

Brezilya'dan stratejik bir adım

Brezilya, Şubat ayında, borç yükünü hafifletmek ve kredi notunu "yatırım yapılabilir ülke" düzeyine çıkarmak için, döviz rezervlerini kullanarak 16-20 milyar dolar arasında dış tahvil geri alımı planladığını açıkladı. Brezilya'nın bu kararı, gelişmekte olan ülke kâğıtlarını yakından ilgilendirirken, Türkiye'nin nasıl bir strateji izleyeceği de merak konusu.

Active ACADEMY Araştırma Merkezi

Brezilya yönetiminin, uluslararası yatırımcılara sunduğu tahvillerin bir kısmını geri toplayacağını duyurmasından sonra, ülkenin para birimi real, en önemli para birimleri karşısında son beş yılın en yüksek seviyesine geldi. Tahvil fiyatları ise gösterge getirileri rekor seviyede düşük bir düzeye çekerek, yukarı doğru sert bir yükseliş gösterdi. Bloomberg'in geçtiğimiz ay sunduğu rapora göre, Şubat başında Brezilya'nın 2040 vadeli gösterge tahvili 133,5 sent seviyesine çıkarak 2 sent kadar artış gösterirken, real değerlenmeye devam etti.

Hazine bakanı Levy, yine Şubat başında, yabancı para birimleri üzerinden sunulan yaklaşık 90 milyar dolarlık tahvilin, 2,3 milyar dolarlık kısmını geri alıma tabi tuttuklarını söyledi. Hazine'den yapılan açıklamaya göre, Brezilya toplam dış borcunun 16-20 milyar dolarlık kısmına karşılık gelen tahvili geri almayı düşünüyor. Yatırım danışmanları, bu kararın, Brezilya'nın piyasada çok iyi bir konuma gelme konusunda büyük adımlar attığının göstergesi olduğunu belirtiyorlar. Geri alım süreci, Silva'nın başkanlık döneminde Brezilya'nın maliye alanında kaydettiği ilerlemenin ne denli büyük olduğuna işaret ediyor. Oysa dört yıl önce yatırımcılar, Silva'nın harcamaları yukarıya çekeceği kaygısıyla, gösterge kâğıdın fiyatını 42 sente kadar çekmişlerdi. Ancak bu endişeler yersiz çıktı. Silva, harcamaları kısıtı ve Ocak 2003'te göreve geldiğinden bu yana bütçe açığı, yüzde 5'ten, yüzde 3,3'e indi.

Bu yıl Şubat ayının ilk haftasında real, dolar karşısında 2,1418'le, Nisan 2001'den bu yana görülen en yüksek değerden işlem gördü. Brezilya para birimi, 2004 Mayıs ayından bu yana yaklaşık yüzde 48 oranında değer kazandı. Bu değer, piyasanın nabzını tutan kurumların aynı süreçte izledikleri 61 para birimi içerisinde, dolara karşı kazanılan en büyük değerlenme olarak görülüyor. Bu süreçte, Brezilya Merkez Bankası'nın yürüttüğü para politikasının da etkisi büyük. Zira merkez bankası son birkaç ay içerisinde piyasadaki yüksek miktarda dolar satın alarak, rezervlerini 54 milyar dolar seviyelerine çıkardı. Böylece yabancı paralar cinsinden borçlanmış olan Brezilya, borç ödeme konusundaki gücünü bir hayli artırdı.



Diğer Latin Amerika ülkelerindeki durum

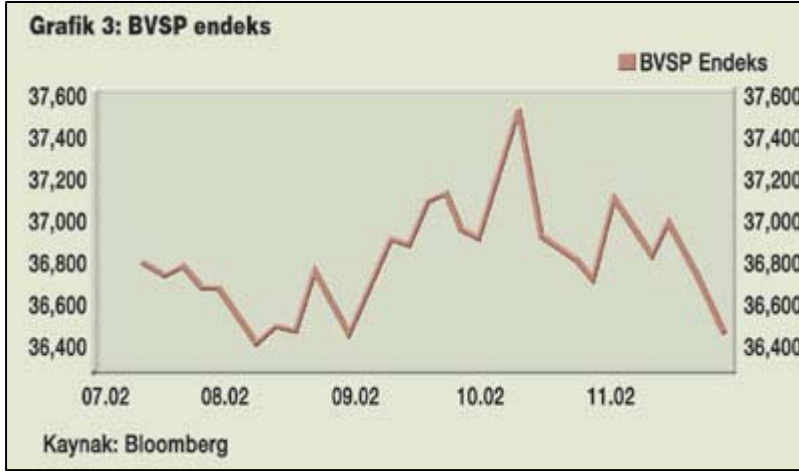
Meksika, Kolombiya ve Arjantin gibi diğer Latin Amerika ülkeleri, ihracatlarında son dönemde yaşanan kabarma ve yerel piyasalarına yaşanan akım sayesinde, dolar stoklarında artış yakalayarak, dış borçlarını geri ödemeye başladılar. Ocak ayında Arjantin, IMF'e olan 9,5 milyar dolarlık borcunun tamamını ödedi. Kolombiya, yakın zamandaki açıklamasıyla, bu sene vadesinden

önce 1 milyar dolar kadar borç ödemesi yapacağını belirtti.

Diğer taraftan Brezilya'nın 2040 vadeli gösterge tahvili üzerindeki 2015 geri çağırma vadeli getiri oranı, geçtiğimiz Şubat ayının ilk haftasında yüzde 6.39'a gerilerken, vade sonuna kadar olan getirilerde de düşüşler yaşandı. Yükselen gösterge tahvil fiyatı, Ağustos 2000'de yönetimin tahvili

ihraç etmesinden bu yana gerçekleşen en yüksek değer olan 133,5 seviyesine ulaştı. Bunun sonucunda, ABD ile Brezilya'nın ortalama tahvil getirileri arasındaki fark da, yüzde 2,2 seviyelerine kadar indi. Bu görülen en küçük değer, aynı zamanda bir rekor özelliğini taşıyor.

Diğer taraftan Silva'nın Brezilya'da göreve geldiği 2003 başından itibaren, Bovespa endeksi yüzde

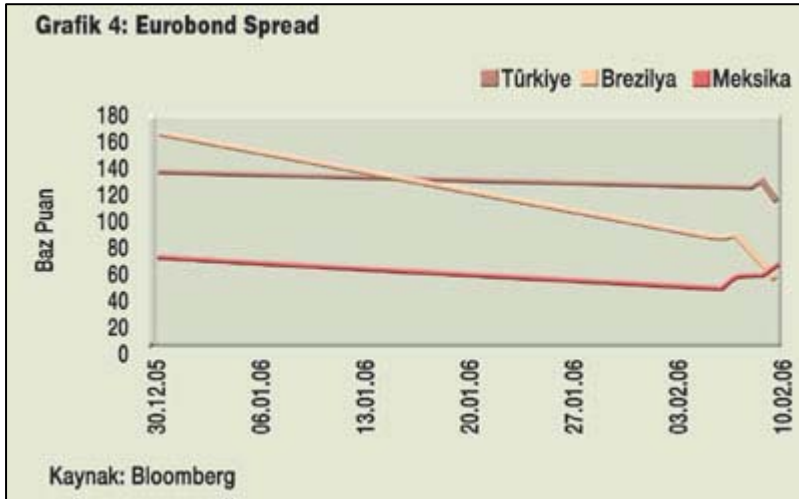


300 düzeyinde değer artışı yaşarken, NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarında yaşanan değer artışlarını geride bıraktı. Geçtiğimiz sene Eylül ve Ekim aylarında geçici bir düşüş yaşayan endeks, daha sonra toparlanarak, çıkışını sürdürdü. Tahvil geri alımı kararının açıklandığı 2006 Şubat ayı başında ise endekste yukarı yönlü ani bir hareketlenme görüldü.

Faiz oranlarındaki gerileme

Brezilya piyasalarındaki yükseliş, Merkez Bankası'nın enflasyondaki iyileşmeleri görerek faizleri düşürmeye başlamasından bir ay sonra, Ekim ayında hızlandı. Merkez Bankası, Latin Amerika'nın en büyük ekonomisinde görülen büyümeyi görerek, gösterge gecelik faizleri Eylül'den bu yana yüzde 2,5 azaltarak, 17,25 seviyelerine çekti.

Hükümet, geri alım sürecinin en azından yıl sonuna kadar devam edeceğini ve 2010'a kadar vadesi dolacak olan borçlar ile Brady tahvilleri üzerine yoğunlaşacakları yönündeki niyetini ortaya koyuyor. 1980'lerde zamanın ABD Maliye Bakanı Nicolas Brady tarafından geliştirilen Brady tahvillerinin temeli, anaparanın ABD tarafından garanti edilmesi suretiyle, dış borçlanma gereksinimi olan ülkelerin tahvil ihracında kolaylık sağlanmasına dayanıyor.



Düşük vergi oranları

Tahvil geri alım süreci, yerel para biriminin güçlenmesinde önemli rol oynuyor. Bu durum, Brezilya'nın dış borçlarıyla birlikte, dolar ihtiyacının da azalmasından kaynaklanıyor.

Yerli paranın, denizaşırı ülkelerdeki yatırımcılara uygulanan vergi indirimlerine gözünü diken spekülasyon sermayenin ilgisini çekeceği ve ülkenin sabit gelirli piyasasına sermaye çekeceği tahmin ediliyor. Brezilya Maliye Bakanı'nın, yerel borcu satın alan yabancı yatırımcılar için teklif edilen vergi indirimi incelemeye aldığını

söylemesi, bu konudaki beklentileri artırdı. Yabancı yatırımcıların Brezilya'ya daha düşük vergi oranları ile yatırım yapabileceği konusundaki tartışmalar, içeriye doğru fon akışının ve reale olan talebin artacağı yönündeki beklentileri artırırken, realin gücüne de güç katıyor.

Kredi notu ve siyasi seçimler

Kredi notu derecelendirme kuruluşlarından Moody's, Brezilya'nın yabancı para birimleri cinsinden ihraç ettiği tahvilleri Ba3 ile notlandırırken, Standard&Poor's BB- ile derecelendirdi. Bu notlar halen yatırım düzeyinin altında yer alsa da, kredi notu açısından olumlu bir görünüm mevcut. Moody's bu seviyedeki tahvillerin durumunu, gelecek pozisyonlarının tamamen garanti altına alınamayacağı şeklinde yorumluyor. Standard&Poor's'a göre ise Brezilya tahvillerinin gelecek ekonomik durumdan ve üretim kapasitesinden etkilenebileceğini belirtiyor. Ayrıca bu alanlarda yaşanacak olumsuzlukların, tahvili sunan hükümetlerin finansal taahhütlerini karşılamada yetersiz kalınmasına yol açabileceği uyarısında da bulunuyor.

Geçen sene, rüşvet iddiaları nedeniyle başlatılan soruşturmanın politik açıdan vereceği zarardan sıyrılmayı başaran Silva, Ağustos'tan bu yana başkanlık oylamalarında ilk kez birinci sıraya yerleşti. Buna rağmen Ekim'deki seçimlerde aday olup olmayacağı konusunda bir açıklama yapmadı. Ancak Silva'nın artan popülaritesi, Brezilya'nın ekonomik politikalarının çok fazla değişmeyeceğini gösteriyor. Yapılan anketlerden çıkan sonuçlar da, seçmenin Silva'yı desteklediğini ortaya koyuyor.

Brezilya'nın kararının Türk sermaye piyasasına etkileri

Borç servis maliyetlerini aşağıya çekecek olan dış borçların geri ödenmesi süreci, Brezilya'nın borç profilini iyileştirme zincirinin son halkasıydı. Geçtiğimiz senenin sonlarına doğru Brezilya, IMF'e olan 15 milyar dolarlık borcunu vadesinden önce ödeme seçeneğini tercih etmişti. Piyasalarda, bu durumun Brezilya'yı yatırım seviyesine çekeceği öngörüsü yer alıyor. Eğer bu öngörüler gerçekleşirse, Brezilya, bir taraftan daha düşük maliyetle borçlanırken, diğer yandan yabancı yatırımcıların büyük ilgi gösterdiği bir ülke haline gelebilir.

Peki Brezilya'nın gösterge tahvil fiyatında yaşanan artışlar ve geri alınan tahvillerden serbest likidite sağlayan yatırımcılar piyasaya nasıl yön verecek ve alternatif bir yükselen piyasa olarak Türkiye, bu durumdan nasıl etkilenecek? Bu sorunun yanıtını vermeden önce, söz konusu gelişmenin küresel piyasalara etkilerine bakmak gerekiyor. Brezilya tahvillerinin geri alınması sonucu, küresel pazarda ihraç edilen tahvillerin hacminin azalacak olması, Türkiye'nin dışarıdan daha rahat borçlanabileceği anlamına geliyor. Diğer taraftan, bu gelişmeden sonra, Brezilya tahvilleri ile aynı kategoride değerlendirilen Türk tahvillerine yönelik oluşan aşırı talebin, 2030 vadeli tahvillerimizi 156 dolarla tarihi bir rekora taşıması da Türkiye'nin alternatif pozisyonundan kaynaklanan bir durum olarak değerlendirilebilir.

Brezilya'nın kararı, Türkiye için olumlu

Uluslararası finans piyasasının önde gelen uzmanlarından Prof. Dr. Salih Neftçi'ye göre, Brezilya'nın erken ödemesi Türkiye'ye olumlu yansıyacak. Brezilya'nın real cinsi borçlarında azalma olmayacağını ama döviz rezervlerinin azalacağını vurgulayan Prof. Dr. Neftçi, " Bu durum, pozisyon açarak, real cinsi faize yatırım yapmış olan yatırımcıların riskini artıracak. Real, dolar karşısında değer yitirecek. Dış borç stoku azaldığı için faizler düşecek. Bütçe dengesi hemen düzelme gösterecek. Brezilya'nın reytinginin yükselmesi, faiz üzerinden aşağı yönde baskı yapacak. Brezilya bonolarında faizler düşünce fiyatlar yükselecek ve bu durumda da yatırımcılar, ucuz kalan Türkiye bonolarına yönelecek. Böylece Türk eurobond'larının fiyatını yükseltecek" diyor.

Türkiye'nin kredi notu

Öte yandan, 2006 başında Standard&Poor's, Türkiye'nin dolar ve YTL cinsinden uzun dönem kredi notlarını değiştirmeden, ekonomik görünümünü "durağan"dan "pozitif'e çevirdi. Türkiye'nin dolar cinsinden uzun dönem kredi notu BB- iken YTL cinsinden kredi notu BB düzeyinde, yani yatırım yapılabilir düzeyin hemen altında bulunuyor. Ancak bir ülkenin ekonomik görünümünün "pozitif'e çevrilmesi, o ülkenin gelecek on iki ay içerisinde kredi notunun da yukarı çekilebileceği anlamına geliyor. Standard&Poor's, görünümün "pozitif'e çevrilmesinde, Türkiye'nin sağlam makro ekonomik politikalara ve reformlara bağlılığının etkili olduğunu altını çiziyor. Türkiye'ye olan uluslararası güveninin artması, YTL'nin değer kazanması, cari açığın finansmanı gibi diğer unsurlar da görünümün pozitif'e çevrilmesinde önemli rol oynadı. Brezilya'da yaşanan gelişmeler sonucunda, yatırımcıların alternatif yatırımlar hakkındaki kararlarının Türkiye'yi nasıl etkileyeceğine gelince, buradaki en önemli faktörün, ülkemizde yürütülen istikrar programının etkinliği olacağına şüphe yok.

Uzun vadede cari açığın tehdit edici seviyelerde dalgalanmaya devam etmesi, doğrudan yatırımların azalması, borçlanma gereğinin ve bütçe açığının artması, borç vadelerinin kısalması ve AB ile olan ilişkilerin kötüye gitmesinin, Türkiye'nin kredi notu üzerine bir tehdit oluşturacağını da belirtmek gerekiyor.

İki ülke arasındaki getiri farkı

Brezilya hükümetinin aldığı kararın sermaye piyasalarımız üzerindeki yansıması bu parametreler yardımıyla gözlenirken, tüm bu parametrelerin meydana getireceği asıl ölçütün ise, iki ülke arası getiri farklarının boyutu olduğu görülüyor.

Brezilya, Meksika ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin "eurobond spread" değerlerine bakıldığında, Brezilya kağıtlarının "spread" değerlerinin, aynı kategoride yer alan Türkiye ve Meksika "spread" değerlerinin altına düştüğü görülüyor. Özellikle tahvil geri alım kararının açıklandığı hafta Brezilya "spread" değerlerinde yaşanan aşağı yönlü sert hareket, Brezilya'nın, piyasadaki notunu daha da yukarı çekeceğini gösteriyor. Kasım 2004'te Türkiye ile Brezilya arasında bulunan Brezilya yönlü yaklaşık 70 baz puanlık farkın, bugün 70 puanla Türkiye tarafına dönmesi, Brezilya'nın nasıl bir ilerleme gösterdiğini gözler önüne seriyor. Neticede, Brezilya'nın borç yapısında meydana gelen bu gelişme, orta vadede, Türkiye'nin sermaye piyasalarındaki yükselme hızına da bağlı olarak, iç piyasaya doğru bir sermaye akışı yaratacak gibi görünüyor.