



Doç. Dr. C. Coşkun KÜÇÜKÖZMEN

İzmir Ekonomi Üniversitesi
Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü

Bu yazı Aralık/2009 Tarihinde İzmir Ekonomi Üniversitesi tarafından düzenlenen "KÜRESEL KRİZ VE RISK YÖNETİMİ: YANILGILAR VE GERÇEKLER" Konferansı'nda yapılan sunumun şu an basıma hazır hale getirilmiş olan konferans tebliğleri için yazıya dökülmüş ve yeniden derlenmiş halidir. Yazının zaman boyutu Kasım 2009'a kadar olan bilgilerle sınırlıdır. O tarihe kadar olan bilgilerle bugüne baktığımızda değerlendirme ve önerilerimize dayalı tespitlerimiz ve yanılma paylarımız da kendiliğinden ortaya çıkacaktır.

Finansal Krize Yeniden Bakış.....

Varlığı ve ilk etkileri 2007 yılında dile getirilen ancak köklerinin nereye kadar indiğini net olarak söyleyemediğimiz finansal kriz kendine yeni bir alan yarattı: "Kriz okuryazarlığı". Aslında temelini *risk okuryazarlığına* dayandırdığım bu kavram riskleri geriye bakarak mı, yoksa dünü ve bugünü veri olarak ileriye bakarak mı anlamamız gerektiği hususuna da ışık tutuyor. Nasreddin Hoca'nın eşeğine ters binışı de *riski geriye bakarak* algılama alışkanlığımızın bir göstergesi olsa gerek.

Finansal Krizi Sorularla Anlamak: Oyuncular ve Riskler

Küresel finansal derinleşmenin son otuz yılda hızla artmaya devam etmesi *sanal* bir finans piyasasının oluşmasına zemin hazırladı. Küresel finans sistemi, küresel GSMH'nin neredeyse dört katına ulaştı. Türev ürün piyasasının gelişiminin adeta bir geometrik dizi haline dönüşmesi ve oluşturduğu balonun beklediği gibi patlaması ile kâr ve bonus coşkusunun krize dönüşmesi çok hızlı oldu. Peki krizde başrolü kimler oynadı, hangi finansal araçlar kimlerin cebini yaktı?

Gözden Kaçan Sorular!

- Rescue (kurtarma paketi) ifade edilen "günü kurtarma mantrası" birden bire niçin stimulus (canlandırma) kelimesine dönüştü?
- Madem toksik, niçin alıyorlar (Cash-Flow Pooling... Securitisation)?
- Stres testi gerçekten stresi (dayanıklılığı)

ölçüyor mu? Acaba h,ç "Yönetim Stres Testi" yapıyor mu?

- Yaşadığımız bu krizin gerçekçi ve kapsamlı analizi için gereken veri ve bilgi seti sağlıklı sonuçlara ulaşabilmek açısından bugün itibarı ile maalesef yetersizdir ve yetersiz kalmaya da devam edecektir.

Krizin Büyük Oyuncuları:

Öncelikle krizin büyük oyuncularını önce kurumlar, sonra kişiler ve daha sonra da ürünler bazında sıralamaya çalışalım:

- Yatırım Bankaları (Investment Banks)
- Derecelendirme Kuruluşları (Rating Agencies)
- Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)
- Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds)
- Özel Amaçlı Şirketler (Special Purpose Vehicles)
- Ben Bernanke (FED Başkanı)
- Henry Paulson (Hazine Bakanı)
- Alan Greenspan (Hatalıym Pardon! Diyen Maestro)
- Bernie Madoff (Finans Dünyasının 8. Harikası)
- Kredi temerrüt swapları (CDS)
- Teminatlı borç senetleri (CDO)
- Yapılandırılmış finans ürünleri (Structured Financial Products)

Krizin Küçük ve Mağdur Oyuncuları;

- Gelişmekte olan ülkeler (son zamanlarda büyük oyuncuların daha iyi durumda oldukları söyleniyor)
- Gelişmekte olan ülkelerin finansal kurumları

- KOBİ'ler
- Küçük Yatırımcılar
- Dar gelirli ve özel sektörde çalışanlar
- İşsizler, işsiz kalanlar
- Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds)

Dikkat edilirse ulusal varlık fonları hem oyuncu hem mağdur durumda. Yatırımları ile zaman zaman bir serbest yatırım fonu gibi davranan bu fonlar kriz nedeniyle büyük kayıplara uğradılar.

Krizin Doğurduğu Kavramlar

Kriz süresince en çok kullanılan anahtar kelimeler ise; likidite, şeffaflık, değerlendirme, fiyatlama, kredi risk transferi / kredi riskinin izlenmesi, düzenleme, denetim, finansal aracılık fonksiyonun dönüşümü (re-intermediation), yatırımcının korunması gibi kelime ve kavramlar olmuştur

Kriz süresince kelime ve kavram dağarcığımız da çok gelişti: Örneğin;

- Tasarla ve piyasaya sür (Originate and Distribute)
- Basel-II
- Stres testleri ve senaryo analizi
- Risk Yönetimsizliği, yeterli denetimden yoksunluk
- Derecelendirme kuruluşlarının gücü (!)
- SIV & SPV, Conduits, Menkul kıymetleştirme
- Şeffaflık
- CDO (square), CLO, CDS, RMBS, MBS, VaR!, Carry trade
- Coupling, decoupling, leveraging, deleveraging
- Kriz ne zaman bitecek....? Bize bir şey olur mu? Altın daha yükselecek mi? N'olcak bu dolan hali? Dubai de mi batıyor?

Derecelendirme kuruluşları bu süreçte mercek altına en çok alınan kuruluşlar oldu. Bu konuda Thomas Friedman'ın "*....Bence bugün dünyada iki süper güç var. Biri ABD, diğeri Moody's. ABD tepenize bomba yağdırarak sizi mahvedebi-*



lir, Moody's ise derece notunuzu düşürerek. İnanın bana bazen hangisinin daha güçlü olduğuna karar veremiyorum" ifadesi sanırım her şeyi olmasa da bir çok şeyi açıklamaya yetiyor.

Kriz süresince haber kaynaklarımız da yine yabancı menşeli: Financial Times, Wall Street Journal Europe, The Economist, Businessweek, Newsweek, Time, CNBC-e, Bloomberg TV, BBC ve CNN. Yerli basınımız kriz süresince neredeyse tümüyle bu kaynaklardan beslendi.

Uyarı sinyallerini algılayabildik mi? Bu soruya en güzel yanıt veren uyarılardan biri Businessweek, Haziran 2006 sayısında yer alan Kültür ve Risk Üzerine başlıklı yazıda yer alıyor: *"Yatırım bankaları imkânsıza oynuyor! Büyük paralar, büyük kumarlar, hem de gerçekleşmesi adeta imkânsız olan ihtimaller üzerine..."* Doğru noktaya doğru açıdan bakan bir uyarı ama o zamanlarda bu tür uyarılara pek kulak asan olmadığı da aşikâr.

Krizin Baş Aktörlerinden Biri: Serbest Yatırım Fonları

Genellikle kamuya bilgi açıklamak zorunda olmayan, müşterileri arasında sayıca az

Biliyor muyuz...?

- Değişim ve değişim farkındalığını
- Doğru soruyu *Zamanında* sorabilmeyi (Bunlar hariç: dolar kaçta çıkar, faiz ne olur, devlet ne kadar yardım eder, mevduatımı ne yapayım, nereden kredi bulurum)
- "Piyasa nedir" sorusunun cevabını
- Uzmanlaşmanın önemini (bildiğin işte ihtisaslaşmak ve yatırım yapmak)
- Danışmanın ve danışmanlık hizmeti almanın önemini
- Artık yerel değil küresel anlamda olup biteni doğru, ilgili kaynakları takip ederek anlayabilmenin önemini (maliyeti yüksek ve zor bir süreçtir)
- Erken teşhis ve erken uyarı sistemlerinin ne kadar başarılı çalıştığını
- Krizin parasal boyutunu
- Zarara uğradım diyenlerin gerçekten zarara uğrayıp uğramadığını
- Serbest yatırım fonlarının (hedge funds) ne kadarının hayatta olduğunu (%50 bile iyimser bir oran)
- Ulusal varlık fonları (SWF) ne durumdalar?
- FED müdahalesinin boyutu?
- Böyle önemli bir krize rağmen faiz oranlarının ABD ve Avrupa'da neden düştüğünü-adeta sıfıra geldiğini?
- Bakış açısı yanlış olunca hatalar zincirinin nasıl körükleneceğini?
- S&P'nin derece notumuzu niçin düşürdüğünü ve bunun sonuçlarını?
- S&P'nin başta ABD olmak üzere kriz kaynağı bir çok gelişmiş ülkenin derece notunu niçin düşürmediğini?

ancak oldukça varlıklı bireysel ya da kurumsal yatırımcılar bulunan, yüksek kaldıraçla çalışan, saldırgan bir yönetim tarzına sahip, yatırım fonlarıdır. Bu fonlar kısa dönemli piyasa hareketlerinden faydalanarak getirilerini (karlarını) için büyük miktarda paralarla piyasaya girerler. Bu fonların en büyük özellikleri

- Finansal türev araçları maharetle kullanabilmeleri ve
- Piyasalara çok hızlı giriş çıkış yapabilmeleridir.

Köpekbalığı fonları da denilen HF yöneticileri ve beyin takımını oluşturanların büyük çoğunluğunun füze mühendisi olduğu söyleniyor. Eğer gerçekten füze mühendisi ise yaşanan krize bakarak insanın "sakin füzeye binmeyin" diyesi geliyor. En büyük serbest yatırım fonu LTCM (Long Term Capital Management)'in kurucuları arasında FED'in eski başkan yardımcılarında David Mullins'in, Nobel ödüllü iki ekonomist olan Myron Scholes ve Robert Metron ile Salomon Brothers'in efsanevi işlemcisi John Meriwether'in bulunması tesadüf olmasa gerek.

Teknolojinin inanılmaz bir hızla geliştiği günümüzde algoritmik işlem denilen ve quant fonlar olarak da bilinen, saniyenin yüzde birinden daha az sürelerde alım-satım kararları veren ve yazılımlarla desteklenen fonlar yeni bir getiri ve risk kaynağı. Bu bağlamda Matt Taibbi'nin Goldman Sachs'a ilişkin iddiaları adeta inanılmaz nitelikte iddialar içeriyor (<http://www.vizettes.com/kt/ig/TheGreatAmericanBubbleMachine.pdf>)

Yapılması Gerekenler

Belirsizliği ve cehaleti yönetebilmek önemlidir. Zira cehalet çoğu zaman kaçınılmazdır, ancak olumsuz etkileri azaltma teknikleri (deneyim, sezgi, teknoloji ve bilgi birikimi), acil durum planları

yapmak, çalışırılığını test etmek, yöneticileri kriz ve risk yönetimi konusunda eğitmek ve eğer farkındaysanız içsel riskleri minimize etmek.

Krizi aslında iki anahtar kelime ile özetlemek mümkün: *Interconnectivity* yani "bir çok şeyin birbiriyle olan ve kolay görülmeyen bağlantısı" ve *interdependence* "karşılıklı bağımlılık". İşte bu noktada Alan Greenspan'ın 2002 yılında yaptığı açıklama çok dikkat çekici. Pardon hata yaptım (I made a mistake) diyen Greenspan acaba savunmasında niçin aşağıda yer alan açıklamayı yapmadı? Greenspan açıklamasında özetle diyor ki "...**bu-lasıcı bir açgözlülük bugün iş camiamızı sarmıştır. Konu bugün insanların geçmişten daha aç gözlü olduğu değil, açgözlülüğe giden yollar inanılmaz şekilde büyümüştür.**"

G-20 ve Eşgüdümlü Küresel Düzenleme



Adeta krizle birlikte Finansal İstikrar Kurulu adını alan Finansal İstikrar Forumu bünyesinde bir araya getirdiği G-20'ler yoluyla yeni küresel finansal mimarinin mimarı olduğunu ilân etti. Toplantılar neticesinde ortaya çıkan hususlar aşağıda sıralanmıştır:

- Yeni bir küresel regülatör gerek!
- Şeffaflık ve hesap verebilirliği ön plana çıkarılacak....
- Küreselleşmenin ve değişimin etkisini de dikkate alarak tüm düzenleyici sistemin gözden geçirilmesi sağlanacak...
- Ulusal denetçilerden oluşan "supervisory college" oluşturulacak...
- Bilânço dışı tüm işlemlerin hissedarlara ve denetçilere (auditors) teşhir edilmesi sağlanacak...
- Fair Value Accounting esaslarını benimseyerek MtCMP yapacak (mark

most of their financial assets to current market prices).

Son maddeye ilişkin ilginç bir not: Aynı finansal enstrüman için farklı yatırım bankalarının bilançolarında yer alan değerler 1,2-5.8 kat daha fazla/eksik farklılık göstermekteydi.

Son Söz Olarak...

Dünü bilmeden ve anlayamadan bugünü yorumlamanız ve geleceğe ilişkin tahmin ve varsayımlarda bulunmanız boşa harcanmış çabadır. Şans bile belli bir noktaya kadar yanınızdadır. Süreçleri iyi okumak gerekiyor. Tarih bilgisi olmadan krizleri anlamak eksik anlamaktır.

1. Küresel değişimi, ekonomi ve finansın gidişatını iyi okumak gerekiyor.
2. Geçici önlemlerden ziyade krizin değiştireceği yapısal dengeleri de dikkate almak önemli.
3. Uzun vadeli düşünemeyenler ve bu çerçevede yeni yapılanmaya gidemeyenler mevcut pozisyonlarını dahi koruyamayacaklar.
4. Bireysel ya da siyasi çıkarlardan ziyade ülkenin maruz kalacağı riskleri de dikkate alarak Türkiye'nin geleceğini düşünmek gerekiyor
5. Şu anki durumumuz çok iyi olmayabilir ama ASLA umutsuz / ümitsiz DEĞİLDİR!
6. Benzer sorunlar bizim gibi birçok ülkede mevcuttur!
7. Sorunlarımızın çözümünü başkalarına ihale etmemeliyiz, ithal çözümler aramamalıyız!
8. Yeni ve kapsamlı bir stratejiye, bu stratejiye dayalı ekonomik ve sosyal plana ve buna dayalı uzun vadeli programlara ihtiyaç vardır.
9. Muhtaç olduğumuz kudret ülkemizin yetiştirilmiş ve eğitilmiş beyin gücünde mevcuttur.