# Kutu 2.1

## Küresel Yatırımcı Davranışlarında Son Dönemde Meydana Gelen Değişimler

Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde uygulanan genişlemeci likidite politikaları sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları önemli ölçüde hız kazanmıştır. Küresel fonların varlığı, gelişmekte olan ülkelerde yatırım ve büyümeyi destekleyebilmekte, yurtiçi finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunabilmektedir. Ancak, küresel fon hareketleri varlık piyasalarındaki oynaklığı artırarak, bilanço kanalıyla, ekonomideki canlanma ve daralma dönemlerinin derinleşmesine de yol açabilmektedir. Nitekim, 22 Mayıs 2013'te yapılan "taper talk"[1] sonrasında gelişmekte olan ülkelerden yüklü miktarda portföy çıkışı gerçekleşmiş; söz konusu ülkelerin yerel para birimleri değer kaybetmiş ve firmaların finansman riski artmıştır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün tahvil finansmanındaki artış da göz önüne alındığında portföy hareketlerinin arkasında yatan yatırımcı davranışını anlamak önem kazanmıştır.

Sermaye akımlarının dalgalı ve döngüsel niteliklerinin, hacimlerinin büyüklüğüyle birleştiğinde, politika yapıcılar tarafından dikkatle takip edilmesi gerekmektedir. Literatür, sermaye akımlarının türlerine göre farklı davranışlar sergileyerek politika yapıcılar için farklı endişe kaynakları oluşturabildiğine işaret etmektedir. Sözgelimi, portföy akımları içerisinde tahvil piyasasına yönelen akımların hisse senetlerine kıyasla daha fazla kırılganlığa yol açma potansiyeli olduğu değerlendirilmektedir. Tahvil piyasasına yönelen akımlar içerisinde de yabancı ve yerli para cinsi ayrımı önem kazanmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanma miktarının artması, ülkenin rezervlerine ve politikalarının güvenilirliğine bağlı olmakla birlikte, daha yüksek bir kur ve borç krizi olasılığına işaret edebilmektedir. Geçtiğimiz on yılda, gelişmekte olan ülkelerde yerli para cinsi borçlanma enstrümanları geliştirmeye yönelik önemli adımlar atılmış ve neticesinde yabancı para cinsi borçlanma önemli oranda düşmüştür. Ne var ki, halen gelişmekte olan ülkelerde firmaların borçlanma senetlerinin yaklaşık üçte biri kadarının yabancı para cinsinden olması konunun hassasiyetini gündemde tutmaktadır. Dikkate alınması gereken bir diğer nokta ise borçlanma senetlerinin vadesidir. Kısa vadeli borçlanma araçları genel olarak daha riskli kabul edilmekte ve prensip olarak uzun vadelilerin ülkenin temelleri ile daha uyumlu hareket ettiği değerlendirilmektedir.

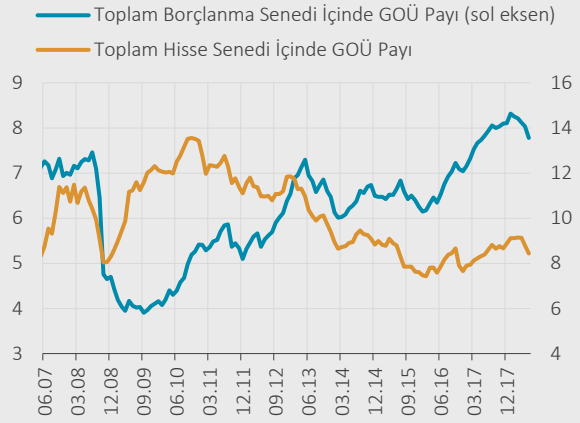
Portföy akımlarına mikro açıdan bakıldığında ise yatırımcı türünün önemli bir ayrım olarak kabul edildiği görülmektedir. Yurtiçi yerleşik olmayan yatırımcılar içerisinde kurumsal yatırımcılar perakende olanlardan farklı stratejiler izleyebilmekte, bu da yerel ve küresel şoklara farklı tepkileri gerekli kılabilmektedir. Sözgelimi, kurumsal yatırımcılar arasında "referans alma" (benchmarking) eğiliminin artması, ülkelerdeki varlık fiyatlarının birlikte hareket etme olasılığını artırarak, ülkenin dışsal şoklara olan duyarlılığını yükseltebilmektedir. Buna ilaveten, yurt dışı yerleşiklerin küresel şoklara, yurt içi yerleşiklerin ise yerel şoklara tepki verme olasılığı daha yüksektir. Bu bağlamda, yapılan son çalışmalarda, küresel piyasalarla bütünleşmiş ekonomilerde yerel yatırımcıların finansal piyasalardaki dengeleyici rolü vurgulanmaktadır.

[1] Bu konuşmada, dönemin Amerikan Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, miktarsal genişleme programının kademeli olarak sonlandırılacağına dair ilk kez sinyal vermiştir.

## Yatırımcı Davranışındaki Değişime İlişkin Olarak Veri Ne Söylüyor?

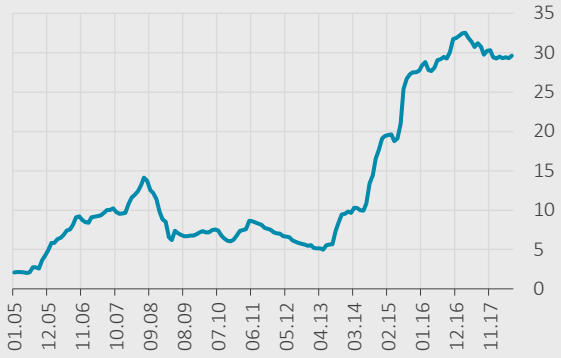
"Taper talk"'un yapıldığı Mayıs 2013 sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarının kompozisyonunda belirgin bir değişim meydana gelmiştir. EPFR[2] tarafından açıklanan portföy akımları verilerine baktığımızda, hisse senedinden borçlanma senedine doğru belirgin bir yönelme olduğu görülmektedir. Geçtiğimiz on yıl boyunca, küresel portföy yatırımcılarının gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarındaki varlığı giderek artmış ve gelişmekte olan ülke tahvillerinin küresel tahvil fonları içerisindeki payı yaklaşık iki katına çıkmıştır (Grafik 2.a). Söz konusu tahvillerin vadesi ise, Mayıs 2013 sonrasında, önemli ölçüde kısa vadeye doğru kaymıştır (Grafik 2.b).

Grafik 2.a: GOÜ'lerin Toplam Borçlanma ve Hisse Senedi İçindeki Payı




Kaynak: EPFR.

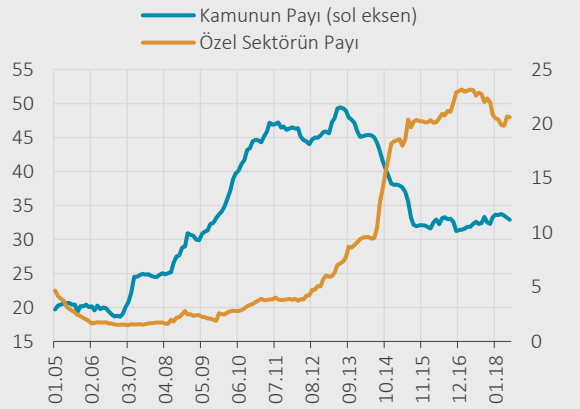
Grafik 2.b: GOÜ'lere Yönelen Borçlanma Senetlerinde Kısa Vadenin Payı




Kaynak: EPFR.

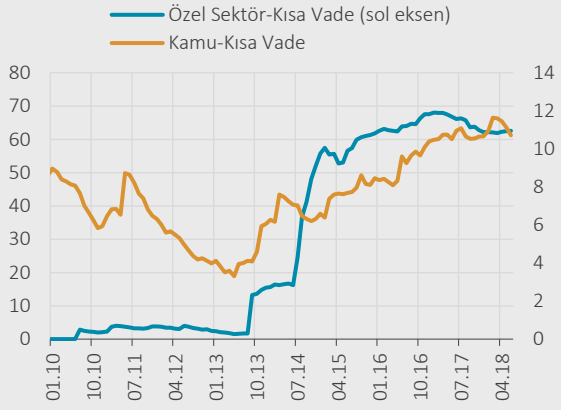
Bu dönemde devlet tahvillerinden özel sektör tahvillerine doğru da dikkate değer bir rotasyon olduğu görülmektedir (Grafik 2.c). Özel sektör tahvillerinin toplam gelişmekte olan ülke tahvilleri içerisindeki payı 2009 yılı sonunda yüzde 2,5 iken; halihazırda yüzde 20'ler civarında seyretmektedir. Aynı zamanda bahsi geçen tahvillerin vadesi de kısalmıştır (Grafik 2.d).

Grafik 2.c: GOÜ Borçlanma Senetlerinin İhraç Edene Göre Kırılımı




Kaynak: EPFR.

Grafik 2.d: Kısa Vadeli Borçlanma Senetlerinin Sektörel Kırılımı

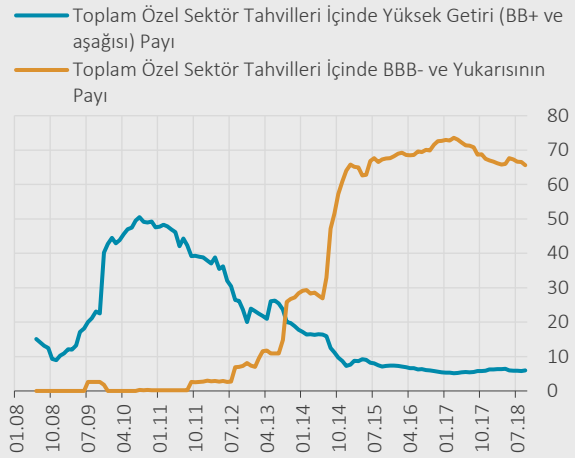



Kaynak: EPFR.

[2] Emerging Portfolio Fund Research, Inc.

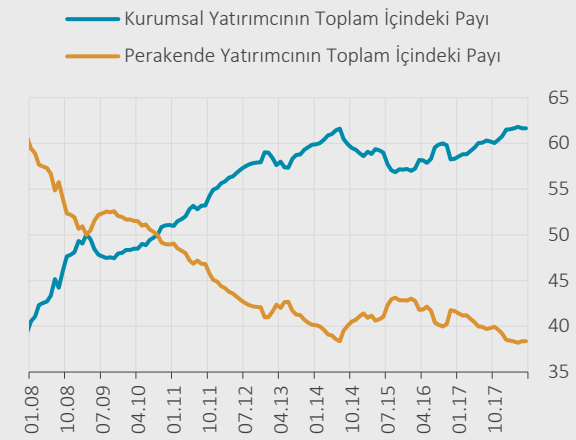
Özel sektör tahvillerine belirgin bir yönelme olmasına karşın varlık tahsisinin daha güvenli menkul kıymetlere yönelmiş olduğu görülmektedir (Grafik 2.e). Daha yüksek yatırım notu olan özel sektör tahvillerinin toplam içerisindeki payı 2010 yılında yüzde 0,5 iken, halihazırda yüzde 70 civarlarındadır. Bu bağlamda, küresel finansal krizin hemen sonrasında "yüksek getiri" arayışıyla hareket eden yatırımcıların bu motivasyonlarının "taper talk" sonrası dönemde önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. Buna paralel olarak, 2013 yılının ikinci yarısından sonra ülkeye özgü faktörlerin yatırımcı kararlarında daha belirleyici olduğunu söylemek mümkündür. Son olarak, gelişmekte olan ülke varlıklarında yatırımcı türüne baktığımızda, kurumsal yatırımcıların giderek payını artırdığı, buna karşın perakende yatırımcıların payında istikrarlı bir azalış eğilimi olduğu görülmektedir (Grafik 2.f).

Grafik 2.e: GOÜ Özel Sektör Borçlanma Senetlerinin Riskliliği




Kaynak: EPFR.

Grafik 2.f: GOÜ'lere Yönelen Portföy Akımlarının Yatırımcı Kırılımı




Kaynak:EPFR.

Özetle, varlığın cinsi, sektörel kırılımı, vadesi, yatırımcısı gibi alt ayrımlara bakıldığında, gelişmekte olan ülkelere yönelen yatırımcıların tercihlerinde hisse senedinden tahvile, kamudan özel sektöre, uzun vadeden kısa vadeye doğru belirgin bir yönelme olmuştur. Buna ilaveten, kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülke varlıklarına daha çok yönelmeye başladığı ve perakende yatırımcıların payının azaldığı görülmektedir. Bu durum, küresel likiditenin azalmasıyla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde küresel şoklara olan hassasiyetin artabileceğine işaret etmektedir. Bu noktada, bir ekonominin dış finansman şoklarına karşı direncini arttırmak için sağlam bir makroekonomik çerçevenin yanı sıra ülke ekonomisinin kendine has dinamiklerine uygun makro ihtiyati politikaların tasarlanması ve uygulanması tamamlayıcı nitelikte olmaktadır. Ayrıca, yatırımcının ekonomiye dair uzun vadeli bir bakış açısı oluşturabilmesine olanak tanıyan iletişim stratejilerinin geliştirilmesi de oldukça önem kazanmaktadır.