



Bireysel emeklilik riske yöneliyor

İş Portföy Yönetimi Emeklilik Fonları Müdürü Tevfik Eraslan bireysel emeklilik katılımcılarının az riskli fonlardan daha riskli fonlara doğru geçiş yaptığının gözlemlendiğini belirtti.

12 / 09 / 2007 16:47

Bireysel emeklilik katılımcılarının az riskli fonlardan daha riskli fonlara doğru geçiş yaptığının gözlemlendiğini söyleyen Tevfik Eraslan, bono fonu tercih eden BES yatırımcılarının esnek fonların getirisini gördükçe daha agresif fonları tercih ettiklerini ifade etti.

Bireysel Emeklilik fonlarının portföy değeri 4 milyar YTL'ye yaklaşırken, 13.08.2007 tarihli Emeklilik Gözetim Merkezi verilerine göre katılımcı sayısı 1 milyon 321 bin oldu. Sistem geçen yılı katılımcı sayısında 1 milyon 73 bin, toplam fon değerinde ise 2 milyar 814 bin YTL'de tamamlamıştı. Yani BES'in fon toplamı 8 ayda yüzde 40 civarında, katılımcı sayısı ise yüzde 25'e yaklaşan oranlarda artış kaydetti.

Sistemi fon tercihleri açısından değerlendiren İş Portföy Yönetimi Emeklilik Fonları Müdürü Tevfik Eraslan, BES fonlarında hisse fonu ağırlığının yüzde 11'e ulaştığını ve yatırım fonlarına kıyasla bu rakamın yüksek olduğunu söylüyor. Katılımcılarda muhafazakar fonlardan daha riskli fonlara doğru geçiş gözlemlendiğini belirten Eraslan, dört yıllık geçmişe sahip bir sektördeki bu oranın olumlu olduğu görüşünde.

Dünya piyasalarındaki gelişmeleri de değerlendiren Tevfik Eraslan, artık piyasaların renginin her ülkenin kendi içindeki gelişmeler tarafından değil, ABD gibi dev piyasalardaki dalgalanmalar tarafından belirlendiğini ifade ediyor. Eraslan'a göre, piyasalar açısından çifte seçim riski taşıyan 2007'de bu nedenden ötürü özellikle borsadaki alımlarla genel seçime kadar olumlu bir seyir sergilendi. Ancak genel seçimden piyasaların beklediği istikrarın çıkmasına rağmen ABD mortgage kredilerindeki kriz nedeniyle İMKB'de sert düşüş, döviz kurlarında ise yükseliş yaşandı.

Bireysel Emeklilik Sistemi dördüncü yılını tamamlıyor. Sistem açısından geçtiğimiz dört yılı değerlendirir misiniz?

Sektörün hem fon büyüklüğü hem de katılımcı sayısı olarak beklenen düzeye eriştiğini söyleyebilirim. Mevcut katılımcılar açısından BES Fonlarının performansını değerlendirdiğimde; birçok emeklilik planının satış aşamasında yapılan projeksiyonlardan daha fazla kazandırdığını gözlemliyorum. Bunun sebepleri olarak BES'in uygun bir dönemde başlamasını ve global konjonktürün gelişen piyasa varlıklarının fiyatlarındaki yükselişi desteklemesini gösterebilirim. Bu dönem TL cinsi varlıklara yatırım yapan BES katılımcıları açısından oldukça yüksek getirili bir dönem oldu. BES fonlarının yıl sonu toplam büyüklüğünün pazarlama faaliyetlerindeki yoğunluk ve piyasa performansına bağlı olarak 4,5- 5 milyar YTL aralığında olmasını bekliyorum.

RİSKLİ FONLARA GEÇİŞ

Katılımcıların az riskli fonlardan daha riskli fonlara doğru geçiş yaptığını gözlemliyoruz. Olayı bir öğrenme süreci olarak yorumluyorum. Daha önce bono fonunu tercih eden yatırımcılar esnek fonların olumlu getirisini gördüler. Bu nedenle önce muhafazakar yaklaşımlı esnek fonlar ve zaman içinde biraz daha agresif yönetilen esnek fonlara geçiş gözlemledik. Bu dönüşüm henüz küçük oranlarda ancak zaman içinde artmasını bekliyorum.

Hisse fonlarının BES fonlarındaki oranı nedir?

Emeklilik fonları içinde hisse fonlarının ağırlığı yüzde 11. Dört yıllık geçmişi olan bir sektörde, hisse senetlerine yatırım alışkanlığı az olan bir ülkede bu rakam hiç de az değildir. Yatırım fonlarına göre oran çok yüksek. 20 yıllık geçmişi olan yatırım fonları sektöründe hisse senedine yatırım yapan fonların ağırlığı sadece yüzde 3. Yurtdışında emeklilik fonları sektöründeki benzer yatırım yaklaşımlarının Türkiye’de de olduğunu söyleyebiliriz. Emeklilik fonlarının hisse senedi oranları yaklaşık olarak Avrupa’da yüzde 25’lerde, ABD ve İngiltere’de yüzde 40’ın üzerinde. Önümüzdeki dönemde geleceğe güven duyabilirsek bizdeki hisse oranı da daha yukarı çıkacaktır.

Yabancı piyasalardan söz etmişken, yurtdışı piyasalarının iç piyasaya etkisinden ve Türk finans piyasalarındaki gelişmelerden söz etmek istiyorum. Başbakanlık ve cumhurbaşkanlığı seçimlerinin risklerini taşıyan 2007’de piyasalar bu majör risklerden pek etkilenmedi. Nedir bunun sebebi?

Portföy yöneticileri yılın bütününe baktıklarında iki seçimin olduğu bir dönemi görüyorlardı. Böyle olunca yerli ve yabancı yatırımcılar yılın başında muhafazakar pozisyon almayı tercih ettiler. Fon yöneticileri geleceği muhafazakar bir perspektif içinde değerlendirilip portföylerini bu yaklaşıma göre şekillendirdiler. Ancak yurtdışı piyasalarda yılın ilk döneminde fiyatların hızla yukarı çıktığını gördük. Bu dönemde özellikle global likidite ve risk alma iştahının çok arttığını söyleyebilirim. Buna bağlı olarak portföy yöneticileri portföylerindeki riskli varlıkların ağırlıklarını artırdılar. Bu algılama farkının sonucu olarak hem gelişmekte olan piyasalarda hem de gelişmiş piyasalarda varlık fiyatları hızla arttı, faizler düştü. Türkiye bu dönemde en cazip ülkelerden birisi oldu.

İÇ DİNAMİKLER ESKİSİ GİBİ ETKİLİ DEĞİL

Türkiye ve gelişmekte olan diğer piyasalarla ilgili yatırım anlayışında geçmişle kıyaslandığında çok ciddi bir değişim oldu. Ülkelerin kendi iç dinamikleri, o ülke varlıklarının fiyatları üzerinde geçmişe oranla daha az etkili hale geldi.. Gelişmiş ülkelerdeki trend ve global likiditenin ne yönde hareket edeceği bizim gibi ülkelerde fiyatların seyrini belirliyor. Türkiye’de bunun çok canlı örneğini yılın ilk yarısında yaşadık. Seçimlere kadar olan süreçte belli politik risklerin olmasına rağmen varlık fiyatları hızla yükseldi, borsa ciddi oranda değer kazandı, faizler ise beklenmedik bir şekilde düştü. Dolar-Türk Lirası kuru da politik risklere rağmen birçok yatırımcının hayal edemeyeceği kadar aşağıya geldi. Yatırımcılar politik riskleri fırsat olarak gördü ve global likidite ve risk iştahının yüksek olmasına bağlı olarak Türkiye’ye çok önemli boyutta yatırımda bulundular. Seçimlere kadar olan süreçte, Türkiye Çin dışındaki tüm gelişmekte olan ülkelerden daha iyi performans gösterdi. Türkiye’de nisan ayındaki politik gerilim varlık fiyatlarını çok fazla etkilemedi. Yurtdışındaki global likidite ve yatırımcıların bakış açısı Türkiye’deki varlık fiyatlarını daha fazla etkiledi ve bunun sonucu olarak varlık fiyatları nisandan sonra seçime kadar olan süreçte arttı. Seçimden hemen sonra İMKB 100 endeksi 55 bine geldi.

Seçimlerde piyasaların istediği sonuç alınmasına rağmen bileşik endeks seçimden kısa süre sonra aşağı inmeye başladı. ABD mortgage kredilerindeki kriz dalga dalga bize kadar yayıldı. Niye bu kadar etkilendik?

Yurtdışında likiditeyle ilgili çok ciddi sorunlar baş gösterince, yabancı fonlar bu likidite sıkışıklığı nedeniyle riskli gördükleri varlıklardan hızla çıkma eğilimine girdiler. Bunun sonucu olarak seçimlerden sonraki süreçte İMKB, Türkiye ile ilgili bonolar ve TL hızla değer kaybetmeye başladı. Yani Türkiye’de işler yolunda gitse bile yurtdışında likidite koşullarında ve yatırım iştahında bir azalma varsa siz burada varlık fiyatlarının yükselmesini sağlayamıyorsunuz. Çok entegre olmuş, birbiriyle korelasyonu son derece yüksek olan piyasalardan bahsediyoruz artık. Yatırımcılar yatırım yapacakları zaman aynı finansal göstergelere bakarak yatırım yapıyor. Dow Jones endeksi ne olmuş, ABD’deki volatilité endeksi ne olmuş, petrol fiyatı ne olmuş gibi değerlere bakıp ondan sonra kendi borsasında

yatırım kararı alıyor. Kendi borsasında yatırım kararı alırken öncelik artık bu söylediğim endikatörlerde. ABD'deki işsizlik oranı, konut kredilerine başvuru miktarı artık kendi ülkesindeki enflasyon rakamından ya da politik gelişmelerden daha fazla ön plana çıkmış durumda.

ABD'DE RÜZGAR ESSE, BURADA FIRTINA ÇIKIYOR

Önceden yatırımcılar farklı ülkelere yatırım yaptıkları zaman riskinin dağıtılmış olduğunu düşünürdü. Şimdi ise farklı ülkelere yatırım yaparak riskinizi dağıtamıyorsunuz. Çünkü ABD'de işler kötüye gidiyorsa gelişmekte olan piyasalarda işlerin iyi gitmesi mümkün olamıyor. Yatırımcılar olaya bütün olarak bakıyorlar. Gelişmekte olan ülkelere para koyalım ya da koymayalım diye çok basit bir yaklaşımları var. Örneğin, emtia fiyatlarının yükselmesi Brezilya'yı olumlu etkilerken Türkiye'yi olumsuz olarak etkiliyor. Ama bu nüansa yatırımcı dikkat etmiyor. Emtia fiyatı yükselirken aynı anda hem Türkiye hem de Brezilya'yı almaya başlıyor. Aslına bakarsanız rasyonel davranan bir yatırımcının Brezilya'yı alıp Türkiye'yi satması lazım. Ama bir bütün olarak yaklaştıklarını, sepet olarak düşündüklerini gözlemliyoruz.

Türkiye ekonomisinin önemli sorunlarından biri de cari açık. Bu sorun bir türlü giderilemiyor; niye sizce?

Türkiye'de cari işlemler açığının daraldığı dönemler ciddi krizlerin yaşandığı dönemler olmuş. Türkiye'de çok ciddi bir resesyon, durgunluk beklemiyoruz. Buna bağlı olarak da cari işlemler açığının 2001 krizinden sonraki düzeye gelmesini beklemiyoruz. Ama açığın GSMH'deki payının zaman içinde şu andaki değerinin altına inmesini de öngörüyoruz. Bunun için Türkiye'nin yapısal dönüşümünü tamamlaması gerekli. İhracatın içinde yerli malı katma değeri artmalı, enerji fiyatları ve işçilik maliyetleriyle ilgili sorunlar çözülmeli. Türkiye maliyetler konusunda gelişme sağlayabilirse ihracat içindeki yerli malı oranını artırabilecektir. Aksi takdirde ihracatımız artacak ama ihracat içinde kullanılan ithal girdi de artacak ve cari işlemler açığını azaltmamız mümkün olmayacaktır. Bunun için hükümetin sektörler bazında mikro çözümler bulması gerekiyor.

İhracat yapan sektörler özellikle doların düşük olmasından şikayetçi. Hükümet neden ihracatçıları memnun edecek bir döviz politikası benimseyemiyor?

Hükümetin ve Merkez Bankası'nın izlediği politikalar doğrudan döviz kurunun düşük olmasına yönelik midir diye bakmak lazım. Açıkça ikisi de böyle bir politika izlemediklerini söylüyor. Merkez Bankası'nın 2003 yılından itibaren piyasalarda döviz alım yönünde müdahalelerde bulunduğunu gözlemliyoruz. Merkez Bankası ve hükümet tarafında kurun aşağı gitmesine ilişkin olarak politika izlenmediğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Ancak enflasyonu aşağıya çekmek adına uygulanan faiz politikası dünyanın en yüksek nominal ve reel faizini beraberinde getirmiş. Böyle olunca birçok yabancı yatırımcı Türkiye'ye kısa ve orta vadede çok yüklü fonlarla girmeyi tercih ediyor. Çünkü ABD Doları ya da Japon Yeni üzerinden borçlanıp Türkiye'de yatırım yaptığımızda pozitif faiz farkı sayesinde çok büyük oranlı getiriler elde edebiliyorsunuz. Fon akışının süreklilik arzettiği dönemlerde kur baskı altında kaldığı için hem faiz farkı hem de kur farkından kazançlar elde edilebiliyor..

KUR POLİTİKASI DEĞİŞMEZ

Geçmiş dönemlere baktığımızda kurun sürekli aşağı gittiği, gelişmiş ülkelerle faiz farkının ise sürekli korunduğundan bahsedebiliriz. Bu dönemde yabancı yatırımcılar ciddi getiri elde ettiler. Kamunun yaklaşımı doğrudan döviz kurunun düşmesi yönünde değil. Ama dolaylı yoldan izlediği politikalar diğer taraftan kurun çok hızlı aşağı düşmesini destekler nitelikte. Bugünkü şartlar altında Merkez Bankası ve hükümet bu politikadan vazgeçebilir mi diye sorarsanız, bunun yaratacağı finansal belirsizlik ve enflasyon üzerindeki olumsuzlukları göz önünde bulundurarak, vazgeçilebileceğini düşünmüyorum. Belki yapısal dönüşümler tamamlandıktan ve borç dinamikleri daha sağlıklı bir yapıya kavuştuktan sonra dünyaya yakın bir reel faiz politikasıyla birlikte Türkiye normalleşebilir diye düşünüyorum.

MORTGAGE, 10 TRİLYON DOLARLIK SEKTÖR

ABD konut kredisi sektörü 10 trilyon dolarlık bir sektör. Bunun yüzde 15'lik kısmı subprime yani kredibilitesi düşük insanlara verilen kredilerden oluşuyor. Bunun da yüzde 12'si şu anda sorunlu gibi gözüküyor. Yani tarihsel ortalamasından daha sorunlu bir kredi söz konusu değil. Prime tarafta ise sorunlu krediler yüzde 4 civarında. Bu oran geçmişe göre geri ödeme sorununun azaldığını gösteriyor. Subprime'daki sorunlu kısım ise 100 milyar dolar civarında. FED Başkanı Ben Bernanke'nin de açıklaması bu doğrultuydu. Bu rakamın ABD'nin 12 trilyon dolarlık GSMH'sinde çok önemli olmadığı söylenebilir. Zaten ABD bu tür riskleri finansal araçları kullanarak dünyanın her tarafına da ihraç etmiş durumda. Bu yüzden korkulan, riskin daha da yaygınlaşması. ABD'de yaşayan insanlar konut fiyatlarının hızla düşmesinden dolayı kendilerini fakir hissedip daha az harcarsa ya da az kredibiliteye sahip olan subprime tabir edilen kesim değil, prime niteliğinde konut kredisi kullanan insanlar da önümüzdeki dönemde problem yaşayacaksa, bu dünyanın lokomotif durumundaki ABD ekonomisinin ciddi bir büyüme sorunuyla karşı karşıya gelmesi anlamına gelecektir.

ABD MORTGAGE PİYASASINDA NE OLDU?

Yılım başında finansal piyasalar içinde en kırılgan olanın ABD'deki konut kredileri alanı olduğu ve verilen kredilerin menkul kıymetleştirilmesi sonucu oluşturulan pazarın çok kırılgan olduğundan bahsedildi. Son dönemde bu alanda çıkartılan menkul kıymetlerin ikinci elinin çok fazla olmaması, likiditesinin kalmaması nedeniyle bu alanda yatırım yapan birçok fonun ciddi zarar ettiği ve ilgili yatırım bankaları tarafından bu zararların karşılanmak zorunda kaldığını gözlemledik. Böyle olunca finansal piyasaların bu tip fonlara ve bu fonların arkasındaki yatırım bankalarına olan güveni sarsıldı. Bunun sonucunda piyasalarda likidite azaldı diyebilirim. Son dönemde özellikle ABD'deki ve Avrupa'daki bazı büyük yatırım bankalarının ilişki içinde olduğu hedge fund'ların bu tip konut kredilerine bağlı menkul kıymetlere yatırım yaptığını duyduk. Bu tip menkul kıymetlere yatırım yapan fonların çok ciddi zarar ettiğini gözlemledik. Bu tabi tüm riskli varlıkların yeniden gözden geçirilmesine neden oldu. Sorun sadece yatırım bankalarının çıkarttığı senetlerle sınırlı kalmadı ve tüm gelişmekte olan ülkelerde hızlı fiyat düşüşleri yaşandı. Önümüzdeki dönemde bu işin seyri, bizim piyasalarımızın tekrar hareketlenmesi açısından önemli olacak. Sorun merkez bankalarının sağlayacağı likidite ve ABD'de yapılan denetimlerle birlikte kredi verme koşullarının standardının korunması sonucu kontrol altına alınabilir. İşin gerçek boyutunun "sınırlı" olduğu yatırımcılara anlatılabilirse şu andaki zararlarla kalınabilir. Ancak sorun bu aşamada kontrol altına alınamaz ve daha derinlemesine genişleyecek olursa bizim piyasaların üzerindeki etkisi de oldukça fazla olacaktır.