

### Gölge

*"Bu yüzleşme, içsel yoldaki ilk cesaret sınavıdır, çoğu insanı korkutmak için yeterli bir sınavdır çünkü kendimizle karşılaşmak, olumsuz olan her şeyi çevreye yansıtabildiğimiz sürece kaçınılabilecek tatsız şeylerden biridir. Ama eğer kendi gölgemizi görebilmeye ve bunu bilmeye katlanabiliyorsak, o zaman sorunun küçük bir kısmı çoktan çözülmüş demektir ki; en azından kişisel bilinçdışını gündeme getirmiş oluruz. Gölge, kişiliğin canlı bir parçasıdır ve bu nedenle onunla bir şekilde yaşamak ister. Var olmadığı tartışılmaz veya zararsız hale getirilemez. Bu problem son derece zordur, çünkü sadece tüm insanı zorlamakla kalmaz, aynı zamanda ona acizliğini ve etkisizliğini hatırlatır."*

Carl Jung

Haziran 2007'de iki "Bear Stearns Kredi" fonu kepenk kapatmıştı. Yüksek riskli ipotek türevlerinin daha riskli dilimlerinin alıcıları olarak onların kapanışı, daha riskli ipotek kredisi için marjinal talep kaynağını azaltmıştı. Benzer iş modeline sahip fon ve şirketler de peşinden gelmişti. Bu olay, ABD'de ipotek finansmanı balonunun sönmesinin ve 2008 kriziyle birlikte sonun başlangıcı olmuştu.

Şu anda da Eurodolar ve gölge bankacılık sisteminin bazı gözden ırak noktalarında riskler birikiyor ve FED faiz artırımlarının gecikmeli etkileri hissedilmeye başlanırken, 2023 ile ilgili sistematik risk yaratabilecek konular artıyor. Önce gölgelerde neler olduğunu fark etmek ve bunlarla yüzleşmek gerekiyor.

BIS son çeyreklik raporunun, birkaç hafta önce yazdığımız Eurodollar sistemini anlatan yazının akabinde gelmesi hoş bir tesadüf oldu ve en azından daha güncel tahminlere ulaşma şansını elde ettik. Bu rapor medyada kendine çok yer bulmadı, bulunduğu zaman da "Kayıp dolarlar" gibi sansasyonel başlıklarla yer buldu. Bu konuya, anlatılanların tamamını, kısmen pozisyonlarla ilgili detaylar olmadığından anlayamadığım ve makul bir çıkarımda bulunamayacağım için girmeyeceğim. Fakat raporda benim esas dikkatimi çeken üçüncü sayfadaki MBS piyasalarıyla ilgili kutucuk oldu.

BIS'e göre 10 trilyon dolarlık ajans ipotegine dayalı menkul kıymetler (MBS) için piyasalarda ortaya çıkan kırılma işaretleri var. MBS olarak 2022'de işlem hacimleri düştü, ABD hazine tahvilleri üzerindeki getiri farkları karşılaştırıldığında alışılmadık derecede dalgalı hale geldi.

BIS bu kutuda likidite kesintileri riskini ele alıyor. Geçmişte bankalardan ve FED'den gelen MBS talebi, piyasa için önemli bir dengeleyici güç olduğunu kanıtladı. Fakat 2022'de MBS alıcılarının bileşimindeki bir değişiklik, BIS'e göre bu piyasanın daha kırılma eğilimli hale geldiğinin bir işareti. Artık bu piyasada küçük yatırımlar ve kaldıraçlı fonlar, ana alıcılar haline geldi ve bunlar stres zamanlarında likidite sağlama konusunda geleneksel olarak bankalardan daha az istekli. Aynı zamanda parasal politika öncelikleri, ihtiyaç duyulması halinde Federal Rezerv'in MBS piyasasını desteklemesini zorlaştırabilir. BIS'e göre bu ortamda, ortaya çıkabilecek satış baskısı özellikle bozucu ve yıkıcı olabilir.

BIS'in uyarıları devam ediyor: "Önemli piyasa katılımcıları arasında ipotekli gayrimenkul yatırım ortaklıkları olarak bilinen kapalı fonlar (mREIT) yer almaktadır. Bunlar stres zamanlarında hızla satış yapmaya nispeten eğilimlidir. Büyük miktarlarda borç –genellikle kısa vadeli repolar yoluyla– çoğunlukla düşük riskli menkul kıymetlere yatırım yapsalar bile, mREIT'lerin çift haneli getiriler ödemesine izin verir. Stres zamanlarında yüksek kaldıraç ve vade uyumsuzlukları, mREIT'lerin önemli bir satış kaynağı olabileceği anlamına gelir. MBS piyasasındaki likidite sıkıntılarının, önemli sistemik sonuçları olabilir."

Medyada kendine yeterince yer bulamayan diğer haberler de Blackstone'un BCRED ve BREIT isimli iki kapalı gayrimenkul ve özel kredi fonunda, geçenlerde yaşanan sıkıntılardı. Bu haberlerin önemi, Blackstone'un dünyanın en büyük fonlarından ve banka dışı özel kredi ve kapalı gayrimenkul fonu furçasının başını çekenlerden biri olmasından kaynaklanıyor.

BCRED, BREIT ve benzerleri, stres zamanlarında büyük likidite sıkıntısına sebep olabilen piyasa fiyatlarından, değerlemeden (marked to market) kaçınmak için özel olarak yapılandırılmış fonlar. Menkul kıymet dışı varlıkların kaldıraçlı alıcıları olarak (yani ticari ve konut amaçlı emlak, kurumsal ve işletme kredileri), portföy fiyatlarını günlük olarak ayarlamazlar.

Bu ve benzer fonlar, bu seneki piyasa istikrarsızlığı dönemi için görünürde biçilmiş kaftandı. Hisse senetleri ve şirket tahvilleri sendeledikçe bu tür yapılara para aktı. Yatırımcılar, güçlü getiriler elde ederken, piyasa istikrarsızlığını ve büyük düşüşleri hissetmemekten çok memnundu.

Fonlarda yaşanan büyüme özellikle pazar ve makro arka planlar dikkate alındığında baş döndürücüydü. Örneğin BREIT, varlıklarını dokuz ayda 38,6 milyar dolar, yani yüzde 36 artırarak 144.9 milyar dolara, BCRED varlıkları ise dokuz ayda 19.9 milyar dolarla yüzde 62 artarak 52.3 milyar dolara ulaştı. Coşan "özel kredi"

yapıları, varlık piyasaları ve daha genel olarak ekonomi için önemli bir marjinal finansman kaynağı haline gelmişti.

Bear Stearns fonlarındaki patlama, ipotek finansmanı balonları için bir dönüm noktası oldu aynı spekülasyon finansın azalması ve sıkılaştırılan mali koşulların, düşen varlık fiyatlarının, kredi sorunlarının ve nihayetinde krizin habercisi olduğu gibi. İleride Blackstone fonları ve benzer yapılardaki "özel kredi"ler de piyasalardaki dönüm noktası olarak gösterilecek mi? Bu sorunun cevabı şu an için ortada ama BIS raporunu ve Blackstone haberlerini okuduktan sonra finansal koşulların sıkılaştırılması ve borç azaltımı için koşulların olgunlaştığını düşünmeye devam ediyoruz.

Birinci çeyrekte enflasyonun istendiği kadar düşmemesine rağmen FED'i faiz artırımından vazgeçirecek olan konu bu veya benzeri olacak diye tahmin ediyoruz. Daha önce de vurguladık: FED'in en agresif faiz artırdığı dönemle kıyaslamaların, doğruluk payı içerse de eksik kaldığı önemli noktalardan biri bu. 1970'lerin ortalarında şirketlerin milli gelire oranı yüzde 35'ken bugünlerde ise yüzde 50'de. Bunun üzerine bir de Eurodollar ve gölge bankacılıktaki anormal büyüme ve biriken riskleri eklediğinizde FED'in reel faizleri bugünkünden çok daha yüksek seviyelere taşınması, ciddi sistematik riskleri ve ağır bir resesyona da beraberinde getirebilir.

#### 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 dayanarak 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 getirinin 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 dayanarak 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.