

TARİHİ DÜŞÜK FAİZ ORTAMI VE FİNANSAL PİYASALAR

Yamaç BERKİ *

Geride kalan 2009 yılı gerek temel makroekonomik değişkenlerin seyri, gerekse finansal piyasalardaki parametrelerin hareketleri açısından oldukça kritik gelişmelerin gözlemlendiği bir yıl olmuştur. Hiç kuşkusuz bu değişikliklerin en önemlilerinden biri de faiz oranlarının tek haneli tarihi düşük seviyelere gerilemesidir. Küresel finansal sistemin sürdürülebilirliğine ilişkin ciddi kaygılarla başlanan bu olağan dışı senede, faiz hadlerinde yaşanan ciddi düşüşe zemin hazırlayan yurtiçi ve yurtdışı koşulların belirlenmesi ve bunların 2010 yılı öngörülleri ile mukayese edilmesi, düşük faiz düzeyinin sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesinde yardımcı olacaktır. Öte yandan, söz konusu faiz ortamının yatırımcılar açısından anlamı ve onların yatırım eğilimlerinde herhangi bir değişikliğe yol açıp açmayacağı ayrıca sorgulanmalıdır. Bu konjunktürde finans sektörünün sunacağı alternatif yatırım araç ve hizmetlerinin neler olabileceği de diğer bir önemli konu başlığıdır.

Faizlerin gerilediği seviyeler, ölçüt olarak ister Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB) politika faizi isterse de piyasa faizi olarak adlandırabileceğimiz gösterge devlet tahvilinin getirisi alınsın, Türk finansal piyasalarının daha önce hiç tecrübe etmediği düzeylerdir. TCMB'nin gecelik vadedeki borç alma oranının 2009 sonunda %6,5 oranında olduğu, gösterge devlet tahvilinin yıllık bileşik getirisinin ise seneyi %9 civarında tamamladığı görülmektedir. Mevcut seviye kadar diğer bir önemli noktanın ise, bu düzeye ulaşılan kadar faiz hadlerinde kaydedilen toplam düşüşün büyüklüğü olduğu

* Yatırım Finansman A.Ş. Genel Müdürü – berkiy@yfas.com.tr

belirtilmelidir. TCMB politika faizi ele alındığında, 2009 yılı içerisinde görülen toplam %8,5 luk azalış, küresel finansal krizin sonrasındaki dönem için 10,5 puana ulaşmaktadır. Aynı dönemler için gösterge tahvil getirisindeki düşüşler sırasıyla 6,6 ve 13,5 puandır. Küresel finansal krizin yaşandığı 2008 öncesindeki iki yıllık süreçte ortalama politika faizi ve bono getirisinin %16,5 ve %18 olduğu göz önünde bulundurulursa, tecrübe edilen düşüşün büyüklüğü ve önemi açıkça ortaya çıkmaktadır.

Yukarıda belirtilen düşüşlerin gerçekleşmesinde ana belirleyicinin; kamu açıklarının hızla büyüdüğü ve mali baskınlığın giderek daha belirgin hale geldiği göz önünde bulundurulduğunda, TCMB'nin uygulamaya koyduğu görece gevşek para politikası çerçevesinde gerçekleştirdiği faiz indirimleri olduğu açıktır. Geçtiğimiz yıl içerisinde Banka'ya politika faizini 8,5 puan indirme şansı tanıyan etmenlerin ise hem yurtiçi hem de yurtdışı kaynaklı olduğu görülmektedir. Yurtiçi etmenlerin başında Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kaldığı şiddetli daralma ve enflasyon oranlarında kaydedilen sert düşüş gelmektedir. Tahminlere göre kabaca %6 düzeyine ulaşan Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) küçülmesi, küresel krizin büyüme performansı üzerindeki tahribatının hemen hemen 2001 krizi ile eşdeğer olduğuna işaret etmektedir. Toplam talep koşullarının yılın ilk çeyreğinin sonuna kadar hızla zayıflaması, sonrasında ise zayıf ve yetersiz bir kademeli toparlanma sürecine girmesi ile birlikte enflasyon üzerinde yaptığı aşağı yönlü baskı, TCMB'ye faiz indirimleri için geniş bir manevra alanı bırakmıştır.

Enflasyonu sınırlayan diğer bir neden ise arz yönlü baskıların yokluğudur. Enerji fiyatlarında global kriz sonrasında yaşanan sert düşüşler, işsizlik oranının ciddi şekilde artışa geçmiş olması ve Türk Lirası'nın kalıcı olarak ortalama %25 bir değer kaybına maruz kalmasına rağmen çok sınırlı kalan geçişkenlik, maliyet artışlarını sınırlamıştır. Böylece yıllık TÜFE'nin önce %5'e gerileyerek kırk yıldan uzun bir süredir görülmemiş seviyelere inmesinin, ardından da seneyi %6,4 düzeyinde tamamlamasının yolu açılmış ve TCMB 2006 sonrasında uygulanan resmi Enflasyon Hedeflemesi rejiminde ilk kez TÜFE'yi önceden belirlenen aralığın içinde tutabilmiştir.

Her ne kadar gerek büyüme gerekse de enflasyon görünümü TCMB'nin gevşeme eğilimini meşrulaştırmak için yeterli olsa da, yukarıda değinilen büyüklükte bir parasal gevşemenin gerçekleştirilmesini uluslararası konjonktür mümkün kılmıştır. Dünyadaki tüm önemli Merkez Bankaları'nın koordineli bir şekilde faiz indirimlerine gitmesi, küresel ekonomiye yön veren en önemli platform olmaya aday olan G-20 toplantılarından ekonomi ve piyasaların maliye ve para politikalarıyla mümkün olduğunca desteklenmesi için karar çıkması bu uygun ortamı sağlamıştır.

Yukarıda değinilen faktörlerin 2010 yılı içerisindeki seyri, doğal olarak faiz oranlarının da geleceğini belirleyecektir. GSYİH için öngörülen %3,5 oranındaki büyüme performansı ekonomik daralma sürecinin sona ereceğine, diğer bir deyiş ile en kötünün geride bırakıldığına işaret etmektedir. Ancak öngörülen reel büyüme oranının tatminkarlığı, %6'lık bir küçülmeyi takip edecek olması ve Türkiye'nin trend büyüme hızının kabaca %5 olarak hesaplandığı göz önünde bulundurulduğunda, ciddi bir soru işaretidir. 2010 yılı büyüme görünümü ile ilgili aynı kaygılara sahip olan TCMB'nin istikrarlı fakat yavaş bir toparlanma sürecine vurgu yaparak, geçtiğimiz yıl sonunda sonlandırdığı indirim döngüsünün ardından politika faiz oranlarını uzun bir süre daha düşük tutacağına dair mesajlar verdiği görülmektedir.

Banka'nın ayrıca düşük kaynak kullanımı oranının bir süre daha devam edeceği varsayımına dayanarak enflasyonun 2010 sonunda düşmeye devam edeceğini öngörmesi de faizlerin düşük tutulacağına dair mesajını dayandırdığı diğer bir sebep olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak bu noktada TCMB'nin öngörüsünün piyasa beklentileriyle tamamen ayrıştığının altı çizilmelidir. Son olarak TCMB 2010 yılı için TÜFE tahminini %5,4'e çekerken, piyasa tahminleri %6,5-7 aralığında yoğunlaşmaktadır. Bu farklılaşma, para politikasının izleyeceği seyir konusunda da ortaya çıkmaktadır. Son yapılan anketler piyasa katılımcılarının, yukarıda değinilen mesajın TCMB tarafından sıklıkla yinelenmesine rağmen, 2010 yılı ikinci yarısında ortalama 1,5 puanlık bir sıkılaştırma beklentisi içinde olduklarını göstermektedir.

Bu yıl için mali performansta öngörülen sınırlı iyileşmenin, bütçe açığını milli gelire oranı olarak %6,6'dan sadece %4,9'a gerileyecek olması ve iç borç çevirme oranınının 2009 yılındaki %103,4'ün ardından %99,5 gibi yüksek bir düzeyde hedeflenmesi, bu sıkılaştırma beklentisi ile birleştiğinde, en azından piyasa faizleri için aşağı yönlü bir hareketin pek mümkün olmadığına işaret etmektedir. Öte yandan TCMB ise politika faizinde izlemeyi planladığı yatay seyrin alternatifinin artırım değil indirim olduğuna vurgu yapmaktadır. Banka'ya göre küresel büyümenin kesintiye uğraması sebebi ile Türkiye ekonomisinin toparlanmasının gecikmesi ya da kredi riskindeki nispi iyileşme sonucu artacak uluslararası sermaye akımları daha fazla parasal gevşemeyi zaruri kılacak iki alternatif senaryo olarak ortaya çıkmaktadır.

Küresel eğilimler ise TCMB'nin, 2009 sonunda politika faizini sabit tutma yönünde yaptığı söylemin parasal gevşeme döngüsüne verilen bir ara olmasının oldukça düşük bir ihtimal olduğunu düşündürmektedir. Son zamanlarda küresel ekonomiye yönelik tartışmaların odak noktasının büyümeye ne zaman geçileceği ya da büyümenin gücüne dair sorulardan, gevşek maliye ve para politikalarından çıkış stratejilerinin ne olacağı ve zamanlamasına kaydığı göz önünde bulundurulursa, TCMB'nin 2010'da olası bir indirim için 2009 yılındaki gibi serbest bir manevra alanının olmadığı söylenebilir.

Devam eden mali baskınlık, göreceli olarak yüksek enflasyon, parasal gevşeme desteğinin sonlanması ve hatta yılın ikinci yarısında parasal sıkılaştırma ihtimali şeklinde özetlenebilecek bu görünüm içerisinde, 2009 yılı son çeyreğinde piyasa faizlerinde tarihi diplerden başlayan yükseliş trendinin 2010 yılında da devam etmesi beklenebilir. Ancak büyük ihtimalle bu yükselişe rağmen faiz hadleri önceki yıllardaki ortalamalarına oranla oldukça düşük kalacaktır. Örneğin, gösterge devlet tahvili getirisinin bu yıl içerisinde tekrar çift haneli düzeylere geri dönmesi şaşırtıcı olmayacak, ancak şu anda öngörülemeyen bazı ekonomik ya da siyasi risklerin gerçekleşmesi durumunda da %12'li seviyeler aşılmayacaktır. Diğer bir ifade ile 2009 yılındaki kadar düşük olmamakla beraber tarihi ortalamalara göre düşük faiz ortamı 2010 yılı içerisinde de devam edecektir.

Düşük faiz ortamının kalıcı hale gelme olasılığı, bugüne kadar tasarruflarını faiz geliri elde edecek şekilde değerlendiren bireysel yatırımcılar açısından önemli bir değişiklik anlamına gelmektedir. Faizlerin hızla gerilediği 2009 yılı içerisinde gözlenen bazı gelişmelerin, ileriki dönemler için önemli ipuçları içerdiği görülmektedir. Örneğin 2008 yılı sonu itibarıyla bireysel yatırımcıların elindeki 16,4 milyar TL'lik Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) stoku, geçtiğimiz yıl sonunda 10.9 milyar TL'ye kadar gerilemiştir. Yurtiçi yerleşikler tarafından tutulan TL cinsi tasarruf mevduatı ise bir yıl içinde sadece %4.9 oranında büyüyerek, ki bu oranın enflasyon ve faiz kazançları göz önünde bulundurulduğunda ciddi bir çözülmeye işaret ettiği açıktır, 167.3 milyar TL'den sadece 175.6 milyar TL'ye ulaşabilmiştir. Yılın geneli için ortalama mevduat faizinin yıl sonundaki değere oranla oldukça yüksek kaldığı ve gerileyen bono getirilerinin ise yatırımcılara ciddi sermaye kazancı imkanı yarattığı 2009 yılında yaşanan bu gerileme, 2010 yılında düşük faiz oranlarının bireysel yatırımcılar açısından çok da cazip olmayacağını habercisi olarak görülebilir.

Bu noktada sabit getirili kıymetlere yatırım yapmaya alışmış yatırımcıların portföylerinde ne gibi bir değişikliğe gidebileceği ve alternatiflerinin neler olduğu önem kazanmaktadır. Hisse senedi piyasasının burada ele alınan yatırımcı profilinin genel özellikleri göz önüne alındığında bu kitlenin tümü için çok ciddi bir alternatif oluşturduğu söylenemez. İlk etapta diğer akla gelen enstrüman ise dövizdir. Ancak yabancı para birimlerinin neredeyse tümü için önerilen faiz oranlarının da şu aşamada tarihi standartlara göre oldukça düşük olması, bireysel yatırımcıların döviz tevdiat hesaplarındaki son bir senelik büyümeyi Euro-Dolar paritesindeki hareketlerin etkisi arındırıldığında, 4,5 milyar dolar ile sınırlamaktadır. Önümüzdeki süreçte de dövize yapılacak yatırımların, 2001 krizi sonrasındaki normalleşme sürecinde sıklıkla şahit olunduğu gibi, bireysel yatırımcıyı ana para kaybı riski ile karşı karşıya bırakabileceği açıktır.

Gelinen bu düşük faiz ortamında finans sektörünün görevi bireysel yatırımcılara tasarruflarını değerlendirebileceği yukarıda sayılan alternatiflerin dışında marifete dayalı yeni enstrümanlar sunmak olmalıdır. Son bir yıllık süreçte sayısı ve büyüklüğü ciddi bir şekilde

artan ana para korumalı ve getiri garantili yatırım enstrümanları sektörün halihazırda bu yönde gelişmeye başladığının bir işareti olarak görülebilir. Yukarıda değinilen ortamın, söz konusu bu enstrümanların sayısının daha da artmasını ve bireysel yatırımcılara daha yoğun şekilde pazarlanmasını gerektireceği görünmektedir. Yine finans sektörü kuruluşlarının mevcut olan varlık yönetimi hizmetleri de, anılan ortamda bireysel tasarruf sahiplerinin profesyonel yardım olarak yatırımlarına yön vermelerini sağlayacak diğer bir alternatif olarak göze çarpmaktadır.

Sonuç olarak, 2010 yılı gerek finans piyasası kuruluşları gerekse bireysel yatırımcıların uzun zamandır sahip olduğu köklü alışkanlıkların yaşanacak ciddi yapısal değişimlere göre yeniden şekilleneceği bir sürecin başlangıcı olacaktır.