Sistemik risk, finansal istikrar ve volatilite (2)

Doç.Dr. C. Küçüközmen

Değerli okuyucular, hatırlayacağınız üzere iki hafta önceki yazıda sizlere TC Merkez Bankası ev sahipliğinde ve G20 dönem başkanlığını yürüten Meksika'nın katkılarıyla 27-28 Eylül 2012 tarihlerinde İstanbul'da Finansal Sistemik Risk (Financial Systemic Risk) konulu uluslararası bir konferans düzenleneceğinden bahsetmiştim. Geçen haftaki yazımda da Konferansın halen devam ediyor olması ve Konferans dokümanlarının tamamının henüz elime ulaşmamış olması nedeniyle bu haftaya bırakacağımı ifade etmiştim. Konferans dokümanlarına eriştim. Birbirinden değerli bankacı, iktisatçı ve finansçılar gerçekten son derece önemli bir konuyu ele almışlar. Bu satırlarda sizlere önemli gördüğüm hususları alıntı, yorum ve grafiklerle aktarmaya çalışacağım.

SİSTEMİK RİSK BANKALARDAN MI KAYNAKLANIYOR?

Sistemik risk üzerine yapılan son araştırmalar konuya, sistemik riske katkının hassas bir şekilde ölçülmesi, sistemik risk potansiyeline ilişkin güvenilir göstergelerinin oluşturulması ve geliştirilmesi, sistemik öneme sahip kuruluşların belirlenmesi gibi farklı açılardan yaklaşmaktadır. Politika geliştirilmesi açısından bakıldığında, sistemik riski azaltmak için makro riskleri azaltıcı politikaların ve düzenlemelerin geliştirilmesi, uluslararası kuruluşlar ve finans piyasalarındaki yetkililerce yapılan tartışmaların merkezinde yer almıştır. Yakın geçmişte IMF, Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) ve Finansal İstikrar Kurulu (FSB), küresel sistemik öneme sahip bankaları belirleyerek bu konudaki yaklaşımlarını ve politikalarını kamuoyu ile paylaşmışlardı. Küresel sistemik önemi haiz 28 banka belirlenirken belirlenen dikkate alınan beş faktör ise: Büyüklük (bilanço), birbirleri ile ve diğer büyük kurumlarla olan ilişki ağları (interconnectedness), farklı ve önemli fonksiyonları nedeniyle ikame edilemez olmaları (lack of substitutability), küresel bazda faaliyet gösteriyor olmaları ve karmaşıklık seviyesi olmuş. Benzer şekilde, Dodd-Frank Yasası ile ABD finansal sistemi için tehdit oluşturabilecek ve sistemik öneme sahip bankaları belirlemek ve bunları denetlemek için bir kurumsal bir yapı oluşturulması hususu yer almıştır.

AVRUPA BİRLİĞİ BİR SİSTEMİK RİSK KAYNAĞI MI?

Lehman Brothers'ın batış tarihinin (15 Eylül 2008) milât olarak kabul edildiği küresel finansal kriz her ne kadar Amerika kökenli olsa da Avrupa'yı daha fazla etkilemiştir. Kısa sürede çıkmaza giren AB Euro'dan çıkış dâhil olmak üzere neredeyse AB'yi (parasal birlik açısından) feshetmeye kadar uzanan birçok seçeneği gözden geçirmek zorunda kalmıştır. 2009-2010 yılları arasında AB'nin yaşadığı çalkantılar derecelendirme kuruluşlarının da (olumsuz) katkısıyla artmış ve AB tarihini en zor günlerini yaşamıştır. Halen etkileri devam eden bu çalkantılar Moody's ve S&P tarafından yayınlanan raporlarda dile getirilmiştir. Bu çerçevede AB'nin sistemik sıkıntılarının birbiriyle alakalı 5 faktörden kaynaklandığı ifade edilmiş: (1) AB sınırları içinde kredi bulma imkânının zorlaşması, (2) AAA kredi derecesine sahip AB ülkelerinin bile riskleri artarak kamu borçlarına ilişkin risk primlerinin yüksekliğinin ciddi bir sorun haline gelmesi, (3) AB politika yapıcılarının sorunun çözümüne ve piyasa güveninin kazanılmasına ilişkin bir türlü uzlaşamamaları; üye ülkeler arasında daha ileri seviyede ekonomik, finansal ve mali bir yakınsamanın nasıl sağlanacağına ilişkin net bir planın olmaması, (4) AB'de hem kamunun hem hane halklarının yüksek borçluluk seviyeleri ve (5) Avrupa para birliği bölgesinde artan ekonomik durgunluk riskinin 2012'de de devam etmesi. Görüldüğü gibi AB üyesi ülkelerin borç seviyesinin hem birbiriyle olan ilintisi, hem de zincirde zayıf halkaların olması ülke riskini birden bire tüm sistemi tehdit eder hale getirmiştir. Neticede AB kendi içinde bir sistemik risk döngüsüne girmiştir.

SİSTEMİK RİSK EDEBİYATI

Finansal kuruluşların birbirleriyle olan ilişkileri ve birbirlerine olan bağımlılıklarını ifade eden birçok parametre vardır. Bunlar arasında en fazla dile getirilen ölçüt hiç şüphesiz finansal enstrümanlar arasındaki korelasyonlardır. Bu konuda İstanbul'a konuk olarak gelen konuşmacıların yanı sıra Lo (2008), Acharya (2009), Goodhart ve Wagner (2012), Patro vd. (2012) tarafından da korelasyonun sistemik riskin bir göstergesi olarak kullanılması hususunda bir görüş birliği söz konusudur. Bu çerçevede yapılan en kapsamlı çalışmalardan biri 5 Ocak 2012 tarihini taşıyan "A Survey of Systemic Risk Analytics (Sistemik Riskin Analitik İncelemesi)" başlıklı çalışmadır. Küresel krizden sonra kurulan ve Amerikan Hazine Bakanlığı nezdinde faaliyet gösteren Finansal Araştırma Ofisi (Office of Financial Research) tarafından yapılan çalışma Dimitrios Bisias, Mark Flood, Andrew W. Lo ve Stavros Valavanis tarafından kaleme alınmış. Çalışmada altı ana başlık altında toplam 31 alt başlık yer almış. Ana başlıklar sırasıyla (1) makro ekonomik tedbirler, (2) ayrıştırılmış temel yaklaşımlar ve newtowrk tedbirleri (kantitatif modeller içeren tedbirler), (3) ileri dönük risk ölçümleri, (4) stres testleri, (5) kesitsel (cross-sectional) önlemler (CoVaR) ve (6) likidite sıkışıklığı ve ödeme fonksiyonunun sekteye uğramasına ilişkin önlemler. Çalışma, Dodd Frank Yasası'nın denetim otoritelerine sistemik riski ölçme ve izleme konusunda inisiyatifi ele almaları gerektiğini özellikle vurguluyor. Zira tüm sistemi görecek bilgiler sadece denetim otoritelerinde ve iş çok boyutlu unsurlar içeriyor. Diğer taraftan bu ölçümlerin sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için gereken veri tahminlerin ötesinde bir büyüklük ve niteliğe sahip. Bu kadar veriyi toplamak ve analize elverişli hale getirmek ise işin bir başka güç boyutunu oluşturuyor.

SİSTEMİK RİSK VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YAPILANMA

Bu konuda ülkemizde yapılan çalışmalar da giderek hız kazanmakta. Özellikle TC Merkez Bankası tarafından periyodik olarak yayınlanan Finansal İstikrar Raporu ile BDDK tarafından yayınlanan Finansal Piyasalar Raporu bu çerçevede önemli bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır.

Bu raporlarda "ülkemizde finansal istikrardan sorumlu kurumlar, özellikle makro riskleri azaltıcı politikalar çerçevesinde kendi görev, yetki ve sorumluluklarına giren alanlarda politika önlemleri almaktadır" denilmektedir. Bu çerçevede finansal istikrar ile yakından ilişkili kurumlar ve sorumlu oldukları temel konular şu şekilde ifade edilmiştir:

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB): Fiyat istikrarı ve finansal istikrar çerçevesinde para politikası ve ödeme sistemleri; Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK): Bankalar ve finansal holding şirketleri ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin düzenleme ve denetlemesi, Hazine Müsteşarlığı: Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenleme ve denetlemesi; Sermaye Piyasası Kurulu (SPK): Sermaye piyasası ve aracı kurumların düzenleme ve denetlemesi; Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF): Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ile bankaların çözümlenmesi.

Bu kurumların yanı sıra, ülkemizde sistemik risk ve makro riskleri azaltıcı politikalar çerçevesinde çeşitli düzenlemeler de bulunmaktadır. Bu kapsamda, Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi, Finansal Sektör Komisyonu ve Finansal İstikrar Komitesi önemli oluşumlardır. Kaynak: TCMB, BDDK

SİSTEMİK RİSK KOORDİNASYO KOMİTESİ

5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 72. maddesi çerçevesinde oluşturulan Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi, Hazine Müsteşarlığı, BDDK, TMSF ve TCMB tarafından 14 Nisan 2009 tarihinde imzalanan "Finansal Sisteme İlişkin Sistemik Risk İşbirliği Protokolü" ile kurulmuştur. Komite, finansal sistemin istikrarına yönelik ciddi tehditlerin ortaya çıkması durumunda, istikrarın yeniden tesisine yönelik hızlı ve etkin bir biçimde tedbir almakla yükümlüdür. Finansal piyasalardaki gelişmeleri değerlendirmek ve gerekli tedbirleri almak da Komitenin sorumluluğundadır. Ayrıca, taraflar arasındaki koordinasyonu, işbirliği ve bilgi paylaşımını sağlamak yine söz konusu Komitenin görevleri arasındadır. Bahsi geçen Protokol sistemik krizin yönetimi konusunda olup, Komitenin sekretarya görevi BDDK tarafından yürütülmekte; Komite yılda en az iki kere toplanmaktadır. Sistemik risklerin tespiti, ölçümü ve izlenmesine ilişkin olarak ABD'de Dodd-Frank Yasası ile oluşturulan Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (FSOC), AB'de finansal sistemin makro riskleri azaltmaya yönelik gözetiminden sorumlu olarak Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB) kurulmuştur. İngiltere'de ise 2011 yılı Şubat ayında sistemik riskin azaltılması ve önlenmesine yönelik tedbirlerin belirlenmesi ve izlenmesinden sorumlu geçici Finansal Politika Komitesi kurulmuştur. Bu çerçevede ülkemizde, 8 Haziran 2011 tarihinde sistemik riskleri belirlemek, izlemek ve makro riskleri azaltıcı politikalar oluşturmak üzere Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile TCMB, BDDK, SPK ve TMSF Başkanlarından oluşan Finansal İstikrar Komitesi (FİK) kurulmuştur. Kaynak: TCMB, BDDK

NOBEL, ENGLE VE SİSTEMİK RİSK

Değerli okuyucular hatırlayacağınız üzere bu iki hafta önceki yazımda Nobel Ekonomi ödülü alan Robert Engle'dan bahsetmiştim. Engle'ın yaptığı sunum elime ulaştığında heyecanlanmadığımı söylesem yalan olur. Şimdi sizlere bu sunumun önemli noktalarını aktarmak istiyorum. Engle sunumuna şu soruyla başlamış: Eğer bir finansal krize daha maruz kalırsak bir finansal kurumun faaliyetlerini aksatmadan sürdürebilmesi için ne kadar sermayeye sahip olması gerekir?

Sorunun yanıtını da kendisi veriyor: "Biz bunu hisse senedi verilerinden (fiyat/getiri) ve bilançonun pasif tarafındaki bilgilerden ekonometrik yöntemler kullanarak ölçüyoruz". Engle öğretim üyesi olmasının yanı sıra aynı zamanda NYU Stern Üniversitesi nezdinde faaliyet gösteren ve V-LAB olarak bilinen Volatilite Enstitüsü'nün yöneticisi.

V-Lab her hafta Amerikan ve kürsel bazda faaliyet gösteren bankalara ilişkin bilgileri güncelliyor ve SRISK adı altında yayınlıyor. SRISK aslında kurumların büyüklüğünü, kaldıracını ve riskini dikkate alarak hesaplanana toplulaştırılmış bir risk göstergesi. Engle bunu iki banka örneğiyle açıklıyor.

Bank of America'nın (BoA) piyasa kapitalizasyonu 102 milyar dolar, yükümlülükleri ise 1,9 trilyon dolar. Neticede kaldıraç oranı 20 olarak ortaya çıkıyor (sermaye/yükümlülükler). Bir kriz daha gerçekleşirse ABD hisse senetleri piyasasında %40'lık bir düşüş varsayımı altında BoA'nın hisse senetlerinin %66 oranında düşeceği hesaplanmış.

Neticede SRISK=122 milyar dolarak hesaplanmış. Bugün bile yetersiz sermayeye sahip olan BoA hisse senedi değerinin düşmesiyle çok daha kötü bir duruma düşecek denilmiş. Bir örnek de Avrupa'dan.

Credit Agricole'ün piyasa kapitalizasyonu 19 milyar dolar, yükümlülükleri ise 2,1 trilyon dolar. Kaldıraç oranı ise 114 ! Yani varlık ya da yükümlülük tarafında meydana gelebilecek en ufak bir olumsuz dalgalanma bankayı doğrudan iflasa götürecek.

Yani AB'de meydana gelebilecek bir çalkantının ilk vuracağı bankalardan biri Credit Agricole. Neticede SRISK hem yatırımcıların hem de denetim otoritelerinin sürekli –hatta aralıksız- olarak izlemeleri gereken bir gösterge.

SON SÖZLER

Gerek finansal gerekse makro ekonomik riskleri azaltıcı düzenlemeler ve politikaların belirlenmesi ve uygulanması çok önemli. Anlaşılması ve iletişimi güç olan bu konuda en önemli unsurlardan biri açık ve net bir iletişimden, diyalogdan geçiyor.

Söz konusu riskleri izlemeye yönelik çalışmaların başarıya ulaşmasının koşullarından bir diğeri de büyük çapta güvenilir, eksiksiz, doğru ve zamanında erişilebilecek veriye sahip olmak.

Bu verilerin kullanılacağı modellerden kaynaklanabilecek riskler ve model sonuçlarının değerlendirilmesi ve iletişimi de ayrı bir konu (hatta sorun). Son zamanlarda TCMB tarafından alınan birçok önlemi bu çerçevede değerlendirmek gerekmektedir. Zira konuyu anlamadan eleştiride bulunmak yanlış bir yaklaşımdır. Bilgi setinin güncellenmesi önemlidir.

Hatırlanacağı üzere küresel finansal kriz sürecinde özellikle karmaşık finansal araçlardan (türev ürünlerden) kaynaklanan risklerin yeterince anlaşılamaması ve denetim otoritelerinin finansal sektörün diğer sektörlerle olan etkileşimini göz ardı etmeleri, finans piyasalarında sistemik riskin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Uluslararası kuruluşlar olan IMF, BIS ve FSB makro riskleri azaltıcı politikaların uygulanmasında kurumsal yapılanmalara ilişkin önemli çalışmalar yapmakta ve bunları kamuoyuyla paylaşmaktadır.

Değerli okuyucular, bu kuruluşların yayınladığı raporları mutlaka okumak gerekiyor. Eğer İngilizceniz yeterli değilse TCMB ve BDDK tarafından sende iki kez yayınlanan periyodik finansal istikrar/piyasalar raporlarını okumalısınız.

Son sözümde finans dışı kesime: Finansal piyasalarda olup bitenler sizi yakından ilgilendirir, ihmal ederseniz kendinizi batmaya kadar bir sürecin içinde bulabilirsiniz. Büyük şirketler mutlaka bir risk uzmanı, şirket ekonomisti, finansal piyasa uzmanı istihdam etmelidir. Piyasalar, araçlar ve sistemler giderek karmaşıklaşmakta. Anlamak güçleşmekte. Unutmayın, bugün işinizi kolaylaştıran teknolojik gelişmeler yarın işinizi, firmanızı kaybetmenize neden olabilir!

Systemic Risk Rankings for 2012-09-14 (LRMES is equity loss for a 40% semiannual market decline)

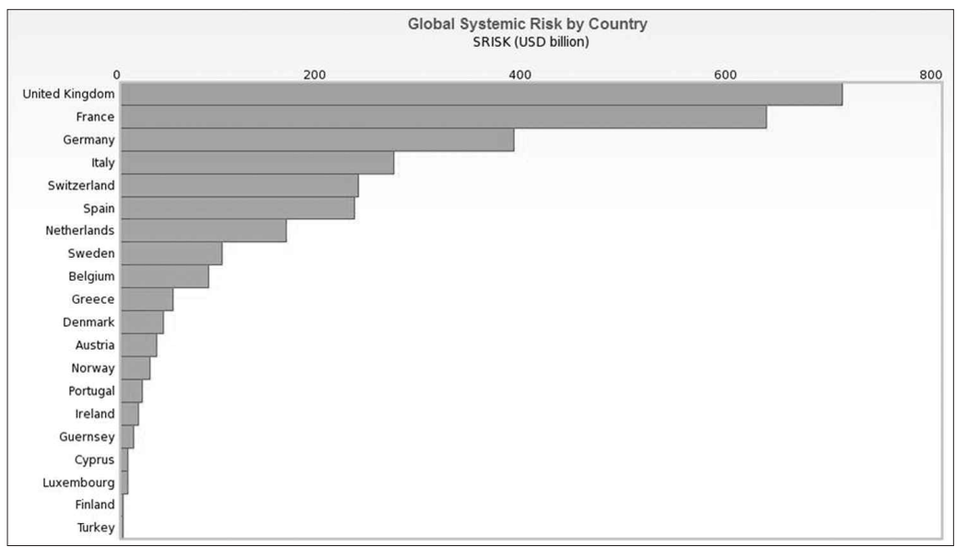
Institution	SRISK%	RNK▲	SRISK ($ m)	LRMES	Beta	Cor	Vol	Lvg	MV
Bank Of America	18.51	1	122,346	66.58	2.49	0.70	33.6	19.70	102,919.9
JP Morgan Chase	16.40	2	108,411	59.06	1.73	0.72	22.4	14.29	157,914.2
Citigroup	16.10	3	106,415	65.87	2.28	0.75	28.5	17.96	102,021.1
MetLife	7.19	4	47,496	61.91	1.65	0.69	22.4	20.80	38,506.6
Morgan Stanley	6.78	5	44,785	71.75	2.32	0.69	31.8	19.78	36,033.3
Goldman Sachs	6.52	6	43,102	51.38	1.70	0.71	22.4	15.56	60,052.0
Prudential Financial	5.80	7	38,330	58.72	1.56	0.72	20.3	23.28	27,321.6
Hartford Financial Services	2.92	8	19,294	59.94	1.96	0.68	27.1	32.81	8,864.5
American International Group	2.51	9	16,618	59.29	1.32	0.56	22.3	9.70	51,699.6
Lincoln National Corp	1.95	10	12,863	56.37	1.66	0.68	23	28.34	7,202.7

SRISK'in yükselmesi makro ekonomi, finansal piyasalar, yatırımcılar ve hane halkları için yaklaşan tehlike anlamına geliyor. SRISK'in ölçüldüğü Laboratuar'a http://vlab.stern.nyu.edu linkinden erişmek mümkün. Engle yukarıdaki tabloda en büyük 10 Amerikan kuruluşunun 14 Eylül itibarıyla sistemik risk yüzdesini vermiş. Görüleceği üzere ilk sırada BoA var. BoA önemli bir kuruluş, çok büyük, ama aynı zamanda sistemik risk uzayında önemli bir paya sahip.

Systemic Risk Rankings for 2012-09-21 (MES is equity loss for a 2% daily market decline)

Institution	SRISK%	RNK▲	SRISK ($ m)	MES	Beta	Cor	Vol	Lvg	MV
Deutsche Bank AG	7.59	1	141,161	6.92	2.76	0.70	47.2	70.27	39,899.8
Barclays PLC	6.55	2	121,830	6.37	2.54	0.59	36.3	56.24	44,499.1
Credit Agricole SA	6.34	3	117,898	8.36	3.33	0.60	51.8	117.57	19,010.1
BNP Paribas	5.87	4	109,227	5.79	2.30	0.65	35.9	37.78	64,657.8
Royal Bank of Scotland Group PLC	5.21	5	96,884	5.24	2.09	0.54	37.8	42.36	50,807.3
Societe Generale	4.16	6	77,310	7.65	3.05	0.63	49	63.56	24,140.2
ING Groep NV	3.88	7	72,076	6.24	2.49	0.62	36.9	45.98	33,263.4
Lloyds Banking Group PLC	3.32	8	61,748	5.16	2.06	0.57	35.1	32.20	45,972.8
UBS AG-REG	3.25	9	60,506	5.40	2.15	0.60	33.1	29.50	50,006.3
UniCredit SpA	2.94	10	54,610	6.72	2.68	0.60	53.4	44.22	26,064.0
Banco Santander SA	2.87	11	53,398	5.01	2.00	0.62	35.7	20.04	80,439.8
Credit Suisse Group AG	2.54	12	47,146	5.44	2.17	0.55	34.6	35.48	30,591.0
HSBC Holdings PLC	2.48	13	46,117	3.33	1.33	0.64	21.7	15.26	173,842.4
Commerzbank AG	2.22	14	41,330	6.34	2.52	0.61	55.8	69.84	11,862.0
AXA SA	1.92	15	35,783	5.56	2.22	0.65	36	24.34	38,205.3

Bir diğer tabloda ise en büyük 15 Avrupa finansal kurumunun 21 Eylül itibarıyla sistemik risk yüzdesi yer alıyor. Görüleceği üzere ilk 3 sırayı Alman Deutsche Bank, İngiliz Barclays ve Fransız Credit Agricole alıyor.



Sistemik riske ülke bazında bakıldığında ise yukarıdaki tablo Avrupa sistemik riskini çok net bir şekilde özetliyor. Avrupa'da sistemik risk açısından en büyük pay İngiltere'ye ait. Ardından Fransa ve Almanya geliyor. Görüleceği üzere Türkiye en sonda yer alıyor. Tabii ki görünüşte iyi bir şey ancak bu durum Türkiye'nin riski yok anlamına gelmiyor. Burada vurgulanan nokta Türkiye'de meydana gelebilecek bir finansal çalkantının Avrupa piyasalarında yaratacağı etkinin az olması! Bugün Avrupa'nın finans ve bankacılık kesimini gelecekte yaşayabileceği olası bir krize karşı ciddi bir sermayeye ihtiyacı var. Bu ihtiyacın 2 trilyon dolar olduğu dile getiriliyor. Ayrıca söz konusu riski sadece finans ve bankacılık kesiminin riski olarak görmemek gerek, zira bu risk çok kısa sürede ülke riskine dönüşebiliyor.