

Sınır Piyasalar (Frontier Markets)

İktisadi Araştırmalar Bölümü

Ağustos 2014

Eren Demir
Uzman Yardımcısı

İçindekiler

I. Giriş	1
II. "Sınır Piyasalar" Tanımı ve Sınıflandırması	2
III. Sınır Piyasa Ülkelerinin Gelişimi	3
III.1. Makroekonomik Görünüm	3
III.2. Finansal Görünüm	6
III.3. Ekonomik Özgürlük Endeksi ve İş Yapma Kolaylığı Endeksi.....	10
IV. Genel Değerlendirme	11
Kaynaklar	12

I. Giriş

Sınır Piyasalar (Frontier Markets - SP) olarak nitelendirilen ülkeler genel olarak yüksek büyüme potansiyeline sahip olup yeterince gelişmemiş sermaye ve finans piyasalarına sahip ülkeler olarak tanımlanmaktadır. Bu ülkeleri geliştirmekte olan ülkelere ayıran özellikler arasında yeterince derinleşmemiş finansal piyasalara sahip olmalarının yanı sıra sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamalar getirmeleri ile ekonomilerinin görece küçük ölçekli olması gibi kriterler öne çıkmaktadır. SP ülkeleri dünya nüfusunun yaklaşık %13'ünü barındırmakta ve dünya GSYH'sinin de yaklaşık %5'ini oluşturmaktadır. Bu ülkelerin ekonomik gelişmelerinin özellikle geliştirmekte olan ülkelerin 1970 sonrasında sergilediği performansa benzer bir seyir izlemesi, yatırımcılar açısından önümüzdeki yıllarda söz konusu ülkelerin yüksek gelişim potansiyeli sunduğuna ilişkin değerlendirmelere neden olmaktadır. Bu ülkeler, 2008-2009 yıllarındaki global kriz öncesi dönemde sağladıkları yüksek getiri ile ön plana çıkarken yatırımcılar tarafından alternatif yatırım pazarları olarak değerlendirilmiş, küresel krizin ardından likiditenin görece daha sağlam göstergelere sahip olan geliştirmekte olan ülkelere yönelmesi ile birlikte gündemdeki yerlerini kısmen yitirmiştir.

Son dönemde ise, gelişmiş ülke ekonomilerindeki toparlanma eğilimi geliştirmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında terse dönüş yaşanabileceği endişesini gündeme getirmiş ve bu gelişmeler göz önünde bulundurulduğunda alternatif pazarlar olarak ön plana çıkan ve yüksek büyüme potansiyeli sunan SP ülkelerinin kriz öncesi dönemde sağladıkları yüksek getirileri yeniden yakalayabilecekleri konusu piyasalarda dile getirilmeye başlanmıştır.

Bu çalışma, SP ülkelerine ilişkin son dönemde yapılan değerlendirmelere istinaden bu ülkelerin kriz öncesinde olduğu gibi yeniden ilgi odağı olup olmayacağı hakkında bilgi sunmayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede, ilk etapta bu ülkelerin küresel ekonomideki konumu ve barındırdığı büyüme potansiyeli incelenmiş, sonrasında ise borsa endekslerinin kriz öncesi ve sonrası dönemde sergilediği performans karşılaştırılmıştır. Bunun yanında, borsa endekslerinin yapısal özelliklerine ve finans sektörünün bu ülkelerdeki önemine değinilmiş, son olarak da bu ülkelerde iş yapabilmeye olanakları ve ekonomik özgürlük gibi kriterler değerlendirilmiştir.

II. "Sınır Piyasalar" Tanımı ve Sınıflandırması

Belirli bir uluslararası tanımı bulunmayan "Sınır Piyasalar" terimi finansal bilgi sağlayıcı kurumların (MSCI, S&P, FTSE vb.) 1990'lı yılların sonundan itibaren benzer özellikleri ile ön plana çıkan ülkelerin verilerini bir araya getirerek oluşturdukları endekslerde kullanılmaya başlanmıştır. SP ülkeleri yüksek getiri potansiyeli ile 2000'li yılların başında yatırımların yönelebileceği alternatif pazarlar olarak ön plana çıkmıştır. Ülkeler sürdürülebilir büyüme, özel sektör büyüklüğü, likidite koşulları ve finansal açıklık gibi kriterlere göre değerlendirilmekte olup SP sınıflandırması içinde yer alan ülkelerin genel olarak temel özellikleri;

1. Yüksek büyüme potansiyeli sunmaları,
2. Verimsiz sermaye piyasalarına sahip olmaları,
3. Görece az derinlikli finansal piyasalar olarak nitelendirilmeleri,
4. Sermaye hareketlerine sınırlamalar getirmeleri,
5. Diğer ülke gruplarına kıyasla dünya borsalarıyla korelasyonlarının düşük olmasıdır.

Tablo 1: Kurum Bazında Sınır Piyasalar Endeksinde Yer Alan Ülkeler

Ülke	MSCI SP Endeksi	S&P SP Endeksi	FTSE SP Endeksi	Ülke	MSCI SP Endeksi	S&P SP Endeksi	FTSE SP Endeksi
Arjantin	√	√	√	Lübnan	√	√	-
Bahreyn	√	√	√	Makedonya	-	-	√
Bangladeş	√	√	√	Malta	-	-	√
BAE	√	√	-	Moritus	√	√	√
Botsvana	-	√	√	Namibya	-	√	-
Bulgaristan	√	√	√	Nijerya	√	√	√
Ekvator	-	√	-	Pakistan	√	√	-
Estonya	√	√	√	Panama	-	√	-
Fas	√	-	-	Romanya	√	√	√
Fildişi Sahili	-	√	√	Sırbistan	√	-	√
Gana	-	√	√	Slovakya	-	√	√
Hırvatistan	√	√	√	Slovenya	√	√	√
Jamaika	-	√	-	Sri Lanka	√	√	√
Katar	√	√	√	T. Tobago	-	√	-
Kazakistan	√	√	-	Tunus	√	√	√
Kenya	√	√	√	Ukrayna	√	√	-
Kıbrıs	-	√	√	Umman	√	√	√
Kuveyt	√	√	-	Ürdün	√	√	√
Letonya	-	√	-	Vietnam	√	√	√
Litvanya	√	√	√	Zambiya	-	√	-

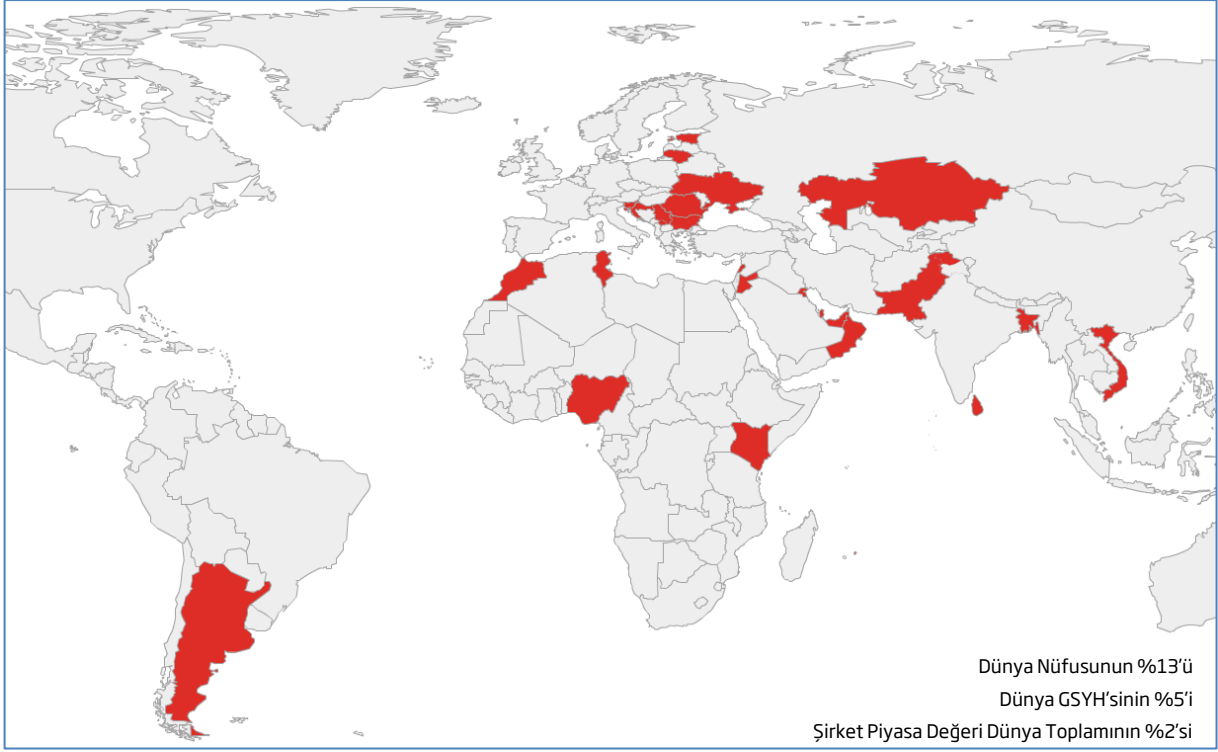
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Çalışmanın devamında, tek bir kaynağa bağlı kalmak amacıyla MSCI'nin kullandığı SP sınıflandırması¹ baz alınmış ve bu endekste yer alan 26 ülkenin verileri kullanılmıştır. Aynı şekilde gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler için de MSCI sınıflandırmasında yer alan ülkelerin verileri kullanılmıştır.

¹ MSCI'nin sınıflandırmasına göre 34 ülke SP kategorisi altında yer alırken SP Endeksi'nde 26 ülke bulunmaktadır.

III. Sınır Piyasa Ülkelerinin Gelişimi

Grafik 1: Sınır Piyasa Ülkeleri

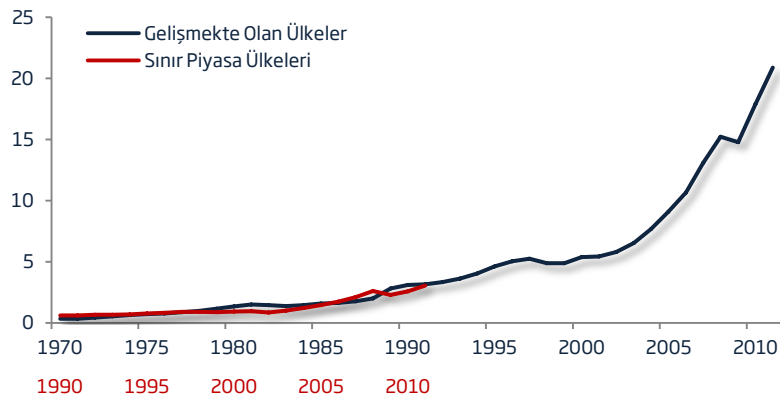


Kaynak: Dünya Bankası (2012)

III.1. Makroekonomik Görünüm

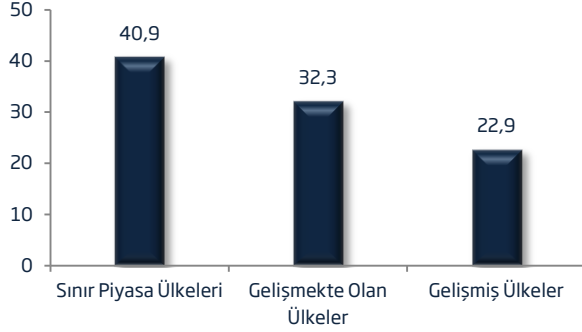
Sınır Piyasalar olarak nitelendirilen ülkeler dünya nüfusunun yaklaşık %13'ünü, GSYH'sinin yaklaşık %5'ini oluşturmaktadır, bu ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin piyasa değeri ise dünya toplamının yaklaşık %2'sine tekabül etmektedir. Bu ülkeler makroekonomik açıdan kıyaslandığında, kategorilerin hemen hemen tamamında ülkelerin birbirinden ayrıştığı ve geniş bir yelpazeye yayıldığı görülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, en çarpıcı farklılığın ekonomik gelişmişlik olduğu dikkat çekmektedir. Nitekim, 2012 itibarıyla Katar 105 bin USD ile dünyada en yüksek kişi başına milli gelire sahip ülke olurken, Bangladeş'in kişi başına milli geliri yalnızca 795 USD seviyesindedir. Benzer şekilde, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) 574 milyar USD ile dünyanın en büyük dış ticaret hacmine sahip 21. ülkesi konumunda yer alırken, Moritus'un yalnızca 13 milyar USD'lik dış ticaret hacmi bulunmaktadır. Yüksek ekonomik refah seviyesine rağmen Katar ve BAE gibi ülkelerin SP sınıflandırması içerisinde yer almasının nedeni bu ülkelerde yabancı yatırımlara dair sınırlandırmalar bulunmasıdır.

Grafik 2: Nominal GSYH'nin Gelişimi (milyar USD)



Sınır Piyasa ülkelerinin nominal GSYH'sinin 1990-2010 dönemini kapsayan 20 yıllık süreçte gelişmekte olan ülkelerin 1970 yılından sonraki 20 yıllık gelişimine benzer bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durum, SP ülkelerinin önümüzdeki dönemde yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğuna işaret eden bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Grafik 3: 0-20 Yaş Aralığındaki Nüfusun Toplam Nüfusa Oranı (%)



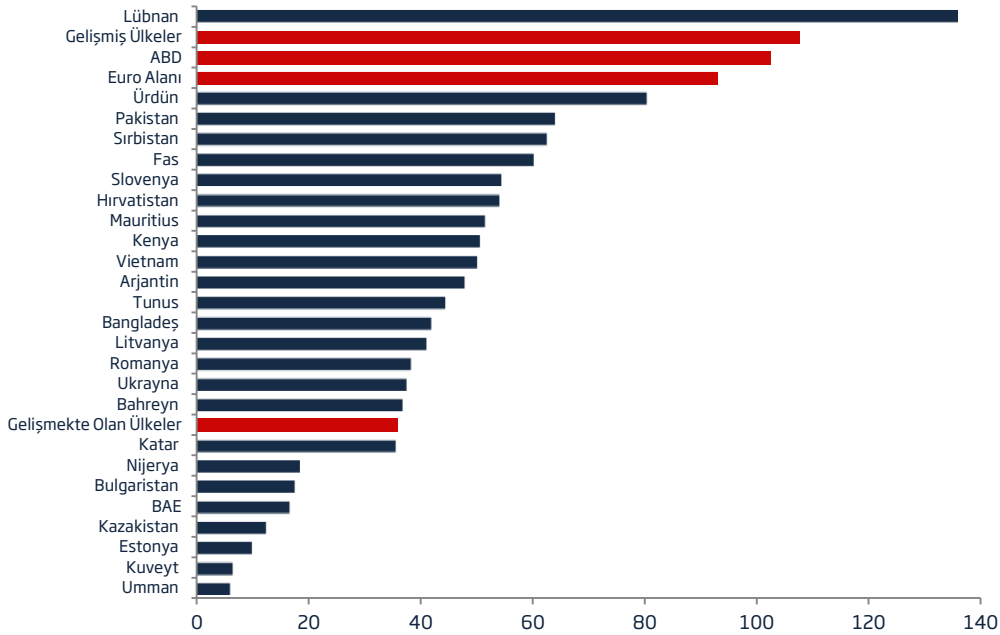
Kaynak: Dünya Bankası, 2012

güçlenmesinin de etkisiyle önümüzdeki döneme ilişkin önemli olanaklar sunmaktadır.

Ayrıca, SP ülkelerinin demografik yapıları da büyümenin güçlü bir görünüm sergileyeceğine ilişkin öngörülerini destekler niteliktedir. Nitekim, nüfus dağılımına bakıldığında SP ülkelerinde genç nüfusun toplam nüfusun önemli bir bölümünü teşkil ettiği dikkat çekmektedir. Geleceğe dair beklentiler itibarıyla değerlendirildiğinde, genç ve dinamik bir nüfus yapısı söz konusu ülkeler için demografik fırsat penceresi yaratmanın yanı sıra orta sınıfın

SP ülkelerinin kamu borç göstergeleri incelendiğinde, bu ülkelerin birçok gelişmiş ülkeden daha iyi bir performans sergilediği görülmektedir. 2012 itibarıyla brüt borç stokunun GSYH'ye oranı gelişmiş ülkelerin genelinde %70'in üzerinde bulunurken, Lübnan ve Ürdün dışındaki bütün SP ülkeleri bu düzeyin altında borçluluğa sahiptirler. Ayrıca, SP ülkeleri içinde yüksek milli gelire sahip olan Kuveyt, Nijerya, Katar, BAE gibi ülkelerin en düşük brüt borç stoku/GSYH oranına sahip olduğu görülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, SP ülkelerinin sağlam mali göstergelere sahip olması ileriye dönük büyüme projeksiyonlarına da olumlu katkı sağlamaktadır.

Grafik 4: Brüt Borç Stokunun GSYH'ye Oranı (%)



Kaynak: IMF (2012)

SP ülkelerinin ekonomik büyüklüklerine bakıldığında 2012 itibarıyla Arjantin'in 475 milyar USD'lik GSYH büyüklüğü ile ilk sırada yer aldığı, bu ülkeyi sırasıyla 384 milyar USD ile BAE'nin ve 264 milyar USD ile Nijerya'nın izlediği görülmektedir. Bu üç ülkenin sırasıyla dünyanın en büyük 27, 30 ve 39'uncu ekonomisi konumunda olduğu görülmektedir. SP ülkelerinin büyük çoğunluğu ise söz konusu sıralamada daha alt basamaklarda yer almaktadır. Ekonomik açıdan da SP ülkeleri arasında yapısal farklılıklar bulunduğu ve bu ülkelerin homojen bir görünüm sergilemedikleri görülmektedir. Örneğin; Kenya, Kazakistan gibi ülkelerin bir bölümü tarım ağırlıklı bir ekonomiye sahipken, Kuveyt ve Katar gibi yer altı kaynakları bakımından verimli olan ülkelerde madencilik sektörünün ağırlık kazandığı, Nijerya ve Arjantin gibi bazı ülkelerin ise imalat sanayi ve finans sektörleri ile ön plana çıktığı görülmektedir. Öte yandan, yıllar itibarıyla SP ülkelerinin daha fazla yabancı mülkiyetine ve sermaye giriş/çıkışlarına izin veren bir ekonomik görünüme kavuşmaya başladığı ve özel sektörün büyümeye katkısının giderek arttığı dikkat çekmektedir.

Tablo 2: 2012 İtibarıyla Sınır Piyasa Ülkelerinin Makroekonomik Göstergeleri

Sıra*	Ülke	2002-2012 Yıllık Ort. Büyüme %	GSYH (milyar USD)	Yıllık Ortalama Enflasyon %	Nüfus (milyon kişi)	İşsizlik Oranı %	2012-2019 Ort. Büyüme Tahmini
27	Arjantin	7,1	475,2	10,0	41,0	7,2	1,9
30	BAE	4,4	383,8	0,7	8,8	..	4,2
39	Nijerya	7,4	264,2	12,2	164,8	..	6,8
46	Pakistan	4,8	225,6	11,0	178,9	6,5	4,2
51	Kazakistan	7,2	203,5	5,1	16,9	5,3	5,7
54	Katar	13,8	192,4	1,9	1,8	..	6,7
55	Kuveyt	5,5	184,5	3,2	3,8	2,1	3,0
56	Ukrayna	3,4	176,2	0,6	45,5	7,5	..
58	Romanya	3,4	169,2	3,3	21,3	7,0	3,1
59	Vietnam	6,6	155,6	9,1	88,8	4,5	5,8
61	Bangladeş	6,2	123,0	6,2	154,7	..	6,6
63	Fas	4,6	96,0	1,3	32,5	9,0	5,0
67	Umman	5,1	78,3	2,9	3,1	..	3,8
71	Sri Lanka	6,4	59,4	7,5	20,7	4,0	6,7
73	Hırvatistan	1,4	56,2	3,4	4,3	16,1	0,9
76	Bulgaristan	3,4	51,3	2,4	7,3	12,4	2,4
80	Tunus	3,9	45,4	5,6	10,8	17,6	4,0
81	Slovenya	1,8	45,4	2,6	2,1	8,9	1,0
83	Lübnan	5,1	42,5	5,9	4,4	..	2,9
85	Litvanya	4,0	42,3	3,2	3,0	13,4	3,5
86	Kenya	4,6	40,7	9,4	43,2	..	6,3
88	Sırbistan	2,7	38,1	7,3	7,2	23,1	2,3
92	Ürdün	5,7	31,0	4,6	6,4	12,2	4,1
93	Bahreyn	5,3	30,4	2,8	1,2	3,9	3,8
104	Estonya	3,6	22,4	4,2	1,3	10,0	3,0
127	Moritus	4,2	11,4	3,9	1,3	8,0	3,9

(*) Dünya sıralamasındaki yeri (..) ilgili veriye ulaşılamamıştır.

Kaynak: IMF (Dünya Ekonomik Görünüm raporu veri tabanı Nisan 2014)

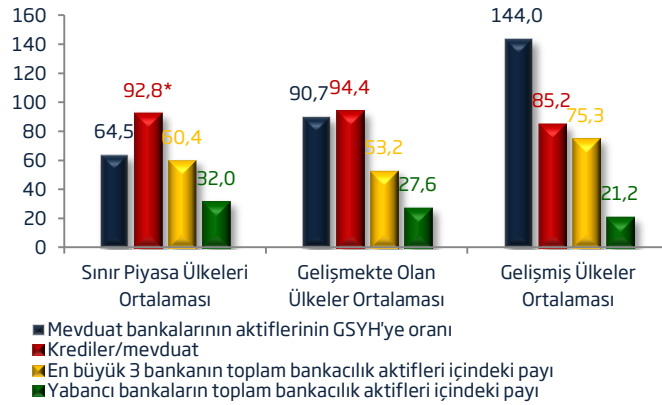
Yapılan uzun vadeli tahminler göz önünde bulundurulduğunda, SP ülkelerinin önümüzdeki yıllarda diğer ülke gruplarına kıyasla daha olumlu bir büyüme performansı sergileyeceği öngörülmektedir. Nitekim, IMF'nin yaptığı tahminlere göre SP ülkelerinin 2012-2019 döneminde ortalama %4,1 oranında büyümesi beklenmektedir. Aynı dönemde, gelişmekte olan ülkelerin (Çin hariç) %3,8, gelişmiş ülkelerin ise %1,9 oranında büyüme kaydedeceği öngörülmektedir. Bu beklentiler, SP ülkelerinin gelişmekte olan ülkelerin daha önce sergilemiş olduğu gelişime benzer bir seyir izleyeceğini teyit eder niteliktedir.

III.2. Finansal Görünüm

Finans sektörünün gelişimi açısından değerlendirildiğinde SP ülkeleri halen birçok temel gösterge açısından diğer ülke gruplarının gerisinde yer almaktadır. Mevduat bankalarının aktiflerinin milli gelire oranının SP ülkeleri ortalaması 2011 itibarıyla %64,5 seviyesinde olup gelişmekte olan ülkelerin %90,7'lik ortalamasının gerisinde bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde aynı oranın %144 seviyesinde olduğu dikkate alındığında, gerek SP ülkelerinde gerekse gelişmekte olan ülkelerde finans sektörünün gelişim potansiyeli taşıdığı görülmektedir.

SP ülkelerinde finans sektörü içinde ağırlıklı paya bankaların sahip olduğu görülmektedir. Temel bankacılık göstergeleri açısından SP ülkeleri diğer ülke gruplarıyla karşılaştırıldığında, mevduatın krediye dönüşüm oranının SP ülkelerinde ve gelişmekte olan ülkelerde %90'ın üzerinde seyrettiği görülmektedir. En büyük üç bankanın toplam bankacılık sektörü aktifleri içindeki payı SP ülkelerinde %60 civarında, gelişmekte olan ülkelerde ise %50'nin üzerinde bulunmaktadır. Yabancı bankaların toplam bankacılık sektörü içindeki payının en yüksek olduğu ülke grubu SP ülkeleridir. Ancak, bu durum ülkeler arasında farklılık arz etmektedir. Örneğin Katar, Umman, Tunus, Ukrayna ve Sri Lanka'da yabancı banka bulunmazken gelişmiş Avrupa ülkeleri ile yakın ilişki içerisindeki Litvanya, Estonya ve Hırvatistan'da yabancı bankalar bankacılık sektörü içinde %90'ın üzerinde paya sahiptir.

Grafik 5: Bankacılık Sektörü Göstergeleri (%)



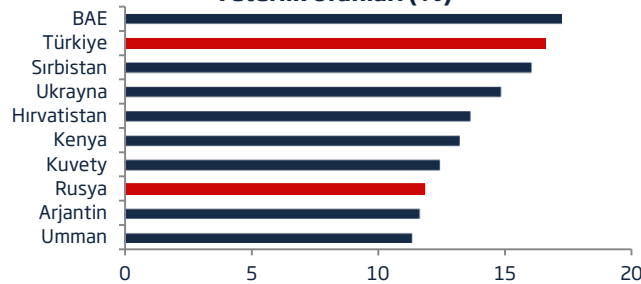
(*) Vietnam hariç tutulmuştur.

Yabancı bankaların toplam aktifler içindeki payı 2009 yılı itibarıyla.

Kaynak: Dünya Bankası, 2011

SP ülkelerinde bankacılık sektörü görece sağlam bir görünüm sergilemektedir. Global Finance dergisinin yayımladığı verilere göre, National Bank of Abu Dhabi, National Bank of Kuwait ve Qatar National Bank 2013 itibarıyla dünyanın en güvenli 50 bankası arasında yer almaktadır. Ayrıca, sermaye yeterlilik oranları incelendiğinde, en yüksek sermaye yeterlilik oranına sahip ilk 10 bankanın 8'inin SP ülkeleri arasında yer aldığı görülmektedir.

Grafik 6: Bankacılık Sektörünün Sermaye Yeterlilik Oranları (%)



Kaynak: Dünya Bankası, 2011

Not: Türkiye verisi BDDK'dan alınmıştır.

Tablo 3: 2013 Ağustos İtibarıyla Politika Faizleri

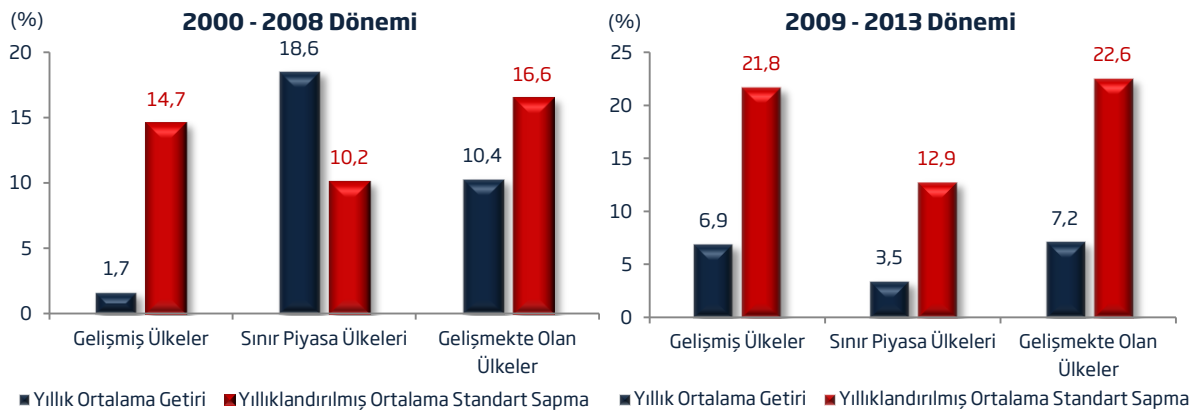
Ülke	Politika Faizi %	Ülke	Politika Faizi %
Ukrayna	12,5	Moritus	4,65
Nijerya	12,0	Katar	4,5
Pakistan	10,0	Tunus	4,5
Arjantin	9,0	Ürdün	4,25
Kenya	8,5	Romanya	3,25
Sırbistan	8,5	Fas	3,0
Vietnam	8,0	Kuveyt	2,0
Bangladeş	7,75	BAE	1,0
Sri Lanka	6,5	Bahreyn	0,5
Kazakistan	5,5		

Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Birçok SP ülkesinde faiz oranları gelişmekte olan ülkelere benzer bir görünüm arz etmekte ve getiri oranları gelişmiş ülkelerin üzerinde bulunmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, SP ülkelerinin ihraç ettiği borç senetlerinin yatırımcıların ilgisini çekebilme potansiyelinin olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, SP ülkelerine yönelik yatırımlar fırsatlar yanında riskleri de beraberinde getirmektedir. Söz konusu ülkelerin büyük bölümünde tarihsel olarak politik istikrarsızlıkların yaşanması, ekonomilerinin belli başlı sektörlerde yoğunlaşması ve çeşitlilik arz etmemesi, yerel para birimlerinde sert oynaklıklar yaşanması gibi risk unsurları nedeniyle yatırımcılar daha kısa vadeli yatırım araçlarını tercih etme eğilimi sergilemektedir.

Bu çerçevede, yabancı yatırımcıların tercihlerinde hisse senedi piyasalarına yapılan yatırımlar öne çıkmaktadır. 2000-2008 dönemini kapsayan kriz öncesi dönemde SP borsalarının yıllık ortalama %18,6 ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin oldukça üzerinde getiri sağladığı görülmektedir. 2008 yılında başlayan küresel kriz dünya genelinde ekonomik koşulların değişmesine neden olmuş, gelişmiş ülke merkez bankalarının piyasalara sunduğu yüksek miktarda likidite makroekonomik açıdan daha sağlam göstergelere sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu dönemde, SP ülkelerine yatırımcı ilgisinin azalmasıyla birlikte ülkelerin borsa endeksleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük getiri sağlamıştır. Kriz sonrası dönemde ise en yüksek getiri gelişmekte olan ülke borsalarında elde edilmiştir. Bununla birlikte, tarihsel olarak SP ülkelerinin borsa endekslerinin diğer ülke gruplarına kıyasla daha az oynaklık göstermiş olması, önümüzdeki dönemde riskten kaçınma eğiliminde olan yatırımcıların ilgisinin tekrar bu ülkelere yönelebileceğine işaret etmesi açısından olumlu bir gösterge olarak ön plana çıkmaktadır.

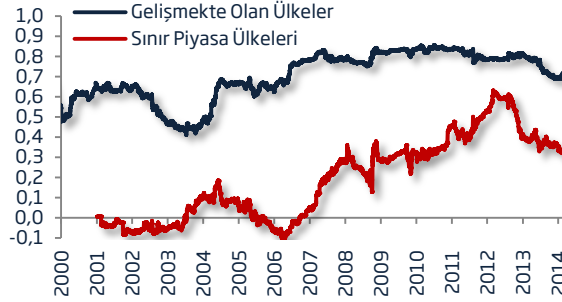
Grafik 7: Kriz Öncesi ve Sonrası Dönemde Borsa Endeksleri Performansının Karşılaştırılması



Kaynak: Thomson Reuters Datastream

SP ülkeleri borsalarında oynaklığın daha az olmasının başlıca nedeni, söz konusu ülkelerde finansal piyasaların küresel piyasalara entegrasyonunun sınırlı düzeyde olmasıdır. Bu çerçevede, diğer ülke ve ülke gruplarında meydana gelebilecek ekonomik çalkantıların etkileri SP ülkelerinde asgari düzeyde hissedilmektedir. Nitekim, SP ülkelerinin borsa endekslerinin dünya borsaları ile korelasyonu incelendiğinde, ilişkinin gelişmekte olan ülkelere kıyasla oldukça zayıf olduğu görülmektedir. Bu çerçevede SP borsalarının seyrinin dünya borsalarının seyrinden farklılaşması, bu ülkelerin yatırımcılar tarafından alternatif pazarlar olarak değerlendirilmesine olanak vermektedir. Nitekim, SP ülkelerinin ortalama getirisinin en yüksek olduğu dönem korelasyonun en zayıf olduğu küresel kriz öncesi dönemdir. Söz konusu ilişkinin güçlenmesinde ise, küresel krizin başlangıçta dünya genelinde borsa endekslerinde düşüşe, izleyen dönemde de dip seviyelerden toparlanmaya neden olmasıyla SP ülkelerinin borsalarındaki seyrin gelişmiş ülkelerdeki seyre yakınsaması etkili olmuştur. Bu açıdan değerlendirildiğinde, kriz sonrası dönemde güçlenen ilişkinin 2012 yılından itibaren yeniden zayıflama eğilimine girmiş olması, bu ülkelerin yeniden alternatif pazarlar olarak yatırımcıların ilgisini çekebileceğine işaret etmektedir.

Grafik 8: Dünya Borsaları ile Korelasyon

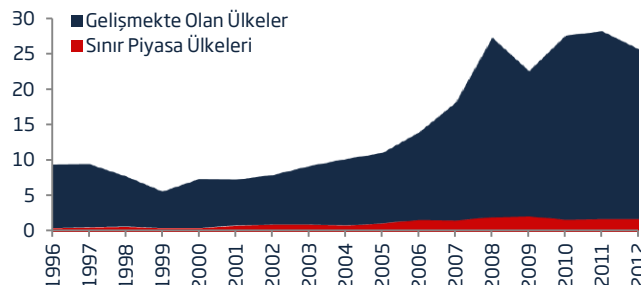


Not: İki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin yönünü ve gücünü gösteren korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında değer almakta olup 0'dan uzaklaştıkça ilişkinin gücü artmaktadır.

Kaynak: Thomson Reuters Datastream

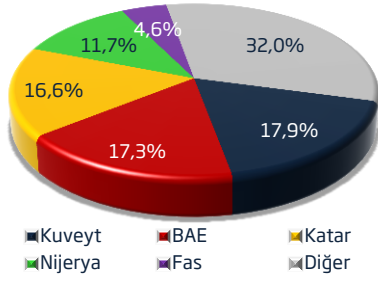
Bununla birlikte, SP ülkelerinin hisse senedi piyasalarının yeterince gelişmediği görülmektedir. Nitekim, söz konusu ülkelerin hisse senedi borsalarının piyasa değerinin dünya borsaları içindeki payı 2009 yılında ulaştığı tepe noktasında ancak %2,1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu oran %25'in üzerinde bulunmaktadır. Bu gelişmede, SP ülkelerinin finansal piyasalarının yeterince derin olmaması etkili olmaktadır. Söz konusu tablonun ortaya çıkmasında ülkelerin sınıflandırılmasındaki kriterler de etkili olmaktadır. Belirli yapısal reformları gerçekleştiren ülkeler gelişmekte olan ülkeler kategorisine yükseltilmekte, ayrıca bu durumun tersi de mümkün olmaktadır. Örneğin, MSCI 2014 Mayıs ayı sonu itibarıyla Katar ve BAE'nin SP kategorisinden gelişmekte olan ülkeler kategorisine yükseltileceğini duyurmuş, gelişmekte olan ülkeler sınıflandırmasında yer alan Arjantin ise uyguladığı sermaye kontrolleri nedeniyle 2009 yılından itibaren SP kategorisinde değerlendirilmeye başlanmıştır.

**Grafik 9: Borsa Endekslerinin Piyasa Değeri
(dünya piyasa değeri içindeki payı, %)**



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 10: MSCI SP Borsa Endeksi Ülke Ağırlıkları

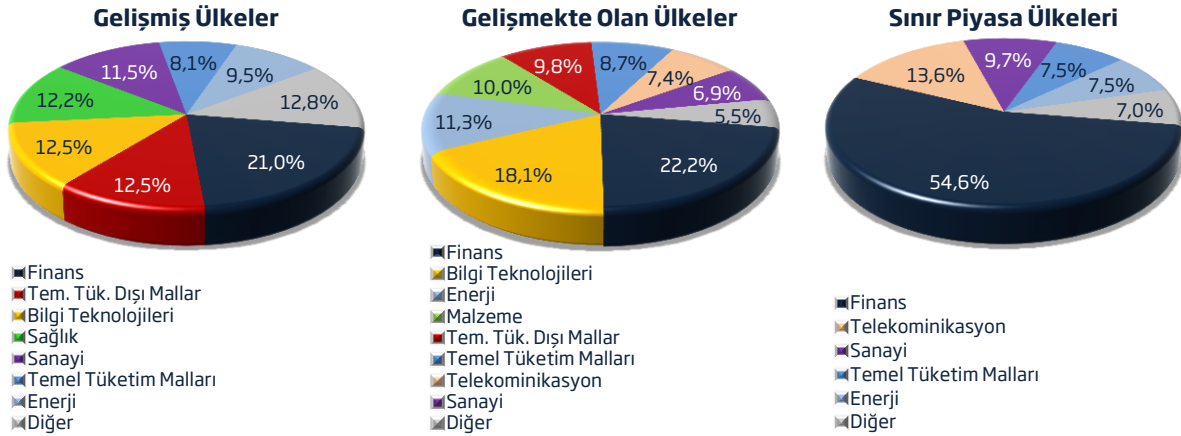


Kaynak: MSCI (Mart 2014)

MSCI SP borsa endeksini oluşturan ülkelerin ağırlıklarına bakıldığında, 4 ülkenin (Kuveyt, BAE, Katar ve Nijerya) endeksin %63,4'ünü oluşturduğu görülmektedir. Endeks içinde yüksek ağırlığa sahip olan bu ülkelerin tarihsel olarak jeopolitik belirsizliklere açık olan Ortadoğu ve Afrika coğrafyasında yer almaları yatırımcılar açısından önemli bir risk unsuru oluşturmaktadır. Örneğin, 2011 yılında yaşanan Arap Baharı bölge ekonomilerine ilişkin risk algısının önemli ölçüde artmasına neden olmuştur.

SP ülkelerinde borsa endekslerinde finans sektörünün önemli ölçüde etkin olduğu görülmektedir. Nitekim, ülke gruplarına göre MSCI borsa endeksi incelendiğinde gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerde sektör bazında daha homojen bir dağılım görülürken, SP ülkeleri endeksinin %54,6'sını finans sektörü teşkil etmekte, sektörün büyük bölümü de bankalardan oluşmaktadır. Bu durum, SP ülkelerinde finans dışı sektörlerin yeterince gelişemediğine işaret ederken, National Bank of Kuwait, Qatar National Bank gibi bölgede ön plana çıkan finans kuruluşlarının da diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında görece küçük ölçekli kaldığı görülmektedir. Her ne kadar endeks içinde yüksek ağırlığa sahip ülkeler özellikle petrol üretimi ile ön plana çıkan OPEC ülkelerinden oluşsa da sektör olarak enerjinin payı oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır. Bunun başlıca nedeni büyük petrol şirketlerin kamu tarafından idare edilmesi ve yatırıma kapalı olmasıdır. Ayrıca, SP ülkelerinde portföy çeşitliliğinin diğer ülke gruplarına kıyasla oldukça sınırlı olduğu görülmektedir.

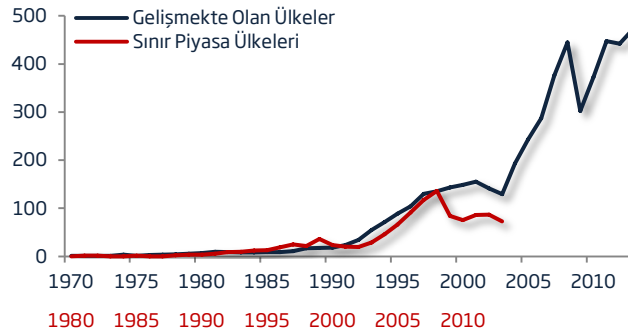
Grafik 11: Ülke Gruplarına Göre MSCI Borsa Endeksindeki Sektör Ağırlıkları



Kaynak: MSCI (Mart 2014)

Yatırımcıların uzun vadeli yatırım kararları açısından değerlendirildiğinde ise, SP ülkelerinin diğer ülke gruplarına kıyasla oldukça düşük düzeyde doğrudan yatırım çekebildiği görülmektedir. Bununla birlikte, SP ülkelerine yönelik doğrudan yatırımların 2000 sonrasında daha cazip hale gelmeye başladığı dikkat çekmektedir. 2013 itibarıyla SP ülkelere yönelik doğrudan yatırımların büyüklüğü 73 milyar USD seviyesinde gerçekleşirken, aynı dönemde gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yatırımlar 472 milyar USD olmuştur. Küresel ölçekte yapılan doğrudan yatırımlar içinde SP ülkelerinin payı %5 civarında bulunmaktadır. Bununla birlikte, SP ülkelerinin bu alanda da gelişim potansiyeli taşıdığı görülmektedir. Nitekim, SP ülkelerinin doğrudan yatırımlar açısından 1980 sonrası sergilediği performans gelişmekte olan ülkelerin erken evreleri diye nitelendirilebilecek olan 1970 sonrası gelişimine benzer bir seyir izlemektedir.

Grafik 12: Doğrudan Yatırımlar (milyar USD)

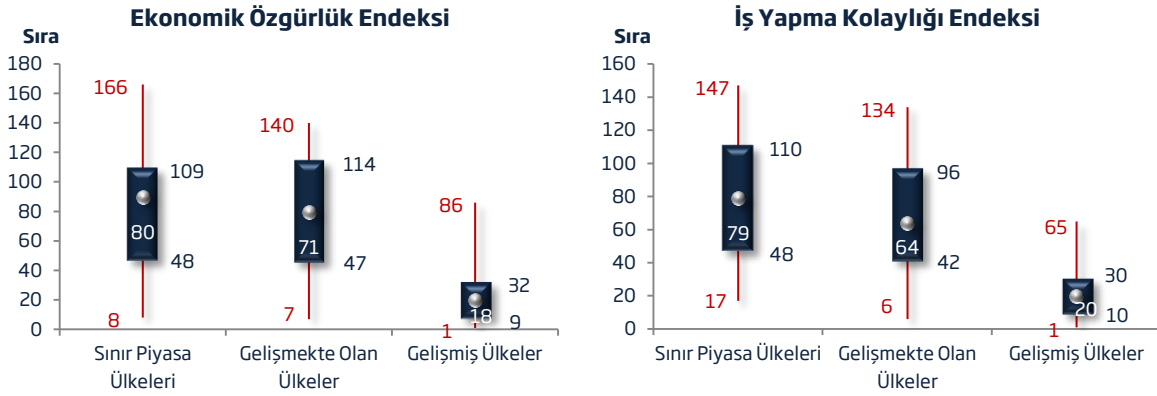


Kaynak: UNCTAD

III.3. Ekonomik Özgürlük Endeksi ve İş Yapma Kolaylığı Endeksi

SP ülkelere dair yapısal unsurların değerlendirilmesi amacıyla Heritage Foundation ve Dünya Bankası tarafından yayımlanan endeksler takip edilmektedir. Heritage Foundation ülkeleri ticaret, yatırım, reel sektör serbestliği ile mülkiyet hakları gibi özelliklerine göre değerlendirdiği Ekonomik Özgürlük Endeksi sonuçlarını yayımlamaktadır. Benzer şekilde, Dünya Bankası da ilgili ülkede yeni bir iş kurmak için ortamın uygunluğunun altyapı, vergilendirme, inşaa prosedürleri gibi özelliklerine göre değerlendirildiği İş Yapma Kolaylığı Endeksi sonuçlarına yer vermektedir. Her iki endeks de ülkeleri aldıkları puanlara göre sıralamakta olup ilk sırada yer alan ülke ilgili kriterleri en iyi şekilde yansıtan ülke olarak değerlendirilmektedir. Bu endekslerde SP ülkeleri daha geniş bir yelpazede yer alırken, sıralamaya konu olan ülkelerin orta sıralarda yoğunlaştığı ve gelişmekte olan ülkeler ile benzerlik arz ettiği görülmektedir. Her iki endekste de gelişmekte olan ülkeler diğer ülkelerden ayrılarak daha üst sıralarda yer almaktadır.

Grafik 13: Ülke Gruplarına Göre Karşılaştırma



Kaynak: Heritage Foundation, Dünya Bankası (2014)

Not: Kırmızı çizgiler ülkelerin endeks sıralamasında almış olduğu minimum ve maksimum değerleri gösterirken, mavi kutular sıralamaya konu olan ülkelerin orta sıralardaki %50'lik bölümünün almış olduğu minimum ve maksimum değerleri ifade etmektedir. Mavi kutuların yatay eksene yakın olması o grupta yer alan ülkelerin büyük bölümünün üst sıralara yakın değerler aldığı göstermektedir. Metal renkteki küreler ise orta sıralardaki %50'lik grubun ortalama sırasını göstermektedir.

IV. Genel Değerlendirme

Son dönemdeki gelişmeler, SP ülkelerinin sahip oldukları demografik özellikler ve büyüme potansiyeli ile yeniden yatırımcıların ilgi odağı haline gelebileceklerini göstermektedir. Ancak, SP ülkelerinde yabancı yatırımcılar açısından daha cazip bir görünüm sergileyen hisse senedi piyasaları dünya genelinin oldukça küçük bir bölümünü oluşturmakta ve SP ülkelerinin önümüzdeki dönemde söz konusu portföy içindeki ağırlığını artırabilecek gelişimi ne ölçüde gerçekleştirebilecekleri önemli bir soru işareti yaratmaktadır. Ayrıca, SP ülkelerinde borsaların son dönemde sunduğu getirilere bakıldığında küresel kriz öncesi dönemin oldukça uzağında kaldıkları görülmektedir. Bu gelişmede yatırımcıların tercihlerini görece daha sağlam makroekonomik göstergelere sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönlendirmesinin yanı sıra SP ülkelerinin finansal piyasalarının daha sığ olması da etkili olmuştur. Öte yandan, diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında SP ülkelerinin daha az oynak piyasalara sahip olmaları ve dünya genelindeki çalkantılardan görece daha az etkilenmeleri nedeniyle alternatif pazarlar olarak değerlendirilmeleri yatırımcılar açısından tercih edilmelerinin önünü açmaktadır. Ayrıca, bu ülkelerin pek çok açıdan gelişmelerinin gelişmekte olan ülkelerin geçmişteki gelişim süreci ile benzerlik göstermesi geleceğe dair yüksek büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Bununla birlikte, SP ülkelerinde yapılabilecek yatırımların sektörel anlamda homojen bir dağılıma sahip olmaması yatırımcıları portföy çeşitliliği açısından kısıtlamaktadır. Finansal piyasaların sığ oluşu ve bazı SP ülkelerinde yatırımlara ilişkin var olan kısıtlar da bu ülkelere yönelik yatırımcı ilgisini sınırlandıran unsurlardır. Makroekonomik anlamda daha gelişmiş olan SP ülkelerinin jeopolitik risklerin yüksek olduğu bölgelerde yer alması da benzer bir etki yaratmaktadır. Bu çerçevede, SP ülkelerinin uzun bir mesafe kaydetmesi gerektiği ve bu durumun uzun vadede öne çıkan potansiyellerin değerlendirilmesiyle gerçekleşebileceği düşünülmektedir.

Kısa vadede ise, söz konusu potansiyellerin sağlamış olduğu olumlu beklentiler ve değişen dünya konjonktüründe alternatif yatırım araçları arayışı gibi unsurların SP ülkelerine yönelik yatırımcı ilgisinin yeniden canlanmasına ön ayak olabileceği tahmin edilmektedir.

Kaynaklar

Greg Behar, Ben Goetsch, "Frontier Markets Rise Again", September 2013

Nasser Saidi, Aathira Prasad, Vineeth Naik, "From Frontier To Emerging: Does Market Reclassification Matter?", January 2012

Patrick Knapp, Vikram Mansharamani, "The Case for Investing in the Frontier Markets", Ağustos 2013

Heritage Foundation, "Index of Economic Freedom Database", 2014

IMF, "World Economic Outlook Database"

UNCTAD, "Foreign Direct Investment Statistics Database"

World Bank, "Doing Business Database", 2014

World Bank, "Global Financial Development Database"

World Bank, "World Development Indicators Database"

www.msci.com, "Market Classification Framework"

www.msci.com, "Frontier Markets Index", Mart 2013



YASAL UYARI

Bu rapor Bankamız uzmanları tarafından güvenilir olduğuna inanılan kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılmak suretiyle, sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde finansal enstrümanların alım veya satımı konusunda tavsiye veya finansal danışmanlık hizmeti sağlanması olarak yorumlanmamalıdır. Bu raporda yer verilen görüş ve değerlendirmeler, hiçbir şekilde Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurumsal yaklaşımını yansıtmamakta olup, raporu kaleme alan uzmanların kişisel görüş ve değerlendirmeleridir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgi, görüş ve değerlendirmelerin doğru, değişmez ve eksiksiz olması konusunda herhangi bir şekilde garanti vermemektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgilerde herhangi bir bildirimde bulunmaksızın değişiklik yapma hakkına sahiptir. Bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan Türkiye İş Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir.

İşbu rapor üzerinde Bankamızın telif hakkı olup, Bankamızın yazılı izni alınmaksızın herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayımlanamaz. Tüm haklarımız saklıdır.
