

Gölgede Olanlar

"Işık figürlerini hayal ederek değil, karanlığı bilinçlendirerek aydınlanır insan. Bununla birlikte, bu prosedür nahoş ve bu nedenle de popüler değildir."

-Carl Jung

"Kendinizle tanışmak, her şeyden önce kendi gölgenizle buluşmak demektir. Gölge dar bir geçit, dar bir kapıdır, derin kuyuya inen kimse acı veren daralmasından kurtulamaz. Ama kim olduğunu bilmek için kendini tanımayı öğrenmelisin."

-Carl Jung

Bankacılık sistemi dışında özellikle de gölge finansal sistemdeki gelişmeleri takip etmeye çalışmak her zamankinden fazla önem kazandı.

ABD'de bankacılık sisteminden para piyasaları fonlarına devam eden akım dikkat çekici ve önemli. Bununla birlikte bankaların kredi büyümelerinin yavaşladığını görüyoruz.

Nitekim Bloomberg'de yer alan bir habere göre; "ABD banka kredileri, Mart ayının son iki haftasında rekor düzeyde daraldı ve bu da birkaç yüksek profilli bankanın iflas etmesinin ardından kredi koşullarının önemli ölçüde sıkılaştığına işaret ediyor. Ticari banka kredileri, sona eren iki haftada yaklaşık 105 milyar dolar düştü ki böyle bir düşüş de en son 1973'de görülmüş."

Burada yaşanan sıkışmanın ekonomiler üzerinde etki etmesi beklenmeli. Bankalar bir süredir likidite sorunu yaşıyor. Bu yaşanan sorunla ilgili FED'in açtığı fonlama imkânlarıyla birlikte, çözüm yönünde mesafe alındı diyebiliriz. Fakat bu borçlanma pahalı ve banka net faiz marjları üzerinde aşağı yönlü baskı yaratıyor. Bu bankaların önemli miktarda Hazine ve MBS alımları, 2020 ve 2021 boyunca son derece düşük oranlarda gerçekleşti. Öte yandan bu menkul kıymetleri yüzde 5'e yakın oranlarda finanse etmeye devam ediyor. Bu da zaman zaman sermaye endişelerini tekrarlanması ve borç verme faaliyetini azaltması sonucunu doğurabilir.

Piyasalarda ve medyada bankalar ve genelde bono piyasaları, özellikle de yüksek getirili bonolar, daha fazla odak noktası olurken, biz esas risklerin, bankalardan ziyade şirket kesiminde ve "gölge bankacılık" diye tabir edilen, daha az şeffaf olması nedeniyle takip edilmesi gereken, anlaşılması son derece güç olan alanlarda yoğunlaştığını düşünmeye devam ediyoruz.

Hatırlayalım, 2008 öncesi "subprime" yani yüksek faizli düşük kaliteli ipotekler için koşulların sıkışması, bu piyasa ve finansal sistem için sonun başlangıcı olmuştu. O dönem başta FED Başkanı Bernanke ve Wall Street analistleri, sorunların "subprime" ile kısıtlı kalacağını tahmin ediyordu.

Bu bağlamda hızla büyüyen ve 2022'nin üçüncü çeyreği itibarıyla 1.4 trilyon dolara ulaşan kaldıraçlı kredilerin, bu döngüde hızla büyüyen private equity fonlarının ana finansman kaynağı olmuştu. Bu krediler de değişken faizli olduğu için faiz yükü ciddi derecede yükselmişti.

Yine gölge finans sisteminin parçası sayabileceğimiz private credit'e (özel kredi piyasaları) ilişkin Wall Street Journal haberinin oldukça ilginç olduğunu düşünüyoruz. Habere göre, Kuzey Amerikalı emeklilik fonlarının, ortalamada varlıkların yüzde 3,8'inin bu likit olmayan ve çoğu zaman reytinge de sahip olmayan private credit'e yatırım yaptığı iddia ediliyor. Private credit piyasasının, 1 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaştığı tahmin ediliyor.

Bu bağlamda Blackstone özel sermaye şirketi, bir itfa talebi telaşıyla karşı karşıya kaldığı için Mart ayında 70 milyar dolarlık emlak geliri fonundan (BREIT'ten) para çekme işlemlerini yeniden bloke ettiğini not ediyoruz. Kasım ayından bu yana yatırımcıların, BREIT'ten para çekmelerini bloke etme hakkını kullanıyor.

Öte yandan gayrimenkul kredilerinde büyük bir daralma yaşanıyor. Bu daha sıkı banka kredileri, private credit ve diğer banka dışı borç verenlerdeki sıkışma ile birleşecektir. Bu, özellikle son yıllarda gayrimenkul finansmanında çok agresif bir şekilde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli bankalar için kazançlar ve kredi kalitesi açısından sorunlu. Ofis binaları, bariz bir sorun alanı gibi görünüyor. Ancak genel olarak ticari gayrimenkul bundan olumsuz etkilenecektir. Emlak sektörüne kredilerin çoğunun, küçük ve orta boylu bankalardan geldiğini de unutmayalım.

IMF'in en son Küresel Finansal İstikrar Raporu, halen karşı karşıya oldukları tüm risklere rağmen küresel finansal sistemin, 2008 paniği sırasında olduğundan daha küçük bir bölümünü temsil ettiği ve çoğalan banka dışı kuruluşların yeni bir risk oluşturduğunu ortaya koyuyor. IMF'ye göre, banka dışı finansal araçlar -

sigortacılar, emeklilik fonları, hedge fonlar, para piyasası fonları, varlık yöneticileri ve diğerleri - şu anda küresel finansal varlıkların yaklaşık yüzde 50'sini elinde tutuyor. 2008'de bu oran yüzde 40'tı.

JP Morgan CEO'su Jamie Dimon'ın, gölge finansal sistemine atıfta bulunduğu 43 sayfalık hissedarlara yıllık mektubu yayınlandı. Dimon'a göre; *"ABD bankacılık krizi devam ediyor ve etkisi yıllarca hissedilecek. Mevcut kriz henüz sona ermedi ve geride kalsa bile resesyon olasılığı arttı ve 2008 gibi olmasa da mevcut krizin ne zaman sona ereceği belli değil. Bankalar ve diğer borç verenler daha ihtiyatlı hale geldikçe finansal koşulların sıkılaşmasına neden olacağı açık. 'Banka dışı kredi veren kurumlar, müşterilerinin en çok ihtiyaç duyduğu anda kredi verebilecekler mi?' diye sorup, kendi şöyle bir cevap verdi: 'Şahsen birçoğunun bunu yapabileceğinden şüpheliyim.'"*

Bankacılık krizi öncesinde de, bankacılık sisteminin ticari ve sanayi kredilerinde yavaşlama emareleri vardı. Krizden sonra, kredi koşulları daha da sıkılaşacaktır. Örneğin ülkenin en büyük 15 bankasının baş ekonomistleri arasında yapılan bir ankete göre, tüketiciler ve işletmeler için ABD kredi koşullarının önümüzdeki altı ay içinde pandemiden bu yana en kötü seviyesine gerilemesi bekleniyor. Benzer bir resmi Avrupa ve Çin'de de görüyoruz. Fakat merkez bankaları henüz sadece bunlara bakarak faiz artırımlarından vazgeçme noktasında değil. Bunun sebepleri de hem hizmet sektöründe ve son verilerde de gördüğümüz gibi istihdam piyasalarında devam eden güçlü seyir, hem de hizmet ve çekirdek enflasyonun katılık göstermesi.

Sonuç itibarıyla son iki haftadır aktardığımız görüşlerimizin arkasındayız. Küresel risk barometresi S&P500 (SPX) aşırı satımdaydı ve riskli varlıklarda Nisan ortalarına kadar bir yükseliş görebiliriz diye düşünüyorduk. Fakat bunun SPX'te 4100-4200 seviyesini geçmesini beklmiyoruz. 2. çeyrekte başlarında birkaç aylık bir tepe oluşturaacağını ve en az, yaz aylarına kadar devam edecek bir düşüşün resesyon fiyatlamaıyla takip edeceğini ve SPX'in 3500 civarını hatta altını görebileceğini düşünüyoruz. Esas piyasa dibinin ise yazın veya sonbaharda görüleceğini düşünmeye devam ediyoruz. Bu dibin ise orta uzun vadede beğendiğimiz gelişmekte olan ülke, emtia ve değerli metallerde de alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz. BİST için de uzun vadeli trend anlamında olumluuz. Fakat daha kısa vadede geniş bir bant içinde dalga boyu yüksek ve geçen seneye nazaran daha iki yönlü bir piyasa beklenti mizi ve hisse seçimi konusunda seçici olunması gerektiği görüşümüzün arkasındayız.

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirisinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.