VOB JEKTİF

VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI

YIL: 6 SAYI: 24 EYLÜL 2012

OPSİYON STRATEJİLERİ

Piyasa durgun ama hareketlenmesini mi bekliyorsunuz? Yoksa tersini mi? İşte stratejiler...

BÜLENT ERTUNA

Forekste kazanma stratejilerini Gedik Yatırım Genel Müdür Yardımcısı Bülent Ertuna anlattı.

KAPALIÇARŞI'DA RİSK ÇOK HEDGE YOK

Yüzlerce yıllık Kapalıçarşı'da altın esnafının riskten korunma yöntemlerini araştırdık...

7 ÖLÜMCÜL GÜNAH

VE BİR FİNANSAL PİYASA

Finansal sektörde ardı ardına patlayan skandallar, filmlere konu olan yedi ölümcül günahı gündeme getirdi

SIRADA HANGİ BANKA VAR?

Bir yandan krizle boğuşan finans dünyası, diğer yandan dünyanın en büyük bankalarının adlarının karıştığı skandallarla karşı karşıya. JP Morgan, Barclays, HSBC, Standard Chartered, RBS ve diğerleri. Soru basit: Sırada kim var?

DOÇ. DR. C. COŞKUN KÜÇÜKÖZMEN

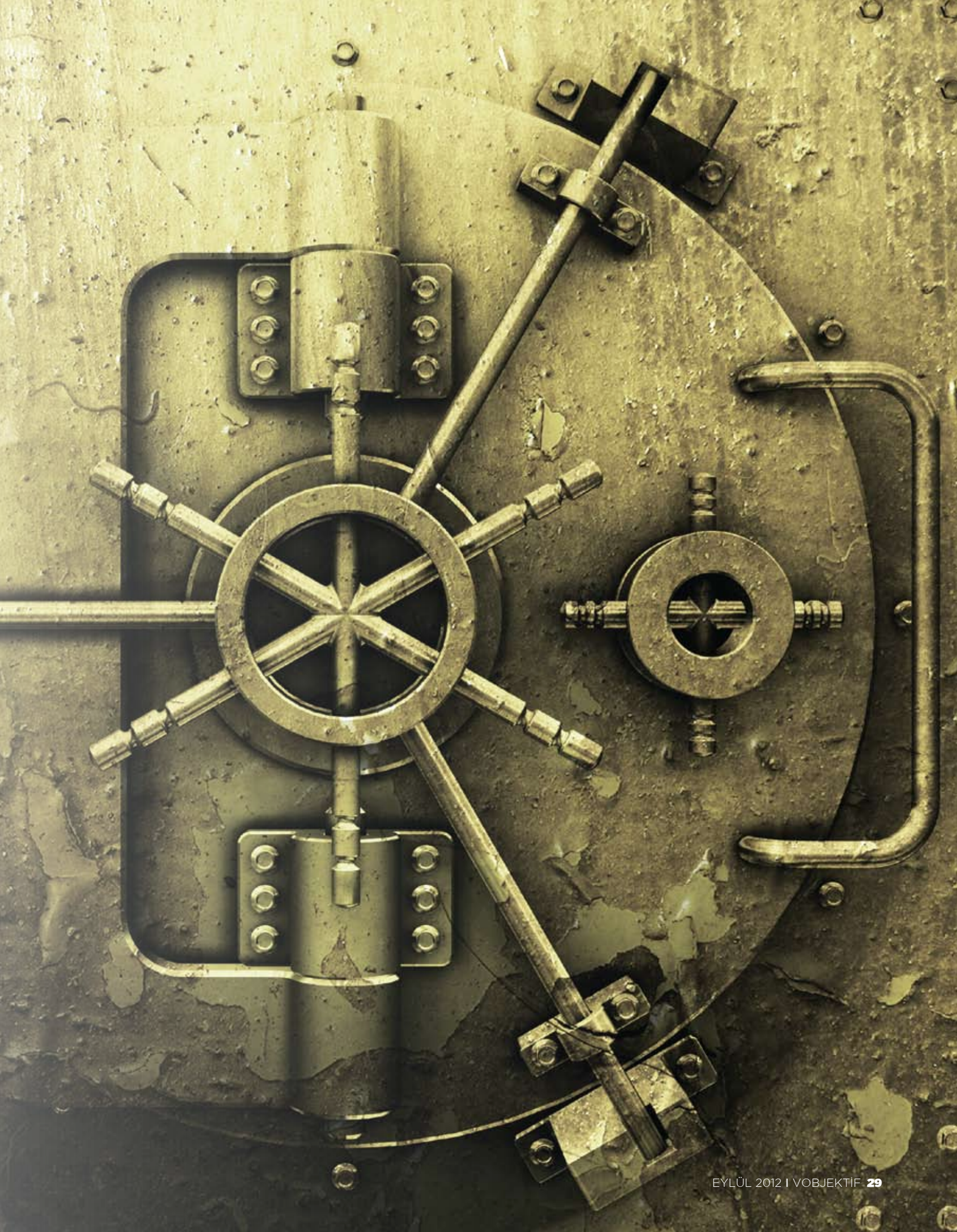
Uluslar arası finansal piyasalardaki hareketlilik içinde bulunduğumuz yaz aylarına rağmen olanca hızıyla sürüyor. Aslında yaşanan gelişmeler için hareketlilik yerine skandallar dizisi ifadesini kullanmak daha uygun görünüyor.

Hatırlanacağı üzere iki yıl önce 6 Mayıs 2010 tarihinde ABD finans piyasalarının önemli endekslerinden Dow Jones, beklenmedik büyüklük ve hızda bir düşüşü ve hemen ardından gelen yükselişi adeta aynı anda yaşadı. Saat 14.40'ta Dow Jones endeksi gün içinde 300 baz puandan fazla değer kaybederken hisse senedi piyasası da 5 dakika içinde 600 puan değer yitirdi. Saatler 14.47'yi gösterirken düşüş 1.000 puana erişti. Saat 15.07'de ise normale dönüş yaşandı ve 600 puanlık düşüşün geriye dönmesiyle piyasa toparlandı.

Finans yazınında Flash Crash olarak adlandırılan bu olayın nedenleri üzerine gerek Amerikan SPK'sı (SEC) gerek diğer denetim otoriteleri ve akademisyenler hâlâ araştırmalar yapmakta, raporlar hazırlamaktalar.

Bu yılın piyasaları şoke eden ilk haberi Mayıs ayında JP Morgan'dan geldi. Tarihler 10 Mayıs'ı gösterdiğinde JP Morgan CEO'su Jamie Dimon kredi türevi işlemlerinden 2 milyar dolar zarar ettiklerini açıkladı. Sentetik kredi türevi portföyünün maruz kaldığı bu zarar çok kısa sürede piyasaları etkiledi ve haberin hemen ardından JP Morgan hisseleri büyük bir düşüş yaşadı. JP Morgan CEO'su Dimon konuyu "hata, ihmal, dikkatsizlik ve kötü karar" silsilesi ile açıklamaya çalıştı.

JP Morgan'ın 2 milyar dolarlık zararının duyurulması piyasalar kapandıktan sonra gerçekleşti ve bazı serbest yatırım fonları (hedge funds) JP Morgan hakkında "JP Morgan özel paralarla büyük bahisler oynuyordu" ifadesini kullandılar. Serbest yatırım fonları dışında bazı kaynaklar ise



"JP Morgan'ın, finansal risklere karşı korunma stratejisi (hedging) kisvesi altında kâr elde etmek için spekülatif işlemlere giriştiği ve piyasayı bozduğu" görüşünde olduklarını açıkladılar. Haklılarda, zira zararın kamuoyuna duyurulmasının hemen ardından JP Morgan hisseleri yüzde 6.7 düşerken rakip konumundaki diğer büyük yatırım bankalarının hisselerinde de sert düşüşler yaşandı. Bu durum ***Grafik-1'de*** açık bir şekilde görülmektedir.

Volcker Rule olarak bilinen, hâlâ tartışılan ve özellikle yatırım bankalarının spekülatif türde riskli türev işlemlerine girmesini büyük ölçüde engelleyen ve kontrol altına almaya çalışan yasanın haklılığı ve önemi belki bu şekilde daha da belirginleşti. CEO Dimon her ne kadar bu olayın Volcker Kuralı'nı ihlal etmediğini ancak Dimon İlkesi'ni ihlal ettiğini söylese de ortada 2 milyar dolarlık vahim bir hatadan kaynaklanan zarar mevcut. Bu arada Dimon İlkesi'nin henüz finans yazınında yerini almadığını, ancak Sayın Dimon bu konuda finans dünyasını yeterince bilgilendirirse muhtemelen bir şekilde layık olduğu yeri alacağını da ifade etmeliyiz.

Geçen yıl yaklaşık 19 milyar dolar kâr eden bankanın bu zararı göğüsleyebileceği ancak zararın 2 milyar dolarla sınırlı kalmayacağı ifade ediliyor. Hatta birçok kaynak zararın Haziran ayı sonu itibarıyla 5-6 milyar dolar civarına yükseldiğini dile getiriyor. Bu durum hiç şüphesiz türev ürünlerin spekülâtif amaçlı olarak kullanımından kaynaklanabilecek riskleri ve kontrol sürecindeki zaafları bir kez daha gözler önüne seriyor.

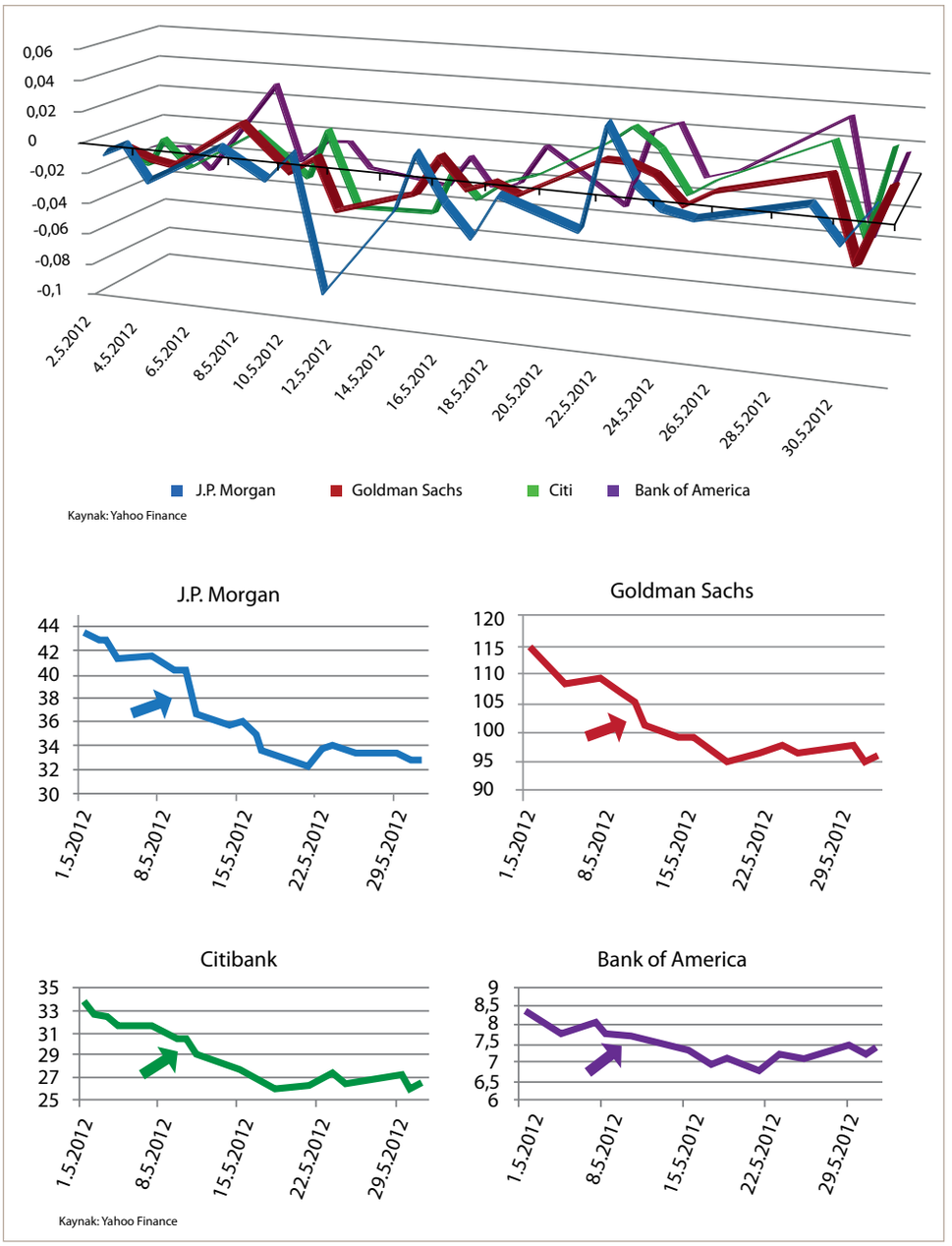
Geçen yılın Kasım ayında İsviçre kökenli yatırım bankası UBS'in uğradığı 2.3 milyar dolarlık zararı tekrar hatırlayalım. UBS işlemcilerinden (trader) Kweku Adoboli'nin Borsa Yatırım Fonları (ETF) nedeniyle bankayı uğrattığı zarar adeta bir anda unutuldu. Ancak bugün yaşananlar bu gibi olaylardan hem yeterli derslerin alınmadığını hem de gerekli önlemlerin alınmasında geç kalındığını göstermekte.

Gelelim JP Morgan vakasına. Kredi türevi piyasasının mucidi aslında çok bilinmemekle birlikte JP Morgan'dır ve geçmişi 1990'lı yılların ortalarına kadar gitmektedir. Kredi türevi kısaca kredinin risk kısmının ayrılmasını ve bunun transferini sağlayan bir mekanizmadır. Bir nevi sigorta da denilebilir. Ancak bu bağlamda sözü edilen kredi sigortası piyasasının en önemli eksiği hiç şüphesiz elinde sigorta bulunduranların, söz konusu sigortaya mesnet teşkil eden varlığa sahip olmamasıdır. Bu da tamamen istismar riskini (moral hazard) ortaya çıkarmaktadır ve elinde sigorta bulunduran taraf neredeyse karşı tarafın durumunun kötüleşmesi için dua etmektedir. Zira en büyük kısmı CDS'lerden oluşan kredi türevi piyasası Amerikalı hukukçuların deyimiyle meşrulaştırılmış kumara (legalized gambling) dönüşmüş durumdadır.

Bu piyasanın kısa zamanda ulaştığı büyüklük BIS raporlarından elde edilen verilerle ***Grafik-1'de*** gösterilmektedir. Sadece bu grafiğe bile bakılarak 2008 yılının milat kabul edildiği küresel krizin hız kazanmasında CDS piyasasının katalizör rolü kolaylıkla görülebilir.

Oldukça karmaşık yapılar içeren finansal türev işlemlerinde sadece spekülâtif amaçlı değil korunma (hedge) amaçlı işlemlerden de zarar doğabilir. Dolayısıyla korunma stratejisinin

Grafik-1: JP Morgan, Goldman Sachs, Citibank ve Bank of America'nın Mayıs ayı içerisinde hisse senedi fiyatları ve günlük getirileri

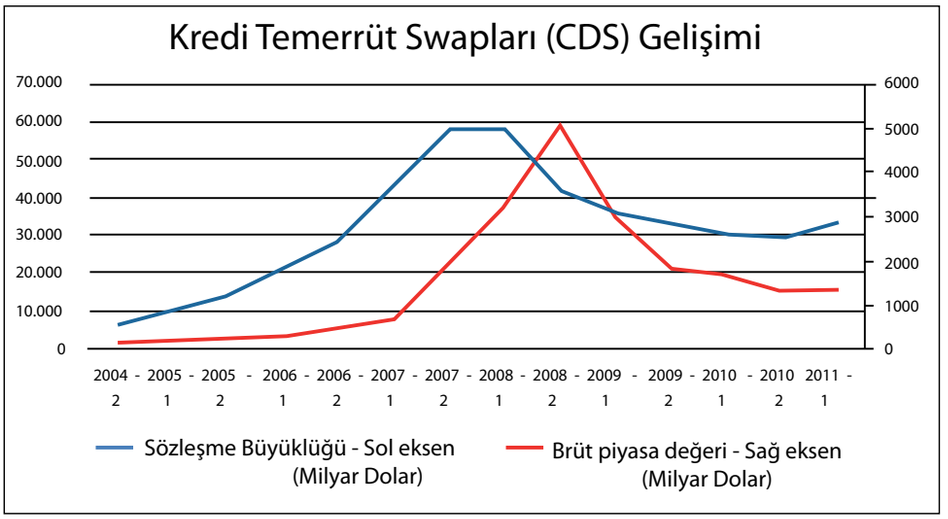


iyi belirlenmesi gerekiyor. Finansal piyasalarda nelerin olabileceğini tahmin etmek kolay bir iş değildir. Elinizde ne kadar yeterli donanım ve yetenekli insan kaynağı bulunursa bulunsun, açgözlülük, hırs ve denetim eksikliği her zaman kaybettirebilir.

Peki, zarara kadar giden bu sözüm ona riskten korunma süreci nasıl şekillendi? Aslında süreç spekülatif bir alım-satım işlemi. JP Morgan, kredi riskini azaltmak için kredi temerrüt swaplarından oluşan bir referans endekse yatırım yapmış. Kodu S9.CDX.IG olan bu endeks yatırım yapılabilir (investment grade) seviyede 10 yıllık "Markit CDX North American Investment Grade Index" olarak bilinen bir endeks. Görünüşte iyi çeşitlendirilmiş bir endeks olan ve CDX.NA.IG.9 koduyla www.markit.com sitesinde mevcut olan endekste toplam 125 şirkete ait referans varlık bulunmakta. Her bir şirket %0,8 ağırlığa sahip. Ancak bu endekste yer alan CIT Group Inc., Federal Home Loan Mortgage Corporation, Federal National Mortgage Association ve Washington Mutual Inc. isimli şirketlerin batık olduğunu da ifade edelim. Aslında daha riskli, daha oynak ve ekonomik anlamda JP Morgan'ın sandığından daha az etkili olan bu endekse yatırım yapmanın iyi bir yatırım stratejisi olmadığı kısa sürede anlaşıldı. Zira referans göstergeler beklenmedik şekilde hareket etmeye başlayınca JP Morgan daha fazla para koydu ancak beklenen olmadı. Hatta JP Morgan'ın stratejisine (kumarına) ilişkin şayia yayılmaya başlayınca piyasadaki rakipleri bu durumu lehlerine çevirmek için karşıt strateji geliştirerek oyuna dahil oldular. Bir süre sonra JP Morgan pozisyonunu daha fazla artırmadı ve oyundan çekildi, yani bir anlamda zararı kabullenmek zorunda kaldı.

Söz konusu pozisyonların alınmasında ön plana çıkan kişi, büyük pozisyonlar alması nedeniyle kendisine "Londra Balinası" lakabı takılan JP Morgan işlemcisi Bruno Michel Iksil. Iksil, krizin ardından piyasaların düzelmeye başladığı ve faizlerin düşmesiyle kredi kanallarının daha da açılacağı öngörüsüyle hareket ederek büyük CDS pozisyonları almış. Ancak yukarıda da ifade edildiği gibi Iksil'e karşı bazı serbest yatırım fonları ve yatırımcılar da piyasalarda iyileşmenin gecikebileceği ve faizlerin yükseleceği öngörüleri paralelinde pozisyon alarak

Grafik-2: Kredi Temerrüt Swapları'nın Gelişimi



Kaynak: BIS - OTC derivatives market activity

beklemeye geçmişlerdi. Gelişmeler neticesinde JP Morgan'ın stratejisi sonuç vermedi ve 6 hafta içinde 2 milyar dolara ulaşan bir zararı açıklamak zorunda kaldılar. Bu durum ***Grafik-3'de*** yer almakta.

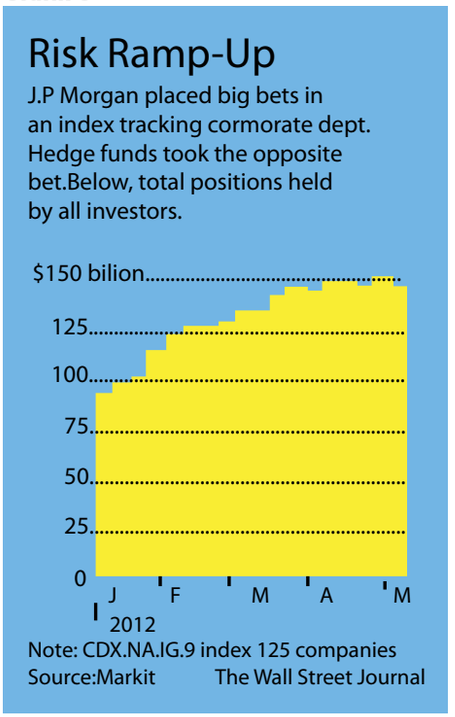
Yeri gelmişken Datamonitor.com tarafından 2009 yılında yayınlanan ve JP Morgan'ın güçlü ve zayıf tarafları analizinden bir alıntı yapalım: Analizde zayıf taraflar olarak (i) artan kredi kayıpları nedeniyle kârlılık üzerinde olumsuz etki, (ii) ABD piyasalarına aşırı bağımlılık nedeniyle kötüleşen iç piyasanın bankanın kırılganlığını artırması, gösteriliyor. JP Morgan'ın kredi portföyünü koruma altına alma eğiliminde bu husus ön plâna çıkmış olabilir. Ancak JP Morgan bunu yaparken referans varlık olarak portföyün kompozisyonu dışında bir endeksi nirengi noktası almış. Dolayısıyla JP Morgan'ın yaptığı işlem dolaylı korunma stratejisi görünümü veriyor. Ancak öngörülerinin beklentileri doğrultusunda gelişmesi durumunda portföyün büyük kâr yazacağı gerçeği de dikkate alınmalı.

Sonuç olarak JP Morgan'ı bu işleri bilmemekle suçlamak yersiz bir yaklaşım olacaktır. Zira Corporate Quantitative Research ekibi tarafından hazırlanan ve 2006 yılı Aralık ayında yayınlanan "Credit Derivatives Handbook" adlı yayın kredi temerrüt swapları, piyasaları ve işlem stratejileri üzerine son derece önemli ve değerli bilgiler içeriyor. Ayrıca JP Morgan bir kaç kez dünyanın en iyi türev ürün işlemi yapan bankası olarak ödül almış bir banka ve kredi türevlerinin de mucidi.

İÇERİDE DURUM NASILDI? İLK İKAZ SİNYALLERİ GÖRMEZDEN Mİ GELİNDİ?

CIO (Chief Investment Officer) yöneticisi Achilles Macris kendi iç kontrol birimi yöneticisinden gelen ikazları dikkate almadı. Bankanın varlıklarının yüzde 17'sini yöneten ve 3,1 milyar dolar kâr eden CIO daha önceki korunma stratejilerinden elde ettikleri kârın

Grafik-3



verdiği güvenle -aldıkları pozisyonlar itibarıyla- son derece rahattı. Ancak pozisyonlar o kadar büyüktü ki (650 milyar dolar) piyasayı da etkilemekteydi. Yılın ilk çeyreğinde bankanın artış yönünde hareket beklediği kredi koruma portföyünün büyüklüğü 149 milyar dolar tutarındaydı. Böylesine büyük bir rakamla oyuna başladığınızda "zararı durdur" tarzında bir stratejiyi uygulamak pek kolay olamamaktadır. Dolayısıyla çıkılan yoldan geri dönülme kararıyla [zararı-durdur (stop-loss)] daha büyük zararlar atlatıldı.

JP Morgan'ın Riske Maruz Değer (RMD=VaR) rakamlarına olan aşırı güveni bilinen bir gerçek. Banka ilk dönem sonunda 67 milyon dolar tutarında RMD rakamı üreten modelini değiştirdi. Zarara uğradıktan sonra tekrar eski modele geri dönen banka bu sefer RMD değerini 129 milyon dolar olarak gördü (hesapladı). Neticede hem model hem de veri yanlış olabiliyor. Zira gerçekleşen zarar, neredeyse modelin 15-30 katına tekabül ediyor ki modelin güvenilirliği açısından kabul edilebilir bir durum değil. Bu noktada Amerikan denetim otoritesi OCC tarafından yayınlanan raporlar da yanıltıcı olabiliyor. Zira bu raporlardaki veri doğrudan bankalardan alınıyor ve ne tür bir işleme tabi tutulduğu en azından dışarıdakiler tarafından bilinmiyor.

RİSKE MARUZ DEĞER (VALUE-AT-RİSK) MODELİ NEDİR?

Basel Komitesi tarafından yayınlanan piyasa riski düzenlemesi ile gündeme 1993 yılında gelen Riske Maruz Değer –RMD (Value-at-Risk) modellerinin ilk uygulamasının JP Morgan bünyesinde faaliyet gösteren RiskMetricsTM grubu tarafından yapılmıştır. Banka CEO'su Dennis Weatherstone tarafından bankanın tüm risklerinin her iş günü saat 16.15'te tek bir rakamla gösterilmesi istendiğinde kendisine RMD rakamı sunulmuştur. Bu rapor 4:15 raporu olarak da bilinmektedir. Kısa sürede bir dünya standardı haline gelen RiskMetricsTM VaR modeli finansal kurumların belli bir zaman diliminde (genellikle 1-10 gün), belli bir olasılık seviyesinde (genellikle %95-99) kaybedebilecekleri maksimum zarar rakamını veren bir model.

> **"RİSKE MARUZ DEĞER HESAPLAMASI, HANGİ MODELLEMEYİ KULLANDIĞINIZA BAĞLI OLARAK DEĞİŞİM GÖSTERİR."**

RMD'nin en güzel tarafı tüm portföy riskini tek bir rakamla ifade edebiliyor olmasında yatıyor. RMD hesabının temel parametreleri standart sapma (varyans ve kovaryans) ve korelâsyon. Ancak bu yaklaşım göründüğü kadar basit ve masum değil. Kullanılan verinin uzunluğu (özellikle verideki uç –ekstrem- değerler), standart sapmanın ve korelâsyonun sabit kabul edilmesi ve piyasanın normal dağılım varsayımına uygun hareket ettiği varsayımları modelin en zayıf tarafları. RMD'nin üç temel metotla hesap edildiği (varyans-kovaryans, tarihi simülasyon ve Monte Carlo simülasyonu) dikkate alınacak olursa her bir metodun farklı sonuç üretmesi ve bunlardan hangisinin gerçeğe en yakın olduğu ciddi bir tartışma konusu olacağı aşikârdır. Günümüz bilgisayar teknolojisi, gelişmiş istatistikî ve ekonometrik yöntemler ile karmaşık matematik ve mühendislik modelleri kullanarak yapılan RMD hesaplarını anlaşılması kolay olmayan duruma getirmiştir. Bu noktada birçok denetim otoritesinin yeterli bilgi ve donanıma sahip olmadığı da sıkça dile getirilmekte. Neticede RMD rakamları her türlü riski gizleyebilecek şekilde de hesaplanabiliyor.

Bu konuda gündeme getirilen yeknesak bir çözüm maalesef yok. Konuyu anlayabilmek için gereken bilgi birkaç disiplinde birden hatırı sayılır bilgi ve donanıma sahip olmaktan geçiyor.

OCC tarafından yayınlanan ve 2012 yılının ilk çeyreğini kapsayan "Bankaların Alım Satım ve Türev İşlemlerine İlişkin Üç Aylık Rapor"da yer alan şu ifade yeterince dikkat çekici olmalı: "En büyük beş bankanın alım-satım (trading) kaynaklı riski RMD cinsinden 564 milyon dolar olarak raporlanmış olup 2011 yılının ilk çeyreği ile kıyaslandığında %16.7'lik bir düşüş göstermiştir". Görülen o ki JP Morgan'ın zararının 2 milyar dolar olduğu kabulü altında RMD modeli en büyük beş banka için toplam 564 milyon dolarlık bir maksimum zarar tahmininde bulunuyor. Rapordan alınan RMD (VaR) tablosu aşağıda. Buna göre JP Morgan için öngörülen olası maksimum zarar 171 milyon dolar yani maruz kalınan zararın 1/12'si. Bu durumun farklı yorumları elbette var. Aslında tabloda dikkat çeken birkaç husus var. İlki 2011 yılına nazaran JP Morgan'ın riskindeki artış. Diğeri ise listede yer alan diğer dört bankanın riskindeki azalış. OCC, diğer dört bankanın riski azalırken JP Morgan'ın riskinin artmasına belki de daha fazla dikkat etmeliydi. Her ne kadar öngörülen RMD rakamı ile gerçekleşen zarar arasında 12 kat fark olsa da, dikkatli bir yaklaşımla düşük ihtimalle bile olsa konunun üzerine gidilerek bir şeyler yakalanabilirdi. Aşağıdaki tabloda dikkatlerden kaçan ufak bir hata daha var, sanki JP Morgan'la ilgili bir şeylerin yanlış gideceğine dair ipucu veriyor. Bu hatayı da okuyucuların bulmasını diliyorum.

ÇIKARILACAK DERSLER

Risk hesabınızın doğruluğuna yüzde 100 derecesinde güvenmeyin. Farklı risk hesapları kullanın ve farklılıkların nedenini araştırın. Elde edilen risk rakamlarını stres ve senaryo analizlerine tabi tutarak beklenmedik durumlarda karşılaşabileceğiniz zararlara ilişkin bilgi edinin. Bu tür hesaplamalar size beklenmedik olaylar karşısında hızlı davranabilme esnekliği kazandırır. Risk ölçüm modellerinizi belli aralıklarla güncelleyin ve doğruluğunu kontrol edin (bugging). Makul derecede şüpheci olun.

Önemli noktada bir elemanınız işi terk ettiğinde ya da hastalanıp gelemediğinde geçici olarak da olsa onun yerini alacak ve gerekli donanıma sahip mutlaka bir yedek elemanınız olsun. Şirketinizin Yöneticisi ve Yönetim Kurulu Başkanı aynı kişi olmasın (J. Dimon gibi). Yüksek kârları sorgulayın, zira bu kârları elde ettiğiniz strateji sonsuza kadar sürmez ve birden zarara dönüşebilir. Türev ürünler halen karmaşık bir yapıya sahiptir ve bu karmaşıklık artarak devam edecektir. JP Morgan'ı denetleyen denetim otoritesi ve eleman sayısı azımsanamayacak ölçüde olmasına rağmen bu konuda denetim otoritelerinin elinde henüz yeterince gelişmiş silah yoktur. Bu arada JP Morgan'ın toplam resmi denetçi sayısının 114 olduğunu da ifade edelim [Federal Reserve Bank of NY (40), FDIC (4) ve OCC (üç ofiste toplam 70)]. Kim bilir, Warren Buffett'ın türev ürünleri finansal kitle imha silahı olarak isimlendirmesinin anlamı bu olsa gerek.

Bu kadar kısa sürede bu büyüklükte bir zarara neden olan olayın gözden kaçmış olması sadece denetim tarafında değil JP Morgan tarafında da hâlâ bir muamma gibi görünüyor. Zira banka tarafından henüz kayda değer bir açıklama yapılmadı. Alınması gereken önlemler sıralansa da bu iş o kadar kolay değil. Artan işlem hacimlerinin yanı sıra işlem hızının da artması gelecekte yaşanabilecek tehlikeler hakkında yeterli bilgiyi sunuyor aslında. Denetim otoritelerinin ekonomik gerçekleri göz önüne alarak hareket etmeleri gerekiyor. Özellikle büyük yatırım bankalarının adeta tüm piyasayı tekellerine alarak katma değer yaratmayan ve sisteme büyük zarar veren işlemlerini çok sıkı denetlemeleri ve yakından takip etmeleri gerekiyor. İlk aşamada etkili bir Volcker Kuralı uygulaması yerinde olabilir. Ancak her biri en az 100-150 yıllık geçmişe sahip büyük yatırım bankalarının Amerikan finans sistemini (ve dolayısıyla küresel finans sistemini) ve denetim tarafını olumsuz etkilediği bir gerçek.

JP MORGAN GERÇEKTEN TBTF'Mİ? YANI BATMASINA İZİN VERİLEMEYECEK KADAR BÜYÜK MÜ?

JP Morgan dünyanın en büyük halka açık şirketi. Bilanço büyüklüğü 2 trilyon doların üzerinde. ABD'nin en büyük yatırım bankası, "Batmasına izin verilemeyecek kadar büyük (Too Big To Fail)" bankaların başında geliyor ki bu özelliği ile ABD finans sisteminin kendi içindeki en büyük tehdit unsuru.

Tablo-1

$ in millions	JP Morgans Chase & Co.	Citigroup Inc.	Bank of America Corp.	The Goldman Sachs Group	Morgan Stanley
Average VaR q1'12	$170	$130	$84	$95	$84
Average VaR q1'11	$88	$171	$184	$113	$121
Change in Avg. VaR Q1'12 vs Q1'11	$106	($40)	($100)	($18)	($37)
% Change in Avg. VaR Q1'12 vs Q1'11	93%	-23%	-54%	-16%	-31%
3-31-12 Equity Capital	$189.728	$181.820	$232.499	$71.656	$62.324
2011 Net Oncome	$18.976	$11.067	$1.446	$4.442	$4.110
Avg VaR Q1'12 / Equity	0.09%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
Avg VaR Q1'12 / 2011 Net Income	0.9%	1.2%	5.8%	2.1%	2.0%

Data Source: 10K & 10Q SEC Reports.

Spekülatif amaçlı hareketlerini artırması durumunda ekonomiyi rayından çıkarabilir. ABD'de 2009 yılı itibarıyla varsayımsal miktarı (notional amount) 290 trilyon dolar olan türev ürün sözleşmelerinin yüzde 95'i aralarında JP Morgan'ın da bulunduğu beş büyük finans kuruluşu tarafından gerçekleştirildi (diğerleri Citigroup, Bank of America, Morgan Stanley ve Goldman Sachs). Bu beş kurum aynı zamanda türev işlemlere ilişkin düzenleme metnini kaleme alan kuruluşlar olarak da anılıyor (ki bu durum işin doğasına aykırı).

BU BÜYÜK KAYIP ÖNGÖRÜLEMEZ MİYDİ?

Daha öncede ifade edildiği üzere JP Morgan aynı zamanda kredi temerrüt swaplarının mucidi. İlk etapta 2 milyar dolar olarak açıklanan zarar CDS kaynaklı bir zarar. Konuya ilişkin olarak 10 Mart 2009 tarihinde yayınlanan bir haberde 31 Aralık 2008 itibarıyla Citigroup, Bank of America, HSBC, Wells Fargo ve JP Morgan'ın türev işlemler kaynaklı toplam net 587 milyar dolar zarar yazdıkları ifade ediliyor. Aynı haberde Amerika'nın en büyük beş bankasının 145 milyar dolarlık destek paketi almalarına rağmen ekonomik durumun kötüleşmesi ile birlikte söz konusu pozisyonlardan ciddi büyüklükte zarar edecekleri vurgulanmış. Yani basında çıkan haberlerin ciddi bir takibi ve analizi birçok şeyi gözler önüne seriyor ve açıklıyor. Önemli olan hangi kaynaklardan haber almanız gerektiğini ya da hangi kaynakları takip edeceğinizi bilmek ve bu türde haberleri yorumlayacak bilgi altyapısına sahip olmak.

TÜRK FİNANS ÇEVRELERİ BU TABLODAN NASIL SONUÇLAR ÇIKARMALI?

Başkalarının deneyimlerinden istifade etmek önemli. Sırf getiriye odaklanmak yanlış. Konunun detayları, anlaşılması güç davranışlar ve beklentilerin yanı sıra teknik unsurları da içeriyor. Riskler önemsizmiş gibi gelebiliyor. Türev ürünler neticede birer sözleşme, birer tasarım, yani yapılandırılmış finansal ürün (structured financial instrument). Alınıp satılan şey tek kelime ile "olasılık", yani ticaretini yaptığınız şey olasılıktan başka bir şey değil. Biraz daha basite indirgerseniz tahmin ve öngörülerinizin üzerine iddiaya girmek, kumar oynamak da diyebilirsiniz.

> "SIRF GETİRİYE ODAKLANMAK, DEV BANKALARIN ÖNGÖRÜLEMEYEN BU ZARARLARI YAZMASININ TEMEL NEDENİ."

Dolayısıyla Türk finans çevrelerinin çıkarması gereken en önemli sonuç bu işin getirisi kadar risklerine de odaklı bir bilinç oluşturmak. Bunun yolu da eğitimden geçiyor. Ancak bu iş hem maliyetli hem de bu konuda yetişmiş eğitmen bulmak çok güç. Zira eğitmenin sadece kitap/okul odaklı olması yetmiyor.

Aynı zamanda menkul kıymet alım-satım (securities trading) işlemlerine de vakıf olması gerekiyor.

ÜLKEMİZDE DE BENZER HATALAR YAŞANABİLİR Mİ?

Bu tür hataların bizde de yaşanması ihtimal dahilinde. Ancak bunu düzenlemeler yoluyla engellemek mümkün. Başkalarının hatalarını iyi analiz etmek, açık kapıları bulup istismarın önüne önceden geçmek gerek. Bu çerçevede Volcker Kuralı olarak bilinen kuralın ve yüzlerce hatta birkaç bin sayfalık Dodd-Frank Yasası'nın ciddi bir analizini yapmak gerek. Bu da tabii ki kapasite, deneyim ve teknik altyapı işi, yani kolay değil.

FİNANS ALANINDA YÖNETİCİLER, İNSAN KAYNAKLI RİSKLERİ YÖNETEBİLMEK ADINA EĞİTİLİYORLAR MI?

Aslında JP Morgan'ın başına gelen bu olay alım-satım riski (trading risk) kadar, insan kaynaklı operasyonel risk alanına da giriyor. Operasyonel risk kapsamında üç temel risk var: İnsan, teknoloji ve doğal afetler. Bu konuda Basel-II düzenlemeleri ile birlikte bankacılık kesiminde ciddi bir algı ve farkındalık oluştu. Zaten BDDK yönetmeliklerinde de operasyonel risk konusu kapsamlı bir şekilde ele alınmış durumda. Ancak bu konunun eğitimi henüz emekleme aşamasında. Zira hem finans, hem hukuk, hem diğer teknik konuları bir arada harmanlama sürecine geçemedik. Tabii ki en önemli husus düzenlemenin denetimi. Denetleyemeyeceğiniz alanları düzenlemeye kalkmak ise ayrı bir risk.

ABD'DE KREDİ TÜREVLERİNİN GELİŞİMİ

Grafik-4 ve bu grafiğe mesnet teşkil eden verilere bakıldığında daha farklı bir

tablo ortaya çıkmakta. Türev ürünlerin büyük çoğunluğunu faiz oranı ve yabancı para (döviz kuru) türevleri oluştursa da kredi türevlerinin gelişim hızı son derece dikkat çekici. Kredi türevleri 2002 yılı son çeyreğinde adeta uçuşa geçerken küresel krizin başlamasıyla birlikte daha büyük bir hızla düşüşe geçmiş. Ancak hacim verilerine bakıldığında kredi türevi piyasasının hâlâ ciddi riskler içerdiğini söyleyebiliriz.

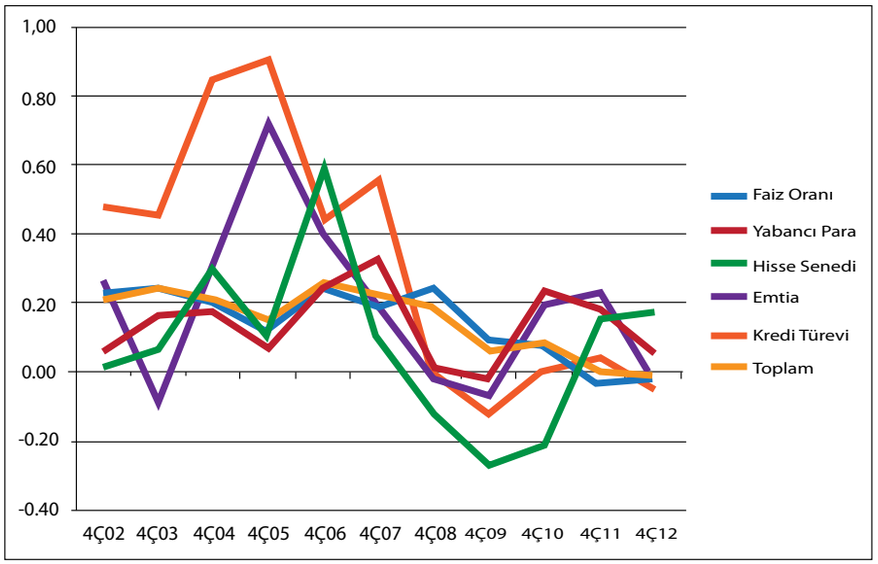
Bugün ABD bankacılık sisteminin dikkat çeken en önemli yanlarından biri de dört büyük yatırım bankasının toplam türev işlem hacminin yüzde 93,2'lik kısmını ellerinde bulundurması. Bu dört banka sırasıyla JP Morgan (%31,4), Citigroup (%22,7), Bank of America (%2,4) ve Goldman Sachs (18,7). Sanırım rakamlar yaşananları ve yaşanacakları net bir şekilde ifade ediyor ve fazla yoruma da gerek yok.

BARCLAYS VE LIBOR OLAYI

JP Morgan'ın kredi türevlerinden zarar etmesinin üzerinden çok geçmeden piyasalar bir başka skandalla sarsıldı. Libor skandalı! Uzun zamandır gündemde olan ancak ABD mahkemelerinin kararı sonuçlandırması ile birlikte gündemin baş köşesine oturan bir diğer olay da Barclays Bank'ın başı çektiği ve LIBOR manipülasyonu (hileli yönlendirme) olarak isimlendirilen olay. Mahkeme tarafından 455 milyon dolar cezaya çarptırılan Barclays, suçunu kabul etti ve itiraz etmedi. Ancak banka aleyhine bir çok dava açılmış durumda.

Konu Barclays Bank'la sınırlı değil. Libor oranı belirleyen panele kotasyon veren 18 bankanın da ceza alması söz konusu. Ancak işin maddi ve hukuki boyutu çok büyük, dolayısıyla çözümü zaman alacağa benziyor.

Grafik-4

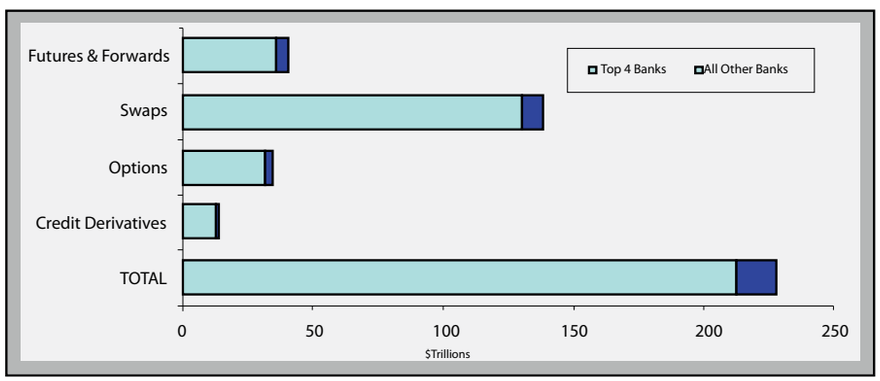


Milayr Dolar	4Ç01	4Ç02	4Ç03	4Ç04	4Ç05	4Ç06	4Ç07	4Ç08	4Ç09	4Ç10	4Ç11	1Ç12
Faiz Oranı	38.305	48.347	61.856	75.518	84.520	107.415	129.547	164.404	179.555	193.482	187.509	183.742
Yabancı Para	5.736	6.076	7.182	8.607	9.282	11.900	16.614	16.824	16.553	20.990	25.436	26.816
Hisse Senedi	770	783	829	1.120	1.255	2.271	2.522	2.207	1.685	1.364	1.589	1.899
Emtia	179	233	214	289	598	893	1.073	1.050	979	1.195	1..501	1..474
Kredi Türevi	395	635	1.001	2.347	5.822	9.019	15.861	15.897	14.036	14150	14759	14052
TOPLAM	45.385	56.075	71.082	87.880	101.477	131.499	165.645	200.382	212.808	231.181	230.794	227.982

RANK	RANK NAME	TOTAL ASSETS	TOTAL DERIVATIVES
1	JP MORHAN CHASE BANK NA	$1,842,735	$71,478,760
2	CITIBANK NATIONAL ASSN	1,312,764	51,894,344
3	BANK OF AMERICA NA	1,448,262	46,361,694
4	GOLDMAN SACHS BANK USA	101,927	42,821,356
TOP 25 COMMERCIAL BANKS, SAs & TCs WITH DERIVATIVES			$227.486.417
TOP 04 COMMERCIAL BANKS, SAs & TCs WITH DERIVATIVES		$4.705.688	$212.526.154

Four Banks Dominate in Derivatives

Insured U.S Commerial Banks and Savings Associations 1Q12



Concertration of Derivative Contracts

$ in Bilions	$ Top 4 BKS	% Tot Derivs	$ All Other Bks	% Tot Derivs	$ All Bks	% Tot Derivs
Futures & Fwrds	35.963	15.8	4.641	2.0	40.604	17.8
Swaps	130.724	57.3	7.947	3.5	138.671	60.8
Options	32.543	14.3	2.114	0.9	34.656	15.2
Credit Derivatives	13.327	5.8	724	0.3	14.052	6.2
TOTAL	212.556	93.2	15.426	6.8	227.982	100.0

> **REFERANS FAİZ ORANI LIBOR'UN MANİPÜLE EDİLDİĞİNİN ORTAYA ÇIKMASI, BARCLAYS GİBİ BİR BANKANIN EFSANE CEO'SUNU KOLTUĞUNDAN ETTİ.**

Libor, bir bankanın teorik olarak ödeyeceği faiz. Tabii ki bir de buna eşlik eden ve kredi riskini yansıtan kredi spread'i var. Libor günlük olarak belirleniyor. İşin önemi ise küresel GSMH'nin birkaç katı büyüklükteki türev işlemler piyasasında faiz oranlarının Libor rakamları dikkate alınarak hesaplanıyor olması. Dolayısıyla küçük bir oynama bile (örneğin %0,01) 554 trilyon dolarlık piyasada ciddi bir rakam olarak karşımıza çıkabiliyor.

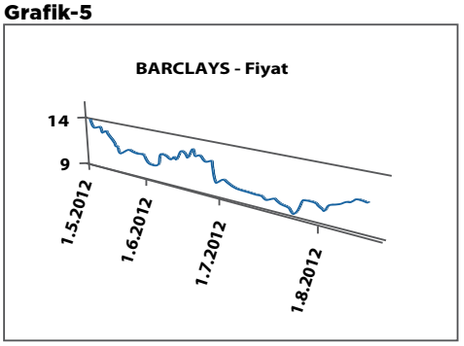
Barclays olayı ile kredibilitesi büyük ölçüde sarsılan İngiltere, işin içine FBI'ın girmesi ile birlikte iyice itibar kaybetti. Bankanın CEO'su Bob Diamond ve üç üst düzey yöneticisi alacağı ikramiyeden vazgeçtiklerini açıkladı. Ancak CEO Diamond gelen baskılara dayanamayarak diğer üst düzey yöneticilerden Jerry Del Missier ile birlikte istifa etti. Asrın suçu olarak nitelenen Libor olayı sonrasında başsız kalan Barclays için, içi yakıt dolu ama başıboş bir şekilde hareket eden tanker benzetmesi yapıldı.

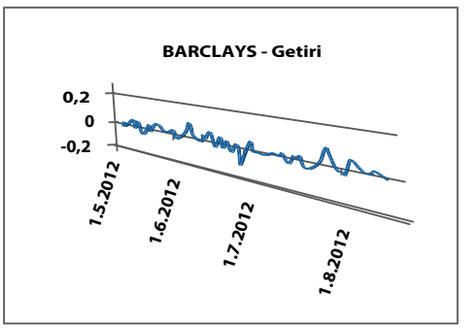
Liborda hileli yönlendirme uzun zamandır gündemde. The New York Times Gazetesi 22 Temmuz 2012 tarihli sayısında ABD Hazine Bakanı Timothy Geithner'in 2008 yılında Federal Reserve Bank of New York yöneticisiyken bu duruma ilişkin yaptıklarını savunan ancak aynı zamanda eleştiren bir köşe yazısına yer verdi. Yazıda New York Fed'in söz konusu dönemde, Barclays Bank'ın hileli faiz oranları kote ettiğini bilmesine rağmen suiistimali önlemediği ifade ediliyor. Geithner, Libor sürecinin tabiri caizse modası geçmiş ve her türlü suiistimale açık çökmüş bir süreç olduğuna ilişkin kaygılarını dile getirmiş. Bu durumu ilgili diğer ABD makamları ile İngiliz makamlarına da bildirmiş. Geithner'ın kaygılarını ilettiği İngiltere

Merkez Bankası Başkanı Mervyn King ve yardımcısı Paul Tucker ise ifadelerinde, New York Fed'in uyarılarının zayıf olduğunu ve hiçbir suiistimal iddiası içermediğini ve faiz oranını belirlemenin teknik zorluklarına işaret eden rutin kaygıları ifade ettiğini söylediler. Ne kadar doğrudur bilinmez ama İngiltere Merkez Bankası'nın 20 Temmuz'da yayınladığı belgeler, bu durumun 2007'den beri bilindiğini gösteriyor.

Görünen o ki yaşanan küresel finansal kriz bankaları teknik yönü ağır basan bir dizi kural dışı davranışa itmiş. İşin içinde sayıları 18'i bulan dünyanın en büyük bankalarının olması durumu daha da karmaşık hale getiriyor. Financial Times Gazetesi'nden Philip Augar (29.06.2012) yazısında bu bankalar için yönetilemeyecek ve düzenlenemeyecek kadar büyük ifadesini kullanıyor. Yine aynı gazeteden Patrick Jenkins (17.07.2012) ise güvenilemeyecek kadar büyük ifadesini kullanmış. Neticede Libor skandalının aşırı risk almaya ve büyük kârlar elde etmeye dayalı, ikramiye odaklı bankacılık kültüründen kaynaklandığı aşikâr. Kârların özelleştirilmesinin (bireyselleştirilmesi), zararın ise kamuya yüklenmesinin tüm sistemi çökertebilecek bir istismar riski oluşturduğu artık açık seçik görülüyor. Bazı kaynaklara göre Libor'un mesnet teşkil ettiği işlemler tutarının 600-800 trilyon dolar arasında olduğu dikkate alınacak olursa, bu tür işlemlerde çok küçük oynamalar (hileler) yoluyla elde edilecek tatlı (ama haksız) kazancın cazibesi iştahları kabartıyor, adeta usulsüzlüğü teşvik ediyor. Olayın patlak vermesinin ardından Barclays'in çarptırıldığı cezanın ardından bankanın hisse senedi fiyatlarında ve getirisinde meydana gelen gelişmeler ***Grafik-5'de*** gösterilmektedir.

Grafik-5





LIBOR NEDİR?

Libor(London Interbank Offered Rate), Londra bankalararası para piyasasında büyük bankaların (panel bankaları) birbirlerine Amerikan doları üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranıdır. Londra'da işlem yapan bankaların referans faiz talebini karşılamak üzere ilk Libor oranı İngiliz Bankalar Birliği tarafından 1986'da duyurulmuştur (bbalibor). Libor ilk etapta sadece Amerikan Doları, İngiliz Sterlini ve Japon Yeni cinsinden belirlenmekteydi. Libor Oranı genellikle tek bir referans noktası gibi algılansa da aslında 150 farklı Libor faiz oranı, maksimum 12 aylık olmak üzere 15 farklı vade ve 10 farklı para birimi söz konusudur. Libor oranı günde bir kez olmak üzere Londra saati ile takriben 11.00 civarında İngiliz Bankalar Birliği adına Thomson Reuters tarafından açıklanır. Libor paneline en az sekiz en fazla 16 banka dahil olmaktadır. Panele dahil olan bankalar piyasa büyüklüğü, itibar, deneyim gibi faktörler dikkate alınarak belirlenmektedir. Libor'un hesaplanması ise son derece basit bir ortalama alma işlemidir. Tüm bankalar tüm vadelerde borç vermeye razı oldukları faiz oranını sisteme bildirirler. Thomson Reuters tüm talepleri topladıktan sonra bunları sıralar ve en yüksek %25 ile en düşük %25'lik dilimleri çıkarır, ortada kalan %50'lik dilimdeki rakamların ortalamasını alarak Libor oranını ilan eder.

Libor niçin önemlidir? Libor kısa vadeli faiz oranları olarak tüm dünyanın referans aldığı bir orandır. Bir çok finansal türev ürün işlemi bu oranlar dikkate alınarak gerçekleştirilir. Libor özellikle ipotekli konut piyasası faiz oranlarında da esas alınan bir göstergedir. Neticede Libor doğrudan ya da dolaylı olarak sokaktaki adama kadar çok büyük bir kesimi ilgilendirmektedir.

KARA PARA AKLAMA İDDİALARI: HSBC VE SCB

JP Morgan ve Barclays Bank olaylarının mürekkebi kurumadan piyasalar bir de kara para aklama skandalıyla çalkalandı. İki büyük İngiliz bankasının ABD makamlarınca kara para aklamaya ve terör örgütlerine yardımla suçlanmasıyla başlayan gelişmeler kısa sürede iki bankaya ve hissedarlarına zor anlar yaşattı. HSBC'nin kara para aklama ile suçlanmasına ilişkin olarak ABD Senatosu Daimi Altkomitesi tarafından hazırlanan 335 sayfalık rapor söz konusu olayı tüm ayrıntıları ile ortaya koyuyor. HSBC, 2.5 trilyon dolarlık aktifleri, 89 milyon müşterisi, 300 bin çalışanı ve 2011 yılında elde ettiği 22 milyar dolar kârı ile dünyanın en büyük finansal kuruluşları arasında yer alıyor. Orijinal adı Hong Kong Shanghai Banking Corporation olan banka 80 ülkede yüzlerce birimi ile faaliyet göstermekte. HSBC Holding olarak bilinen HSBC Grubun merkezi Londra'da, bankanın CEO'su ise Hong Kong'da. Bankanın ABD'deki ana ortağı ise HBUS (HSBC Bank USA N.A.). HBUS 470'ten fazla şube ağıyla ABD'de faaliyet gösteriyor. Aktif büyüklüğü 200 milyar dolar ve 3.8 milyon müşterisi var. Ulusal bankacılık yapma lisansı var ve OCC denetimine tabi. HSBC, ABD'de aralarında Marine Midland Bank ve Republic National Bank of New York'un bulunduğu birçok finansal kurumu satın alarak büyüdü.

HSBC hakkında yapılan kara paranın aklanmasına yönelik soruşturma sürecinde altkomite bir çok iddianın yanı sıra 1.4 milyon dokümanı inceledi. Bu dokümanlar arasında banka kayıtları, yazışmalar, e-postalar ve hakkında yasal soruşturma açılmasını isteyen belgeler de bulunuyor. Alt komite bu konuda HSBC yetkilileri ile 75'ten fazla görüşme yaparak raporu tamamladı.

İlk etapta 700 milyon dolar cezaya çarptırılan HSBC'nin Meksikalı uyuşturucu tüccarlarının paralarını aklayarak sisteme sokma eylemine ilişkin suçu sabit görüldü.

Söz konusu gelişmelerden sonra HSBC'nin hisse senedi getirileri ve hisse senedi fiyatının gelişimi ***Grafik-6'da*** yer almaktadır.

New York Eyaleti Finansal Hizmetler Departmanı (DFS) 14 Ağustos 2012 tarihli duyurusunda Standard Chartered Bank'ın İran'la yaklaşık 250 milyar dolarlık kara para aklama işine girdiğini belirledi.

Banka 340 milyon dolarlık bir para cezasına çarptırıldı. Ayrıca SCB iki yıl boyunca DFS'ye doğrudan bilgi verecek ve DFS'nin denetim elemanları SBC'de yerinden denetim yapacaklar. Yaklaşık dokuz ay süren soruşturma esnasında yaklaşık 30,000 e-posta, iç yazışma ve doküman incelendi. Bugüne kadar gizlenen 60,000 işlem yapıldığı tespit edildi. Söz konusu işlemlerin tutarının 250 milyar dolar olduğu ve işlemlerin İran kamu bankalarıyla gerçekleştiği belirlendi. 2001-2010 arasındaki dönemi kapsayan kara para aklama işinden SBC'nin milyonlarca dolar para kazandığı da raporda yer alıyor.

Bu gelişmeler üzerine SCB piyasa değerinden 17 milyar dolar kaybetti. Konu FBI tarafından da soruşturuluyor. Para cezasının 1,5 milyar dolara çıkabileceği, hatta SCB'nin ABD'de bankacılık yapma lisansının iptal edilebileceği dile getiriliyor. Bu durumun gerçekleşmesi SCB'yi batma noktasına bile getirebilir.

SCB, yaşanan gelişmeler karşısında İranlı müşteriler ile tüm faaliyetlerini beş yıl önce durdurduğunu ve bu çerçevede hiçbir işlem yapmadığını, bugüne kadar yaptığı işlemin ise 250 milyar dolar değil, 14 milyon dolar olduğunu ifade etti. Bu arada ING Bank'ın da kara para aklama suçundan dolayı bu yılın ilk aylarında 619 milyon dolar cezaya çarptırıldığını da ifade etmeliyiz.

Söz konusu gelişmelerden sonra Standard Chartered'in hisse senedi getirileri ve hisse senedi fiyatının gelişimi ***Grafik-7'de*** yer almaktadır.

ROYAL BANK OF SCOTLAND

Son haber Royal Bank of Scotland'dan. Aslında RBS'in bilgi teknoloji sistemlerinin (IT) çöktüğüne ve sorunun normal kabul edilemeyecek bir zaman diliminde çözülememiş olmasına ilişkin haberler zaman zaman gündemde yer aldı. Financial Times gazetesi yorumunda "RBS'in yazılım sisteminin çökmesi uzun zamandır IT sistemlerini ihmal edenler için bir uyandırma zili oldu" yorumunda bulundu.

Sistemlerde meydana gelen arızanın etkilerinin sanıldığından daha büyük olabileceği dile getirildi. Zira ödeme sistemindeki küçük bir aksaklığın etkisi büyüyerek artabiliyor.

Bu tür olayların nedenleri muhtelif. Özellikle gelişen teknoloji nedeniyle bankaların kısa süreler içinde sistem üzerine sistem inşa etmelerinin kaçınılmaz olduğu bir dönemden geçiliyor. Ancak kurulan sistemlerin ne kadar sağlıklı işlediğine dair bir test süreci yok. Diğer taraftan uzman kaynaklar önümüzdeki on yıl içinde sistemlerini iyileştirmeyen bankaların çok ciddi sorunlarla karşılaşmasına da kaçınılmaz olarak bakılıyor. Sistem üzerine sistem inşa etmenin ardında yatan gerçek olarak banka birleşmeleri ve devralmaları gösteriliyor. Yetkili çevreler bankalar başlarına ciddi bir olay gelmeden bu konuda adım atmaya pek gönüllü değiller diyor ve bankaları kolaycılığa kaçmakla ve yeni sistemlere gereken yatırımı yapmamakla suçluyorlar.

RBS'in maruz kaldığı olay ciddiye alınması gereken büyüklükte. Zira sadece RBS değil, bu banka ile yakın ilişki içinde olan bankalar da ciddi seviyede etkilenmiş durumda. NatWest, RBS ve Ulster Bank'taki yaklaşık 17 milyon hesap bu olaydan etkilenmiş bulunuyor. Bu bankalar kapılarını işgününe denk gelen Salı günü kapattılar ve sorunu

gidermek üç günlerini aldı. Buna rağmen sorun tam anlamıyla giderilmiş değil. Risk uzmanları problemin tahmin edilebilir türde olduğunu söylüyorlar. Zira büyük bankaların karmaşık IT sistemleri eski/yeni bir çok sistemle bağlantılı ve bunlardan birinde meydana gelebilecek aksaklığın kısa sürede tüm sistemi etkileyebileceği aşikâr. Bu tür sorunların çözülmesindeki zorluk ise seyir halindeki bir uçağın motorunu tamir etmeye benzetiliyor. Böyle bir durumda soruna müdahale tarzı sorunu daha da kötüleştirebilir deniliyor. Bu gibi durumları dikkate alan bankalar bu tür girişimleri pazar günü sabahın erken saatlerinde yapıyorlar (Salı günü değil).

Tüm bunlar yetmiyormuş gibi RBS bir de faiz oranı swapları ile ilgili hatalı bir işlem nedeniyle 50 milyon sterlin karşılık ayırdı. Ayrıca RBS'in Libor olayı ile ilgili olarak da başı dertte. Bilgisayar sistemlerindeki arıza nedeniyle 125 milyon sterlin karşılık ayıran banka bu yılın ikinci yarısında da zarar ettiğini açıkladı. Bankanın zarar ettiği en büyük kalemler türev ürünler ve borçlarına ilişkin dalgalanmalardan kaynaklanan muhasebe zararları. RBS'in hisse senedi fiyatlarında ve getirilerindeki değişimler ***Grafik-8'de*** gösterilmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Küresel finansal krizin baş aktörleri ABD ve İngiltere hem kendi içlerinde, hem de birbirlerine karşı çözümü güç olan problemler yaşıyor. Hangi bilgi ya da haberin doğru olduğuna dair çelişkiler giderek artıyor. Tereddütler hisse senedi fiyatlarına yansıyor ancak kısa sürede gerçekleşen beklenmedik iniş çıkışlar kafaları karıştırıyor. Denetim otoritelerinin ipin ucunu kaçırdıkları net bir şekilde görünüyor. Sınır ötesi faaliyet gösteren ve büyük paralarla oynayan yatırım bankalarını tekrar kontrol altına almak kolay görünmüyor. Türev işlemler hacminin 1 katrilyon dolara dayandığı finansal piyasalarda büyük oyuncuların takibi, denetimi ve düzenlenmesi kısa sürede gerçekleşecek gibi görünmüyor.

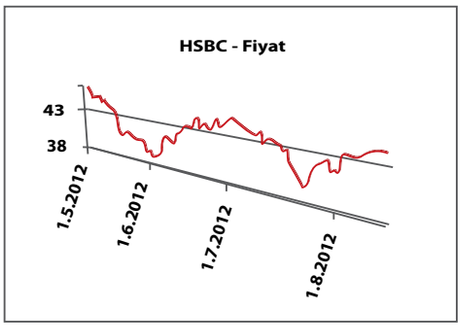
Tüm bu yaşananların bizim gibi gelişmekte olan ülkeler tarafından iyi takip edilmesi ve maruz kalınabilecek riskleri belirlenmeye çalışılması ve analiz edilmesi gerekiyor. Mevcut bilgileri kullanarak mevcut olmayan bilgilere ulaşmak bilgi, deneyim, öngörü ve maharet ister. Bu konuda yetişmiş deneyimli insan kaynağını verimli kullanmak da kurumların görevi. Farklı birikime sahip insanların bir araya gelerek konuları tartışması ve değerlendirmesi önemli. Finansla ilgilenen her kurum en azından her haftanın ilk günü ve gerek görüldükçe bu tür faaliyetlerde bulunmalı, piyasadan, akademiden ve reel sektörden davet edecekleri kişilerle verimli bir tartışma platformu oluşturmalıdır. Yeri gelmişken Rekabet Kurumu'nun, CreditAgricole Yatırım Bankası Türk A.Ş.'nin tam kontrolünün Standard Chartered Bank tarafından devralınması işlemine izin verdiğini de belirtelim.

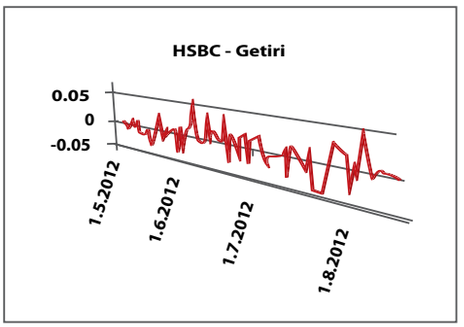
> **"SKANDALLARIN BİR DİĞERİ, TEKNOLOJİNİN AZİZLİĞİNE UĞRAYAN ROYAL BANK OF SCOTLAND OLDU. PİYASA HİÇBİR İHMALİ CEZASIZ BIRAKMIYOR."**

SONSÖZ

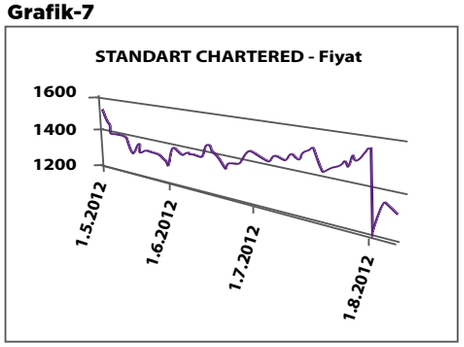
Uluslar arası finans dünyasının büyük oyuncuları, büyük hissedarlar ve politikacılar arasında ne tür pazarlıkların yapıldığını bilmek adeta imkânsız. Bu nedenle önümüzdeki günlerde çıkacak bazı kararların sürpriz karar olması sürpriz sayılmamalı. Risklerin çeşitlenerek arttığı günümüzde risk duyarlılığının aksi istikamette gidişi endişelendirici bir gelişme.

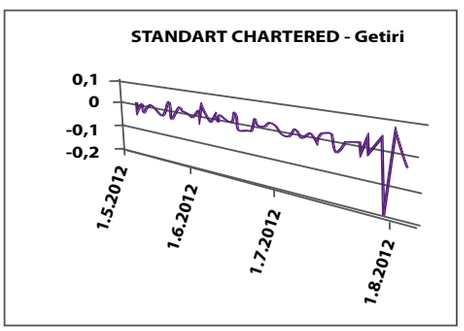
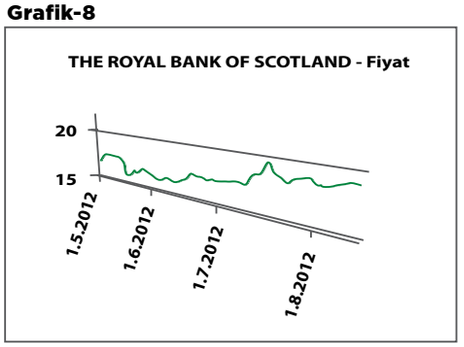
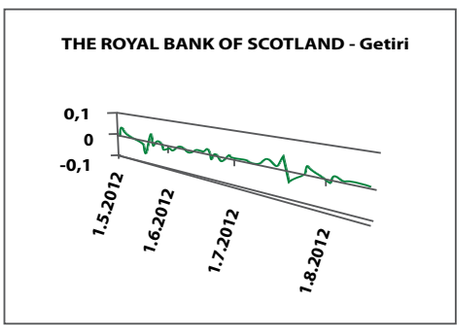
Grafik-6





Grafik-7





Grafik-8