

Bu makalemizi, "bilginin paylaştıkça çoğalacağına inanan" aşağıdaki sponsorlarımızın desteğiyle ücretsiz okuyorsunuz.



Küresel kredi krizinden dengeli resesyona doğru?

K. EVREN BOLGÜN

İş Yatırım

Dr. K.Evren Bolgün 1972 yılında Ankara'da doğdu. Orta öğrenimini T.E.D. Ankara Koleji'nde tamamladı. Lisans eğitimini Marmara Üniversitesi İşletme Fakültesinde, yüksek lisans eğitimini İ.T.Ü. İşletme Fakültesinde, doktora çalışmasını da Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nde tamamladı. 1994 yılından itibaren aracı kurum ve özel bankaların hazine bölümlerinde spot ve vadeli finansal türev ürün fiyatlandırma ve pazarlanması alanlarında çalıştıktan sonra, çalışma hayatına özel bir bankanın risk yönetimi bölümünde devam etti. Bolgün 2005-2006 yılları arasında uluslararası bir danışmanlık firmasında yönetim danışmanı olarak çalışıp yurt dışındaki bir bankada iş süreçlerinin iyileştirilmesi-BPR projesinde görev aldı. 2006 yılından itibaren İş Yatırım bünyesinde risk yönetimi faaliyetlerinden sorumlu olarak çalışmakta olan K.Evren Bolgün 2002 yılından beri zaman zaman özel üniversitelerin lisans ve yüksek lisans öğrencilerine yönelik eğitim de veriyor.

2007 yılı başında, ABD'de konut kredilerinin finansmanını sağlayan bir şirketin hisse fiyatındaki (Countrywide Financial Corp.) ani düşüş ile dünya piyasalarının dikkatini bölgeye çeken düşük kaliteli konut kredisi (sub-prime) problemleri, 2008'in ilk çeyreğinde olduğumuz bugünlerde önemini gün geçtikçe artırmaktadır. 2007 yaz aylarındaki uluslararası finansal kredi turbulansının yaşandığı dönem içerisinde, dünya para otoritesinin başkanı Bernanke'nin piyasaları rahatlatmak amacıyla yapmış olduğu maksimum 100 milyar dolar finansal zarar rakamı tahmininin, ocak ayı içerisinde önemli ölçüde artarak, 500 milyar dolar toplamına ulaşabileceği ifade edilmiştir. Buna mukabil küresel finansal aktörlerin "Kredi Türev Enstrümanları" üzerinden doğan zarar tahminleri yılın tamamında beklentileri sürekli aşarak, finansal huzursuzluğun sürmesine yol açmıştır. Bugün geldiğimiz nokta açısından olayın boyutunun netleşmesi, yaşananlardan gerekli derslerin alınarak finansal mimarinin olabilecek en az kayıp ile yoluna sağlıklı bir şekilde devam edebilmesi için G-3 ülkelerinin merkez bankaları, geçmişte olduğu şekilde kısa süre içerisinde gerekli parasal önlemleri almak adına, piyasalara likidite verilmesi yöntemini tercih etmişlerdir. Yılın büyük bir kısmını etkileyen kredi ve likidite krizinin halen sürmekte olduğu bugünlerde ise, 2008 yılına devrolan problemin yeni yıl içerisinde olası etkileri ve alınacak tedbirleri, yatırımcılar açısından netleştirmenin faydalı olacağı kanaatindeyiz.

Problemin Kaynağı?

Kredi krizinde yaşanan problem, hepimizin artık detaylarını kısmen bildiği şekli ile 2005/2006 yılı dönemi içerisinde verilmiş olan düşük kaliteli, değişken faizli konut kredilerinin, yükselen faiz koşulları ortamında finanse edilememesi sebebiyle ortaya çıkmıştır. Yine piyasalarda herkes tarafından yakından gözlemlendiği üzere, olayın arkasında ipotek teminatı olan farklı kredi derece paylarına bölümlenmiş varlığa dayalı menkul kıymetler yatmaktaydı. Bu kıymetlerin üzerinden yapılan finansal yatırımlardaki risk iştahının, ikincil kez teminat karşılığı olarak menkul kıymetleştirilmesi suretiyle, değişik kredi risk derecelerine ayrılabilen "Kredi Temerrüt Yükümlülüğü" (Credit Default Obligations) enstrümanlarının, bilançolara taşınmasından kaynaklanmıştır. İlgili enstrümanların kredi türev piyasalarında çok daha yeni türev versiyonlarının da geliştirilmekte olduğu son yıllarda, finansal ürün mühendisliğinin yeniden değerlendirilmesi açısından problem yaratması da oldukça normal karşılanmalıdır.

Dolayısıyla, arkasında düşük kredi kalitesine sahip ipotek teminatlı menkul kıymetler bulunan Kredi Temerrüt Yükümlülükleri üzerinden alınan risk düzeylerinin, finansal araçlar arasındaki dağılımlar incelendiğinde, izlenen yapı çok daha netleşmektedir. Şöyleki; A.B.D'li Broker Kuruluşları: 82 milyar dolar, Finansal Garantör Şirketler: 68.1 milyar dolar, Hayatdışı Sigorta Şirketleri: 35.9 milyar dolar, ABD Bankaları: 50 milyar dolar (halen artış göstermektedir), İpotek Sigorta Şirketleri: 11.7 milyar dolar, Hayat Sigorta Firmaları: 0.2 milyar dolar. Bugün itibarıyla yaşananlardan en çok etkilenenler sermaye piyasalarındaki uluslararası brokerlar ile menkul kıymet ihraçları üzerindeki kredi teminatlandırmalarında yer alan finansal garantör şirketler

olmuştur. Dolayısı ile temel branşlardaki sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri piyasa yapısı gereğince olayın dışında kalabilmeyi başarabilen şanslı azınlık gruplar olmuştur. Ancak yatırım bankaları ile sermaye piyasası enstrümanları üzerinde finansal garantörlük rolü üstlenen uluslararası özel finans kurumları için aynı yaklaşımı söyleyebilmemiz mümkün gözükmemektedir. Özellikle kredi türev enstrümanlarındaki değer kayıplarının 2008 yılının ilk yarısında konut fiyatlarındaki gerilemeye paralel olarak devam etmesi neticesinde, 3. ve 4. çeyrekler itibarıyla yazılan zarar miktarları seviyesinde olmamakla birlikte, kayıp durumlarının önümüzdeki aylarda da azalarak devam etmesini beklememiz gerekmektedir.

İpotek teminatlı konut kredilerinde (İTMK) piyasaya göre değerlendirme sonucunda hazırlanan tablonun bizlere göstermiş olduğu durum, kısa vadede kolay hazmedilebilir boyutta bir risk düzeyini maalesef göstermemektedir. Farklı kredi derecesine ayrılmış bulunan düşük kaliteli konut kredisi bağıntılı kredi pazarının büyüklüğü, yaklaşık 1,320 milyar dolar düzeyinde bulunmaktadır. ABD’de ipotek kredileri piyasası büyüklüğü ise, yaklaşık 11 trilyon dolardır. İlgili kredilerin yaklaşık yüzde 81’inin AAA, yüzde 10’unun da AA gibi yüksek kredi tranşı üzerinden bilançolara taşınmış olmasına rağmen, daha düşük kredi sınıfları üzerindeki finansal kayıpların üst kredi sınıfları ile aralarındaki temerrüt korelasyonlarının hızlı bir şekilde yükselmesi ve düşük kredi derecesine haiz paylar üzerinde yüksek finansal kaldıraç kullanımları zararların katlanmasına yol açmıştır.

Tablo 1: İpotek Teminatlı Konut Kredilendirme Piyasaya Göre Değerleme (İTMK) Kredi Derece Tranşları Bazında İTMK İhraç Tahmini (\$ Milyar)

Düşük Kaliteli (Sub-Prime)	AAA	AA	A	BBB	BB/Diğer	
Yıl	100.00%	80.8%	9.6%	5.0%	3.5%	1.1%
2005	625	505	60	31	22	7
1Ç. 2006	140	113	13	7	5	2
2.Ç. 2006	165	133	16	8	6	2
3.Ç. 2006	160	129	15	8	6	2
4.Ç. 2006	135	109	13	7	5	1
1.Ç. 2007	95	77	9	5	3	1
Toplam	1.320	1.066	126	66	47	15

Likidite problemi yaşayan yapılandırılmış yatırım kuruluşlarının (SIV) karşısındaki bir alternatif, ellerindeki riskli varlıkları satmaktır. Ancak kredi türev piyasalarının fiyatlamada anlamında dağılması sebebiyle bu isteklerini gerçekleştiremediler. Çünkü bu türdeki finansal enstrümanların organize bir piyasası ve hazır bir piyasa alıcıları da yoktu. Likit olmayan bir piyasada bu türdeki ürünleri elden çıkarmaya çalışmak ise, türev varlıkların fiyatlarının çok daha düşmesi demekti ki zaten öyle de oldu. BBB/BBB(-) risk kategorisindekiler nominal değerlerinin yüzde 80’ini kaybettiler. Hemen arkasından da uluslararası yatırım bankalarının 3. Çeyrek bilançolarında milyarlarca dolar tutarında zararları meydana gelmiş oldu. Yani diğer bir bakış açısıyla, yüzde 10 civarında bir getiri hedefleyerek bu türdeki işlemlere girenler, sermayelerinin yüzde 80’ini 8 ay gibi kısa bir süre içerisinde piyasaya bırakmış oldular. AAA derecesindeki yatırımlar üzerinden bile yüzde 20 değer kayıpları yaşandı.

Tablo 2: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Endeksi (ABX)

Derece	AAA	AA	A	BBB	BBB-
03/15/07	99	99	94	77	70
09/28/07	95	81	51	32	29
11/15/07	78	47	29	19	19
Getiri					
8 Aylık	-21%	-53%	-69%	-76%	-73%
3.Ç. 2007	-17%	-42%	-44%	-425%	-37%

Kaynak: GS, Global Investment Research

Tüm bu yaşananlardan sonra gerçekleşen kayıplarının taşınan pozisyonlar nedeniyle sürdürülebilmesini sağlamak üzere piyasalardan finansman bonusu çıkartamayan ve de ellerindeki varlıkları satamayan özel yatırım kurumları, mecburiyetten geri dönüp, sahiplerinden ya da zor durumda likidite garantisi veren bankalardan finansman sağlamaya çalıştılar. Bankalar da para (interbank) piyasalarına yüklenerek kısa vadeli libor piyasasındaki faizleri hızla yükselttiler. Bu durumda da merkez bankaları devreye girip likidite sağladılar.

Yaşanan bu durum ise, doğal olarak, bu türdeki özel yatırım kurumlarının (SIV) sahibi ya da teminatçısı olan bankalar için önemli bir sorun yaratmaktadır. Bu kurumlar portföylerindeki finansal varlıkları elden çıkaramadıkça ya da diğer yatırımcılar düşen portföylere talep göstererek bunları almadıkça ister istemez zarar toplamları ilgili bankalar için artacaktır. En kötü durumda bu kurumların portföylerini belli bir iskonto ile bilançolarına alacaklar ve karşılığında da sermaye ayırarak varlıkların fiyatlarının yeniden piyasada düzelmesini ve gayrimenkul piyasasının toparlanmasını bekleyeceklerdir. Ancak bu beklentilerinin kısa vadede gerçekleşmesi pek olası değildir. Dolayısı ile 2008 yılının ilk yarısı içerisinde bu çekişmenin devam etmesini beklememiz gerekmektedir.

Tablo 3: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Endeks (ABX) Bazında Piyasa Zararları (\$ Milyar)

Düşük Kaliteli (Sub-Prime)	AAA	AA	A	BBB	BB/Diğer
100.00%	80.8%	9.6%	5%	3.5%	1.1%
64	26	8	12	13	5
30	15	5	4	4	1
35	18	6	5	4	1
48	28	8	6	5	1
41	24	7	5	4	1
34	22	5	3	3	1

Kaynak: Morgan Stanley,13-11-2007.

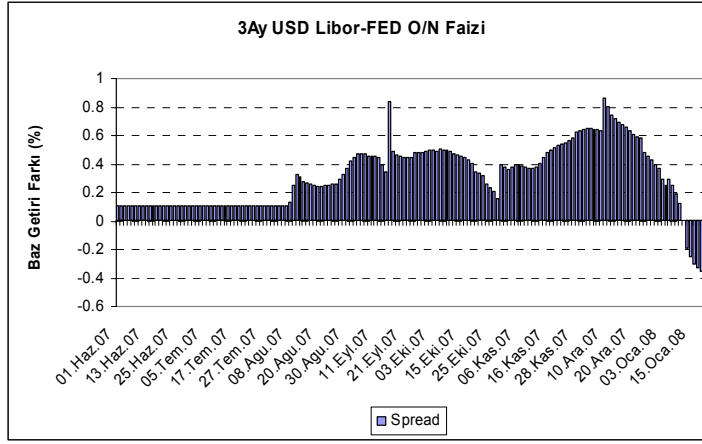
Parasal Otoritelerden Likidite Müdahaleleri

ABD'den başlayarak Avrupa'ya yayılan konut kredisi krizine kadar dünyada likidite, geçtiğimiz yıllarda oldukça fazla idi, öte yandan piyasalardaki yatırım iştahı da oldukça yüksekti. Bu sebeple de hisse senetlerinden gayrimenkule kadar bütün varlık fiyatları kontrolsüz bir şekilde yükseliyordu. Yaşanan konut kredisi krizi ile ABD ve Avrupa piyasalarında yapılandırılmış ürünler ve özel sektör tahvil piyasası öncelikli olarak ciddi bir darbe yedi ve ertesinde piyasalardaki likidite bir anda ortadan kayboldu. Bu durumu, likidite marjını yansıtan Grafik 1'de görebilmekteyiz. Piyasalardaki likidite tansiyonunu gösteren faiz marjı, ABD piyasalarındaki kısa vadeli libor faiz oranı ile gecelik FED faiz oranı arasındaki farkı ifade eden "TED Spread"i üzerinden net biçimde gözlenmektedir. 2007 sonunda bu fark bir ara yüzde 1 düzeyine kadar çıkmıştı.

Büyük bankaların likidite sağlamakta ne kadar zorlandıklarını ve yıl sonu bilanço makyajı nedeniyle yüklü fonların Amerikan hazine bonolarına geçtiğini de net olarak gözlemlemek mümkündür. Doğal olarak bu durum da merkez bankalarının tamamını oldukça tedirgin etmiştir.

Diğer taraftan bu dönemde önem arz eden bir başka gösterge olan ABD piyasalarındaki Varlığa Dayalı Finansman Bonusu (ABCP) oranları, kompleks kredi enstrümanlarını fonlamakta kullanılan senetlerin faizini vermektedir. Bu faiz oranı Libor'un üstünde kaldıkça, likidite krizinin devam ettiğini söyleyebilmemiz mümkündür. 2007 sonunda ABCP oranları Libor'un 100 baz puan üzerinde bulunuyordu. Tahmin edilen 2 trilyon dolar tutarındaki kredi türev enstrümanlarını fonlamak için büyük zararlar yazdırıyordu. Konut sektöründe ve yapılandırılmış kredi ürünlerinde kimin ne kadar pozisyonu ve zararı olduğu uzun bir süre bilinemediği için, finansal kuruluşlar da kendi aralarındaki para hareketini en alt seviyeye çektiler. Piyasalardaki kilitlemeyi çözmek için merkez bankaları piyasalara 100 milyarlarca dolar para enjekte etti. ABD'deki 2 yıl vadeli faiz oranları, yüzde 3.60 ile doğal olarak kısa vadeli faiz düşüş beklentisini hızlı bir şekilde fiyatlara dahil ettiler. ABD Merkez Bankası (FED) faiz düşürürken, özel sektör kağıtlarından ve hisse senetlerinden çıkanların güvenli liman olarak buldukları (kısa vadeli sermaye kazancı beklentisi) ABD hazine kağıtları prim yaptırmaktadır.

Grafik 1: TED Spreadi



Devlet Eli İle Kapitalizm Denemeleri

Dünya likiditesi küresel risk alma iştahının yüksekliği, ABD'nin trilyon dolara dayanan cari açığı, dünya emtia ve petrol fiyatlarının yükselmesinin yarattığı servet ve sermaye birikimini besliyordu. İşte böyle bir süreçte özellikle petrol fiyatlarının artışından dolayı petrol ihraç eden ülkelerde önemli miktarda fonlar birikti. Bu fonların bazıları ülke refah fonu ve ulusal yatırım fonu altında, zor dönemlerde kullanılmak üzere toplandı. Toplam tutarının 3 trilyon doları geçtiği hesaplanıyor. Küresel kredi pazarının 2 trilyon dolar civarında daralacağı dikkate alınınca bu fonların yaraya ne ölçüde merhem olabileceği de ortaya çıkıyor. SWF (Sovereign Wealth Funds) "Hükümet Fonları" olarak adlandırılan bu fonlardan; dev döviz rezervlerine erişen ve bunlarla stratejik olarak gördükleri alanlara yaptıkları sessiz sedasız yatırımlarla ilgiyi üzerlerine toplayan çeşitli ülkelerin hükümet fonlarından bahsediyoruz. Hükümet fonları, şimdi ABD'deki kredi krizi sonrasında acil nakit sermayeye gereksinim duyan bankalara, şirketlere kurtarıcı olarak ortak oluyorlar. Son üç ayda, çeşitli ülkelere ait hükümet fonlarının satın alınan banka ve şirket listesi şöyle; İsviçre'nin önde gelen bankalarından UBS'e ait 9.8 milyar dolarlık hisse Singapur'a ait GIC fonuna satıldı. ABD'li dev Citigroup'a ait 7.5 milyar dolarlık hisse Abu Dabi Yatırım Otoritesi'ne, 6.9 milyar dolarlık bölümü Singapur'a ait GIC fonuna satıldı. Merrill Lynch'e ait 5 milyar dolarlık hisse Singapur hükümet fonu Temasek'e, 6.5 milyar dolarlık hisse Kuveyt Yatırım Otoritesi'ne, 2 milyar dolarlık hisse de Güney Kore Yatırım Şirketi'ne satıldı. Morgan Stanley'e ait 5 milyar dolarlık hisse Çin hükümet fonu CIC'e satıldı. Bear Stearns yatırım şirketine ait 1 milyar dolarlık hisse yine Çin fonu CIC'e satıldı. Şimdiye değin, ödemeler dengesinde cari fazla veren ya da sermaye fazlası veren ülkelerin klasik yatırım tercihi, çoğunlukla ABD hazinesine ait tahviller oluyordu. Euro cinsi fazlası olanlar da Avrupa ülkelerinin hazinelerince ihraç edilen tahvillere yatırım yapıyorlardı. Ancak özellikle de petrol gelirleri hızla artan öncelikle Körfez ülkeleri, petrolün son damlasının çıkacağı günleri hesaba katarak çok uzun vadeli yatırımların peşinde koşmaya başladılar.

Muhtemel Beklentiler?

Konut fiyatlarının ABD’de 2006 sonundan 2007 yazına kadar yaklaşık yüzde 5 düşüş kaydetmesinin ardından piyasaların ilk olumsuz tepkisi, hatırlanacağı gibi kısa bir süreliğine olmuştur. 2007 sonbaharına kadar zararların sürekli katlanarak artmasının ardından ise, finansal kuruluşlar ilk adımda birbirlerine olan kredi limitlerini daraltarak veya tamamen dondurarak piyasalardaki belirsizliğin daha fazla yükselmesine yol açmışlardır. 2007 Aralık ayı içerisinde ise, konut fiyatlarındaki beklenen değer kayıpları yüzde 13 - yüzde 14 ile sınırları oldukça aşmış durumdadır. Dolayısı ile piyasalardaki negatif görünüm kredi türev enstrümanlarındaki değerlemeleri de baskı altında tutarak kısa vadeli bir rahatlama imkanını da sürekli ötelemektedir. Özellikle bundan sonraki 1 yıl içerisinde, piyasalardaki finansal dalgalanmalar yılın ilk yarısında devam edebilecek, kurumsal risk iştahını ölçüsüz bir şekilde alarak kurumunu kısa vade içerisinde telafi edilemez zararlarla karşı karşıya bırakanlar ise, piyasa konumlarını uzunca bir süreliğine bir başka oyuncuya bırakmak zorunda kalacaklardır. 2009 yılının ilk yarısına kadar kredi krizinin etkilerinin sürmesini beklediğimiz piyasalardaki mevcut darboğazın, finansal varlık değerlerinin bugünden daha da aşağıya gerileteceği 2008 yılı sonlarından itibaren ise, yaşamaya başlayacağımız finansal konsolidasyon hareketi ile birlikte, finansal alım/satım, devir ve risk sermayesi işlemleri üzerinden tekrar bir ivme yaratılacağını da düşünmek gerekmektedir.

Geçtiğimiz 2-3 ay içerisinde açıklanan zararların ardından önümüzdeki dönem açısından önem arz eden gelişme, bu olaylardan en çok etkilenen yatırım bankaları ve ipotek finansmanı sağlamakta olan şirketlerin, yakın bir zaman içerisinde uygulamaya geçecek olan Basel-II kriterleri çerçevesinde risk iştahlarını bugünden itibaren ne kadar bir süre daha kapalı tutabilecekleridir. Zira 1 dolar şeklinde yazılan bir zarar karşısında bilançolarındaki sermaye yeterliliğini muhafaza edebilmek adına 8 -10 dolar civarındaki bir daralmayı bu kurumların ne derecede kaldırabilecekleri sorusunun yanıtı da 2008 yılı içerisinde cevaplanmış olacaktır. Bu noktada derecelendirme şirketlerinin son yıllarda kredi türev enstrümanlarının notlandırılması, menkul kıymetleştirme işlemlerindeki fonksiyonel katkılarında dolayı elde etmiş oldukları tatminkar faaliyet karlılıklarının ardından, Basel-II gibi 10 yıla yakın bir zaman içerisinde hazırlıkları yapılan değişimin ana nirengi noktasının, “Kredi Derecesi” olması da talihsiz bir gelişme olmaktadır. Özellikle finansal denetim ve regülasyon çalışmalarından beklenen verimliliğin ve şeffaflığın önümüzdeki dönemde sağlanabilmesi açısından, Basel-II uygulaması öncesinde Kredi Krizi şeklinde yaşanan tüm bu gelişmeler çok zamansız, ancak risklerin doğru bir şekilde ölçülmesi ve şeffaflık adına yeniden değerlendirilmesi yönüyle de bir o kadar olumlu olmuştur.

Önümüzdeki yıl için yapılan defansif yatırım stratejilerinden, en riskli yatırım tercihlerine doğru baktığımızda görülen bir gerçek var ki, “Yapılandırılmış Ürünler” pazarı krizden en çok etkilenme gösterirken, G-3 ülkelerindeki genel faiz denge seviyesinin kontrollü biçimde aşağıya çekilmesine kadar da, tatminkar bir toparlanma yaşanması mümkün olmayacaktır. İpotek teminatlı menkul kıymet işlemleri azalmakta iken, diğer taraftan da yatırımcıların likidite ihtiyaçları sürmektedir. Uluslararası borç ihraç pazarlarında gerileme yaşanması söz konusudur. Risk sermayesi ve birincil finansal yatırım tercihleri yönünden, sermaye ihraçlarının risk bazlı daralması nedeniyle olumsuz bir etkilenme gözlemlenecek iken, azalan kısa vadeli faiz koşulları, finansal yatırımları orta vadede bir o kadar rahatlatacaktır. Birincil hisse ihraç kanalının borç finansmanlarında görülen ani daralma akabinde, kısa vade içerisinde olumsuz bir etkilenme yaşayabilmesine rağmen, ABD’de resesyon koşulları ortaya çıkmadığı taktirde, 2008 yılının ikinci yarısından itibaren ihraç piyasasının tekrar hareketlenmesi mümkün olabilecektir. Hisse senetleri alım/satım işlemlerinde de uzun vadeli trendlerde kayda değer bir olumsuz değişimin olmasını beklememek gerekmektedir, özellikle kredi türevleri haricindeki finansal türev enstrümanlar üzerinden kantitatif kurumsal stratejilerin daha da yaygınlaşmasını beklememiz, imkanlar dahilindedir. Kredi temerrüt swap piyasası ise, ortalık yatışmadan hacim yönünden en olumlu etkilenecek olan pazar olacaktır. Kredi türevlerinin geliştirilmesi öncesinde, takas işlemlerinin uluslararası alanda oldukça yerleşmesi nedeniyle temerrüt riskinin yönetimi açısından ciddi bir talep artışının yaşanması oldukça mümkündür. Küresel piyasalarda kurumsal finansman alanını ilgilendiren en önemli ayak olan “Birleşme ve Devir-M&A” işlemlerinde ise, yakın zamanda likidite koşullarının daralması ve yükselen kredi risklilikleri nedeniyle de maliyetlerin artmasından dolayı bir daralma görmemiz gerekecektir. Hisse senetleri üzerinden yapılandırılmış finansal ürünlerin, sabit getirili enstrümanlara kıyasla, risk iştahı yüksek yatırımcılar açısından tercih edilebileceğini de düşünmemiz olasılıklar dahilindedir. Serbest yatırım fon (Hedge Funds) işlemleri, geçtiğimiz dönemde olduğu biçimde piyasaları etkileme düzeyi açısından aktif olabilecek, ancak

sermayelerine kıyasla bulundurdukları finansal kaldıraç seviyelerinde gerileme yaşanmasını beklemek mümkündür. Küresel finansal piyasalardaki dalgalanmalar kısa vadede devam edeceğinden dolayı, kaldıraçlı döviz çaprazları üzerindeki talebin devam etmesi söz konusu olabilecektir. Portföy yönetim şirketlerinin kredi risklerinin bulunmaması sebebi ile piyasalarda istikrar unsuru yaratılırken, piyasa düşüşlerinden performans bazlı olumsuz etkilemeler de dikkate alınmalıdır. Emtia bazlı kaldıraçlı alım/satım işlemlerinin ise, yaşanan fiyat artışları ile birlikte, yeni rekor düzeydeki işlem hacimleri ile yoluna devam etmesi söz konusu olacaktır.

Doğal olarak menkul kıymetleştirme piyasasının önümüzdeki yıllarda çok önemli bir ölçüde hacim gerilemesi yaşamasını beklememiz gerekmektedir. Kredi temerrüt olasılıklarının artması, kredi derecelerinin aşağıya çekilmesi ve ilave likidite karşılıklarının tutulması neticesinde, kurumlar arasındaki kredi risk primleri artacak, önümüzdeki dönem için uluslararası borçlanma maliyetlerine olumsuz bir yansıma yapacaktır. 2-3 çeyrek dönem itibarıyla yazılan yüksek zararlar nedeniyle de, kurumların aktif karlılıklarında önemli düzeyde bir gerileme yaşanmaktadır. Dolayısıyla yatırım bankalarının 2008-2009 yılları içerisindeki risk alma kapasitelerinde de ciddi bir gerileme görmemiz gerekecektir. Yasal sermaye rasyo gereksinimlerinin düşmesi nedeniyle risk iştahlarının tekrar artırılabilmesi, sermaye artışlarına bağlı olarak güncel değerler ve ilave yasal düzenlemeler ile devam edecektir.