesi halinde katılımcının menfaatlerini koruyan bir mekanizma henüz bulunmamaktadır.

SİSTEMİN İŞLEYİŞİ

Türkiye'de tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi bünyesinde sağlanan planlar temel olarak çekilişli ve çekilişsiz olarak ikiye ayrılmaktadır. Her iki planın da Almanya'da uygulanan sistemle birtakım benzerlikleri bulunsu da arada önemli farklar da görülmektedir.

Kuruluşların sunduğu planların sayısı ve çeşidi kuruluşun niteliklerine göre

değişkenlik göstermektedir. Örneğin, katılımcılar açısından henüz popüler olmasa da bazı kuruluşlar tahsisat dönemine kadar geçen sürede konuttaki olası fiyat artışını telafi etmek için enflasyona endeksli planlar gibi daha sofistike çözümler sunmaktadır.

Katılımcı sisteme girmeye karar verdiğinde kuruluşla bir sözleşme imzalamaktadır. Katılımcının tercih ve sınırlamalarına göre kuruluşun sunduğu çeşitli finansman planlarından birini tercih etmesiyle katılımcıya özel bir ödeme planı hazırlanmaktadır. Bu süreçte katılımcı kendisine uygun finansmanın sağlanması için üç kritik hususu kuruluşla paylaşmaktadır:

1. Almak istediği varlığın takribi değeri
2. (Varsa) sahip olduğu peşinat
3. İstikrarlı bir şekilde ödeyebileceği aylık taksit tutarı

Peşinatın varlığın değerine olan oranı yanında katılımcının göğüsleyebileceği aylık ödemelerin büyüklüğü de çekilişli ve çekilişsiz sistem tercihi arasındaki en önemli belirleyici etkindir. Geleneksel bankacılık çözümlerine benzer şekilde yüksek peşinat ve aylık ödemeler finansmanın daha düşük maliyetle daha kısa vadede sağlanmasına neden olmaktadır.

İleride de ayrıntılarıyla değinileceği üzere çekilişli sistemde finansman tahsisat tarihi belirsiz ve toplam vade daha uzun olmakla beraber aylık ödeme tutarı çekilişsiz sisteme göre daha düşüktür.

Katılımcıların bir araya getirilmesini sağlayan kuruluş bunun karşılığında "organizasyon ücreti" adı altında gayrimenkul bedelinin çoğunlukla %10'una denk gelen bir ücreti katılımcılardan tahsil etmektedir. Halen yeni kuruluşların faaliyete geçtiği Türkiye'nin aksine

sektörün doyumluğa ulaştığı Almanya'da katılımcılardan alınan komisyon oranı %1,6 düzeyindedir. Organizasyon ücretini tamamen denkleştiremediği durumda katılımcının sisteme giriş yapmasına izin verilmekle beraber öncelikle bu tutarı tamamlaması beklenmektedir. Organizasyon ücreti kurumdan kuruma değişmekle beraber taraflar arasında pazarlığa da sık sık konu olabilmektedir.

Bankacılık çözümlerinde yeniden yapılandırma adı altında uygulandığı gibi tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde de kuruluşun izin verdiği durumlarda katılımcı ödeme planında değişiklik ya da çeşitli planlar arasında geçiş yapabilmektedir. Geçiş sayısı ve tarihi kuruluş tarafından sınırlandırılabilir.

Aynı plan kapsamında katılımcı peşinat ve taksit tutarını artırarak finansmana erişim tarihini öne çekebilir. Benzer şekilde, taksit tutarını azaltarak da finansman tarihini geciktirebilir. Katılımcı farklı bir plana geçtiği takdirde ise peşinat ve taksit tutarları tekrar hesaplanmakta, organizasyon ücretinde artış olması durumunda aradaki fark tahsil edilmekte ve finansman tahsisat tarihi yeniden belirlenmektedir.

Katılımcının aylık ödemesini zamanında yapmaması durumunda tahsisat tarihi aynı ölçüde geciktirilmektedir. Örneğin, katılımcı ödemelerini üç ay geciktirdiyse tahsisat tarihi de üç ay geciktirilmektedir. Katılımcı kuruluştan finansman temin ettikten sonra ödemelerini geciktiriyorsa bu bedele enflasyon oranında bir gecikme zammı uygulanmaktadır. Taksitlerin tamamen ödenmemesi durumunda ise yasal takip başlatılmaktadır.

Sistemden ayrılmak isteyen katılımcı (varsa) ödediği peşinat ve taksitleri geri almaktadır ancak kuruluşa ödenen organizasyon ücreti iade edilmemektedir.

İade süreleri kuruluştan kuruluşa değişkenlik göstermekle beraber altı aya kadar uzayabilmektedir. Katılımcıların yoğun şikayetlerine konu olan sarkık iade süreci esasında pek çok katılımcının aynı anda ayrılma ihtimaline karşı sisteme dirayet sağlamaktadır. Bununla beraber kuruluşun uygun görmesi halinde katılımcı sistemdeki üyeliğini bir başkasına devredebilmektedir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde tahsisat tarihi geldiğinde katılımcı kendi seçtiği varlık için kuruluştan finansman temin etmektedir. Bu süreçte kuruluş katılımcıdan geri kalan ödemeler için çoğunlukla kefil göstermesini istemektedir. Bu noktada kalan taksit sayısı kadar senet düzenlenmektedir. Müşterinin kuruluştan edindiği finansmanla satın aldığı varlığa kalan borç oranında kuruluş lehine haciz veya ipotek konmaktadır. Katılımcı borcun tamamını ödedikten sonra ise varlık üzerine konan haciz veya ipotek kaldırılmaktadır.

PLAN TÜRLERİ

Türkiye’de plan türleri genel olarak çekilişli ve çekilişsiz olarak ikiye ayrılmaktadır. Çekilişsiz planlar sektörde peşinatlı plan olarak da isimlendirilse de, her iki plan türünde de peşinat ödemesi söz konusudur. Çeşitli alt türleri bulunan bu iki plan arasındaki en önemli fark çekilişli sistem dahilinde katılımcının benzer nitelikleri haiz katılımcılarla bir gruba dahil edilmesidir. Bu durumda finansmana erişim tarihi kura ile belirlendiğinden tahsisatın ne zaman gerçekleşeceği önceden belirsizdir. Tahsisat tarihinin belirli olduğu çekilişsiz sistemde ise gruplandırma söz konusu olmayıp katılımcı doğrudan kuruluştan finansman sağlamaktadır. Her durumda katılımcı Almanya’da olduğu gibi öncelikle

bir süre sisteme düzenli ödemede bulunmaktadır.

Aşağıda yer alan örnek planlar 500.000 TL değerinde bir konutun bankacılık ve tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi kapsamında fonlanmasına ilişkin detayları sunmaktadır. Bununla beraber gayrimenkul değeri, katılımcının ödediği taksit tutarı, toplam vade, kuruluşun tahsil ettiği organizasyon ücreti gibi parametrelerin ekonomik gelişmeler ışığında önemli ölçüde değişebileceği, bu örneklerin güncel verileri yansıttığı unutulmamalıdır.

ÇEKİLİŞSİZ PLANLAR

Çekilişsiz planlar Almanya’daki sistemle önemli ölçüde benzerlik göstermektedir. Bu plana dahil olan katılımcı finansmana erişmeden önce belirli bir süre kuruluşa ödemede bulunmaktadır. Daha sonra ise önceden belirlenmiş bir vadede toplam finansman katılımcıya tahsis edilirken katılımcı aylık ödemelerini yapmaya devam etmektedir. Bu model altında katılımcının her ay ödemekle yükümlü olduğu taksit tutarı çekilişli sistemin aksine (çoğunlukla) değişkenlik göstermemektedir. Geleneksel konut kredilerine benzer şekilde katılımcı aynı taksit tutarını toplam borç bitene kadar ödemeye devam etmektedir.

Tablo 4: Çekilişsiz Plan

Gayrimenkul Değeri	500.000 TL
Peşinat	100.000 TL
Vade	57 ay
Taksit Tutarı	7.018 TL
Kira	2.000 TL
Evin Teslim Alındığı Ay	21. ay
Organizasyon Ücreti	50.000 TL
Toplam Ödeme	550.000 TL
Toplam Maliyet (Kira Dahil)	590.000 TL
Maliyet (%)	19.0

500.000 TL değerinde bir konutun çekilissiz plan ile finansmanına ilişkin detaylara Tablo 4'te yer verilmektedir. Modelin işleyişi ise Grafik 5'te detaylandırılmaktadır (işleyiş adım adım numaralandırılmıştır).

Varsayımlar:

- Konut bedeli: 500.000 TL
- Peşinat tutarı: 100.000 TL
- Aylık taksit tutarı: 7.018 TL
- Kira: 2.000 TL

(1) Katılımcı almak istediği gayrimenkulün fiyatını, (varsa) sahip olduğu peşinatı ve aylık azami taksit tutarını belirtir. Aylık azami tutar katılımcının her ay istikrarlı bir şekilde ödeyebileceği azami meblağı ifade etmektedir. Kuruluş toplam vadeyi hesaplamak için toplam finansmanı aylık ödeme tutarına böler: $(500.000 - 100.000) / 7.018 = 57$. Katılımcı 57 ay boyunca 7.018 TL ödemede bulunacaktır.

(2) Katılımcı sözleşme imzalayarak sisteme girerken:

i. toplam konut değerinin %10'una tekabül eden 50.000 TL'lik organizasyon ücretini yatırır $(500.000 * \%10)$.

ii. toplam konut değerinin %20'sine tekabül eden 100.000 TL'lik peşinatı yatırır $(500.000 * \%20)$.

iii. 7.018 TL'lik ilk taksiti yatırır.

Bu durumda katılımcının sisteme girdiği anda yapması gereken ilk ödeme 157.018 TL olmaktadır. Karşılaştırmak gerekirse, bankadan kredi kullanıldığında ise ilk aşamada yapılması gereken benzer tutarda bir ödeme bulunmamaktadır.

(3) Bu noktada kuruluş katılımcıya bir finansman tahsisat tarihi vermektedir. Peşinat ve aylık ödemeler ne kadar yüksekse tahsisat tarihi o denli erken olmaktadır. Bu örnekte tahsisat tarihi

kuruluş tarafından 21. ay olarak belirlenmiştir. Katılımcının hangi tarihte finansmana erişerek konut edindiği sistemin maliyetini önemli ölçüde belirlemektedir. Finansmanın daha geç bir tarihte sağlanması kuruluş açısından avantajlıdır. Zira bu süre içinde kuruluş elde ettiği kaynakları çeşitli yatırımlarda değerlendirebilmektedir. Diğer taraftan, finansman ne kadar geç sağlanırsa paranın zaman değeri dolayısıyla katılımcının maliyeti de o denli yüksek olmaktadır.

(4) Katılımcı 21 ay boyunca 7.018 TL tutarında düzenli ödemelerde bulunur. 21. ayın sonunda kuruluş katılımcıya 500.000 TL tutarında finansman sağlar. Böylece katılımcı gayrimenkulü satın alır. Gayrimenkul üzerine geriye kalan tutara denk gelecek oranda ipotek konur. (Uygulamada ipotek koyma maliyetinin yüksek olması nedeniyle - tapu harcı, damga vergisi, vs. - katılımcının borçlandırılması yoluyla gayrimenkul üzerine haciz konulduğu, ancak haczin işleme alınmayarak her sene yenilendiği de görülmektedir.) Katılımcı geri kalan taksitleri ödemeye 57. aya dek devam eder. Bu sayede 7.018 TL tutarında aylık ödemelerde 57 ayda toplam 400.000 TL bedelinde finansmanı kuruluşa iade eder.

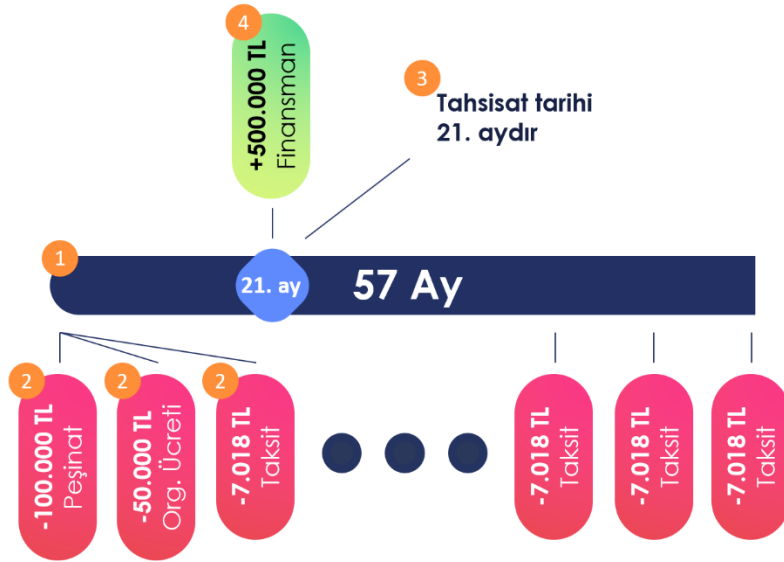
Katılımcının 21. ay sonuna kadar barınma ihtiyacını karşılamak için ödemesi gereken kira bedeli katılımcı ile kuruluş arasındaki süreçte yer almamaktadır, ancak bu ödemenin de ikamet amaçlı alım yapan katılımcı açısından önemli bir maliyet unsuru olabileceği unutulmamalıdır. Bir diğer deyişle, bankadan aldığı kredi ile hemen gayrimenkul edinme fırsatına kavuşan bireyler barınma ihtiyaçlarını gidermek için ayrıca ödeme yapmak zorunda değilken bu modelde 20 ay için toplamda 40.000 TL $(2.000 * 20)$ ödeme yapmak durumundadır.

Benzer şekilde katılımcı barınma için değil de yatırım için konut edinmek istediğinde de “kira” bir fırsat maliyeti olarak hesaplamalara dahil edilmelidir. Zira katılımcı bankacılık sisteminden finansman sağlasa idi, konutu hemen edinerek kiraya verme fırsatı bulacaktı.

Çekilişsiz planda katılımcının sisteme yaptığı toplam ödeme 550.000 TL iken kira dahil toplam maliyet 590.000 TL’dir. Bu durumda katılımcı ilk ayda yaptığı toplam 150.000 TL bedelli organizasyon ücreti ve

peşinat ödemesi yanında 57 ay boyunca ödediği 7.018 TL değerindeki taksitlerle 21. ayda toplam 500.000 TL değerinde finansman elde etmektedir. %7 düzeyinde olan mevcut mevduat faiz oranı ile katılımcının nakit akışlarını bugünkü değerine indirgeyerek sistemin katılımcıya toplam maliyetinin %19 düzeyinde olduğu hesaplanmaktadır. Bu oranın halihazırda yıllık %10 seviyesinde bulunan konut kredisi oranlarının hayli üzerinde olduğu göze çarpmaktadır.

Grafik 5: Çekilişsiz Plan



ÇEKİLİŞLİ PLANLAR

Yapı olarak halk arasında “altın günü” sistemine benzetilen çekilişli planlar benzer özellikleri haiz katılımcıların gruplandırılarak birbirlerine sırayla finansman sağlama ilkesine dayanmaktadır. Kuruluş birbirine yakın fiyatlarda aynı tür taşınmaz almak isteyen katılımcıları gruplandırmaktadır.

Çekilişli plan altında katılımcı sayısı birkaç yüz kişiye varabilen gruplara dahil edilmektedir. Gruba dahil edildikten sonra aylık ödemeler yapmaya başlayan katılımcıların oluşturduğu havuzdan katılımcılar sırayla fonlanmaktadır.

Tahsisat sıralaması Almanya örneğinin aksine katılımcıların ödeme performansına göre değil, noter huzurunda yapılan çekilişe göre belirlenmektedir.

Katılımcıların finansmanı hangi tarihte elde edeceğinin önceden belirli olmadığı bu planlar tahsisat tarihinin belirsizliği nedeniyle çekilişsiz planlardan önemli ölçüde ayrılmaktadır. Bazı katılımcıların finansmana daha erken bir tarihte erişmesinin yarattığı eşitsizliği ortadan kaldırmak için kuruluşlar iki uygulamada bulunmaktadır.

Bunlardan ilki kuruluşun grupta yer alan katılımcıların peşinat ve aylık ödeme

kapasitelerine göre azami bir tahsisat tarihi belirlemesidir. Bu sayede katılımcı altın gününde olduğu gibi "sonuncu" olma riski taşımamakta, kişi sayısının ima ettiği son çekilişten daha erken bir tarihte tüm finansmana erişme fırsatına kavuşmaktadır (vadenin uzaması katılımcının sistemde elde ettiği marjinal faydanın azalmasına neden olmaktadır) Ancak ileride de detaylarıyla değinileceği üzere katılımcılar tarafından tüm ödemeler yapılmadan önce finansmanın tahsis edilmesi havuzda yeterli kaynağın bulunmamasına, sistemde önemli bir nakit yetersizliği olmasına neden olmaktadır.

İkinci yöntem ise katılımcıların finansman tahsisatı öncesinde daha düşük bir taksit öderken gayrimenkul edindikten sonra (artık kira ödeme külfetinden kurtulduğu gerekçesiyle) daha yüksek tutarda ödemeler yapmaya başlamasıdır.

500.000 TL değerinde bir konutun çekilişli plan ile finansmanına ilişkin detaylara Tablo 5'te yer verilmektedir. Modelin işleyişi ise Grafik 6'te detaylandırılmaktadır (işleyiş adım adım numaralandırılmıştır).

Tablo 5: Çekilişli Plan	
Gayrimenkul Değeri	500.000 TL
Peşinat	100.000 TL
Vade	72 ay
Katılımcı Sayısı	100 kişi
Taksit Tutarı (Finansman öncesi)	4.000 TL
Taksit Tutarı (Finansman sonrası)	6.750 TL
Kira	2.000 TL
Evin Teslim Alındığı Ay (Azami)	34. ay
Organizasyon Ücreti	50.000 TL
Toplam Ödeme	550.000 TL
Toplam Maliyet	616.000 TL
Maliyet (%)	20.0

Varsayımlar:

- Konut bedeli: 500.000 TL
- Peşinat tutarı: 100.000 TL
- Aylık taksit tutarı:
 - Tahsisat öncesi 4.000 TL
 - Tahsisat sonrası: 6.750 TL
- Kira: 2.000 TL

(1) Katılımcı almak istediği gayrimenkulün fiyatını, (varsa) sahip olduğu peşinatı ve aylık azami taksit tutarını belirtir. Aylık azami tutar katılımcının her ay istikrarlı bir şekilde ödeyebileceği azami meblağı ifade etmektedir. Aylık ödeme gücü 4.000 TL olan katılımcı 100 kişilik bir gruba dahil edilir: $(500.000 - 100.000) / 100 = 4.000$. Buna göre aylık 4.000 TL taksit ile 100 kişi arasında her ay bir talihlinin finansman tutarı biriktirilebilecektir.

Katılımcı sözleşme imzalayarak sisteme girerken:

i. toplam konut değerinin %10'una tekabül eden 50.000 TL'lik organizasyon ücretini yatırır $(500.000 * \%10)$.

ii. toplam konut değerinin %20'sine tekabül eden 100.000 TL'lik peşinatı yatırır $(500.000 * \%20)$.

iii. 4.000 TL'lik ilk taksiti yatırır.

(2) Kuruluş hayli ileri tarihlerde sistemden finansman sağlayacak katılımcıların dezavantajlı duruma düşmesini önlemek için azami bir tahsisat tarihi belirler. Bu örnekte bu rakam 34. ay olarak belirlenmiştir.

(3) Normal şartlar altında 100 kişilik grupta toplam vadenin 100 ay olması gerekirken azami tahsisat tarihinin 34 ay olarak belirlenmesi, 35. aydan itibaren tüm katılımcıların ödediği katkı paylarının da 6.750 TL'ye çıkmasını beraberinde getirmektedir. Bu nedenle tüm katılımcılar için vade 100 ay yerine 72 aya kadar

kısalmaktadır. Bir diğer deyişle katılımcının finansman edindikten sonra ödemelerinin artırılması vadenin kayda değer ölçüde kısılmasına neden olmaktadır. ($4.000 * 33 + 6.750 * 38 + 11.500 = 400.000$. 11.500 son taksitteki yuvarlamadan kaynaklanmaktadır). Buna göre finansmana kavuşan katılımcıların taksitlerinin artırılması sayesinde sisteme yaptıkları ödeme 72. ay sonunda tamamlanmaktadır. Bu durum 100. aya kadar bekleme gereksinimini ortadan kaldırmaktadır.

(4) Katılımcı finansman tahsisatından önce kira da ödediği düşüncesiyle daha sınırlı bir taksit ödemekle yükümlüdür. Ancak finansmanın katılımcıya sağlanmasıyla ödemeler o ay itibarıyla yükseltilmektedir. Yeni taksit genellikle önceki tutara ortalama bir kira bedeli eklenerek hesaplanmaktadır. Bu örnekte bu rakam 6.750 TL olarak belirlenmiştir.

(5) Katılımcılar ödemelerini sürdürürken düzenli aralıklarla yapılan çekilişler neticesinde talihliler belirlenir. (Çekiliş süreci kurumdan kuruma değişmekle beraber birkaç ayda bir düzenlenen çekilişlerle farklı grupların birkaç aylık talihlileri belirlenir) Bu sıraya göre katılımcılar toplam 500.000 TL tutarındaki finansmanı almaya başlar ve planladıkları satın almayı gerçekleştirir. Finansman sağlanan katılımcının aylık ödemeleri de o ay itibarıyla 4.000 TL'den 6.750 TL'ye çıkartılır. Katılımcının aldığı gayrimenkul üzerine geriye kalan borcuna denk gelecek oranda ipotek konur. (Uygulamada ipotek koyma maliyetinin yüksek olması nedeniyle

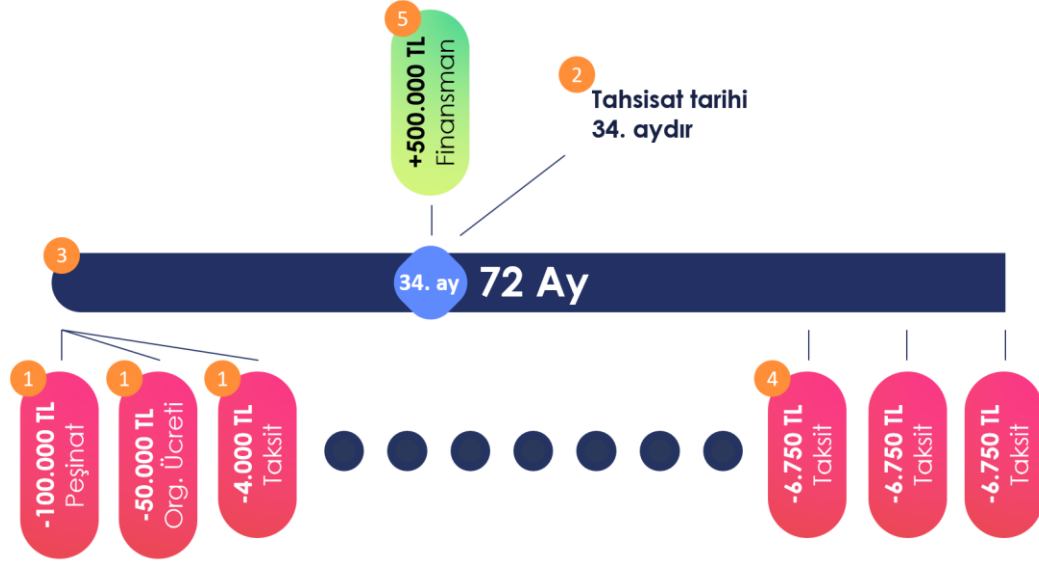
- tapu harcı, damga vergisi, vs. - katılımcının borçlandırılması yoluyla gayrimenkul üzerine haciz konulduğu, ancak haczin işleme alınmayarak her sene yenilendiği de görülmektedir.)

Bu örnekte katılımcının en geç tahsisat tarihi olan 34. ayda finansmana erişim sağladığı varsayılmıştır. Katılımcı geri kalan taksitleri ödemeye 72. aya dek devam eder. Bu sayede önce 4.000 TL, ardında 6.750 TL tutarındaki aylık ödemelerle toplam 72 ayda 400.000 TL tutarındaki finansmanı kuruluşa iade eder.

Katılımcının 34. ay sonuna kadar barınma ihtiyacını karşılaması için 33 ay için toplamda 66.000 TL ($2.000 * 33 = 66.000$) kira ödemesi gerekmektedir. Bu ödeme kuruluşa yapılmasa bile katılımcı açısından önemli bir maliyet unsuru olduğu unutulmamalıdır.

Çekilişli planda katılımcının sisteme yaptığı toplam ödeme 550.000 TL iken kira dahil toplam maliyet 616.000 TL'dir. Bu durumda katılımcı ilk ayda yaptığı toplam 150.000 TL bedelli organizasyon ücreti ve peşinat ödemesi yanında 33 ay boyunca 4.000, 64 ay boyunca da 6.750 TL ödediği taksitlerle 34. ayda toplam 500.000 TL değerinde finansman elde etmektedir. %7 düzeyinde olan mevcut mevduat faiz oranı ile katılımcının nakit akışlarını bugünkü değerine indirgeyerek sistemin katılımcıya toplam maliyetinin %20 düzeyinde olduğu hesaplanmaktadır. Bu oranın halihazırda yıllık %10 seviyesinde bulunan konut kredisi oranlarının hayli üzerinde olduğu göze çarpmaktadır.

Grafik 6: Çekilişli Plan



BANKA KREDİLERİ

Bu bölümde yukarıda değinilen tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi çözümleriyle kıyaslama yapmak için geleneksel bir konut kredisinin detaylarına yer verilmektedir.

Bankacılık sisteminde toplam finansman bedeli, vade ve faiz oranına göre aylık taksitler belirlenmektedir. Buna karşın tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde toplam finansman bedeli, aylık taksit tutarı ve vadeye göre toplam maliyet (faiz) belirlenmektedir.

500.000 TL değerinde bir konutun kredi ile finansmanına ilişkin detaylara Tablo 5'te yer verilmektedir. Modelin işleyişi ise Grafik 7'de detaylandırılmaktadır (işleyiş adım adım numaralandırılmıştır).

Varsayımlar:

- Konut bedeli: 500.000 TL
- Peşinat tutarı: 100.000 TL
- Aylık taksit tutarı: 5.911 TL

(1) Katılımcının aylık ödeme kabiliyeti ve %10 yıllık faiz varsayımıyla banka 100 ay

vade ile katılımcının her ay 5.911 TL ödemede bulunacağı bir kredi tahsis eder.

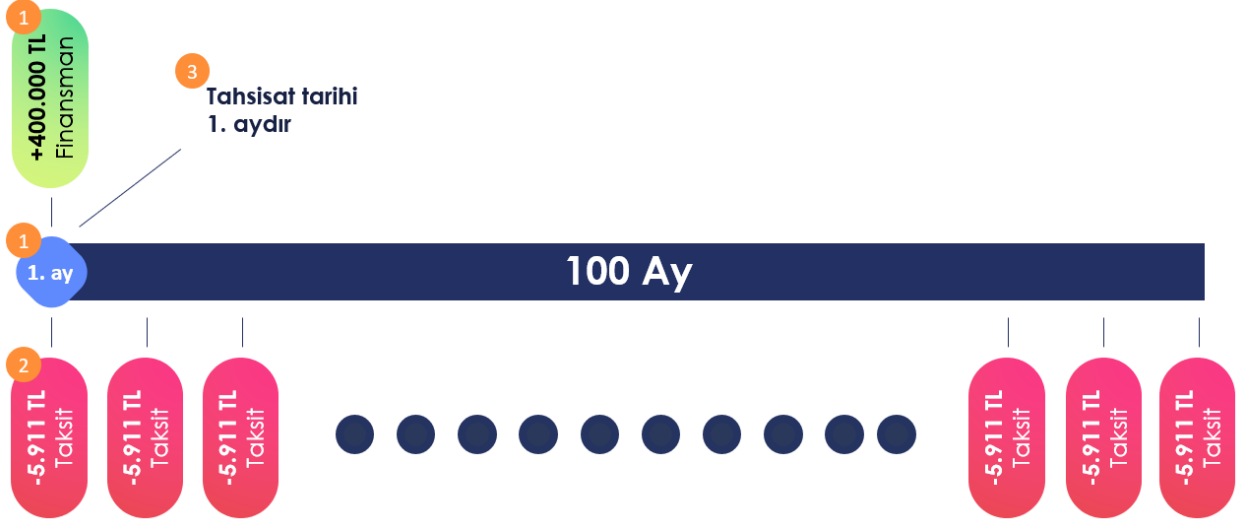
Tablo 6: Banka Konut Kredisi

Gayrimenkul Değeri	500.000 TL
Peşinat	100.000 TL
Finansman Tutarı	400.000 TL
Vade	100 ay
Faiz	10%
Aylık Ödeme	5.911 TL
Toplam Ödeme	591.123 TL
Kredi Maliyeti	191.123 TL

(2) Müşteri sözleşme imzalayarak bankadan krediyi alır. Vade boyunca tutarı değişmeyen aylık 5.911 TL'lik ödemelerini yapmaya başlar. İlk aşamada tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde olduğu gibi yüklü ödemelerde bulunması söz konusu değildir. Müşterinin satın aldığı gayrimenkul üzerine borcu kadar ipotek konur. Müşteri 100. aya kadar ödemelerine devam eder.

(3) İlk ayda edindiği finansmanla dilediği gayrimenkulü alan müşteri maliyet hesaplaması yaparken kira bedelini de ayrıca göz önünde bulundurmak zorunda değildir.

Grafik 7: Konut Kredisi



Konut kredisi ile müşterinin toplam maliyeti 591.123 TL olur. Bu durumda, 400.000 TL finansman için 100 aylık vadede katılımcının toplam maliyeti 191.123 TL'ye denk gelmektedir. Tahsis ücreti (kredi tutarının %0,5'i), ekspertiz ücreti ile ipotek tesis ücreti, hayat sigortası masrafları ve

DASK sigortası maliyetleri göz ardı edilmiştir.

400.000 TL tutarında bir konut kredisi için bu rakamın toplam bedelin ortalama %0,75'i olduğu (takriben 3.000 TL) hesaplanmaktadır.

Tablo 7: Konut Kredisi ve Tasarrufa Dayalı Yapı Finansman Sistemi Karşılaştırması

Kriter	Bankacılık	Tasarrufa Dayalı Finans Sistemi	
		Çekilişsiz Plan	Çekilişli Plan
Özel düzenleme	BDDK yetkili	Yok	Yok
Finansman tarihi	Önceden belli	Önceden belli	Çekilişle belirleniyor
Tasarruf evresi	Yok	Var	Var
Peşinat	Mülk sahibine ödeniyor	Kuruluşa ödeniyor	Kuruluşa ödeniyor
Kefil	Gerekli	Gerekli	Gerekli
Maliyet	Faiz/kar oranı	Organizasyon ücreti	Organizasyon ücreti
Enflasyon riski	Yok	Var	Var
Tasarruf mevduatı koruma	Var	Yok	Yok

Tablo 7'de bankacılık sisteminden elde edilen bir konut kredisi ile tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi kapsamındaki finansal çözümlerin bir karşılaştırması sunulmaktadır.

Bankadan finansman sağlanması durumunda katılımcının fonlamak istediği varlığın fiyatındaki artış veya düşüş, ödeme tek bir seferde mülk sahibine yapıldığından önemli olmamaktadır. Ancak tasarrufa

dayalı yapı finansman sistemi dahilinde sağlanan finansman katılımcı sisteme girdikten yıllar sonra gerçekleştiğinden varlığın fiyatındaki değişim büyük önem taşımaktadır.

Diğer yandan, bankadan alınan kredi için ödenen faiz (kredi tahsis ücreti, ekspertiz ücreti, hayat sigortası gibi çoğunlukla kredi tutarının %0,5 ile %1'ine tekabül eden ek masraflar hariç) bankacılık çözümlerinin

yegâne ve açık maliyetidir. Buna karşın tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi hem açık hem gizli birtakım maliyetler barındırmaktadır. Bunlardan ilki ve en önemlisi organizasyon ücreti iken gayrimenkul özelinde katılımcının finansmana erişim sağlayana kadar barınma için ödediği kira da sistemin önemli bir gizli maliyetidir. Bankadan alınan kredi sayesinde katılımcı barınma ihtiyacını hemen karşılayabildiğinden bu maliyet banka kredisi hesaplamalarına dahil edilmemektedir. Buna ilave olarak, katılımcının peşinatını doğrudan kuruma ödeyerek bundan elde edilecek getirilerden süreçte feragat etmesi sisteme ilişkin bir diğer kayda değer bir fırsat maliyetidir.

Bunun yanında, katılımcıların kredi notu nedeniyle bankacılık çözümlerinden mahrum olması tasarrufa dayalı finansman sisteminin avantajıdır. Banka müşterisi olma fırsatı bulunmayan kişilerin yaptıkları düzenli ödemelerle süreçte kredibilitelerini ispatlayabilmeleri bankacılık tarafından hizmet sunulmayan bir müşteri kitlesinin sisteme girebilmesine olanak tanımaktadır.

KURULUŞLAR AÇISINDAN DEĞERLENDİRME

Bu bölümde kuruluşlar açısından tasarrufa dayalı finansman sisteminin analizini yapmak amacıyla yukarıda detaylarına değinilen çekilişli plan mercek altında alınmıştır.

Tasarrufa dayalı finansman sistemini bankacılıktan ayıran en önemli özellik katılımcının finansmana erişmeden önce kayda değer bir süre sisteme istikrarlı ödemelerde bulunmasıdır. Bu durum mevduat, sendikasyon kredisi ya da sabit getirili menkul kıymet ihracı gibi çeşitli yöntemlerle önceden kaynak sağlayan bankacılık sistemiyle kesin olarak ayrılmaktadır.

Organizasyon ücreti ile (varsa) peşinat ödemesinin ardından sisteme dahil olan katılımcılar noter huzurunda yapılan çekilişle belirlenmektedir. Çekiliş sonucu konut edinme tarihini belirlediği ve nakit akışlarını değiştirdiği için talihliler açısından önem taşımakla beraber kuruluş açısından hangi katılımcının ne zaman ev sahibi olduğu önem arz etmemektedir.

Banka kredisiyle ev almak isteyenler için peşinatın bankaya ödenmesi söz konusu değildir. Bununla beraber, tek bir seferde ödenmesi gereken organizasyon ücreti gibi yüklü bir ödeme de bankacılık çözümlerinde bulunmamaktadır. Buna karşın tasarrufa dayalı finansman sisteminde finansmanın önemli bir bölümünü teşkil eden peşinat ve organizasyon ücretinin katılımcı sisteme girdiği anda doğrudan kuruluşa ödenmesi sistemde önemli kaynakların hızlı bir şekilde birikmesine neden olmaktadır. Bankacılık tarafında kredi kullanan taraf tarafından tüm ödemeler amortisman planına göre peyderpey yapılırken tasarrufa dayalı finansman sisteminde sisteme ilk girişte yapılan yüklü ödemeler sistemin katılımcıya olan maliyetini bankacılık çözümlerine oranlara önemli ölçüde artırmaktadır. Kuruluş erkenden yapılan bu ödemeleri yatırımlarda değerlendirme imkanına kavuşarak ilerleyen dönemde katılımcılara sağlayacağı finansmanı daha rahat fonlama imkanına kavuşmaktadır.

Bankacılık sisteminde banka konut kredisini katılımcıya tek seferde verdiği ve ödemeleri vadede elde ettiği için kredi alanın riskini taşımaktadır. Buna karşın tasarrufa dayalı finansman sisteminde finansman kayda değer bir süre geciktirildiği ve katılımcı düzenli ödemelerde bulunduğu için risk nispeten daha azdır. Buna rağmen, bankacılık çözümlerinden yararlanamayacak, nispeten düşük kredibiliteye sahip

müşterilerin sistemi tercih etme eğilimi tasarrufa dayalı finansman sisteminde de risklerin bulunduğunu göstermektedir.

Kuruluşlar katılımcılar açısından sistemin daha cazip olması için azami bir tahsisat tarihi vadetmektedir. Bunun nedeni vadenin uzamasıyla katılımcının sistemi kullanma iştahının önemli ölçüde düşmesidir. Başka bir deyişle çekilişli sistemde yer alan bir katılımcının sistemden sağladığı marjinal fayda sistemde kaldığı süreyle ters orantılıdır. Bunun önüne geçmek için kuruluşlar tahsisat tarihini olabildiğince öne çekmeye gayret etmektedir. Ancak tahsisat tarihinin öne çekilmesi kuruluşun katılımcılara azami bir tahsisat tarihi vermesi nedeniyle havuzda henüz yeterli kaynak birikmemişken yüklü ödemelerde bulunmasını gerektirmektedir. Bu durum sistem bünyesinde ciddi bir nakit yetersizliği riskini de beraberinde getirmektedir.

500.000 TL değerinde konut edinmek isteyen katılımcılara sunulan bir çekilişli planın kuruluş açısından detaylarına Tablo 8’de yer verilmektedir. Modelin işleyişi ise Grafik 8’de detaylandırılmaktadır (işleyiş adım adım numaralandırılmıştır).

Tablo 8: Kuruluş Açısından Çekilişli Plan	
Sağlanan Finansman	50.000.000 TL
Tahsil Edilen Peşinat	10.000.000 TL
Vade	72 ay
Katılımcı Sayısı	100 kişi
Taksit (Finansman öncesi)	400.000 TL
Taksit (Finansman sonrası)	675.000 TL
Azami Tahsisat Tarihi	34. ay
Organizasyon Ücreti	5.000.000 TL
Toplam Kazanç	56.452.000 TL
Getiri (%)	19.0

Varsayımlar:

- Toplam Finansman: 50.000.000 TL
- Peşinat tutarı: 10.000.000 TL
- Aylık taksit tutarı:

- Tahsisat öncesi 4.000 TL
- Tahsisat sonrası: 6.750 TL

(1) Katılımcılar almak istedikleri gayrimenkullerin fiyatını, (varsa) sahip oldukları peşinatları ve aylık azami taksit tutarlarını belirtir. Aylık ödeme gücü 4.000 TL olan 100 kişilik katılımcıdan meydana gelen bir grup oluşturulur: $(500.000 - 100.000) / 100 = 4.000$. Buna göre aylık 4.000 TL taksit ile 100 kişi arasında her ay bir talihlinin 400.000 TL’ye tekabül eden finansman tutarı biriktirilebilecektir. Kurum buna karşılık her ay çekiliş sonucu belirlenen talihliye 500.000 TL tutarında ödemede bulunacaktır.

Katılımcılar sözleşme imzalayarak sisteme girerken:

i. toplam finansman tutarının %10’una tekabül eden 5.000.000 TL’lik organizasyon ücretini yatırır $(50.000.000 * \%10)$.

ii. toplam konut değerinin %20’sine tekabül eden 10.000.000 TL’lik peşinatı yatırır $(50.000.000 * \%20)$.

iii. 400.000 TL’lik ilk taksiti yatırır.

(2) Kuruluş ileri tarihlerde sistemden finansman sağlayacak katılımcıların dezavantajlı duruma düşmesini önlemek için azami bir tahsisat tarihi belirler. Bu örnekte bu zaman 34. ay olarak belirlenmiştir.

(3) Buna göre kuruluş 34. aya kadar her ay bir katılımcıya 500.000 TL’lik bir finansman sağlayarak toplamda 16.500.000 TL’lik ödemede bulunur. 34. aya gelindiğinde ise kuruluş diğer katılımcılara geri kalan 33.500.000 TL tutarındaki tüm finansmanı tek bir seferde öder.

(4) Normal şartlar altında 100 kişilik grupta toplam vadenin 100 ay olması gerekirken azami tahsisat tarihinin 34 ay olarak

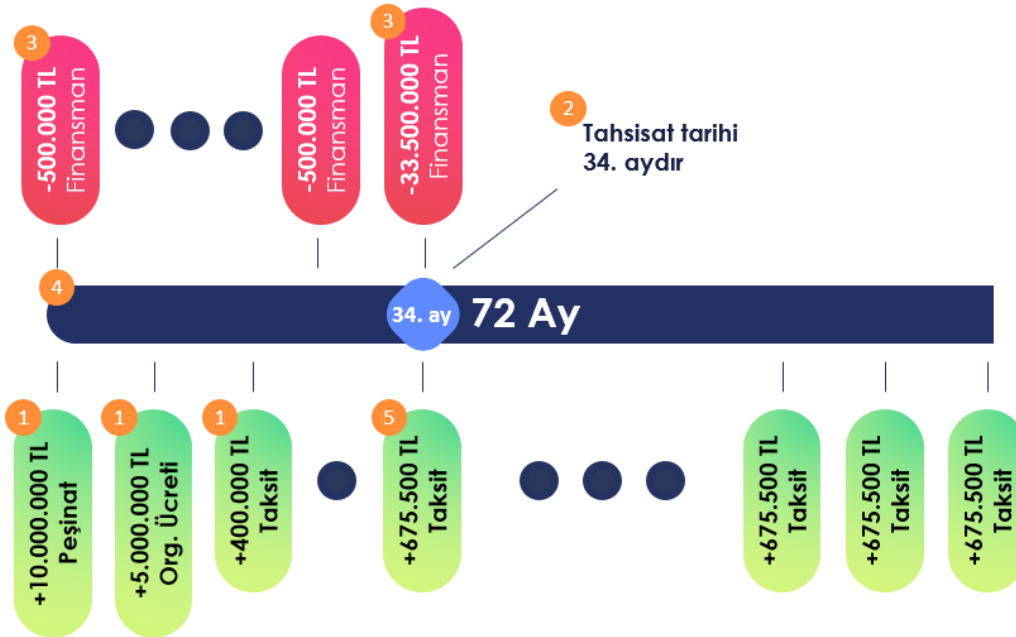
belirlenmesi vadenin 100 ay yerine 72 aya kadar kısalmasına neden olmaktadır. Buna göre finansmana kavuşan katılımcıların taksitlerinin artırılması sayesinde sisteme yaptıkları ödeme 72. ay sonunda tamamlanmaktadır.

(5) Her ay çekilişle belirlenen talihlinin ödemelerini 4.000 TL'den 6.750 TL'ye çıkarması sisteme her ay yapılan girişin 34. aya kadar kademeli olarak 2.750 TL artmasına neden olur. Bu sayede ilk ay sonunda 400.000 TL ödeme alan kuruluş katılımcılardan bir sonraki ay 402.750 TL alır. Bu şekilde yükselen aylık tutar 34. aya gelinmesi ve tüm katılımcıların finansmana kavuşmasıyla beraber 675.000 TL'ye sabitlenir.

Bu planda katılımcıların sisteme yaptığı toplam ödeme 56.452.000 TL'dir. Bu rakamın 10.000.000 TL'si peşinat, 5.000.000 TL'si ise kuruluşa ödenen organizasyon bedelidir. Kademeli olarak artırılarak 72 aya yayılan ödemelerin toplamı ise 41.452.000 TL'dir. Buna karşılık kuruluş 34. aya kadar her ay 500.000 TL tutarında finansman sağlarken 34. ay yaptığı 33.500.000 TL değerindeki ödemeye toplamda 50.000.000 tutarında ödemede bulunur.

Sermaye maliyetinin %12 olarak varsayıldığı durumda kuruluş getirisinin %19 olduğu hesaplanmaktadır. Kuruluş açısından getirilerin hayli cazip olduğu mevcut durumda katılımcı açısından maliyetlerin bankacılık çözümlerine oranla yüksek olması dikkat çekmektedir.

Grafik 8: Kuruluş Açısından Çekilişli Plan



Kuruluşun faaliyetleri neticesinde elde ettiği karın önemli kısmı organizasyon ücretinden elde edilse de peşinat ile aylık taksitlerin önemli bir bölümünün finansman katılımcıya sağlanmadan kayda değer bir süre önce alınması sistemin sermayedar açısından cazibesini pekiştirmektedir.

Bununla beraber 34. ayda tüm katılımcılara aynı anda sağlanması gereken finansmanın henüz sistemde birikmemiş olması ciddi bir nakit yönetimi sorununu beraberinde getirmektedir. Bu durum kuruluş tarafından ihtimamla yönetilmediği takdirde katılımcılara yapılacak ödemelerin gecikmesinden başlayarak iflasa kadar

sürüklenecek bir dizi olumsuz senaryonun cereyan etmesine neden olacaktır.

Bu örnekten hareketle tasarrufa dayalı finansman sisteminin karlılığını önemli ölçüde etkileyen etmenler aşağıda değerlendirilmektedir.

Vade

Sistem maliyetinin faiz oranlarıyla açık bir şekilde belirtilmediği tasarrufa dayalı finansman sisteminde tahsisat tarihi toplam maliyetin hesaplanmasında kilit bir rol taşımaktadır. Finansmanın daha geç bir tarihte sağlanması kuruluşun sisteme yapılan ödemeleri daha uzun süre yatırımlarda değerlendirebilmesine neden olduğundan kuruluş açısından avantajlıdır. Kuruluşun yukarıdaki örnekte 34. ayda yapması gereken 33.500.000 TL'lik yüklü ödemeye karşı vadeye yayılmış aylık taksitler kuruluşun finansman tahsisat tarihini olabildiğince geciktirmek istemesine neden olmaktadır.

Buna karşın, katılımcılar konut edinmek için finansmanı erken bir tarihte almak istemektedir. Bankaların faiz indirimleriyle yaptıkları kampanyalar tasarrufa dayalı finansman sisteminde kuruluşlar tarafından vade üzerinden gerçekleştirilmektedir: Rakip kuruluşlara göre daha cazip koşullar sunmak isteyen kuruluşlar finansman tahsisat tarihini öne çekerek kardan feragat ederken daha fazla müşteri kazanmayı hedeflemektedir.

Organizasyon Ücreti

Tasarrufa dayalı finansman sisteminin bir diğer önemli maliyet unsuru ise organizasyon ücretidir. Mevcut durumda organizasyon ücreti toplam varlık bedelinin yaklaşık %10'una tekabül ederken bu örnekte de 5.000.000 TL olarak katılımcılardan tahsil edilmiştir.

Sisteme girişte herhangi bir durumda iade edilmemek üzere tahsil edilen organizasyon ücretinin büyüklüğü kuruluşun karlılığı açısından büyük önem taşımaktadır. Kuruluş ne kadar yüksek organizasyon ücreti tahsil ederse karlılığı o denli yükselmektedir. Kuruluşların faaliyet geliri olarak nitelediği organizasyon ücreti bankacılık sisteminde faiz gelirinin içinde yer almaktadır.

Katılımcı maliyetini önemli ölçüde yükselten organizasyon ücreti taraflar arasında müzakere edilerek değiştirilebilmektedir. Bazı kuruluşların kampanya kapsamında organizasyon ücretini düşürmek suretiyle katılımcılara daha cazip koşullar sunmaya çalıştığı görülmektedir.

Peşinat ve Taksitler

Kuruluş karlılığını doğrudan etkileyen bir diğer etmen de katılımcının sisteme ilk kez girerken ödediği peşinatla düzenli olarak her ay ödediği taksitlerin büyüklüğüdür.

Peşinat ve aylık taksitlerin büyüklüğü vadenin kısalmasına da neden olurken önceden yapılan yüklü ödemeler kuruluş karlılığını önemli ölçüde etkilemektedir.

Kuruluşlar katılımcılara daha cazip koşullar sunmak için aylık taksit tutarını düşürerek ödeme vadesini uzatabilmektedir. Bu durum sistemin katılımcıya maliyetini azaltırken kuruluşun karlılığını ise olumsuz etkilemektedir.

Yeniden Finansman

Bankacılık sisteminin aksine tasarrufa dayalı finansman sisteminde katılımcıya sağlanan finansman katılımcı sisteme ilk katıldığında değil ileri bir tarihte gerçekleşmektedir. Bu yüksek meblağın havuzda biriken kaynaklarla kuruluş tarafından ödenmesi erken tahsisat

taahhüdü nedeniyle mümkün olmadığından bu açığın finanse edilmesi gerekmektedir.

Kuruluşların vade tarihinde bu yüklü ödemeyi karşılayamaması pek çok katılımcının mağdur olması ihtimalini taşımaktadır. Ödemelerin gecikmesi müstakbel katılımcılar arasında sisteme olan inancı zayıflatacakken mevcut katılımcıların da sistemden erken ayrılmasına neden olabilecektir.

Halihazırda bu kuruluşlara ilişkin detaylı finansal bilgiler erişmek mümkün olmamakla beraber, söz konusu olumsuzlukların önüne geçmek ve kuruluşların olası açığı finanse etmesi için kullanabileceği yöntemler aşağıda listelenmiştir.

Özsermaye: Kuruluş sistemdeki olası açığı özsermayesiyle karşılamayı tercih edebilir. Ancak kuruluşların henüz yeni faaliyete geçtiği ve sınırlı ödenmiş sermayeye sahip olduğu göz önünde bulundurulduğunda bu yüklü ödemenin kuruluş kaynaklarıyla kolayca göğüslenemeyeceği anlaşılmaktadır.

Kredi: Kuruluşlar finansman tahsisatının yapıldığı tarihte katılımcıların gelecekte yapacakları ödemeleri teminat göstererek kredi alabilir. Katılımcıların düzenli ödemelerle rüştünü ispatlamayı başardığı sistem düşük temerrüt ihtimalini beraberinde getirdiğinden kuruluşun kredi yoluyla likiditeye ulaşma imkânı yüksektir.

Menkul Kıymetleştirme: Kuruluşlar gelecekteki alacaklarını teminat göstererek sermaye piyasasında kira sertifikası / varlığa dayalı menkul kıymet benzeri inanç temelli yatırım araçları ihraç etme fırsatını da haizdir. Ancak bunun için firmaların finansal piyasa düzenlemelerine uygun finansal tablo açıklaması ve gerekli kamuyu aydınlatma şartlarını sağlaması gerekecektir.

Diğer Katılımcılar: Sistemde yer alan açığın diğer katılımcıların kaynaklarıyla karşılanması ihtimali sistemin saadet zinciri olmakla suçlanmasının temel nedenidir. Katılımcıların sisteme girerken yaptığı yüklü peşinat ve organizasyon ücreti ödemeleriyle açığın finanse edilmesi tasarrufa dayalı finansman sistemine olan talebin azalması ya da kayda değer sayıda katılımcının sistemden erken ayrılması durumunda sistemin ciddi bir sarsıntı yaşamasına neden olacaktır. Mevcut katılımcıların istikrarlı ve vakitlice finansmana erişim sağlaması sisteme yeni katılımcıların kazandırılmasına bağlı ise yapının saadet zinciri olduğu savlanabilir.

Geleneksel finans teorisinde ifade edildiği üzere özsermaye maliyetinin borçlanma maliyetinin üstünde olması, kuruluşların kendi öz kaynaklarındansa kredi piyasalarına yönelme eğilimini tetiklemekte, kuruluşların yüklü oranda borçlanarak finansal istikrar açısından riskli hale gelme ihtimalini taşımaktadır.

Kamuyu aydınlatma pratiklerinin var olmadığı mevcut durumda kuruluşların sistemde oluşabilen açığı nasıl fonladığı bilinmemektedir. Ülkenin her iline yayılmış tasarrufa dayalı finansman sistemindeki bu opaklık sistemin geleceği açısından önemli kuşkuları beraberinde getirmektedir. Herhangi bir düzenlemeye tabi olmayan tasarrufa dayalı finansman kuruluşlarının aslında bankacılığa benzer faaliyetlerde bulunmasına rağmen benzer risk yönetim mekanizmalarına sahip olmaması ihtimali finansal istikrar açısından önemli soru işaretleri doğurmaktadır.

FIRSATLAR VE RİSKLER

Geleneksel banka kredilerinden yararlanmak için katılımcıların çoğunlukla yüksek kredi notuna sahip olmaları beklenmektedir. Gelirini ispatlayabilen katılımcılar bankacılık çözümlerinden

kolayca faydalanabilirken finansal itibarını ancak düzenli ödemelerle ortaya koyabilecek kişiler tasarrufa dayalı yapı finansman sistemini elverişli bir alternatif olarak kullanmaktadır. Almanya örneğinde olduğu gibi katılımcılar güvenilirliğini sistem dahilinde yaptığı düzenli ödemelerle kanıtlayabilmektedir. Böylelikle kredi notu veya geçmişi bulunmayan kişiler tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi yardımıyla finansmana erişim sağlayabilmektedir. Diğer yandan Türkiye uygulamasında böyle bir güvence olmaması finansal itibarı zayıf kişilerin tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine yoğun olarak yönelebileceği ihtimalini doğurmaktadır.

Çekilişli planlarda bir grup üyesinin temerrüde düşmesi teorik olarak diğer katılımcıları da etkilemektedir. Katılımcıların ödemelerini düzenli bir şekilde yapamaması halinde kuruluşların katılımcıları sistemden çıkarmadığı ancak finansman sağlamayı geciktirdiği görülmektedir. Geç ödeme ya da tamamen ödememe nedeniyle grup bünyesinde ortaya çıkacak nakit sıkıntılarını gidermesi gerektiği durumda bilançolarının bunu karşılayabilecek dirayette olması elzemdir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi kimilerince saadet zinciri olmakla suçlanmaktadır. Bunun nedeni çekilişli planlar kapsamında katılımcılara cazip koşullar sunmak isteyen kuruluşların taahhüt ettiği erken tahsisat tarihleridir. Henüz yeterli kaynağın biriktirilmediği havuzdan sağlanmak istenen finansman yeni katılımcıların sisteme girmesiyle kuruluşa ödenen peşinatlarla giderilmek istenebilir. Bu durum sürekli daha fazla katılımcının sisteme girmesini gerektirdiğinden uzun vadede istikrarlı bir işleyiş olmasının önüne geçecektir.

Havuzda biriken kaynakların tahsisat tarihinde yeterli olmaması kuruluşlara aradaki farkı kapatma gayesiyle daha riskli

yatırımlara yönlendirme refleksi verebilecektir. Yüksek getiri arayışındaki kuruluşlar daha riskli yatırımlardan yüksek getiri sağlama yanında ciddi kayıplar da elde edebileceğinden sistemde risk yönetiminin büyük titizlikle yapılması büyük önem arz etmektedir.

Türkiye’de tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi faizsiz bir finansman yönetimi olarak tanıtılmakla beraber finansal sistemdeki faiz gelişmelerinden bağımsız değildir. Kredi faizlerinin düşüşe geçmesi ve pek çok yeni kuruluşun piyasaya girmesiyle bankacılığa göre kredi maliyetlerinin yüksek olduğu tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde organizasyon ücretlerinin düşeceği tahmin edilmektedir.

Mevcut durumda sisteme yönelik en yoğun katılımcı şikâyeti sistemden ayrılma durumunda kuruluşların ödemeleri hayli gecikmeli olarak yapmasıdır. Organizasyon ücreti dışındaki tüm ödemeleri sözleşme çerçevesinde iade eden kuruluşların çoğunlukla kişisel bir kriz nedeniyle sistemden ayrılmak zorunda kalan katılımcılara ödemeleri geciktirmesi ciddi eleştirilere maruz kalmalarına neden olmaktadır. İade edilmeyen organizasyon ücretiyle önemli ölçüde kar etmeyi başaran kuruluşlar gene de sistemden ayrılmayı önlemek için katılımcılara erken finansman tahsisat tarihleri vermek yönünde eğilim göstermektedir.

Almanya’da 1990’lı yıllarla beraber başlayan faizlerdeki istikrarlı düşüş sistemin işleyişini önemli ölçüde sarsmıştır. Türkiye’de düşük seyreden faizlerin etkisiyle banka kredilerinin daha rekabetçi olması tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine olan rağbeti zayıflatarak sistemden yapılacak finansman tahsisatlarının Almanya’da olduğu gibi gecikmesi ihtimalini taşımaktadır. Sistemin güvenilirliğini büyük ölçüde sarsma ihtimali

bulunan bu durumun Türkiye’de de Almanya’da olduğu gibi tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminin para ve sermaye piyasası çözümleriyle beraber kullanılması hususunu gündeme getirme ihtimali bulunmaktadır.

Bankacılık sisteminden temin edilen bir konut kredisiyle gayrimenkul doğrudan alınarak peşinat mülk sahibine ödenirken tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminde bu meblağ kuruluşa ödenmektedir. Katılımcının finansmana erişimin yıllar alabildiği süreçte peşinatın kuruluşa kalması katılımcı açısından önemli bir risk doğurmaktadır. Kuruluş varlığının herhangi bir nedenle sona ermesi durumunda yapılan bu ödemelerin durumu düzenlemelerin de bulunmadığı mevcut durumda belirsizliğini korumaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Düşük tasarruf ortamında yoğun konut ihtiyacına cevaben ortaya çıkan tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi 20. yüzyılın başından itibaren Avrupa’da yeşerdikten sonra dünyaya yayılmıştır. Sistem, sınırlı kaynakları bulunan katılımcıları bir araya getirerek yüksek maliyetli varlıkların finansmanını sağlamada kullanılmaktadır. Bu faaliyetlere yoğunlaşmış kuruluşlarla çalışan katılımcılar değişen piyasa şartlarından korunarak finansmana erişim fırsatına kavuşmaktadır. Bu sistemdeki temel hedef toplu olarak tasarrufta bulunmak ve katılımcılara sırayla yüklü satın almalar için finansman sağlamaktır.

Sistemin dünyada en yaygın şekilde kullanıldığı ülke Almanya’dır. Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemindeki sözleşme sayısı ile ödemelerin istikrarı katılımcıların sistemin Almanya’da halen popüler olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla beraber kuruluşların mevcut piyasa koşullarında bir konutun satın almasını tamamen finanse etmekten ziyade

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi mevcut durumda bankalara benzer faaliyetlerde bulunmasına rağmen bankacılık sistemini düzenleyen kurumların denetimine tabi değildir. Kuruluşların yatırımcıların yaptığı ödemeleri hangi varlıklarda değerlendirdiği düzenlenmemekte ve kamuya açıklanmaktadır. Bener şekilde katılımcı ödemelerinin sistemin istikrarlı işleyişi için yeterli olup olmadığına ilişkin kamuyu aydınlatma faaliyetlerinde bulunulmamaktadır. Kuruluşlara ait finansal ve faaliyet verileri düzenli şekilde yayımlanmamaktadır. Tüm bunlar tasarrufa dayalı yapı finansman sistemini Türkiye’deki finansal istikrar açısından riskli kılmaktadır.

bankacılık çözümleriyle beraber kullanıldığı görülmektedir.

Mevcut ekonomik ortamda faizlerin gelişmiş ülkelerle beraber Almanya’da da hayli düşük seviyelerde seyretmesi tasarrufa dayalı yapı finansman kredilerindense geleneksel konut kredilerine olan talebin daha yüksek olmasına neden olmaktadır. 1980’lerden itibaren Almanya’da faizlerin istikrarlı bir şekilde yüksek kaldığı bir dönem yaşanmamıştır. Faizlerin yeniden istikrarlı olarak yükseldiği ya da talep taraflı bir şokun yaşandığı durumda sistemin sarsılacağına ilişkin kuşklar halen devam etmektedir. Tüm bu nedenlerle Almanya’da 2015 yılında tasarrufa dayalı yapı finansman sistemini düzenleyen kanunda yapılan değişikliklerle yapı tasarruf kuruluşlarının faaliyetlerinde değişikliklere gidilerek sektörün dirayetinin artırılması hedeflenmiştir.

Küresel finansal kriz benzeri hayli olumsuz finansal koşulların ortaya çıktığı durumlarda havuzdaki kaynakların hızla azalması ihtimali bu dönemde özellikle korunmasız ve ihtiyaç halinde bulunan katılımcıların yapı tasarruf sözleşmelerine ulaşmasını engelleyerek mağdur olmasına neden olabilmektedir.

Mevcut durumda Almanya'da bulunan tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi temel iş modelinden sapmış ve bankacılık ürünlerini tamamlayıcı olarak vazife görmeye başlamıştır. Sistemdeki sıkıntılar düzenlemelerle giderilmeye çalışılmışsa da finansman tahsisat tarihlerinin belirsizliği ile havuzda biriken kaynak yetersizliği nedeniyle sermaye piyasalarından kaynak sağlanarak elde edilen tali kredilere olan bağımlılık sistemin geleceği konusunda soru işaretleri yaratmaktadır.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi gelişmiş ülkeler yanında gelişmekte olan ülkelerde de yaygın olarak uygulanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda demografik yapı ve finansal piyasalara olan güvenin zayıf olması nedeniyle düşük tasarruf oranları gözlenmektedir. Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi alternatiflerine nazaran daha basit bir yapıya sahip olduğu için bu ülkelerde tüketiciler açısından cazip olabilmektedir.

Pek çok gelişmekte olan ülkede bireysel krediler ancak kısa vadeyle yüksek faiz oranlarıyla yapılabilir. Bunun nedeni genellikle kredi kuruluşlarının potansiyel müşterilerin kredibilitesini değerlendirebilmekten yoksun olmasıdır. Belirli bölgelerde finansal sisteme erişimin dahi bulunmadığı bu koşullarda tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi önemli bir çözüm sunmaktadır. Potansiyel katılımcılar hakkındaki eksik istihbarat sistem dahilinde yapılan düzenli ödemelerle ikame edilebilmektedir.

Yüksek enflasyonun damga vurduğu 1990'lı yıllarda Türkiye'de ilk kez filizlenen tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi 2010'lu yıllardan itibaren önemli bir çıkış yakalamıştır. Faizsiz finans çözümleri talep eden müşterilerin ilgisiyle sistem Türkiye geneline hızla yayılmış, gayrimenkul harici varlıkların finansmanı için de kullanılmaya başlamıştır. Sistem ayrıca kayıt dışı çalışma ya da farklı nedenlerle bankacılık çözümlerinden faydalanacak finansal itibara sahip olmayan müşterilere de alternatif bir finansman kanalı vazifesi görmektedir. Bu anlamda tasarrufa dayalı finansman sisteminin Türkiye'de müşteriler açısından finansal sisteme erişim açısından bir kolaylaştırıcı görev üstlendiğini söylemek de mümkündür.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi kapsamında Türkiye'de çekilişli ve çekilişsiz planlar katılımcılara sunulmaktadır. Katılımcılar arasında daha çok çekilişli sistemin rağbet gördüğü gözlenmektedir. On binlerce kişinin katıldığı tasarrufa dayalı yapı finansman sisteminin Türkiye'de hem gayrimenkul hem de otomotiv sektörüne hatırı sayılır oranda kaynak sağladığı düşünülmektedir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi hem yurtdışında hem de Türkiye'de sistemin istikrarlı bir şekilde sürdürülmesi için sürekli yeni katılımcıya ihtiyaç duyulması iddiasıyla saadet zinciri olmakla itham edilmektedir. Dalgalı ekonomik koşullarda katılımcıların ödemelerini istikrarlı şekilde sürdürmemesi ve sistemden erken ayrılması, kredi faizlerinin önemli ölçüde düşmesi ya da yükselen enflasyonla konut fiyatlarının hızla artması gibi senaryolarda sistemin ne kadar dirayet göstereceğine dair kuşkular sürmektedir.

Tasarrufa dayalı yapı finansman sistemi bünyesindeki hak ve yükümlülüklerinin ne olduğu kuruluştan kuruluşa göre değişmekle beraber sisteme ilişkin

Türkiye’de henüz yasal altyapı bulunmamaktadır. Kuruluşları agresif kredilendirme faaliyetlerinden caydırmayı hedefleyen ve tasarruf sahiplerinin birikimlerini güvenceye alan düzenlemelerin bulunmaması yaygın ulusal ve uluslararası bankacılık ve sermaye piyasası düzenlemelerinden önemli ölçüde ayrılmaktadır. Bu kuruluşlara ilişkin bir organizasyonel yapı ya da asgari sermaye düzenlemesi bulunmamaktadır. Oysa, banka ve diğer finansal kuruluşların yönetmeye çalıştığı faiz, likidite gibi riskler yapı tasarruf kuruluşları için de geçerlidir.

Genel olarak hayli sıkı düzenlemelere tabi finansal sistemdeki serbest hareket alanı tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine filizlenme imkânı sunmuşsa da ilerleyen dönemde sisteme yönelik düzenlemeler sektörün geleceğe açısından kritik olacaktır. Bu kapsamda ilerleyen dönemde tasarrufa dayalı yapı finansman sistemine yönelik olarak asgari organizasyonel yapı, personel lisanslama ve sicil, sermaye yeterliliği, risk yönetimi gibi hususlarda kapsamlı düzenlemelerin yapılacağı öngörülmektedir.

Bununla beraber, Türkiye’de tasarrufa dayalı yapı finansman sistemindeki kuruluş ve ürün sayısındaki artışın düzenlemelerin esnekliğinden kaynaklandığı unutulmamalıdır. Dünyadaki örneklerin aksine Türkiye’de hayli ağır şekilde düzenlenen finansal hizmetlerde fintek uygulamaları, robo-danışmanlık, eşler arası borç verme (peer-to-peer lending) gibi

finansal sistemi tamamen dönüştüren birtakım hizmetlerin yaygın şekilde filizlenemediği göz ardı edilmemelidir.

Türkiye’de faaliyet gösteren kuruluşlar değişen ekonomik koşullara göre şekillenen faiz oranlarındaki dalgalanma karşısında katılımcılara vadettikleri finansman tahsisat tarihini erkene çekerek toplam maliyeti düşürmeye çalışmaktadır. Maliyeti azaltma yönündeki bir diğer yöntem ise aylık taksit tutarlarını azaltarak toplam vadeyi uzatmaktır.

Cazip getiri fırsatları tasarrufa dayalı finansman sistemi sektörüne son yıllarda önemli teveccüh olmasına neden olmuştur. Pek çok yeni şirket kurulurken sektörün toplam büyüklüğü ile çalışan sayısı önemli ölçüde artmıştır. Yeni kurulan şirketlerin katılımcılar açısından maliyetleri azaltırken şirketlerin karlılığını baskılayacağı düşünülmektedir. Bu kapsamda rekabetçi olmak için kuruluşların katılımcılardan tahsil ettiği organizasyon ücretinin büyük oranda azalacağı ve finansman tahsisat tarihlerinin önemli ölçüde öne çekileceği tahmin edilmektedir. Ancak bu gelişmeler ışığında sisteme olan rağbetin azalması ya da bankacılık çözümlerinin daha rekabetçi hale gelmesiyle Almanya örneğine benzer şekilde tasarrufa dayalı finansman sisteminin aksama ihtimalinin bulunduğu, sistemdeki kaynakların vakitli ödemeler için yeterli olmaması halinde sisteme olan inancın zayıflayacağı ve finansal istikrar açısından bir risk teşkil edeceği ihtimali göz ardı edilmemelidir.

KAYNAKÇA

- Bausparen in Deutschland, Almanya Özel Yapı Tasarruf Kuruluşları Birliği, 2019
- Bausparen in Europe: A Savings and Finance System and its benefits, Avrupa Yapı Tasarruf Kuruluşları Birliği
- Housing Finance in the Global Financial Market, Uluslararası Ödemeler Bankası, 2006
- Evaluation of Housing Finance Systems, Michael Nadler, Technische Universität Kaiserslautern, 2005
- Implementing Rules for the Bausparkassen Act, Almanya Federal Yasaları
- Bausparkassen Act, Almanya Federal Yasaları
- Bausparen: Risse im System, Verbraucherzentrale Bremen, 2016
- Konut Finansman Modeli Olarak Yapı Tasarruf Sandıkları: Almanya ve Türkiye'deki Uygulamaları, Selim Kılıç, 2007
- Making Affordable Housing a Reality in Cities, World Economic Forum, 2019
- Old-Age Provision and Homeownership: Fiscal Incentives and Other Public Policy Options, Eckardt, Dötsch ve Okruch, 2018
- Tasarrufa Dayalı Finansman Sistemi ve İslami Finans İlkeleri Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Çekin, 2018
- Tasarrufa Dayalı Finans Sistemi İçin İslami Finans İlkelerine Uygun Model Önerisi, Ergüven, 2019
- Konutta Alternatif Finans Yöntemi Olarak Tasarrufa Dayalı Faizsiz Finans Sistemi, Yazıcı, 2019
- Konut Finansmanında Elbirliği Sistemi, Ergüven ve Kaya, 2016
- Konut Alımları İçin Yeni Bir Finansman Yöntemi: Yapı Tasarruf Sandığı Sistemi, Demir, 2014
- Tasarrufa Dayalı Faizsiz Finansman Sistemi ve Fıkıhî Meşruiyeti Üzerinde Yapılan Değerlendirmeler, Birsin ve Ötegeçeli, 2019
- Bir Gölge Bankacılık Uygulaması Olarak Gayrimenkul Finansmanında Alternatif Bir Faizsiz Finansman Modeli: İpoteğe Dayalı Paylaşımlı Faizsiz Finansman Modeli, Okur, Çatıkkaş ve Ersoy, 2018

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

