

Makro Ekonomi ve Strateji

Piyasaların Merakla Beklediği Açıklama !...

Avrupa Birliği bankalarına yönelik yapmakta olduğu stres testlerinin sonuçlarını 23 Temmuz'da kamuoyuna açıklayacak. Bu, şu anda piyasaların en değer verdiği ve ciddi bir spekülasyon yaratan bir konu. Bilinçli yatırımcıların bu konuda piyasaların ne düşündüğünü, testin ne anlama geldiğini, ve sonuçlar açıklandıktan sonra neler olabileceğini görmesi gerekiyor. Bu raporun amacı da konuyu etraflıca tartışarak yatırımcıların doğru karar verebilmelerine yardımcı olmak.

Stres Testi ile Ne Kastediliyor ?...

Bankacılığa uzak olan yatırımcılar açısından karmaşık gibi gözükse de stres testi son derece basit bir konu. Bankaların risk yönetimleri ya da düzenleyici otoriteler dönem dönem bilançolarını şiddetli şok içeren makroekonomik senaryolara maruz bırakıp bilançolarını ne kadar tahrip olduğunu ve dolayısıyla da mevcut sermaye büyüklükleri ile bu tahribatı hazmedip hazmedemeyeceklerini görmeye çalışıyorlar. Yani stres testi aslında bankalar için bir **kriz testi**. Bankalar mevcut bilançolarını banka vizyonuna uygun bir strateji ile büyütmeye çalışırlarken mümkün olduğu kadar risk yönetimi tarafında kabul edilebilecek en düşük sermaye büyüklüğü ile çalışmak istiyorlar çünkü yüksek sermaye ile çalışmak maliyetli. Yurt içinde ve dışında düzenleyici otoriteler bu konuda bankalara zaten bir limit getirmiş durumdadır. Yurtdışında genel kabul gören Basel kurallarına göre bankalar genelde risk taşıyan varlıklarının %8'i kadar sermaye tutmak zorundadır (bu limit 1. nesil denen gerçek sermaye ile sermaye benzeri kredilerin dahil olduğu 2. nesil kategorinin toplamı için geçerli, sadece 1. nesil için limit %4). Her ülke aynı şiddette bu kuralları uygulamadığı gibi ABD başta olmak üzere bir çok ülke bu sermaye limitlerini by-pass edecek uygulamalara göz yumuyor.

Türkiye ise %8'i benimsemekle birlikte organik (şube açarak) büyümek isteyen bankalar için %12 sermaye yeterliği istiyor. 2010 ilk çeyrek itibarı ile Türkiye'de bankacılık sistemi (her banka farklı olmakla birlikte) %20 gibi yüksek bir sermaye ile çalışıyor. Üstelik bunun %77'si de serbest, yani bankaların ihtiyaç duyduğunda rahatlıkla kullanabileceği, belli bir yere bağlanmamış olup hemen likiditeye çevrilebilecek türde, sermaye. Banka grupları arasında da çok fark yok. Özel bankalar %19, yabancı bankalar %18, kamu bankaları %24 sermaye yeterlikleri ile çalışıyorlar (kamu bankalarında risk taşımadığı düşünüldüğü için hesaba dahil edilmeyen büyük devlet tahvili portföyleri oranı yukarı taşıyor).

Basel sermaye yeterliği ekonomiler gayet istikrarlı seyrederken ve işler iyiyken yeterli gözükebilir. Muhakkak ki %8 gibi bir oran öylesine ortaya konmadı; arkasında ciddi analizler, hesaplar var. Ama bankaların çok daha fazla sermayeye ihtiyaçları olduğu kriz dönemleri de sıkça yaşanıyor. Örneğin, son krizde batarak tüm dünyayı karıştıran Lehman Brothers adlı ABDli yatırım bankası 2008 yılında tam batmadan önce 1. nesil rasyosunun %10.7, sermaye yeterliğinin ise %16.1 olduğunu açıklamıştı. Eğer rakamlar doğru ise bankalar gerçekten de normal dönemlerin yanısıra kriz dönemlerini de dikkat almak zorundalar.

Ama bunu da ciddi şekilde ve gerçekten kriz senaryolarını ortaya koyarak yapmak durumundalar. Lehman Brothers elbette kağıttan bir banka değildi. Bankanın risk yönetimi düzenli bir şekilde bilançosunu kriz senaryolarına tabi tutuyordu. Ama sonradan öğrenildi ki, kamuoyuna açıklanmayan bu testlerin kriz senaryoları çok yumuşak senaryolardı ve riske maruz (risk taşıyan) bir çok varlığı (+ bilanço dışı varlıkları) testin dışında bırakan bir anlayışla yapıyordu.

Elbette, kötü senaryoların da sonu yok. Kriz boyutu kişiden kişiye değişiyor (hatta krizin tanımı bile her ekonomist için aynı değil). Diğer bir deyişle, otoritelerin ya da risk yönetimlerinin bankaları iflas ettirecek bir senaryo dizayn etmeleri her zaman mümkün. Bunda aşırıya da kaçmamak ve "makul" kötü senaryolar ortaya koymak gerekiyor. Zira bankacılık risk almak işi ve kimse müneccim değil. Hiç risk almayan nasılsa batmaz ya da bankalar her türlü riski bertaraf edecek sermayelerle çalışırlarsa para kazanamazlar.

ABD'deki Stres Testi...

Global krizin temelinde ABD'de banka bilançolarının ciddi şekilde tahrip olması vardı. Mortgage piyasası dağılınca hangi bankanın hangi türden mortgage ilişkili portföyü (kredi, CDO, CDS , vs...) olduğu ve sıkıntılar arttıkça ne kadar zarar yazacakları ve hatta batıp batmayacakları merak edilmeye başladı. Bu bağlamda güven sıkıntısı yaşandı ve bankalar birbirlerine kredi vermemeye başladılar. Merkez Bankası'ndan rahatlıkla fonlama yapsalar da gün sonu bunu kendileri kullanmazlarsa başka banka yerine yeniden FED'e geri verdiler. Durumu sıkıntılı olan bankalar sermaye piyasalarına çıkıp yeni sermaye istediklerinde yatırımcıları ikna edemediler çünkü yatırımcılar bilançoların geleceğinden emin olamadılar.

Olay iyice çığırından çıkmaya başlayınca FED sistem için önem taşıyan toplam varlıkların üçte ikisini, toplam kredilerin yarısından biraz fazlasını oluşturan 19 büyük bankaya stres testi uygulamayı ve bunu kamuoyu ile paylaşmayı uygun gördü. Oyun planı, bu sayede herkesin kimin ne durumda olduğunu görmesi, sistemin düşünüldüğü kadar sıkıntıda olmadığı konusunda rahatlaması ve testi başarı ile atlatamayanların da en son çare olarak devletten destek alarak yola devam etmeleri idi.

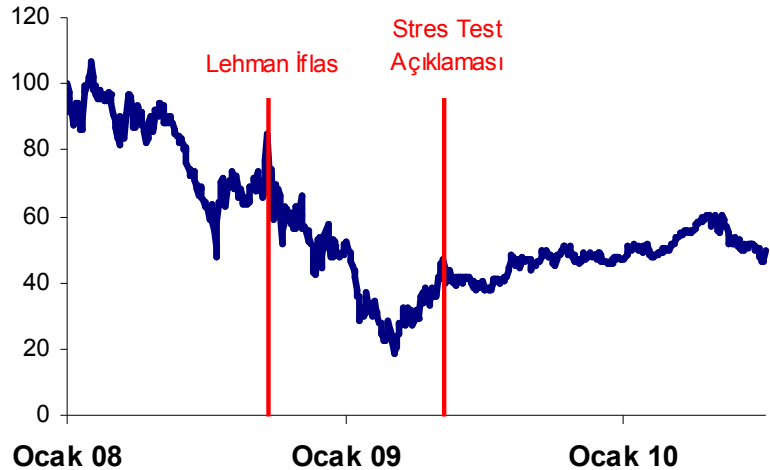
Bu amaçla Fed iki temel ekonomik senaryo hazırladı. Senaryoda büyüme, işsizlik ve ev fiyatları yer aldı. Örneğin, ana senaryoda ekonominin 2009 sonunda %2 küçüleceği ama 2010'da %2.1 büyüyeceği tahmin edilirken kötü senaryoda ekonomi 2009'da %3.3 küçültülürken ertesi yıl %0.5 büyütüldü. İşsizlik oranında 2010'da işsizlik %8.8 olurken kötü senaryoda %10.3 oldu. Ev fiyatları 2009 ve 2010'da baz senaryoda %14 ve %4 düşürülürken kötü senaryoda %22 ve %7 geriletildi. Bu şoklarla banka bilançolarının ne kadar zarar yazacakları ve sermayelerinin ne kadar yeterli olabileceğine bakıldı.

Mayıs ayı başında sonuçlar kamuoyuna açıklandı. Buna göre, 19 bankanın 10'unun yukardaki senaryolara göre oluşacak zararlara karşı yeterli sermayeleri olmadığı ve toplamda 75 milyar \$ sermaye ihtiyacı görüldü. Bankalara gerekli sermaye yeterliğine ulaşmaları için yaklaşık 1 aylık süre verildi. Bu süreçte Bank of America, Citigroup, Wells Fargo gibi bankalar kısmen devlet kısmen dışardan ve kısmen de varlık satışları ile sermayelerini güçlendirmek zorunda kaldılar.

Piyasalar sonuçlara ikna oldular ve otoritelerin ortaya koydukları oyun planı amacına ulaşmış oldu. Daha sonuçlar açıklanmadan piyasalar olumlu haberi satın almaya başladılar ve banka hisseleri değer kazanmaya başladı. Sonuçlar beklentilere uygun şekilde açıklandıktan sonra bu artan güven ortamı daha da güçlendi ve bankalar daha kolay sermaye arttırabildiler. Banka hisse fiyatları kısa sürede Lehman iflası öncesi seviyelere geldi (yandaki grafik)

Her zaman olduğu senaryoların yeterince kötü olmadığı ve gerçek kriz koşullarını yansıtmadığını öne sürerek stres testleri yetersiz bulan ekonomistler de oldu. Örneğin, Roubini'ye göre 2009

ABD Banka Hisse Senedi Endeksi



senaryosu aslında stres testi senaryosunun ruhuna aykırı biçimde ekonominin olduğundan daha kötü bir senaryo değildi. Ama piyasalar da aslında ekonominin stres testi senaryolarından daha iyi durumda olacağını anladılar. Tek başına stres testinin yaratacağı etki bile ekonominin daha iyi bir performans göstermesini sağlayacaktı. Gerçekten de 2009 yılında işler daha kötüye gitmedi; ABD ekonomisi %2.4 küçüldü (2010 ilk çeyrekte %2.5 büyüdü), işsizlik %10 oldu (halen %9.5) ve Case Shiller endeksine göre ev fiyatları % 3 daha geriledi (2008 yılındaki %19'un üzerine, 2010'un ilk 4 ayında ise binde bir gerilemiş durumda).

Avrupa'nın Stres Testi...

Şimdi aynı durum Avrupa Birliği bankaları için sözkonusu. Gerçi AB bankaları için geçen sene stres testi yapıldı ama banka bazında bir açıklama yapılmadı; büyük bankalara bakıldığında sorun olmadığı şeklinde açıklama ile geçiştirildi. Mortgage kredileri ve türevlerine odaklanan piyasalar o dönemde AB bankalarına yönelik bir spekülasyona girişmediler çünkü zaten o tür enstrümanlarda sıkıntıları olan bazı bankalar ABD bankaları ile birlikte sıkıntı yaşamış ve devlet yardımları almışlardı. Avrupa bankalarını asıl zorlayacak olan resesyonun ağırlaşması ve batık kredilerin artması idi ama zaten global ekonomi de resesyondan çıkmaya başlamıştı.

Ama sonra DenizBank raporlarından çok yakinen takip edildiği üzere AB'deki kamu iflas endişeleri başladı. Yunanistan'la başlayan sorunların büyümesi Yunanistan'ı Euro sisteminden çıkartıp borcunu yeniden yapılandırma cesareti göstererek engellenemedi. Benzer konumda olan Portekiz, İrlanda, İspanya ve İtalya gibi (PIIGS ya da Club Med kısa adlarıyla anılan) ülkeler de kısa sürede tehdit altına girdi. Olay hızla bu ülkelerin kamu sektörlerine bolca kredi vermiş olan Fransa, Almanya, İtalya bankalarına sıçradı. BIS verilerine göre 2009 sonunda PIIGS bölgesine Fransız bankalarının 895 milyar \$, Alman bankalarının 704 milyar \$ ve İngiliz bankalarının 400 milyar \$ gibi büyük riskleri olduğu görülünce bir anda bankalara olan güven kaybolmaya başladı. Bir kaç PIIGS ülkesi borcunu ödeyemez hale geldiğinde bu bankaların bilançolarında ciddi zararlar oluşacaktı. Ayrıca ellerindeki bu ülkelere ait tahvilleri (teminat olarak kullanıp) fonlama almak düşen ratingler nedeniyle eskisi kadar ucuz olmayacaktı.

Aynı ABD'de olduğu gibi, bankalar önce birbirlerine güvenlerini kaybetmeye ve sonra da ellerindeki fazla likiditeyi diğer bankalara aktarmaktansa Avrupa Merkez Bankası'na (ECB'ye) vermeye başladılar. ECB her hafta (ve daha da vadeli) bolca likidite verip yine her gün büyük bir miktarda mevduat şeklinde geri çekmeye başladı. Bunu iki şekilde açıklamak mümkün: Bankalar ihtiyacı olarak (diğer bankalardan likidite bulamayacaklarını düşünüp gereğinden fazla) borçlanıp ihtiyaç fazlasını geri veriyorlardı ve/veya açığı büyük olan (piyasadan fonlama bulmayan) bankalar ECB'ye giderken fazlası olan bankalar da dönüp bunu diğer bankalara vermektense ECB'ye veriyorlardı. Yabancı basında özellikle Yunan, İspanyol ve kısmen de İtalyan bankalarının fonlama bulmakta zorlanıp ECB'ye gittiklerine dair görüşler sıkça yer aldı (ECB detay vermediği için kesin bir şey söylemek mümkün değil ama özellikle Yunan bankalarının bu dönemde ECB'den aldıkları fonlamanın toplam yükümlülüklerine oranı iki kat yükselmışti)

Olay aynı ABD'de olduğu gibi çığırından çıkmaya ve paniğe dönüşmeye başlayınca ABD benzeri stres testi yapılması ve kamuoyu ile paylaşılması yönünde baskı artmaya başladı. Avrupa bankaları ABD'de 3 aydan fazla borçlanamazken Yunanistan ve Portekiz gibi ülkelerin tahvilleri Avrupa içinde teminat olarak kabul edilmez hale gelmişlerdi. Almanya liderliğinde hukuki sıkıntılar olabileceği mazeretini öne sürerek bir süre buna yanaşmayan AB sonunda (bu gizlilikten en fazla sıkıntı çeken) İspanya'nın zorlamasıyla bankalarına stres testi uygulamayı ve sonuçları kamuoyuna açıklamayı kabul etti. Kabul etmesinin önemli bir nedeni bir şekilde bu testi yaparsa ABD gibi "paçayı kurtarabileceğini" düşünmesiydi (ama o kadar kolay olmayacak).

İlk başta testin kapsamı bölgedeki 26 en büyük banka olarak düşünülürdü ama piyasalar bunu yeterli bulmadı. Büyük bankalar zaten kendilerini koruyabilecek durumdalardı ve bazıları da zaten kamu tahvil portföylerine yönelik bilgileri kamuoyuna sunmuşlardı. Piyasaların asıl görmek istediği İspanyol Caja'lar ya da Alman Landesbank'lar gibi "sorunlu" olduğu düşünülen daha küçük boyuttaki bölgesel bankalardı. Almanya yine Landesbank'lara yönelik ayak diredi ama yine İspanyolların zorlamasıyla stres testinin kapsamı bölgedeki bankacılık varlıklarının %65'ini oluşturan 91 bankaya genişletildi (seçilen bankaların her ülke için toplam varlıkların en az %50'sini temsil etmelerine dikkat edildi). Son haliyle listede Caja'lar, Landesbank'lar, büyük Yunan bankaları olduğu gibi Kıbrıs Rum Kesimi, Slovenya ve Malta bankaları gibi kimse dışarda kalmaması mantığı ile listeye alınanlar da var. Adet olarak İspanyol bankalarının 27 bankayla ezici üstünlüğü bulunuyor (sonra 14 bankayla Almanya geliyor).

Stres testleri bankaların belli senaryolarda 1. nesil sermayelerini %6'nın üzerinde tutup tutmayacağına bakacak. Altında kalırsa o banka testi geçememiş olacak. O nedenle bilançonun mevcut sorunu kadar mevcut sermaye yeterli rasyosu da çok belirleyici. Yüksek olanlar bir adım önde.

Stres Testi Piyasalar için Neden Önemli ?...

3 temel sebep var:

- 1) Eğer bugünkü endişeler gerçekten bankaların bilançolarından kaynaklanıyorsa (ki bankacılık sistemindeki güven kaybı böyle olduğuna işaret ediyor) o zaman bankaların üzerindeki sis perdesinin kalkması piyasalar için olumlu. Elbette risk devam edecek ama belirsizlik ortadan kalkacak. Piyasalar riskleri daha doğru fiyatlayabildiklerini düşünmeye başlayacaklar (ve bu nedenle de risk alacaklar).
- 2) Benzer durum ABD'de de yaşandı. Test sonuçları açıklanmadan önce iyi haberler satın alındı. Sonuçların çok kötü olmadığı, tamir edilebilecek düzeyde olduğu görülünce risk iştahındaki artış bir süre daha devam etti. Piyasalar AB stres testinde de benzer bir döngü yaşanabileceğini düşünüyor olabilirler (ki yabancı basında ve raporlamalarda bu konu sıkça dile getiriliyor)
- 3) Yine piyasalardaki en önemli endişelerden biri, mevcut ekonomik düzelmelerin Avrupa kaynaklı endişelerle rayından çıkarak ikinci bir durgunluğa ve hatta resesyona dönüşmesi. Banka bilançoları endişeleri azalıp güven yerine gelirse ekonominin en önemli finansman kanalı tekrar hizmet vermeye başlayacak (ABD'de sermaye piyasalarının rolü AB'de bankacılık sisteminde).

Beklentiler Karşılanabilecek mi ?...

Soru 1: Acaba stres testi doğru dizayn edilmiş olup bankaların sorunlarını doğru teşhis edebilecek mi ?

Ulusal düzenleyici otoriteler, ECB ve Avrupa Komisyonu ortaklığında düzenlenen hazırlanan ve uygulanan testin ne ihtiva ettiği ABD'deki gibi açıkça yayınlanmadı. Üstü kapalı bırakıldı. Ortada yine bir baz senaryo ve bir de kötü senaryo var ama içlerinde hangi göstergeler var belli değil (sadece GSYH, işsizlik ve enflasyon gibi bir iki göstergenin olduğu örnek olarak verildi, tam liste yok). Euro sistemi için ve diğer çevre ülkeler için farklı rakamlar var ve ne oldukları yine belli değil. Finansal piyasalara yönelik şokların da test edildiği söyleniyor ama nedir o şok bilen yok. Görünen ki, baz senaryo AB komisyonunun mevcut ekonomik tahminleri ama kötü senaryo ortada yok. Sadece kötü senaryoda GSYH'nın tahminlerden 3 puan daha kötü olduğu söylendi (o da sadece Euro üyeleri için). Yani baz senaryoda EU 2010 ve 2011 büyüme tahminleri sırasıyla %1 ve %1.75 olduğuna göre kötü senaryo %2 ve %1.25 küçülme üzerine. Geri kalan inputlar hakkında bir fikrimiz yok.

Piyasalar uzun süre kamu iflas riskini yansıtmak üzere banka portföylerindeki devlet tahvillerine traş istediler. İlk aşamada AB bunu ortalamada %3 olarak uygulamak istedi (büyüklerin riski sıfır diye) ama piyasalardan büyük bir eleştiri geldi. Gerçekten de Yunanistan ve Portekiz devlet tahvillerinin neredeyse likiditesinin kaybolduğu bir ortamda şaka gibi. Hatta sanki stres testi değil mutluluk testi. Hala daha detay yok ama resmi açıklamadan AB'nin insafa geldiğini ve ülke bazında Mayıs başı tahvil fiyatlamalarını test edeceğini öğrendik. Bu da portföylerinde Yunan tahvilleri bulunan bankalar için %15-20 arasında bir traş anlamına geliyor (yani ilgili portföylerinde o oranda zarar ve sermaye ihtiyacı açıklamak durumundalar). Bu bile az. İkna edici olması için aslında kötü senaryoda %50'lere çikilmalıydı.

AB bu konuda cömert olamıyor çünkü "bunu söyledik mi herkes %50'yi referans almaya başlar" diye düşünüyor. Ayrıca "zaten biz Yunanistan iflas etmeyecek, yardım edeceğiz dedik, niye bunu test edelim ki, yalan mı söylüyoruz" diye düşünerek piyasaların tüm istediklerini de yapmak istemiyorlar. Belki kendi açılarından haklılar ama sonuçta onları bu duruma piyasalar düşürdü, parayı veren düdüğü çalıyor.

Özetle, AB stres testi (bize göre), son derece opak ve tatminkar değil.

Soru 2: Piyasalar, açıklanan sonuçlara inanacaklar mı ?

Hala daha Almanya'da Landesbank'lar sonuçlar banka bazında açıklanmasın diye bastırıyorlar. Ne olduğu belli. Zaten testler opak, bir de otoriteler sonuçları yeterince açık kamuoyuna vermezlerse, hele bazı banka gruplarını hukuki sebepleri mazeret gösterip saklarsa piyasalar hiç de memnun olmayacak. AB'nin Anglosakson'dan farklı olarak "kol kırılсын yen içinde kalsın" şeklindeki gizlemeci genel yaklaşımı düşünülürse bu yönde ciddi bir risk var. Piyasalar kurban istediği, gerçekleri istediği kesin (yoksa zaten stres testleri bu kadar zorlamazlardı). "Tüm bankalarımız sağlıklı, testi geçtiler" yaklaşımını kabul etmeyeceklerdir. Bakalım AB yeter sayıda ve tatminkar derecede kurban verebilecek mi? Buna para koymak kolay değil.

Soru 3: AB stres testi bir kaç kurban verebilirse tamir tarafında nasıl bir strateji ortaya koyacak?

ABD'de 19 bankanın 10'u stres testini geçemedi. Hatta en büyük iki bankaları da bunların arasındaydı. Otoriteler 75 milyar \$ olarak hesaplanan sermaye açıklarını piyasalardan kapatmaları için bu bankalara bir süre verdi. Bu süre sonunda da açıkları kamu fonlarıyla kapattı. Hatta testi geçen bazı bankalara bile zorla ihtiyati bağlamda kamudan sermaye aktarımı yaptı.

AB bu konuda ne yapabilecek belli değil. Ortada henüz her ülke tarafından onaylanmış bir fon yok. Daha önce ortaya konmuş olan 750 milyar €'luk Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSF) bile henüz bazı ülkeler tarafından onaylanmadı. Ayrıca yardımları ülkelerin garantisinde (özel amaçlı fon şeklinde) tüzel kişilikle borçlanarak yapması planlanan bu fonun henüz rating'i bile yok. Rating şirketleri garanti veren ülkelerin sağlığını sorguluyor ve ayak diretiyorlar. Yani bu fonun hemen yarın borçlanması mümkün değil.

Özetle, bu doğrultuda ortada henüz kurbanların nasıl tedavi edileceği konusunda (bizim bildiğimiz) bir plan yok. Bugüne kadar Almanya otoriteleri Landesbank'larına yönelik aksiyon almakta (tamamen politik sebeplerle) ayak diretti. Şimdi ne olacak da bunu yapacak? Sırf "piyasalar sussun" diye bir şey yapılırsa yarardan çok zarar getirecek.

Stres Testi Beklentileri Karşılayamayacak...

Stres test şimdiden olumlu bir hava yaratmış gibi gözüküyor çünkü herkesin aklında ABD'deki süreç var. Aynı zamanda yine ABD sürecinde olduğu gibi risk iştahının azalmış (hisse senedi fiyatlarının gerilemiş) olup piyasaların olumlu haberleri satın almak istedikleri bir dönemdeyiz. Ama aynı zamanda da AB halen ABD'nin o zamanki durumuna göre çok daha borçlu ve yeni kurtarma paketleri verebilecek durumu yok. Eldekilerle idare etme ve mümkün olduğu kadar da başvurumama durumunda.

Büyük bankaların testi başarıyla geçecekleri neredeyse kesin. Küçükler tarafında da AB yeteri kadar samimi değil ve büyük olasılıkla piyasalar açıklanacak sonuçlardan tatmin olmayacaklar. Herkes bazı Avrupa ülkelerinin borç yeniden yapılandırmasına gitmeden, bütçelerini sıkılamakla gerekli gelirleri yaratamayacaklarını biliyor. Bu ülkelere borç vermiş olanlar bu yanlış kararlarının bedelini ödemek zorundalar. İspanya'nın gayrimenkul sektörü bir kaç yıl içinde ayağa kalkabilir ama Yunanistan'a borç vermiş olanlar ya bunun karşılığında sermaye arttırmak ya da bedelini vergi mükelleflerine ödetip politik maliyetlerine katlanmak zorundalar. Ya o ya da öteki.

AB Banka Hisse Senedi Endeksi