

Makro Ekonomi ve Strateji

DCD Nedir, Nasıl Kullanılmalıdır ?...

Türkiye’de ekonomik ortam değiştiğinde aynı hızda olmasa da yatırımcı alışkanlıkları da değişiyor ve tasarruf sahipleri yeni yatırım araçlarını gündemlerine alıyorlar. Bu durum sadece tasarruf sahipleri için geçerli değil; borçlanan kesim de geleneksel kredi mekanizmalarının yanında finansal mühendisliğin yaratıcılığını sergilediği finansal ürünlerle son yıllarda giderek daha fazla kaynaşmaya başladı. Öte yandan yaşanan son global krizde özellikle gelişmiş ülkelerde çok hızlı gelişen bu tür yeni finansal mekanizmaların yatırımcı (ya da borçlanıcı) kesiminde çok iyi anlaşılmadan kullanıldıkları açıkça görüldü (bunlara ufak tefek değişikliklerle geleneksel iyi bilinen araçlardan türetildikleri için genel olarak “türev enstrümanlar” deniyor). Örneğin, faiz swapları ya da döviz opsiyonları gibi türev enstrümanların cazibelerine kapılan yerel yönetimler, şirketler ve hatta devletler bu tür enstrümanlarla mevcut borçları üzerinden kendilerine nakit akışı yarattılar ama finansal ortam değişince önceden tahmin edemedikleri zararlarla karşılaştılar. Mortgage ile ev alanlara ilk bir kaç yılı düşük ve sabit ama sonraki yıllarda değişken faizli hibrid krediler sunuldu ama bu faiz yükünün gelecekte ne kadar ağırlaşabileceğini önceden öngöremedikleri için yine finansal koşullar değişince kredilerini ödeyemez hale geldiler ve bazıları evlerini kaybetti. Tüm bu gelişmeler üzerine kriz sonrasında dünyada bankacılık düzenleyicileri ve kamu otoriteleri tüketim mallarında olduğu gibi finansal ürünlerde de tüketicilerin haklarını korumayı ön plana çıkartmaya başladılar. Hatta ABD bu amaçla bir düzenleyici kurum kurma aşamasında.

Elbette finansal bağlamda tüketiciler o kadar da masum değiller. Kendilerine bir ürün pazarlanıyor ve doğal olarak pazarlayanlar (bu sayede para kazandıkları için) mümkün olduğunca meslek kuralları çerçevesinde bu ürünlerin olumlu yanlarını daha fazla öne çıkartıyorlar (pazarda kimse benim portakalımın içinde bazıları çürük ya da tatsız çıkabilir diye satmıyor, hatta en güzellerini, en büyüklerini en ön sıraya diziyorlar ki müşteriyi cezbedesin, ayrıca bir çok pazarcı zaten sattığı portakalların hangilerinin tatsız ya da çürük olabileceğini tam olarak bilemiyor). Tüketiciler de genellikle bu ürünlerin sadece “yüksek getiri” kısmına odaklanıyorlar ve kendilerine pazarlayanları riskleri konusunda fazla sorgulamıyor ya da bugün belirsiz olup gelecekte ortaya çıkabileceği için riskleri dikkate almıyorlar. Elbette bazı tüketiciler konuyu iyi biliyor, bilgi ve tecrübeleri yeterli ama bunun genelde böyle olduğunu söylemek zor. Yüksek getiri imkanı hoşlarına gittiği için ürünü alıyor ama sonra riskleri ortaya çıktığında (çıkarsa) bu riski önceden bilmediklerini iddia edebiliyorlar (bilmeleri gerektiği ve bu onların sorumluluğu olduğu halde).

Aynı şey pazarlayıcılar için de geçerli. Saygın kurumlarda çalışanların çoğu bu tür enstrümanlar konusunda (nasıl satılır değil, riskleri nedir konusunda) üstleri tarafından layıkıyla eğitilmiş durumdadır ama yine de piyasanın tamamen bu tür çalışanlardan oluştuğunu söylemek mümkün değil. Pazarladığı enstrümanın ne tür risklerinin olabileceğini tam olarak bilemeyen, bunu anlamak için eğitim düzeyi yetersiz, kulaktan dolma pratik bilgilerle donanımlı pazarlamaya çalışanlar da var.

Türkiye son yıllarda yaygınlaşan tür yatırım enstrümanlarından biri kısaca DCD (İngilizce okunuşu ile di-ci-di) olarak adlandırılan enstrüman (İngilizce Dual Currency Deposit, Türkçe çift para birimli mevduat). Bundan 3-4 yıl önce bir avuç saygın kurumun müşterilerine sunduğu bu ürün artık çok yaygınlaştı. DCD’ler kadar olmasa daha karmaşık “strangle” ya da “range accrual” gibi ürünler de daha fazla tanındı. Ekonomi basını yıllar sonra böyle bir ürünün olduğunu öğrendi ve doğru, yanlış ama genelde kulaktan dolma bilgilerle sayfalarına/ekranlarına taşıdı. Bu sayede ürün daha da dikkat çekti ve pazar potansiyeli büyüdü. Artık bir çok tasarruf sahibi DCD deyince ne kastedildiğini anlıyor ama bize göre hala tüketici kesiminde enstrümanın artıları, eksileri ve nasıl bir bakış açısı ile kullanılması gerektiği tam olarak kavranmış değil.

Hafta içinde (tasarruf sahibini uyarma ihtiyacı hissettiler ki) BDDK'nın da bu konuda bir uyarı yazısı yayınlandı. Bu raporumuza DCD konusunu işlememiz de aslında bu amaca yönelik. Sadece enstrümanı sade bir dille tarif etmek ve risklerini anlatmak değil. Aynı zamanda ne tür yatırımcılara uygun olduğunu ya da tasarruf sahiplerinin ne tür stratejilerle bunu kullanmaları gerektiğini tartışmak.

DCD = Mevduat + Opsiyon...

DCD'nin temelinde bilinen tasarruf mevduatı var. Aslında normalde elindeki fonunu örneğin 1 ay vadede mevduat olarak değerlendirecek olan bir tasarruf sahibine bu mevduatının yanında bir de finansal anlaşma yaptırılıyor (imzalatılıyor). Bu anlaşma ile tasarruf sahibi anlaşmayı yaptığı kuruma bir söz veriyor. Örneğin, elindeki 100,000 \$'lık fonu 1 ay sonra önceden belirlenen (ve mutabık kalınan) bir TL/Dolar kurundan eğer anlaşmayı yaptığı kurum arzu ederse satmayı (yani TL'ye dönmeyi) taahhüt ediyor. Elbette o tarih geldiğinde eğer piyasa kuru, anlaşmadaki kurun üzerinde ise kurum anlaşmadaki daha düşük kurdan mevduat sahibinin 100,000 Doları'nı alma hakkını kullanarak işlemi gerçekleştiriyor ve sonra dönüp piyasadaki daha yüksek kurdan satarak aradaki farkı gelir olarak kaydediyor. Eğer piyasa kuru o tarihte anlaşma kurunun altında ise kurum bu alışverişi yapmıyor ve hakkından vazgeçiyor. Bu alım/satım hakkının piyasadaki ismi opsiyon. Mevduat sahibi klasik bir şekilde mevduatını bağlarken aynı zamanda karşı tarafa bir opsiyon satıyor.

Doğal olarak tasarruf sahibi karşı tarafa böyle bir hak tanıdığı (opsiyon sattığı) için karşılığında bir ek getiri alıyor. Örneğin aylık USD mevduatına %3 yıllık faiz alıyorsa bu opsiyonun bedeli (fiyatı) getiri olarak hesaplanıp mevduat faizine ekleniyor ve örneğin %3 olan yıllık faiz piyasa koşullarına göre %10'a çıkabiliyor. Ve bu ek getiri piyasa kuru ne olursa olsun yatırımcıya muhakkak vade sonunda ödeniyor. Eğer piyasa kuru anlaşmadaki kurun altında kalıyorsa tasarruf sahibi elindeki Dolarları satmak zorunda kalmıyor ve %10'luk getirinin hepsini elde etmiş oluyor.

Yatırımcı açısından sorun, piyasa kurunun anlaşmadaki kurun altında kaldığı an. O zaman yatırımcı %10 gibi yüksek bir Dolar getirisi almış olmasına rağmen vade sonunda TL'ye döndüğünde **eğer hemen yeniden Dolar'a dönmek isterse** piyasa kurunun ne kadar yukarda olduğuna bağlı olarak vade sonunda elde ettiği ek Dolar faizini kaybetmiş ve/veya 100,000'in bile altına, örneğin 90,000 \$'a inmiş olabiliyor. Ama bir kez daha vurgulamak gerekirse bu yatırımcının hemen yeniden Dolar alıp tasarrufunu Dolar'a dönmek istediği durumda geçerli.

Böyle bir durumda yatırımcının karşısına iki seçenek çıkıyor:

Birincisi, yukarda belirttiğimiz gibi piyasa kuru anlaşma kurunun üzerine çıktığı durumda eline geçecek olan TL fonu bir süre TL olarak TL faizi ile taşıyacak ve TL/Dolar kurunun yeniden belli seviyelere (elindeki fonu yeniden 100,000 \$'ın üzerine çıkartacak seviyelere) gelmesini bekleyecek. Türkiye'de döviz kur sistemi "dalgalı" olduğuna göre bu her zaman mümkün. Ama elbette ne zaman ne kadarlık bir süreçte bunun olabileceğini bilmek mümkün değil. Uzun sürebilecek bir beklemede zaten DCD yapmaktansa bugünden TL'ye dönüp TL getirisiyle yatırım yapmak daha doğru (getirisi çok daha yüksek olduğu için).

Diğer seçenek ise, hemen vade sonunda yatırımcının "**kaderine razı olup**" hemen yeniden piyasa kurundan Dolar'a (ya da orjinal para birimi ne idiyse ona) dönmesi. Sonuçta, yatırımcı bir spekülasyon yapmış oldu ve piyasa kurunun opsiyon anlaşmasındaki kurun altında kalacağını ümit etti. Bu gerçekleşmediyse zararına katlanacak ve vakit kaybetmeden elindeki fonu yeniden orjinal para birimine (yukardaki örnekte USD) dönecek ve ilerdeki maçlara bakacak.

DCD en klasik şekilde döviz (ve bunların içinde de Dolar cinsi) mevduatların yanına TL'ye dönme opsiyonu satılarak yapılır. Çünkü

- 1) Türkiye'de tasarrufunu Dolar olarak tutan bir çok mevduat sahibi var,
- 2) TL/USD kuru yeterince oynak ve TL faizi yüksek olduğu için

TL'ye dönme opsiyonu satmak mevcut Dolar getirisini bir kaç katına çıkartabiliyor. Tüm dünyada uzun süredir Dolar ve diğer döviz faizleri çok düşük olduğu için bu tür yatırımcılar elde ettikleri döviz getirilerden memnun değiller. Üstelik piyasa kuru da düşerek TL bazında enflasyona karşı yatırımcıyı koruyamayabiliyor. O zaman

getirilerini bu tür enstrümanlarla yükseltmeye çalışıyorlar. Artık TL faizleri de düştüğü için bu durum TL tasarruf sahipleri için de geçerli olmaya başladı. Onlar da giderek artan oranda getirilerini yükseltecek enstrüman arayışlarına giriyorlar.

DCD'leri her türlü para biriminden dizayn etmek mümkün. Elinde TL'si olan yatırımcı mevduatının yanında Japon Yen'ine dönme opsiyonu ekleyebilir. Ama bunun bir mantığı da olması gerekir çünkü yukarıda bahsettiğimiz üzere Japon Yen'i faizi çok düşükse (ki öyle) ve TL/Yen kuru da çok oynak değilse TL'den Yen'e dönme opsiyonu satmak örneğin %7 olan TL mevduat getirisini çok fazla yukarı taşımaz. Diğer bir deyişle, yatırımcı açısından böyle bir opsiyonu satın riske girmeye değmeyebilir.

Yanlış Bilinenler...

Öncelikle "anaparanın kaybedilmesi" ifadesi yanlış kullanılıyor. Yukardaki örnekte olduğu gibi piyasa kuru anlaşma kurunun üzerine yeteri kadar çıktığında müşteri anaparasını kaybetmiş olabilir deniyor. Ama yatırımcının eğer **Dolar'a (orjinal para birimine) hemen yeniden dönerse** Dolar bazında anaparasını kaybetme riski var. TL'ye dönüp beklediği durumda henüz anaparasını kaybetmiş olduğunu söylemek doğru değil. Eğer Türkiye'de kurlar yönetilmiyorsa, her iki yöne de gidebiliyorsa yatırımcı **(dönmüş olduğu para biriminde) yeterince beklerse** anaparasını kaybetmez. Bu hisse senedi aldıktan sonra hisse fiyatları düşerse kağıt üzerinde zarar yazmaya benziyor.

Mevduatsız da opsiyon satılabilir. Ama bunun için yeterli teminat göstermek sorunu vardır. Bu işlemlerde vadeli mevduat bir tür teminat görevi görür.

Yatırımcıların çoğu anlaşma yaptıkları kurumların kendilerinin tam tersi pozisyon aldıklarını ve böylece kendileri kaybederken bu enstrümanı kendilerine pazarlayanların onların kaybettiklerini kazandıklarını düşünüyorlar. "Bunu bana satmak istiyorsa tersini düşünüyor" şeklinde düşünebiliyorlar. Halbuki Türkiye'de bankaların çoğu müşterilerine sundukları bu ürünlerde müşterinin karşı pozisyonunu alıp beklemiyorlar. Bu anlaşma sırasında almış oldukları karşı pozisyonu bir havuz haline getirip başkalarına (biraz daha ucuza) satarak bir "spread" elde ediyorlar ve kenara çekiliyorlar. Bu bir tür komisyon getirisi de onların en doğal hakkı çünkü görevlerini yerine getirerek arzu eden müşterilerine bir hizmet sunuyorlar.

Yine bir başka yanlış bilinen, bu enstrümanları satanların piyasa kurunun anlaşma kurunun üzerinde olacağını biliyor ya da bunun için uğraşıyor olduklarını düşünmeleri. Doğal olarak bu kadar büyük piyasalarda bu kadar büyük bir manipülasyonu yapmak mümkün değil. Burada araçlar (bankalar) opsiyon satmak isteyen (spekülatif amaçlı hareket eden) müşterileriyle opsiyon almak isteyen (koruma isteyen) müşterilerini (havuzlar üzerinden) bir araya getirerek aslında piyasalarda çok faydalı bir misyonu üstleniyorlar. O nedenle arada elde ettikleri komisyon da haklarıdır.

Kimler DCD Yapmalı ?...

DCD bir tür getiri arttırmak için yapılan spekülasyondur. Eğer yatırımcı kurun yönünü doğru tahmin edebiliyorsa getirisini gerçekten arttırabilir yoksa arttıramaz. Türkiye'de sürekli kurun yönünü doğru tahmin edilebilen yatırımcı/analist/bankacı/ekonomist yok. O nedenle düzenli bir şekilde DCD yapan yatırımcı bir kaç kez şans da yaver giderse getirisini arttırabileceğini ama arada bir de kurların terse çalışacağını unutmamalıdır. Böyle durumlarda yatırımcı opsiyon kullanılır ve başka para birimine dönmek zorunda kalırsa dönülen para biriminde kur yeniden düşene kadar sabredebilmeli ve her gün kurlara bakıp anaparasını kaybettiğini düşünerek kendisini üzmemelidir. Bu sabrı gösteremeyecekse de yeniden eski para birimine döndüğünde anaparasını kaybedebileceğini kabul edebilecek risk profilindeki yatırımcı DCD enstrümanlarına talep göstermelidir. Aksi durumdaki yatırımcı DCD'lerden uzak durmalıdır.

Yatırımcı kendisine verilen ek primin bazı olasılıklara bağlı olarak yükselip azaldığını unutmamalıdır. Kimse kimseye boş yere (bedavaya) ek prim vermez. Eğer yapılan spekülasyondan orjinal para birimi cinsinden bakıldığında zarar etme olasılığı yüksekse (örneğin ilgili kur çok oynak ise) elde edecekleri ek prim de o nispette

yüksek olacaktır. Sürekli çok yüksek prim talep eden yatırımcı çok daha yüksek olasılıkla piyasa kurunun anlaşma kurundan ciddi biçimde saparak can sıkacağını önceden anlamak durumundadır. Risk iştahı buna uygun olan yatırımcı bu enstrümanları düşünmelidir.

Bu bağlamda DCD bu tür risk iştahı yüksek yatırımcılar tarafından ve mümkün olduğunca kurların oynak seyrettiği ve bu nedenle primlerin yüksek olduğu dönemlerde yapılmalıdır. Kurlar çok oynakken yapılan (ve alınan riskin bedeli ödenen) DCD kurlar sakinleşince güzel bir getiri getirmiş olur. Ama kurlar sakin prim de düşüktür ve kurların aniden hareketlenmesi ile yatırımcı elde ettiği o düşük primden çok daha fazlasını kaybetme riskine girer.

Eğer yatırımcılar bu enstrümanları bilinçli kullanabilirler, zamanlamalarına dikkat ederler, kurlar çok sakin (sanki hep sakin kalacağını zannedip) düşük primlerde gereksiz riskler almazlarsa DCD'ler son derece faydalı enstrümanlardır.

“Enflasyon Hedefini Yükseltelim” Teklifine Tepkiler...

1 Mart 2010 tarihli son bültenimizde yer alan “İşin Rengi Belli Olmaya Başladı” başlıklı yazıda IMF Baş Ekonomisti Blanchard ve iki IMF ekonomistin enflasyonu hedefini yükseltme üzerine yazdıkları son raporu tartıştık. Rapor kriz sonrası farklılaşması gereken çeşitli ekonomik politikaların yanında enflasyon hedefini yükseltmenin faydalı olabileceğini ima ediyordu. Bu görüş son aylarda giderek daha fazla destek görür biçimde dillendirildiği için konuyu raporumuza taşıyarak böyle bir uygulamaya geçilmesi halinde piyasaların nasıl hareket edebileceğini tartıştık.

Dünya gündeminde bu konudaki tartışma sıcak bir şekilde devam ediyor. Buna en son 4 Mart Perşembe günü Wall Street Journal gazetesindeki yazılarıyla Bundesbank Başkanı Axel Weber ile son yıllarda para politikası alanında yıldızı giderek parlayan ve geçen yıl bu yıl başından geçerli olmak üzere İsviçre Merkez Bankası'nın Başkanlığına getirilen Philipp Hildebrand tarafında kaleme alınan yazı eklendi. Doğrudan IMF çalışmasına hitap eden yazı bu giderek şiddetlenen “enflasyon hedefini yükseltelim” görüşünü biraz da sertçe eleştiriyor.

Merkez Bankaları Fiyat İstikrarını Korumalı...

A. Weber ve P. Hildebrand

IMF baş ekonomisti Oliver Blanchard geçenlerde yaşamakta olduğumuz küresel finansal krizden çıkarılabilecek dersleri anlatan ‘Makroekonomik Politikaları Yeniden Düşünmek’ başlığıyla bir araştırma yayınladı. İlgili araştırma oldukça faydalı ve daha üzerinde daha fazla düşünmemiz gerektiren hususlara dikkat çekiyor ama aynı zamanda merkez bankalarının normal (kriz dışı) dönemlerde örneğin %4 gibi daha yüksek enflasyon oranlarını hedeflemeleri gerektiğini söylüyor. Bu görüşe göre, böyle bir daha yüksek enflasyon hedefi nominal faiz oranlarının da daha yüksek olmasını sağlayacak ve böylece kriz döneminde para politikalarının daha fazla gevşetilebilmesini sağlayacak. IMF baş ekonomistin bu görüşü ciddi bir biçimde kusurlu ve çok şanssız ve hatta sorumsuz bir zamanlaması var.

Enflasyon hedefinin yükseltilmesi tavsiyesinin ardındaki temel varsayım yanlış. Son krizin de açık bir biçimde gösterdiği gibi, politika faizleri sıfıra yakın olsa bile para politikaları gücünü kaybetmiyor. Örneğin, Alman Merkez Bankası Bundesbank ve İsviçre Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarının para politikasını etkileyecek tek araç olmadığını gösterdiler. Daha uzun dönemli kredilendirme, likidite destekleri ve varlık alımları gibi alışılmışın dışındaki önlemler ekonomiyi daha da canlandırmak için etkili oldu.

Kısa vadeli faizlerin birkaç puan daha fazla düşürülmesinin ekonomiyi canlandırmada etkili olabileceğini düşünmek de çok gerçekçi değil. Özetle, sıfır faiz para politikası otoritesi için Blanchard ve arkadaşlarının varsaydığından çok daha küçük bir sorun. Bu nedenle daha yüksek enflasyonun sağlayacağı iddia edilen potansiyel fayda fazlasıyla abartılmış durumda.

Bundan da önemlisi, daha yüksek enflasyon hedefi ciddi makro ekonomik problemleri de beraberinde getirebilir. Öncelikle, enflasyon beklentilerini arttırarak makroekonomik istikrarı önemli ölçüde bozabilir.

Merkez bankalarının geçtiğimiz yıllarda kazandıkları güvenilirliklerine ve itibarlarına zarar vermeden enflasyon hedeflerini yükseltebileceklerine inanmak bizce gerçekçi değil. Merkez bankalarının kriz sonrasında %2 yerine %4 enflasyon hedeflemeye başladıklarını varsayalım. Bu durumda kamuoyu bir sonraki krizde enflasyon hedefinin bir kez daha yükseltilmeyeceğinden nasıl emin olabilir? Hem İsviçre hem de Alman merkez bankaları fiyat istikrarını sağlayacak güvenilir politikalarını desteklemede öncü oldular. Bu noktaya ulaşmışken merkez bankalarının zorlu çabalarla elde ettikleri kredibilitè, bizce sağlam temellere dayanmayan kısa vadeli yaklaşımlara feda edilmemeli.

IMF baş ekonomisti Oliver Blanchard'ın önerdiği gibi daha yüksek enflasyon hedeflemektense merkez bankalarının tam tersine fiyat istikrarına odaklanmak için çok geçerli nedenler var. Fiyat istikrarı bir ülkede ekonomik büyüme, refah ve sosyal istikrarı destekleyen en önemli olgulardan biri. Bu bizim ülkelerimizde yaşayan vatandaşlarımızın ülkelerimizin tarihinden gelen ve çok iyi bildikleri bir ders. Yüksek enflasyondan toplumun en zayıf üyeleri zarar görür çünkü onların kendilerini enflasyondan koruyacak olanakları sınırlıdır.

Bütçe açıklarının ve kamu borcunun artmakta olduğu bugünkü ortamda merkez bankalarının fiyat istikrarını korumak konusunda itibarlarını arttırmaya çalışmaları özellikle önemli. Enflasyon riskine yönelik kamuoyu endişelerini desteklemek çok tehlikeli. IMF'nin baş ekonomistinden gelen daha yüksek enflasyon hedeflenmesi gerektiği önerileri yanlış algılanarak merkez bankalarının kamu borçlarını enflasyonu kullanarak azaltmaya zorlandığı şeklinde anlaşılabilir.

Para politikasının etkinliği için kamunun merkez bankalarını net bir şekilde anlaması ve fiyat istikrarını koruyacakları yönündeki taahhüde güvenmeleri gerekir. Daha yüksek enflasyon hedefleriyle merkez bankalarının güvenilirliklerine zarar vermek ne makroekonomik istikrarı destekler ne de merkez bankalarını gelecek şoklara karşı daha güçlü hale getirir. Hatta tam tersi bir etki yaratır.

.....

Görüldüğü üzere, klasik merkez bankacılar olarak Weber ve Hildebrand'ın görüşleri açık ve net. Enflasyonu riske etmeyin diyorlar. Ama bunun yanında global ekonomiyi yeniden resesyona sokmadan devletlerin kriz sırasında özel sektörden devraldıkları borçları (kaldıraçları) nasıl azaltacaklarını ya da hangi mekanizma ile özel sektöre bunu yeniden devredebileceklerini söylemiyorlar. Blanchard ve diğerleri de bunları biliyor bilmesine de mevcut sıkıntılı ortamda kırk katır kırk satır misali başka çare göremiyorlar.