

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yanılgılar ve Gerçekler

**Yrd. Doç. Dr. Müge Karacal
Doç. Dr. Hasan Fehmi Baklacı
Doç. Dr. Hakan Yetkiner**

© 2010, İzmir Ekonomi Üniversitesi

Bütün hakları saklıdır. Bu çalışmanın hiçbir kısmı fotokopi dâhil, hiçbir mekanik, elektronik ya da benzeri şekilde İzmir Ekonomi Üniversitesinin ve editörlerin izni olmadan yeniden basılamaz ya da çoğaltılamaz ve dağıtılamaz.

ISBN : 978-975-8789-43-6

İzmir Ekonomi Üniversitesi Yayınları No: 35

Önsöz

Finansal kurum ve araçların temel işlevleri, birey ve kurumların tasarruflarından doğan fonların en verimli şekilde ekonomiye kazandırılması ve yatırıma dönüştürülebilmesi için fon talep edenler ile fon arz edenler arasında aracılık görevi üstlenmeleridir. Bu doğrultuda finans sektörünün reel ekonomiyi destekler şekilde faaliyetlerini sürdürmesi için gerek amaç gerekse nicel büyüklük açısından reel ekonomiden çok farklılık göstermemesi beklenir.

Ancak 21.yüzyılın ilk büyük krizi olarak kabul edilen küresel finansal krizin tohumlarını atan olaylara baktığımızda aslında gelişmiş ülkelerin başını çektiği küresel finans sisteminin küresel ekonomiden kat kat fazla büyüklüklere ulaştığını görmekteyiz. Diğer bir deyişle finansal araçların ulaştığı varlık değerleri, bu finansal araçlara dayanak oluşturması beklenen üretim araçlarının yarattığı katma değer ile karşılaştırıldığında, klasik ya da modern ekonomi ve finans paradigmaları ile açıklanamayacak bir düzeye erişmiştir.

Bu gelişmeye neden olan birçok etmen söz konusudur ve bunlar halen tartışılmakta ve tartışılmaya da devam edecektir. Çok genel ve özet bir tahlil ile bu krize ticari ve yatırım bankalarının yukarıda belirttiğimiz temel amaçlarından sapması ve buna farklı şekillerle ve süreçlerle türetilmiş, bir nevi genleri ile oynanmış, finansal araçların da alet edilmesi yol açmıştır diyebiliriz.

Küresel krize biraz daha geniş bir perspektiften bakmak gerekirse üzerinde konuşulan ama çok irdelenmemiş bir konu ise krizi tetikleyen unsurların başında kişi ve kurumların davranışsal tutumlarının gelmesidir. Krizin kısa kronolojisine baktığımızda bu saptama daha net olarak anlaşılabilir. 2001 yılında faizlerin en düşük seviyeye ulaşması ile başlayan süreç içerisinde özellikle Temmuz 2006'dan itibaren banka ve diğer finans kurumları borçlanma kriterlerini iyice

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

gevşetmek suretiyle tüketicilere risklerini göz ardı ederek kredi sağlamışlardır. Burada finans kurumları kâr elde etme güdüsü ile bencil ve hırslı davranmış, tüketicilerin (aşırı) tüketim zaafından yararlanma yoluna gitmişlerdir. Dolayısı ile burada bankalar win-lose “kazan-kaybet” güdüsü ile hareket etmiş ama geline nokta her iki tarafın kaybı ile sonuçlanmıştır.

Aynı şekilde yatırım bankası yöneticilerinin istismar riski (moral hazard) kavramının tekrar gündeme gelmesine yol açacak şekilde hareket etmeleri, yani alınan riskin sonucu olası zarardan kendilerinin değil hissedarların etkileneceğini dikkate alarak risk iştahlarının artması ve daha fazla hırslı ve bencil davranma güdüsü ile hareket etmeleri yine çok taraflı kayıplarla sonuçlanmıştır. Benzer bir şekilde hükümet ve politika yapıcılarının da iflasın eşiğine gelen bazı yatırım bankalarını kurtarma operasyonuna girişmesi de sistemin ve bazı ekonomik doktrinlerin tekrar sorgulanmasını gündeme getirmiştir.

Bu anlamda halen etkileri devam eden küresel krizi sadece ekonomi ve finans kuramları ile değil insanoğlunun yaradılışında olan ve bulunduğu çevre ile pekişen bazı davranış ve karakter özellikleri ile de incelemek gerekir. Ancak bu şekilde şu an halen tartışılan hukuki ve finansal düzenlemeler bir anlam kazanacaktır. Aksi takdirde, günümüzde içinde barındırdığı unsurlar açısından domino taşları kadar birbirine bağlı küresel finans sistemi içerisinde benzer krizlerin tekrar etmesi kaçınılmaz olacaktır. Sonuç olarak, geldiğimiz noktada bu derece şiddetli bir küresel krizin tekrar yaşanmaması için tüm kurumlar işbirliği içerisinde hareket etmeli ve ortak faydalara hizmet eden bir yapılanma ve stratejik yol haritası belirlenmelidir. Hiç kuşku yok ki bu planlamanın en önemli parçalarından birisini de etkin bir risk yönetimi oluşturmaktadır. Bu bağlamda, sadece analitik ya da nicel ölçülerle bir değil aynı zamanda davranışsal ya da niteleyici yaklaşımların da ön plana çıktığı bir stratejik risk yönetimi gerekli olmaktadır. Bu nedenle sayısal ve niteleyici ölçütlerin entegre olduğu Basel II gibi risk ölçme ve denetim konuları önümüzdeki dönemlerde daha çok önem kazanacaktır.

Bu kitap İzmir Ekonomi Üniversitesi EKOLİDER Araştırma Merkezi tarafından 4-5 Aralık 2009 tarihinde düzenlenen “Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yanılgılar ve Gerçekler” adlı konferanstan derlenen sunumlardan oluşmaktadır. Üniversitemizde düzenlenen bu konferans küresel krizi temel anlamda risk yönetimi perspektifinden değerlendirirken farklı disiplinlerden gelen özel sektör

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

yöneticileri, akademisyen ve bürokratları bir araya getirerek küresel krizin öncesi ve nedenleri, mevcut durum analizi ve sonrasına ilişkin öneri ve öngörülerini eklektik bir yaklaşımla incelemeyi amaçlamaktadır.

Konferansa katılanlar arasında olan İş Yatırım Risk Yönetim Müdürü Doç. Dr. Evren Bolgün risk yönetiminde yapılan hataları ve küresel kriz ile değişen finansal yargıları irdeler iken, Risk Yöneticileri Derneği Yönetim Kurulu Başkanı Ebru Ogan kriz sonrası risk yönetimi uygulamalarında beklenen gelişme ve değişiklikleri tartışmaktadır. Kurumsal Risk Yönetimi Derneği Başkanı Dr. Tamer Saka küresel kriz sonrası oluşması beklenen yeni ekonomik düzenin temel parametrelerini ve bu düzenin toplam risk yönetimi anlayışını nasıl etkileyeceğini tartışmaktadır. Konferansın düzenlendiği tarihte TC Merkez Bankası İdare Merkezi'nde görevli olan ancak daha sonra Üniversitemize katılan öğretim üyesi Doç. Dr. C. Coşkun Küçüközmen küresel krizin oluşmasında rol oynayan kurum, kişi ve ürünleri kapsamlı bir şekilde ele alırken kriz öncesinde hangi unsurların gözden kaçırıldığını ve krizden ne tür dersler çıkarılması ve yönetsel ve davranışsal olarak neler yapılması gerektiğini vurgulamaktadır. 9 Eylül Üniversitesi öğretim üyelerinden Prof. Dr. Utku Utkulu sunumunda küresel krizin dış borç geri ödemesi ve sürdürülebilirliğine nasıl bir etkide bulunduğunu ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu amaç çerçevesinde Prof. Utkulu çalışmasında krizin esasında bir likidite sorununu mu ortaya çıkardığı ile reel ve finansal kesim arasındaki etkileşim ve dinamiklerin önemini de sorgulamaktadır. Yine üniversitemiz öğretim üyelerinden Doç. Dr. Hasan F. Baklacı kriz sonrası ülke risk primlerinin değişebileceğini ve risk primini etkileyen faktörlerin tekrar incelenmesi gerekliliğini belirterek kriz sonrası oluşturulması planlanan yeni kurum ve hukuksal düzenlemelerin risk primleri üzerindeki etkisini vurgulamaktadır. Üniversitemiz öğretim görevlilerinden Banu Kring ise kriz öncesi ve sonrası hukuksal düzenlemelerin önemi ve etkisini incelerken bu alanda yapılması gereken düzenlemeler ile ilgili bir takım öneriler de sunmaktadır. Risk danışmanı Suna Reyent kur riskinin firmaların mali tablolarını nasıl etkilediğini ve kur riskinin “Riske Maruz Değer” yöntemi ile nasıl modellenebileceğini tartışmaktadır. TSKB Risk Yönetimi Müdürlüğü'nden Özge Yörükoğlu ve Engin Evrenos, simülasyon yöntemi ile Türk bankacılık sektörüne stres testi uygulayarak sektörün risk pozisyonunu incelemeyi amaçlamaktadır. Marmara Üniversitesi öğretim üyelerinden Prof. Dr. Zeynep Bilgin sunumunda kriz ortamında yükselen pazarlardaki pazarlama stratejilerinin oluşturulmasından ne tür unsurların ele alınması ve vurgulanması gerektiğini tartışmaktadır. Son olarak

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Türkiye Kalkınma Bankası'ndan Aykut Ekinci Avusturyalı Konjonktür Teorisinin dayandığı temel prensipleri irdeleyerek, bu teorinin küresel krize bakış açısını ve çözüm önerilerini de açıklamaktadır.

Rektörümüz Prof. Dr. Attila Sezgin ve Rektör Yardımcımız Prof. Dr. Cemali Dinçer'in destekleri olmadan ne Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yanılgılar ve Gerçekler adlı konferansı düzenleyebilir ne de bu kitabın ortaya çıkması mümkün olabilirdi. Ayrıca İzmir Ekonomi Üniversitesi mensubu pek çok kişi ve birimin desteği ve katkısı bu konferans yürütülmesinde ve kitabın ortaya çıkmasında önemli rol oynamıştır. Üniversitemiz bursiyerlerinden Neriman Keske, Onur Olgun, Sefa Kaçmaz ve Sezen Demirbaş konuşma metinlerini çözerek yazarların ve editörlerin işlerini olağanüstü derecede kolaylaştırmışlardır. Ekonomi Bölümü öğrencisi Burak Demiral hem konferans Web sitesinin yönetimini yaparak hem de konferans sırasında teknik destek hizmeti sağlayarak konferansın sorunsuz geçmesini sağlamıştır. Tasarım Ofisi konferansın tüm tasarım işlerini yürütmüştür. Tümüne teşekkürlerimizi sunuyoruz.

Editörler

Yrd. Doç. Dr. Müge Karacal

Doç. Dr. Hasan Fehmi Baklacı

Doç. Dr. Hakan Yetkiner

İzmir, 2010

İçindekiler

ÖNSÖZ	ii
BÖLÜM 1	
KÜRESEL KRİZİN NEDENİ RİSK YÖNETİMİ Mİ?	1
DOÇ. DR. EVREN BOLGÜN	
BÖLÜM 2	
KÜRESEL KRİZ VE RİSK YÖNETİMİ: YENİ FİNANSAL YAPI VE BEKLENEN RİSKLER	39
EBRU OGAN	
BÖLÜM 3	
YENİ-DÜNYA EKONOMİK DÜZENİNDE RİSK YÖNETİMİNİN ROLÜ	81
DR. TAMER SAKA	
BÖLÜM 4	
FİNANSAL KRİZİ SORULARLA ANLAMAK: OYUNCULAR VE RİSKLER.....	103
DOÇ. DR. C. COŞKUN KÜÇÜKÖZMEN	
BÖLÜM 5	
KÜRESEL KRİZİN DIŞ BORÇ ÜZERİNE YANSIMALARI.....	153
PROF. DR. UTKU UTKULU	

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

BÖLÜM 6

GLOBALLEŞEN PİYASALARDA ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER	209
DOÇ. DR. HASAN FEHMİ BAKLACI	

BÖLÜM 7

FİNANSAL ALANDA REFORM VE HUKUKSAL DÜZENLEME	235
ÖĞR. GÖR. F. BANU KRİNG	

BÖLÜM 8

KUR RİSKİ ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER	281
SUNA REYENT	

BÖLÜM 9

FİNANSAL KRİZ SÜRECİNDE TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN AÇIK POZİSYONLARINA STRES TESTİ UYGULANMASI.....	293
ÖZGE YÜRÜKOĞLU VE ENGİN EVRENOS	

BÖLÜM 10

YÜKSELEN EKONOMİLERDE KRİZ, KRİZ YÖNETİMİ VE PAZARLAMA STRATEJİLERİ	307
PROF. DR. F. ZEYNEP BİLGİN	

BÖLÜM 11

AVUSTURYACI KONJONKTÜR TEORİSİ VE KÜRESEL KRİZ.....	317
AYKUT EKİNCİ	

1.

Küresel Krizin Nedeni Risk Yönetimi mi?

Doç. Dr. K. Evren Bolgün
İş Yatırım Risk Yönetimi Müdürü

Öncelikle İzmir Ekonomi Üniversitesi Rektörü ve Dekanına, EKOLİDER Araştırma Merkezi'ne ve Küresel Krizin etkisinin halen tartışıldığı günümüzde böyle önemli bir konuda konferansa verdikleri destek dolayısı ile İzmir Ticaret Odası Başkanına teşekkür ederek sözlerime başlamak istiyorum.

1980'li yılların sonlarına doğru ilkeleri belirlenen “*Risk Yönetimi Prensipleri*”, insan doğasının getirdiği “*Hırs ve Kazanç*” duyguları ile bilgi teknolojisinin

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

gelişimi neticesinde, anlık olarak modellenen karmaşık finansal ürünler yardımıyla her kriz öncesinde önemli ölçüde göz ardı edilmiştir. Kredi piyasalarında yatırımcı güveni ortadan kaybolurken, likidite, piyasa, kredi, karşı taraf, spesifik, ülke riskleri şeklinde ifade edebileceğimiz bir çok risk türü artık birbiri ardına gerçekleşmiş bulunmaktadır. Kriz ortamı belirsizlik yaratmakta, oluşan ekonomik ortam belirsizlik altında karar verme ve risk ölçümü yapılmasını zorlaştırmaktadır. Global likidite balonunu 11 Eylül 2001 olayının ardından uzun bir süre sürdürülmesini sağlayan kamu otoriteleri başta olmak üzere, karmaşık finansal türevlerin risk boyutlarını irdelemeden bilançolarına alan açgözlü finansal yatırım banka yöneticileri, düşük kaliteli konut kredilerinin yer aldığı varlığa dayalı menkul sepetlerini değerinin üzerinde notlayarak komisyon gelirlerini artıran derecelendirme şirketleri, para birimini yıllarca değersiz tutarak öncelikle A.B.D.'nin ve sonrasında Dünya'nın ucuza tüketmesini sağlayan Çin, düşük faiz oranları üzerinden sermayelerinin 30-40 misli oranında borçlanmaları gerçekleştirerek yüksek risk-yüksek getiri hedefleyen uluslararası finansal yatırım kuruluşları, bir menkul kıymet üzerinden 2-3 çeşit ayrı finansal türev ürün dizayn ederek pazarlayan finans mühendisleri ve özel bankacılar, Clinton döneminde oluşan kamu kesimi dengelerini savaş sonrası değiştiren George Bush, spesifik risk, likidite riski, kredi türevi riskleri gibi yeni kavramları proaktif olarak düzenlemeler içerisinde kapsamayan Basel II, küresel anlamda eşanlı bir şekilde tek ses şeklinde koordinasyon sağlayamayan gözetim ve denetim otoriteleri, gelirlerinin üzerinde kredi taleplerinde bulunan tüketiciler, menkul kıymetlerin gerçek değerinin hesaplanmasında yetersizlikleri ortaya çıkan muhasebe sistemlerini destekleyen denetim şirketleri şeklinde geniş bir boyutta sorumlulardan bahsetmek gerekmektedir.

Bugün küresel krizin yarattığı hasarın yaraları sarılırken, finansal kurumların denetim ve gözetim esaslarını ilgilendiren finansal mimari detaylı bir şekilde masaya yatırılmaktadır. Gözetim otoritelerinin sistemi izleme ve müdahale usulleri kuvvetlendirilirken, özel sektörün risk alma kapasitesi ve düzenleyici otoritelerin risk algılama ve yönetme usulleri de tekrar değerlendirilmektedir. Ancak gerçekleşen tüm riskleri öngörerek modellenmesini sağlayan risk

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

ölçümlerine ilişkin gelecekte de her piyasa koşulunda kullanılabilen mükemmel bir “*Risk Modeli*” bulunmayacaktır. Risk ölçme sistemleri yaşanan krizin ardından yeniden gözlem altına alınacaktır. Risk yönetimi dünyasında geniş kabul gören Gaussçu risk ölçme yöntemlerinin temel özelliği, birçok tarihsel gözlemin ortalamasının ve/veya ortalamasının etrafında toplanması fikrine dayanmasıdır. Ortalamadan uzaklaştıkça da sapma olasılığı (risk) katlanarak artmaktadır. Burada önem arz eden konu, merkezden yani ortalamadan uzaklaştıkça olasılığın azalma hızında şiddetli bir yükseliş görülmesidir. 4 standart sapmalı bir finansal hareketin olasılık oranı, 4.15 standart sapmalı bir finansal hareketin 2 katıdır. 20 standart sapmalı bir finansal hareketin olasılığı ise, 21 standart sapmalı bir finansal hareketten 1 Trilyon kez daha yüksektir. Dolayısı ile standart sapmadaki küçük bir ölçüm yanlışlığı, olasılığın aşırı bir şekilde düşük gözükmesine yol açabilmektedir. Kredi krizi sırasında gözlemlenen Lehman Brothers iflası gibi finansal ortam içerisinde gerçekleşen finansal dalgalanma hareketlerinin 20-25 standart sapmaya kadar yükseldiği dikkate alındığında, risk ölçümlerinin trilyon defa yanlışlığını beklememiz çok olası bir gerçek olmalıdır. Finansal varlık fiyat değişimlerinin normal bir dağılım sergileyeceğini varsayarak risk modellemesi yapmak da uzun vadede doğru sonuçlar üretmeyecektir.

Ancak bu noktada Risk Yönetiminde yapılan temel 6 hatadan kısaca bahsetmekte yarar bulunmaktadır;

- **Tarihsel Verilere Güvenmek**
Modeller geriye dönük veriler ile çalışmaktadır.
(A.B.D.’de konut fiyatları uzun bir süredir yükselmektedir)
- **Kısa Vadeli Ölçümlere Odaklanmak**
Günlük risk ölçümleri, 10 günlük maximum likidasyon tahmini
- **Tahmin Edilebilir Riskleri Göz ardı Etmek**
Rusya piyasasındaki yatırımcıların Ruble riskini Rus bankaları üzerinden korumaya çalışmaları.
Merrill Lynch CDS’ini Morgan Stanley üzerinden alarak kredi riskini ortadan kaldırmak!

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- **Örtülü Riskleri Göz ardı Etmek**
Kurumlar risklerin raporlanmaması eğilimini tercih etmektedir. Trader'ların birçoğu "Kar" odaklı rapor üretirken "Zarar" raporlamalarını Operasyon/Yönetim Raporlama Birimlerinin yapması
- **İletişim Kaybı**
Risk yöneticileri doğru iletişim kanalları kullanamaz ise, risk sistemleri bir işe yaramayacaktır. (Örneğin UBS Subprime Kredi Riskinin Açıklaması)
- **Risklerin Gerçek Zamanlı Olarak Yönetilememesi**
Riskler sürekli izlenmelidir. (Türev portföyü)

Diğer taraftan Risk Yönetimi açısından *Yönetici Hatalarını* da şu şekilde ifade edebiliriz;

- Ekstrem durumları tahmin ederek Risk Yönetimi yapılabileceğini düşünmek,
- Geçmiş üzerinde çalışarak Risk Yönetimi yapmak,
- Ne yapılması gerektiği yönünde iletilen tavsiyeleri dinlememek,
- Riski standart sapmadan ibaret olduğuna inanmak,
- Matematiksel olarak eşlenik olan bir durumun psikolojik olarak gerçekleşmeyeceği koşulu kabul etmemek,
- Verimlilik ve pay sahibi değerini maksimize etme eğiliminin atıl kapasiteyi tolere etmediğine inanmak (Ricardo'nun mukayeseli üstünlük teorisi).

Aynı zamanda küresel kriz ile birlikte değişen finansal yargılar bulunmaktadır;

- Kredi krizi en temel bilinen yatırım eğilimlerini alt üst etmiştir.
- Piyasaların işleyiş prensiplerini yorumlamak üzere yeni teoriler geliştirilecektir.
- Uzun vadede hisse senedi yatırımı tahvil getirisini aşmakta mıdır? (200 yıllık bir zaman diliminde hisse senedi getirisi tahvil getirisini geçmiştir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Ancak tarih zayıf hisse senedi performans dönemlerinin ortalama insan çalışma yaşamını aşabildiğini de göstermektedir. Risk virüs gibi hızlı biçimde yayılmaktadır.

- Büyük yatırım kuruluşları çalkantılı dönemlerde korelasyonun dengeli kalacağı düşüncesiyle hisse senetleri ile düşük korelasyona sahip olan finansal varlıklara (gelişmekte olan piyasalar, emtia, döviz kuru) yatırım yapmaktadır. Ancak portföy çeşitlendirme etkisi çalışmamıştır.
- ABD hisse senetlerinde sahiplik eğilimi ABD hanehalkından kurumlar ile yabancı yatırımcılara doğru kaymaktadır.
- 2000 yılından itibaren pasif yatırım stratejilerine ait pay toplam finansal varlıklar içerisinde %18 düzeyine yükselmiştir.(2000-%8)
- Global hisse senetleri piyasasındaki bölgesel dengeler değişmektedir. 1990 yılında Japonya'nın payı %45'den fazla iken şu anda %10'un altındadır.

Öte yandan küresel kriz ile birlikte önemli deneyimler de elde edilmiştir;

- Finans Altın Tavuk değildir... Eğer finansal kaldıraç imkânı yoksa...
- Bilanço büyüklüğü önemlidir.
- Ödemeler/Takas sistemleri çalışmıştır.. Ancak bazı tezgâh üstü piyasalar çalışmamıştır.
- Kaliteli düzenlemelerden yoksun bir ekonomik ortam, borç yapısı oluşturmuştur.
- Finansal enstrümanlarda hızlı yenilikçilik, riski azaltmak yerine artırmıştır.
- Düzenlemelerin “batmak için çok büyük” olan kurumlar için yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır.
- Özel sektörün aşırı borçlanma pratikleri sürdürülemez bir mortgage kredisi ortamı sağlamıştır.
- Kolay kredi sağlanan ekonomik ortam balonlara neden olmaktadır.
- Küresel tedarik zincirinde görülen zayıf noktalar oluşmuştur.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- Krize kapitalizm problemleri şeklinde yaklaşanlar esasında piyasanın kaderinde kriz gerçeğı olduğunu ifade etmektedir.
- Kamu kesimi borçluluk seviyelerinin artmakta olması yabancı sermaye erişim imkânlarında ülkelerarası ayrışmaya yol açacaktır.

Sonuç olarak ifade etmek isterim ki başarılı bir “*Risk Yönetimi Sistemi*” için öncelikle kurum bünyesinde riskin net bir şekilde tanımlanarak sahiplenilmesi gerekmektedir. Şirket üst yönetimi tarafından olası tüm risklerin anlaşılması modelleme çalışmaları öncesinde kritik süreçtir. Risk yönetimi faaliyetlerinin çoğunlukla soyut biçimde yürütölüyor olması sebebi ile kurum içerisinde risk iletişimi için gerekli olan iç mekanizmalar sağlıklı olarak işletilebilmelidir. Yönetim Kurulu’nun risk yönetimi faaliyetlerini anlaması ve stratejik karar alımlarında etkin biçimde kullanması düşünölmelidir. Risk yönetimi çalışmalarını çeşitli risk sınıflarını birbirinden ayırmadan entegre biçimde yaklaşarak yönetmek gerekmektedir. Yönetim raporlama sistemleri ile etkileşimli olarak yeterli kaynaklar ayrılarak gerekli yatırım yapıldığında orta vadede etkin sonuçlar almak mümkün olabilmektedir.

Beni sabır ile dinlediğiniz için teşekkür ederim.

2.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yeni Finansal Yapı ve Beklenen Riskler

Ebru Ogan

Risk Yöneticileri Derneği Yönetim Kurulu Başkanı

İzmir Ekonomi Üniversitesi'ne bu organizasyonu düzenlediği için teşekkür ediyorum. Gerçekten İstanbul'da risk yönetimine ilişkin birçok konferans yapılıyor ama İzmir'de sanırım risk yönetimi alanında yapılmış bir ilk. Risk Yöneticileri Derneği olarak bu konferansa katılmaktan dolayı çok mutluyuz. Sunumum daha çok risk yönetimi alanında pratik uygulamalara ilişkin olacak.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Türk bankacılık sektöründe, gelişmekte olan bir piyasada risk yönetimi uygulamalarını yerleştirmek üzere yapılan çalışmalar, doğal olarak gelişmiş olan piyasalardaki uygulamaları benchmark alarak ve orada uygulanan yöntem ve modelleri kendi piyasalarımıza uyumlandırarak başladı. 2000'li yılların başında başlayan risk yönetimi uygulamaları o günden bugüne önemli bir değişim ve gelişim kaydetti. Ancak yaşanan küresel kriz de gösterdi ki, benchmark aldığımız, risk yönetim sistemlerinin gelişmiş olduğunu bildiğimiz gelişmiş piyasalardaki birçok finansal kuruluş bu krizden önemli ölçüde etkilendi ve birçoğu büyük ölçüde zarar ederek başarısız bir dönem geçirdi. Krizin ardından birçok defa bu piyasalardaki ve kuruluşlardaki risk yönetimi sistem ve uygulamaları sorgulandı. Risk yönetimi ölçümlemelerinin eksik/yetersiz olduğu söylendi. Aslında belki de böyle bir krizde bu piyasalar şunu öğrendi: önemli olan sadece riski matematiksel boyutu ile rakamsallaştırmak değil ama çok daha gerekli olan bu rakamları iyi anlamak ve yorumlamak, işin bir parçası haline getirebilmek ve geçmişe bakıp ileriye öngörebilmek ve bu arada da değişen piyasa koşullarını bu değerlendirmelerin içine katmak. Tabi bir de değişen küresel piyasa koşullarında risk algısı da farklılaştı, ekonomik ve finansal yapı bir o kadar değişti, dolayısıyla modellerin ürettiği rakamları / sonuçları yorumlamanın ve bu verilerin nasıl kullanılacağına öngörülmesinin önemi daha da arttı. Ayrıca bu krizden çıkarmamız gereken bir sonuç da artık sadece risk yönetimi uygulamalarını değil tüm yönetim yaklaşımını değiştirmek gerekiyor. Hani basiretli tüccar diye tabir ettiğimiz bir kavram vardır, hep ticaret hayatında kullanılır. Aslında basiretli olma durumu bir tutum ve davranış. Hangi sektörde olursak olalım aslında basiretli olmak risk yönetiminin içinde her zaman olmalı. Risk yönetiminde elde ettiğimiz ölçümlerin mevcut ve beklenen ekonomik ve finansal koşullar içinde derlenmesi ve bunların firmanın hayatına nasıl yansıtacağı ve bunlara firmanın hazır olup olmadığı, hareket alanlarının ne olacağı gibi konular daha öne çıkıyor. Ayrıca kriz nedeniyle tartışılan konulardan bir tanesi de geçmiş veriye dayanan finansal modellerin ürettiği rakamların geleceği çok fazla yansıtmadığı yönündeydi. Bu nedenle stres testleri yapmanın gerekliliği ortaya çıktı. Böylece stres koşulları ölçümlemelere yansıtılmış olacaktı. Tabi şimdi de şunu sormak lazım, her şeye stres testleri uyguladığımızda ve bunları yönetime dahil ettiğimizde çok konservatif bir yaklaşım içine girip verimliliği göz ardı etmiş olmaz mıyız? Sermaye ve bilançonun yönetimi çok önemli ancak çok fazla stres koşulları ile yönetim anlayışı iş yapılmasını da engelleyici bir durum ortaya çıkarabilir. Aslında ölçülebilen riskler öngörülmüş riskler olarak değerlendirilmelidir. Bu durumda aslında bir riskten bahsedemeyiz

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

fakat bu riske yaklaşımımıza bağlı olarak ortaya çıkan potansiyel sonuçların nasıl değerlendirileceğinden bahsedebiliriz. Risk tanımı öngöremediğimiz bir belirsizlik olması itibarıyla hayatımızda hep olacak bir konudur. Geçmiş dönemde ülkemizde yaşadığımız krizlere bakacak olursak bir kısmı öngörülebilir olmakla birlikte bir kısmı da olma ihtimalini çok düşük öngördüğümüz durumlarda gerçekleşti. Dolayısıyla bu küresel krize ve alınan ve alınacak olan tedbirlere rağmen bundan sonra da yaşanacak krizlerin olacağı ve bunların yine risk algısının değiştiği, yüksek risk potansiyeli olmasına rağmen farkında olmadan ya da risk iştahına bağlı olarak yapılacak hareketlerden kaynaklanacağı söylenebilir. Risk algısında önemli olan rekabet koşullarına rağmen sürü psikolojisinde hareket etmemek. Piyasanın büyük çoğunluğu bir yöne giderken, piyasada ters yöne hareket etmek ticari olarak kolay değil ama gerektiğinde bu cesaretli adım atılabilmeli.

Bu sunumda küresel kriz sonrasında risk yönetiminde beklenen gelişmelerden bahsetmek istiyorum. Dört ana başlığım var; ne tür değişimler yaşıyoruz – yasal düzenlemeler, risk iştahı ve değişen risk algısı, bunlarla birlikte öne çıkan yenilikler nedir ve bu öne çıkan konuların reel sektöre etkisi ne olacak. Bildiğiniz gibi, kriz öncesinde piyasalarda finansal boyutta yaşanan bir likidite bolluğu ve hızlı büyüme ortamı vardı. Borçluluk oranları artan risk iştahı ile birlikte inanılmaz ölçülerde artmaya devam etti. Türev ürünler kar amaçlı yapılanmalar ile daha sofistike hale geldi ve bunların işleyişi konusunda bir şeffaflık yoktu ve belki ürünü geliştiren finansal kuruluşlar bile bu ürünlerle aldıkları riskleri bilemez / ölçemez hale geldiler. Ürün risklerini bilemedikleri gibi, bu ürünleri piyasada alıp satarak sistemin riskini daha da büyüttüler. Bu piyasa tarafı. Yönetim ve denetim tarafına bakacak olursak, hem kurum içi, hem de denetleyici otoritenin yönetim ve denetiminde eksiklik / yetersizlik olduğu kesin. Tabi önemli olan oto kontrol, öncelikle kendi kendimizi iyi denetlememiz ve bunların üzerinde asgari standartları belirleyen düzenlemelerin mevcudiyeti. Bu kriz nedeniyle küresel düzeyde daha fazla düzenleme ve denetim olacağı kesin ancak bir süre bunların olumlu etkisi olsa bile fazla düzenlemenin getireceği riskler de göz ardı edilmemeli. Bugünkü düzenlemeler daha çok yaşanan krizde olduğu görülen boşlukların doldurulmasına ilişkin, yani mevcudu düzenleyen bir yapıda. Bundan sonra olabilecek krizlere yönelik neler yapılacak peki? Yasal düzenleme asgari standartları belirlemek için gerekli ancak ihtiyatlı yaklaşmamız da gerekiyor, her şey yasal düzenleme ve dış denetim ile çözülemez.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Diğer bir konu risk yönetiminde bütünsel yaklaşım. Risk ölçüm sonuçlarının yeterli düzeyde uygulanması ve anlaşılması kadar tüm risklerin bir arada değerlendirilmesi de önemli. Risklerin ayrı ayrı ölçüldüğü ve değerlendirildiği durumlarda toplam sermayeye etkisi daha yanıltıcı olabilir. Artan borçluluk oranları ve daha fazla kar etme isteği ile birlikte toplam riskin sermaye yeterliliği üzerindeki etkisi yeterince görülmeyebilir. Üzerine bir de stres koşullarının eklenmesi sermaye açısından zorluk yaratabilir. Risk yönetimi süreçlerini kar hedeflerinin içine entegre etmemek de yine bütünsel yaklaşım içerisinde yönetim açısından bir eksiklik yaratmaktadır.

Yaşadığımız küresel kriz öncesinde göz ardı edilmiş olan bir risk tablosu ve artan bir risk iştahı var ve bu risklerin çoğununu piyasalar da bilerek aldı. Peki daha sonra finansal piyasalarda ne tür değişimler oldu? Önemli boyutta bir sistem riski oluştu ve bunları yeniden kontrol altına almak üzere düzenleme ve komite çalışmaları yürütülüyor. “Financial Stability Board”, G20 ve BIS alt komiteleri vb. Hükümetler arası işbirliği arttırılmaya çalışılıyor. Gelişmekte olan ekonomilere bu çalışmalarda daha fazla söz hakkı veriliyor ki sistemik risk olduğu için böyle bir katılım gereklidir. Yasal otoritelerin denetim yetkileri artıyor, sermaye düzenlemelerinin kapsamı genişliyor ve değişiyor, sistemik risk yaratacak finansal faaliyetlere sahip hedge fonlar, yatırım bankaları, mortgage kurumları gibi kuruluşları içerecek şekilde boşlukları dolduracak mevzuat çalışmaları yürütülüyor. Basel 2 çerçevesinde, üzerinde çalışılan son değişiklikler ile sermaye yeterlilik rasyosuna ilave edilmesi beklenen risk parametreleri var. Bunlardan bir tanesi temerrüt riski ve stresli VaR. VaR’ın krize kadar normal piyasa koşullarında ölçülmesi bir tarafa bırakılıyor gibi duruyor. Uzun dönem gelişmiş piyasalarda volatilité olmaması VaR’ı çok güvenli bir araç yaparken, volatilitenin arttığı bu ortamda daha temkinli bir bakış açısı var. Oysa normal piyasa koşullarını dikkate alacak bir yapı her halükarda olmalı. Ama bunun üzerine beklentimiz ile örtüşecek stres koşulları da ilave edilerek olası riskli durumlar için hazırlıklı olunmalı.

Yine Basel II çerçevesinde minimum sermayenin yüzde 8 olup olmaması konusu tartışılıyor. Muhtemelen burada da bir değişiklik olacak ama henüz sadece Tier 1 mi yoksa toplam sermaye rasyosu mu değiştirilecek açık değil. Türkiye açısından SYR’nin yasal olarak yüzde 8 olup aslında uygulamada yüzde 12 olarak tutulmasının bir avantajını yaşadık. Ayrıca önceki krizlerin ardından alınmış tedbirlerin de önemli etkisi oldu. Yine burada da mesele SYR’nin yüzde 8, 12 ya

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

da 15 olması değil. Bu oranlar tek başına çok anlamlı değil. Önemli olan rasyo ne olursa olsun hala bunun üzerinde risk alma iştahı olan bir piyasa ve yapıda bu yükseltilebilir oranların bile yetersiz kalabileceği.

SYR dışında türev piyasalara ilişkin yeni uygulamalar, değerlendirme yöntemleri, muhasebe standartları yenden gündemde. Kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili düzenlemeler gözden geçiriliyor. Prim sistemleri gözden geçiriliyor, riskin dâhil olduğu performans ölçümleri olması bekleniyor. Tüm bu konuların dışında kurumların, bankaların veya piyasasının kendi içinde yapması gereken şeyler var. Rekabet ortamı değiştiği için bu rekabet ortamında ne tür riskler alacağız, stratejimizi nasıl belirleyeceğiz; bu konular öne çıkıyor. Risk iştahı sıkça tartışılan bir konu olmaya başladı. Bir diğeri de kurumsal yönetim ve iletişim konuları.

Gelişmiş piyasalarda benchmark kabul edilen Deutschebank, HSBC, Citibank gibi bankalar yeni ürünler geliştirmeye devam ediyorlar. Yine bu gibi bankalar risk yönetim ve ölçümleme sistemlerini geliştiriyor ve genelde yasal düzenleme arkadan geliyor. Yani doğal olarak piyasa önde gidiyor ve çoğunlukla arada bir boşluk oluşuyor. Piyasalar yeni ekonomik ve finansal koşullara uygun yeni ürünler geliştirmeye devam edecek, bu yeni ürünlerin risklerini yine ilk değerlendiren aslında bu kurumların kendisi olacak. Bu nedenle, yeni bir düzenlemeden önce aslında ilk ele alınması gereken konular; kurumların oto kontrol sistemlerinin denetlenmesi, bu kurumların riske bakış açısı, değerlendirme ve yönetimde kullanma biçimi. Kurumlar kendi risklerini yönetmede yeterli mi, kurumun risk iştahı, risk kültürü, riske yaklaşımı nasıl. Bu konular çok daha belirleyici ve önemli çünkü bu aynı zamanda bir iç disiplin. Kriz döneminde kaldıraç oranlarının ne kadar yükseldiğini, dolayısı ile artan risk iştahının etkilerini gördük. Daha ileriki dönemlerde de krizler yaşanabilir. Bunlara hazırlıklı olabilmek için her kuruluşun risk iştahını iyi belirlemesi gerekir. Bu da strateji ile bağlanmalı ve hangi tip ve büyüklükteki risk için hazırlıklı olduğu bilinmeli. Strateji tüm kurum tarafından anlaşılmalı ve izlenmeli. Mümkün olduğunca kalitatif ve kantitatif kriterler belirlenmeli, sermaye, likidite, kar ve performans üzerindeki etkileri ortaya konmalı. Sermayenin de belirlenen risk iştahına bağlı olarak ilgili iş alanlarına doğru şekilde dağıtılması ve izlenmesi gerekiyor. Sermayenin doğru yönetiminde en önemli sorumluluk üst yönetimler kadar yönetim kuruluna ait. Yönetim kurulu alınan riskin ve sonuçlarının farkında olmalı ve gerekirse zamanında güncellenmesi, iş planlarına

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

yerleştirilmesi ve uygulanması için sürekli takip etmeli, denetim ve gözetim mekanizmasına gereken sorumluluğu vermeli.

Risk iştahının belirlenmesinde iki önemli başlık var. Bir tanesi risk iştahının çerçevesini çizmek, ikincisi de bunu yazılı ve kurumsal hale getirmek. Ne tür bir risk algısı var ve bu her aşamada biliniyor mu? Risk iştahı getiri ya da hacim bağlantılı olabilir ama mutlaka bu çerçeve bir politika ile belirlenmiş olmalı. Uygulaması kolay, açık ve anlaşılır olmalı. Sermaye ve limitler ile tanımlanabilmeli. Uzun vadeyi kapsamalı. Yıllık iş planlarına, bütçeye ve bunların nasıl kullanacağına kadar indirgenmiş olmalı ki bu çerçevede, risk iştahı çerçevesinde değişimlere, finansal, ekonomik değişimlere veya krizlere hazırlıklı olunmalı.

Kriz sonrasında risk algısında da önemli ölçüde değişiklik oldu. Risk algısındaki değişimin en önemli kısmı denge; sürdürülebilir karlılık, hacim ve risk arasında dengeli bir yapı kurmak gerekir. Risk kültürünün önemi artıyor. İş kollarının, risk yöneticileri ile işbirliği artmalı. Türkiye’de yapı yurt dışına göre biraz daha farklı. Yasal zorunluluk gereği risk yönetiminin bağımsız bir rolü var ve yönetim kuruluna doğrudan bağlı. Risk yönetimi gelişmiş piyasalarda daha çok icranın içinde ve yönetim kuruluna doğrudan raporlama yok. Böyle bir yapıda da icracı taraflar ile risk yöneticileri arasında oluşan iletişimin yetersizliği ve yeterince bağımsız bir yapıda olmamasının bu krizde olumsuz tarafları olduğu görüldü. Aslında ne icradan tamamen kopuk ve bağımsız, ne de sadece icranın içinde bir yapı sağlıklı olamaz. Bu iki taraf arasında kurumun çıkarlarını gözeten dengeli ve yeterince bağımsız bir yapı kurulmalı. Yönetim kurulları mutlaka sorumlu olmalı ve risklerin anlaşılması ve doğru organizasyon ve sistemlerin kurulmasını sağlamalı. Risk yönetimi ve icracı taraf birbirinin dilini iyi anlıyor ve sürekli konuşuyor olmalı. Önemli riskler tanımlanmalı ve herkesin anladığı biçimde ortaya konmalı. Beklenmeyen risk oluştuğunda kaçınma tedbirleri bilinmeli. Oluşan riske reaksiyon göstermek geç olabilir. Entegre bir yapı içinde tüm riskler ele alınmalı. Yasal düzenlemeler ile yetinmeyip mutlaka kurum içi kontrol ve gözetim sistemi oluşturulmalı. Risk sistemleri kuruma özgü bir yapıda yerleştirilmeli. Piyasaların kendi iç dinamiği de göz önüne alınmalı. Her standart uygulama bizim piyasalarımızda ve kurumlarımızda uygun olmayabilir. Kriz sonrasında biraz daha küresel anlamda standartlaşmaya giden bir düzenleme yapısı öngörülüyor. Buna dikkatle yaklaşmak lazım Çok fazla aynı standartların uygulandığı bir küresel finansal sistem uygulamada iyi çalışmayabilir. Bununla

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

birlikte denetim ve gözetimin, ölçüm sistemlerinin asgari prensiplerini belirlemesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Risk yönetim ilkeleri, prensipleri ve bunları yine yasal otoritenin yönetimi ve denetiminde piyasalara yerleştirmek çok daha sağlıklıdır. Genel prensiplerin belirlenmesi risk algısı açısından doğru olup piyasanın özüne uygun serbestliğe olanak tanınmalı.

Son bir nokta da iç ve dış raporlamalarda beklenen değişiklikler. Kamuoyunun doğru şekilde bilgilendirilmesi önem kazanıyor. Değerleme yöntemleri, muhasebe uygulamaları, risk bakış açısı, yönetim ve ölçüm şekli daha açık ve net şekilde paylaşılmalı. Dış denetçi raporları, bunları da içerecek şekilde kriz sonrasında zaten değişmeye başladı.

Önümüzdeki dönem likidite riski önemli bir risk olmaya devam edecek. Mevcut durumda piyasada çok fazla likidite sorunu yaşamamakla beraber, hükümetler tarafından sağlanan likiditenin, çıkış stratejisi ile birlikte yeniden daralmaya başlaması durumuna hazırlıklı olunmalı. Nakit akışı, kurumun orta vadede yaşam/dayanılrlık süresini dikkate almalı. Bilânço kalemleri doğru yansıtılmalı. Kredi riski ve yoğunlaşma riski izlenmesi gereken diğer riskler. Kredi portföyünün kalitesi önemli. Borçlu olduğumuz veya borç verdiğimiz taraflar ile yoğunlaşma riskleri dikkatle izlenmeli. Riske dayalı onay süreçleri geliştirilmeli. 2010'da bankacılık açısından büyüme önemli olacak. Bu çerçevede risk yönetimi, gelir-giderlerin kontrolü, müşteri memnuniyeti, bilanço gap yönetimi iyi yapılmalı. Bütün bunlar reel sektörü etkileyeceği için reel kesim de risk yönetimi açısından yapması gerekenleri yapmalı. Teşekkür ederim.

3.

Yeni-Dünya Ekonomik Düzeninde Risk Yönetiminin Rolü

Dr. Tamer Saka

Kurumsal Risk Yönetimi Derneği Başkanı

Bugün, karşı karşıya olduğumuz en önemli gerçeklik “*değişim*”dir. Bu durum önemini tüm dünya tarihi içerisinde son 60 yılda çok daha fazla derecede arttırmıştır. Dünya nüfusu 1900 (1,5 Milyar)-1950 (2,5 Milyar) yılında yaklaşık 0,75 kat artarken 1950-2009 (~7 Milyar) arasında yaklaşık olarak 3 kat bir artış göstermiştir. Dünya GDP’si ise 1820-1870 yılları arasında 2, 1870-1913 yılları

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

arasında 2,5, 1913-1950 yılları arasında ise 2 kat bir artış göstermiştir. Bu artış 1950-2001 yılları arasında ise yaklaşık olarak 8 kat olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişime ve dolayısı ile sanayileşmenin etkisiyle de dünyamızın geleceğini tehdit eden karbon salınımları da son 350 yılın en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Kısaca değindiğim temel verilerden de anlaşılacağı gibi dünyanın son 50 yılı ürkütücü bir şekilde değişimin etkisinde kalmıştır. Peki, bu yakın geçmişte yaşanan baş döndürücü değişim bizleri yakın gelecekle ilgili neler düşündürmektedir? Şüphesiz ki değişimin hızının artarak devam edeceğini varsayar isek önümüzde bizi bekleyen belirsizliğin boyutu son derece korkutucudur.

Az önce belirtmiş olduğum dönemin son 20 yılı boyunca makroekonomik göstergeler önemli ölçüde istikrarlı bir trend izlemiş, dünya genelinde tüm ülkeler ekonomik büyüme ve gelişimin avantajlarını yaşamışlardır. Ancak artan risk alma iştahının şekillendirdiği ve etkin olarak kontrol edilmeyen süreçlerin sonucunda istikrar yerini belirsizliğe bırakmış ve 2008 yılı itibari ile de hepimizin yakın geleceğini önemli ölçüde etkileyeceğini düşündüğüm mevcut “Küresel Kriz” ortaya çıkmıştır.

Son 20-25 yılda geliştirilen birçok tanım ve varsayım bu krizle birlikte işlevini ve geçerliliğini yitirmiştir. Sadece ama sadece ne pahasına olursa olsun “kar” ve “hisse değeri” kavramlarına sıkışıp kalmış olan mevcut yönetim anlayışının sürdürülebilir olmadığı açık bir şekilde ortaya çıkmıştır. Küresel ekonomide yaşanan dramatik gerileme, risk trendlerindeki artış ve bu durumun sosyal boyutu değerlendirildiğinde, mevcut ekonomik paradigmlarla bu duruma devam edemeyeceğimiz açıktır. Bu nedenle bu kriz başka bir ifade ile “Yeni Bir Dünya Düzeni” ne geçisin de ilk adımını oluşturmuştur.

Bu yeni düzen ile zafiyetleri açıkça ortaya serilen ekonomik sistemde köklü değişiklikler gerçekleştirilmesi kaçınılmazdır. Küresel politika belirleyicilerinin G-20 zirvesi ve sonrasında sergiledikleri kararlı ve samimi tutum, birlikte hareket etmek adına aldıkları inisiyatif önümüzdeki dönemde iş yapış şekillerimizin büyük oranda değişeceğine işaret etmektedir.

“Yeni Dünya Düzeni”nin en temel unsurlarından birini ise, bugün etkinliği konusunda sıkça tartıştığımız bir husus olan “risk yönetimi” yer almaktadır. Gerek finans gerekse reel sektör kuruluşlarının risklerini göz ardı ettiği, iş

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

modellerini riskleri ile uyumlu hale getirmediği, stratejilerini risklerini göz önünde bulundurarak belirlemediği bir ortam içerisinde sürdürülebilir bir başarı ve istikrarın yakalanması, bugün görüldüğü gibi mümkün olmamaktadır.

Kuşkusuz ki, risk yönetimi yeni bir olgu değildir. Mevcut krizin temelinde yer alan asıl neden risk yönetiminin yapılmayışı değil “risk yönetim anlayışı”nın etkin olarak süreçlere yansıtılamayışıdır. Başka bir ifade risk yönetimi kurumların karar alma süreçlerinin ayrılmaz bir parçası haline getirilememiştir. Kurumlar üzerinde yaratılan büyük kar oluşturma ve hisse değerlerini arttırma baskıları, yöneticilerin bireysel açgözlülükleri ile de birleşerek liderleri ve yönetimleri hesapsız riskler almaya itmiştir. Bu yolla yaratılan sanal değerler birçok kesimin iştahını kabartmış ve onları oyunun bir parçası olma yönünde motive etmiştir. Böylelikle de rasyonel dayanağı olmayan sanal ekonomiler hızla büyüyerek, bugün ardı ardına patlayan balonları meydana getirmiştir.

Belirsizliğin her geçen gün arttığı, olumsuz şartlar altında şirketlerin var olma savaşı verdikleri böyle bir dönem içerisinde artık “risk”lerimizin farkında olmamız ve bunları etkin olarak yönetebilmemiz hedeflerimize ulaşabilmemiz için bir gereksinim olmaktan çıkmış, hem bugünümüz hem de geleceğimiz için bir zorunluluğa dönüşmüştür. Bu kapsamda; kurumlar, sadece gelirlerini değil, risklerini anlayarak; organizasyonun yaratıcılığını ve girişimciliğini öldürmeden risk faktörlerini karar alma süreçlerine entegre edebilme yeteneklerini geliştirmelidirler. Önümüzdeki dönemde ancak riskle kazanç dengesindeki altın dengeyi yakalayabilen ve bunu sürdürülebilir kılan kurumlar başarılı olabilecektir. Artık yapılan hataların maliyeti geçmişe oranla çok daha fazla ve yıkıcıdır. Bu nedenle, kurumlar; geleceğin belirsizliklerini tüm iş birimlerinin günlük hayatlarının bir parçası haline getirecek sistematik ve sürekli bir tehdit&fırsat analizi ile yönetmeyi öğrenmek zorunda kalacaktır. Sadece hisse değeri yükseltmeye dayalı olarak gerçekleştiren performans değerlendirmeleri terk edilecek, “sürdürülebilir hissedar değeri yaratmak” öncelikli kriter haline gelecektir.

Tüm bu unsurlar dâhilinde, gerek finansal gerek reel sektörde risk yönetim anlayışının geliştirilmesi, yeni bir risk yönetim yapılandırılmasının mutlak suretle gerçekleştirilmesi gerektiği açıkça ortadadır. Bu yapılandırma dâhilinde, risk yönetimi sadece risk yöneticileri tarafından yapılan bir faaliyet olmaktan çıkıp,

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

tüm organizasyon tarafından sahiplenilen ve süreçlerin tamamına yayılan bir faaliyete dönüştürülmelidir.

Özetle; artık her gün bir önceki günden daha zor ve rekabetçi olacaktır. Kurumları çevreleyen riskler ve belirsizler artacaktır. Risklerin olası olumsuz etkilerinin boyutları genişleyen ekonomik aktivitelere bağlı olarak artacaktır. Kurumların hata yapma olasılığı ve hataların maliyetleri artacaktır. “İstikrar” önümüzdeki son 10 yılda en çok aranan değer olacaktır. Bu çerçeveden risk yönetimi yeni ekonomik düzende ülkemiz açısından da önemli bir rol üstlenecektir. Önümüzdeki dönemde risk yönetim fonksiyonuna sahip şirketler ve buralarda görev alan risk yöneticilerinin sayısı kuşkusuz ki artacaktır. Eğer başarılarımızın tesadüfî olmasını istemiyorsak, değişen koşullar ve dinamikler altında dahi her koşulda başarıımızı sürdürmek istiyorsak, risk yönetimi hayatımızın ayrılmaz bir parçası haline gelmelidir.

4.

Finansal Krizi Sorularla Anlamak: Oyuncular ve Riskler

Doç. Dr. C. Coşkun Küçüközmen¹
İzmir Ekonomi Üniversitesi

Varlığı ve ilk etkileri 2007 yılında dile getirilen ancak köklerinin nereye kadar indiğini net olarak söyleyemediğimiz finansal kriz kendine yeni bir alan yarattı:

¹ Konferansın yapıldığı 4-5 Aralık tarihinde Doç. Dr. C. Coşkun Küçüközmen TC Merkez Bankası İdare Merkezi'nde görev yapmaktadır.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

“Kriz okuryazarlığı”. Aslında temelini “risk okuryazarlığına” dayandırdığım bu kavram riskleri geriye bakarak mı, yoksa dünü ve bugünü veri alarak ileriye bakarak mı anlamamız gerektiği hususuna da ışık tutuyor. Nasreddin Hoca’nın eşeğine ters binişi de “riski geriye bakarak” algılama alışkanlığımızın bir göstergesi olsa gerek.

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 beklendiği gibi patlaması ile kâr ve bonus coşkusunun krize dönüşmesi çok hızlı oldu. Peki, krizde başrolü kimler oynadı, hangi finansal araçlar kimlerin cebini yaktı?

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)

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Krizin küçük ve mağdur oyuncuları ise;

- Gelişmekte olan ülkeler (son zamanlarda büyük oyunculardan 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.

Kriz süresince en çok kullanılan anahtar kelimeler ise; likidite, şeffaflık, değerlendirme, fiyatlama, kredi risk transferi / kredi riskinin izlenmesi, düzenleme, denetim, finansal aracılık fonksiyonunun 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

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- Kriz ne zaman bitecek? Bize bir şey olur mu? Altın daha yükselecek mi? N'olcak bu doların 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 mahvedebilir, Moody's ise derece notunuzu düşürerek. İnanın bana bazen hangisinin daha güçlü olduğuna karar veremiyorum*”² ifadesi sanırım her şeyi olmasa da birçok 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.

Peki, neler gözden kaçtı ve şimdi gözden kaçırılmaması gerekiyor?

- 1990'lar ve Risk Yönetiminde Yeni Arayışlar: Kredi Türevleri ve Büyük Yatırım Bankası JP Morgan'ın Rolü

² “There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the **United States** and there's **Moody's Bond Rating Service**. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful”. Bakınız: <http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html>

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- Risk ölçümüne ve yönetimine ilişkin karmaşık ve pahalı yazılımlarının piyasaya girişi (RiskMetrics™ & CreditMetrics™)
- Goldman Sachs'ın ve Lehman Brothers'ın bilinmeyen tarihi
- Lehman niçin battığı?
- 683,7 Trilyon Dolarlık OTC (Tezgaüstü) türev piyasasına nasıl gelindiği.
- Bankacılığın Tapınağı olarak bilinen Basel Komitesi'nin “Yeni Nesil” olarak adlandırılacak düzenlemeleri yayınlaması (bugün hâlâ –Yetersiz Düzenleme- den bahsediliyor her nedense!). Sorun düzenlemede mi, denetimde mi?
- Kontrolden çıkan yatırım bankaları ve büyük şirketler (ENRON, GM, Ford, AIG, Citibank, Bank of America) –Faaliyet dışı kârlarda büyük artış
- Şirket skandalları, kişisel ve kurumsal yolsuzluklar, dolandırıcılıklar artıyor (BCCI, Barings, Daiwa, Allied Irish Bank, NAB, Societe Generale, Lehman)
- İki büyük mortgage (ipotekli konut kredisi) kuruluşu olan Freddie Mac & Fannie Mea Hakkında 2003 Yılında Yayımlanan Ciddi İkaz İşaretlerinin Görmezden Gelinmesi
- Körfez Fonlarının Çıkışı ve Yükselişi - SWFs – (Daha önce neredeydiler acaba, bilen var mı?)
- Goldman Sachs CEO'sunun istifa nedeni: 3,5 milyar dolarlık beklerken aldığı 170 milyon dolarlık bonus mu?
- HF Yöneticilerinin aldığı astronomik bonuslar?
- Maestro Greenspan'ın “hata yaptım, pardon” demesi (Asrın Hatası)
- Artan işten çıkarmaların gerekçeleri ve göz ardı edilen ÇARPAN ETKİSİ (Citigroup 10,000 kişiyi işten çıkarıyor (CNBC-e, WSJE kaynaklı haber)
- W. Buffet, G. Soros, Paul Volcker, T. Geithner, Summers, Hillary Clinton, Yeni Kabine ve Yeni Görünümlü- ABD'nin Yeni Başkanı'nın rolleri.

Hala öğrenil(e)memiş dersler var

- Krizin nedenleri ve sonuçları hakkında halen net bir görüş birliği sağlanmış değil.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- Her kesim krizi farklı bir şekilde yorumluyor ve farklı dersler çıkardığını söylüyor.
- Rakamlar, istatistikler ve haberler zaman zaman güvenilir olmaktan uzak kalıyor.
- Saptırılmış demeçler ve görüşler kafaları karıştırıyor.
- Kriz “anahtar deliğinden” bakılarak değerlendiriliyor, büyük fotoğraf maalesef algılanamayacak kadar büyük ve derin...

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 birçok gelişmiş ülkenin derece notunu niçin düşürmediğini?

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Krizin baş aktörlerinden biri: Serbest Yatırım Fonları

Genellikle kamuya bilgi açıklamak zorunda olmayan, müşterileri arasında sayıca az 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 “sakın 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. LTCM’in getiri performansı öylesine baş döndürücü bir şekilde arttı ki buraya paralarını yatıranlar adeta servetlerini dört yılda neredeyse dörde katladılar. Peki, LTCM niçin battı? Aşağıda sıralanan nedenler ve çıkarılacak dersler adeta tüm zamanlar ve olaylar için geçerli.

- Model riski
- Yetersiz risk yönetimi (inanması güç!)
- LTCM’le iş yapanların yetersiz risk yönetimi (daha inandırıcı)
- İstatistiksel varsayımların geçerliliğini yitirmesi (korelasyon yapısının bozulması)
- Yetersiz ya da yapılmayan “stres-testleri”
- Şeffaflık eksikliği ve bilgi vermekten kaçınma
- Yıldız kaliteye yatırım yapmanın maliyeti (zararları)

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- Moral hazard – İstismar Riski (FED yardımı ve kroni (kayırmacılık) kapitalizmi)
- Sistemik risk.

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.³

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” yapılıyor 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.

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, çalışırlığını 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 “birçok şeyin birbiriyle olan ve kolay görülemeyen bağlantısı” ve

³ <http://www.vizettes.com/kt/ig/TheGreatAmericanBubbleMachine.pdf>

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

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?

Bulaşıcı Açgözlülük:⁴ An infectious greed seemed to grip much of our business community. Too many corporate executives sought ways to "harvest" some of those stock market gains. As a result, the highly desirable spread of shareholding and options among business managers **perversely created incentives to artificially inflate reported earnings in order to keep stock prices high and rising.....** and, consequently, they failed to properly align the long-term interests of shareholders and managers, the paradigm so essential for effective corporate governance. It is **not** that humans have become any greedier than in generations past. It is that the avenues to express greed had grown so enormously.

Greenspan özetle diyor ki “...bulaşıcı 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...

⁴ Testimony of Chairman Alan Greenspan, *Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress* before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, July 16, 2002.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- 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.

Anamorfik Gerçekler

Normal açıdan bakıldığında bozuk görülen, ancak farklı bir açıdan bakıldığında anlamı anlaşılan resim. *Hans Holbein*’in 1533 yılında tamamladığı *Ambassadors* tablosu bu gerçeği çok güzel ifade etmekte. Dolayısıyla krizi de görülmesi, bakılması gereken açıdan görmeye çalışmak gerekiyor. Aksi takdirde belli kaynaklardan tek yönlü beslenmek birçok gerçeği atlayarak yanlış noktalara gitmemize neden oluyor.

Bitirirken.....

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!

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- 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 yetişmiş ve eğitilmiş beyin gücünde mevcuttur.

Son Söz

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.

5.

Küresel Krizin Dış Borç Üzerine Yansımaları

Prof. Dr. Utku Utkulu
Dokuz Eylül Üniversitesi

Konferansın değerli katılımcıları, sizleri saygıyla selamlıyorum, Hakan hocama da başarılar diliyorum. Konferanslar hızlı bir şekilde geliyor ve hepsi de birbirinden güzel. İzin verirseniz mümkün olduğunca kısa tutmaya çalışacağım. Doktoramı yıllar önce YÖK bursuyla yaptım ve doktora tez konum dış borç üzerine idi. Dış borç konusu beni öncelikli olarak oradan ilgilendiriyor. Benim alanım özellikle doğrudan finansal iktisat diyemiyorum. O yüzden sürç-i lisan edersem affedin. Ama sonuçta uluslararası iktisat çalışıyorum, doktoram, doçentliğim, profesörlüğüm uluslararası iktisat alanında. Daha ziyade dış ticaret

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

çalıştım ama tabi dış ticaret ve dış borç bir yönüyle. Dış borç üzerine şu tartışma hep yapıldı. Biliyorsunuz ki Türkiye dış borç krizine 70'lerin sonunda girdi. 80'lere gelindiğinde, Türkiye krizden çıktığında, dünya 1982'den itibaren Güney Amerika ülkelerinin moratoryumu ile dış borç krizine giriyordu. İlginç olan, Türkiye dış borç krizinden çıktığında dünya dış borç krizine girmişti. Tabi o dönemden bu yana dış borç enteresan bir konu oldu hep. O zaman da şimdi de hep şu soru soruluyor ya da ben öyle algılıyorum. Dış borcun nedeni nedir? Arkasında ne vardır? Likidite sorunu mudur? Geri ödeyememe sorunu mudur? Ödemek istiyor ödeyemiyor, bundan mı kaynaklanıyor yoksa ödemek istemediği için mi ödemiyor? Pratikte, bir anlamda, bu olgular önemini kaybediyor, çünkü karşı tarafta borcun ne tür bir borç olduğuna ilişkin algı da çok önemli. Yani siz gerçekten bir likidite sorunu yaşarken borç aslında gerçekten daha orta vadeli ve uzun vadeli bir borç tuzağı sorunu olabilir. Yani borç Laffer eğrisinin azalan kısmında olabilirsiniz. Böyle bir durumda, likidite probleminizi kuruluşların çözmüş olması sizi uzun dönemde borcunu ödeyememe (insolvent) durumundan kurtarmıyor aslında. Diyeceksiniz ki; Keynes'in dediği gibi uzun dönemde hepimiz ölüyoruz, ama Keynes herhalde onu başka bir şey için söylemiş olmalı. Literatür çok geniş bir literatür, tabi içerisinde Ponzi oyunu vb. finans kavramları da var açıkçası. Küçük bir sunum yapmaya çalışacağım, bu sunumda özellikle dış borcun ödeyebilirliğini (solvency) sürdürülebilirlik anlamında ele alacağım ve bu finansal krizin özellikle ödeyebilirliği nasıl etkilediğini tartışacağım. Benim sunumum, var olan durumu devam ettirdiğimizde, gelecekte 3 yıl 5 yıl sonra karşımıza nasıl bir tablo çıkacak, biraz bunu irdelemeye yönelik. Doktora tezimin dışında arka planda dış borç konusunda yayınlanmış ulusal ve uluslar arası yayınlarım da bulunmakta. Özgeçmişime ve eserlerime web adresimden ulaşabilirsiniz.⁵

Bu çalışmanın en önemli kısıtı zaman kısıtıdır. Sunumun planına bakarsak krizin bir analizi var, dış borç dinamiğinin belirleyenleri var, Türkiye ekonomisinde dış borç dinamiği, ekonominin dış borç göstergeleri, dış borcun finansal göstergeleri ve sonuç. Sunuş itibari ile finansal kriz ortamında en önemli sorun sizin de bildiğiniz gibi likiditenin azalmasına rağmen yeni borçların yapılabilmesi ve borçların ödenmesinin sağlanması. Çalışmanın temel amacı krizin borçların geri ödenebilmesine nasıl bir etkide bulunduğunu ortaya koymaktır. Finansal krizlerde biliyorsunuz finansal kurumların iflası ya da yükümlülükleri yerine getirememesi

⁵ <http://kisi.deu.edu.tr/utku.utkulu>

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

likiditenin azalmasına yol açıyor. Talep bağlamında da faizlerin yükselmesine yol açabiliyor. Son zamanlarda Türkiye'nin faiz indirimlerine gitmesi gündeme getirilebilir ama şunu da unutmamak gerekiyor; faizler düşürüldü ama risk arttığı için borç verenlerin borç verme kriterleri de ağırlaşıyor öyle değil mi? O düşük faiz oranlarından borç alabilmek de ciddi risklerin varlığından her zaman mümkün olmuyor. Kâğıt üzerinde faizler düşüyor ama diğer taraftan o faizden borçlanmak istediğinizde durum pek de öyle olmuyor. Burada önemli olan krizin analizi üzerindeki görüşler. Krizin ABD finansal piyasalarında ortaya çıkmasına karşın, dünya ekonomisine hangi aktarım mekanizmaları yoluyla yayıldığı yani kriz finansal piyasaların birbirlerini etkilemesiyle nasıl yayıldığı belirtmek gerekir. Elbette böyle yayılıyor ama bunun başka aktarım mekanizmaları da olduğunu biliyoruz aslında. Finansal etkiler reel sonuçları, reel etkiler finansal sonuçları doğurabiliyor. Ya da bunun tersi de olabiliyor finansal etkiler her zaman finansal sonuçlar değil reel sonuçlar da doğurabiliyor. Yani Modigliani-Miller teoremi her zaman işlemiyor aslında.

Bu kriz elbette temelde bir finansal kriz; ABD dolarının dünya ölçeğinde gerek mal ticaretinde gerekse finansal işlemlerin yapılmasında genel kabul gören bir para olmasından dolayı dünya ekonomisindeki büyüklüğü ve şiddeti açısından etkileri ortaya çıkıyor. Az önce söylediğim unsur bu mekanizmalarda reel ve finansal aktarım kanallarında reel ve finansal değişkenler etkileşim içindeler. O yüzden topyekûn bir analiz yapılabilmesi için bu kanalların görülebilmesi gerekiyor. Bu çalışma özü itibarı ile bu kanalları ortaya koymaktadır. Ancak bunun ampirik bir çalışma ile de desteklenmesi gerekiyor. Finansal değişkenlerin reel etkilerinin olması, emek, sermaye ve malların nispi fiyatları üzerinde değişikliğe yol açıyor. Nispi fiyatların değişmesi de önemli etkiler doğuruyor. Ticari açıklığın yüksekliğine bağlı olarak reel ekonomik değişkenler üzerinde; finansal açıklığa bağlı olarak da finansal piyasalar üzerinden reel etkilere neden olmaktadır. Ekonomik karar birimlerinin borçluluk oranlarının yüksekliği konusu ayrıca önemli. Kriz ne zaman gelip vuruyor? Borçluluk oranlarınız yüksek iken vuruyor. Yani siz kırılğanken sizi vuruyor. Kırılğan bir yapıda borca yakalanıyorsanız, yani borç oranlarınız yüksekken yakalanırsanız, o zaman durum daha farklı ve daha ciddi olabiliyor. Ekonomik birimlerin bilançolarındaki varlık yükümlülük dengesizliği özellikle son derece önemli. Bu varlık yükümlülük dengesizliği ek likidite talebinin de kaynağını oluşturuyor. Burada en çok tartışılan, kamunun borç yükümlülüğünün fazla olmadığı; borç rasyolarına baktığınızda kamunun borcunun sürdürülebilir olduğu hep söyleniyor. Ama tabi

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

ki özel sektörün borç yükümlülüğünün özellikle 2000’li yıllarda arttığı ihmal ediliyor. Bu tabi çok ciddi bir kur riskini de beraberinde getiriyor. O yüzden bir ülke borcunu ödeyebilecek durumda mıdır (solvent) sorusuna baktığınızda, evet sadece kamu kesimi ödeyebilir gerisi önemli değil yaklaşımı çok doğru bir yaklaşım değil. Yani aynı sistem içerisinde, özel kesimin dış borcu ve kur riski tabi ki kamu kesimini etkileyecektir. Bunun göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyorum.

Borçluluk oranlarındaki yükseklik nedeniyle, faiz oranları düştüğünde genellikle yeni bir harcama yapılması pek mümkün olmuyor. Bunun devamında ekonomide tüketim kararını veren hane halklarının harcama kararları ile yatırıma karar veren firmaların yatırım harcamaları faiz oranlarındaki yükselişe duyarlı iken talepteki düşüklük nedeniyle faiz oranlarındaki düşüşe karşı kayıtsız kalabiliyorlar.

Tekrar vurgulamak gerekirse, ana tartışmamız dış borcun çevrilebilirliği, sürdürülebilirliği ve dış borcun servisi konularıdır. Tabi bilânçolar son derece önemli. Dış borç servisinin ne olduğunu hepimiz çok iyi biliyoruz. Dış borç yönetimi açısından belli bir dönemde elde edilen ihracat geliri burada çok önemli rol oynuyor. Bunun o dönemde yapılan dış borç ödemelerine oranı ile toplam döviz gelirlerinin dış borç ödemelerine oranı ülkelerin dış borç yapılarını göstermektedir. Ancak bu rasyoların bir ülkenin gerçek anlamda borç riskini yansıttığını da düşünmüyoruz. Bunlar statik oranlar. Borcun milli gelire oranı diğer oranlar, elbette ki bunlar var olan durumu yansıtıyor ama tam anlamıyla derinliğini yansıtmıyor. Tam olarak sıkıntının ne olduğunu görebilmek için oradaki reel ve finansal aktarım mekanizmaları yoluyla olası etkileri dikkate almak, bunların hesabını da yapmak gerekir diye düşünüyorum. Yalnızca bu statik oranları dikkate aldığımızda sorunun ne tür bir sorun olduğunu ve boyutlarını tam olarak algılayamıyoruz. Var olan kriz bir likidite sorununu mu ortaya çıkarmıştır ya da var olan kriz likidite krizinin yanı sıra, uzun dönemde geri ödeyememe sorununu mu ortaya çıkarmıştır? Tabi geriye ödeyememe sorunun yansımaları da çok önemli.

Burada önemli olan nokta 2000’li yılların başından itibaren ülkelerde özel sektörün borçluluk oranının kamu kesiminin borçluluk oranını geçiyor olmasıdır. Türkiye için de durum böyledir. Burada önemli olan nokta doğrudan doğruya özel sektörün içinde bulunduğu kur riskidir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Borç dinamiğinde başka hangi etkenler var diye bakacak olursak, bir borcun geri ödenebilmesinin temel koşulu, borcun anapara ve faizlerinin bugünkü ödemelerinin gelecekte düşük faizden borç olarak ödenmesine bağlıdır ya da ülkenin Ponzi oyunu oynamasına bağlıdır. Ponzi finans, ya da Ponzi oyunu, borcu borçla ödeme politikasıdır. Sonuç itibari ile bir ülkenin büyüme oranı reel faiz oranından büyük olduğunda ülke dilediği sürece Ponzi oyunu oynayabilir. Ama ne zaman ki büyüme oranınız reel faiz oranından daha düşükse – ki genelde durum budur, dinamik etkinlik de bunu gerektiriyor zaten– o zaman Ponzi oyununu ancak sınırlı bir süre oynayabilirsiniz. Buradan nereye geliyoruz; finansal krizin vurduğu bu ortamda Ponzi oyununu oynayabilir misiniz? Bu krizden sonra Ponzi oyununu oynamak ve borcu bu şekilde çevirmek çok daha tehlikeli olacak gibi gözüküyor. Var olan kanıtlar bu yöndedir.

Burada hangi faiz oranı bizim için önemli, hangi faiz oranını kullanıyoruz? Buradaki faiz oranı sadece bildiğimiz faiz oranı değil, onun düzeltilmiş olması gerekiyor. Nasıl düzeltilmiş olması gerekiyor? Faiz oranından enflasyon oranını ve büyüme oranını çıkartmak gerekiyor bu düzeltmeyi yapmak için. Borcun net bugünkü değerini bulmaya çalışıyorsak, hesaplama yaparken sadece faiz oranı değil enflasyon oranı ve ülkenin büyüme oranı da son derece önemlidir. Büyümenin yüksek olması reel ya da düzeltilmiş faizi düşürdüğü için ülkenin lehine, riski düşürüyor. Yapılan çalışmalarda genellikle işin sadece r kısmı (faiz oranı) dikkate alınıyor yani enflasyon ve büyüme oranı dikkate alınmadan yapılan çalışmalarda bulgular ve politika önerileri tabi ki doğruyu yansıtmayabiliyor.

Likiditesi azalmış uluslararası finansal piyasalar üzerinde, geçmişten gelen, ülkelere ait bir borç yükünün çevrilmesi sorunu ortaya çıkma olasılığı artıyor ve bu borç yükü finansal piyasalardaki daralmaya bağlı olarak ülkelerin borçlanma maliyetini daha da yükseltiyor.

Sürdürülebilirlik koşulu ülkenin ödemeler bilançosu kısıtından türetilir. Bu da dinamik bütçe kısıtından elde edilen klasik sürdürülebilirlik koşuludur. Dt dediğimiz net reel dış borç stoku yani bugünkü net reel dış borç stokunuzun en azından neye eşit olması gerekiyor; gelecekteki birincil fazlaya (primary surpluses). Birinci fazla neyi kastediyor? Dış ticaret dengesi toplamına net cari transferleri eklediğinizde birincil fazlaya ulaşırsınız. Birincil fazlanın net bugünkü değerine ulaşmak için indirgeme faktörü olarak standart faiz oranı değerini değil bizim biraz önce söylediğimiz düzeltilmiş (yani enflasyon ve

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

büyüme oranı ile düzeltilmiş) faiz oranını kullanmak gerekir. Bu hesaba göre günümüzdeki dış borç stoku birincil fazlanın net bugünkü değerinden daha fazla olmamalıdır. Temel koşul budur! Ülke bu koşulu Ponzi oyunu oynamadan yerine getirebilmelidir. Bunun gösterdiği de şu ki gelecekteki dış borcun bugünkü değeri uzun dönemde sıfıra (0) yakınsar. Eğer böyleyse borcunuzu sürdürebilirsiniz. Şimdi biz finansal krizi buna bağlayarak şunu sorguluyoruz, tamam birçok ülke için bugünkü sorunun ciddi bir likidite sorunu olduğu ortada. Türkiye için belki finansal piyasaların ve bankaların sağlamlığından dolayı bu bir finansal kriz haline gelmemiş durumda. Reel piyasalar bundan daha fazla etkileniyor ama biraz daha uzun vadeli düşündüğümüzde, evet biz şu anda böyle bir likidite sorunu yaşamıyoruz ama gelecekte bir sürdürülebilirlik problemi yaşayabilir miyiz, bu gözüküyor mu? Bu sorunun yanıtını vermeye çalışıyoruz.

Bir adım daha ileriye geçelim. Burada dış borcun hangi dinamikleri var? İhracatı arttırmak ve birincil fazla vermek durumundasınız. Finansal krizden sonra dış piyasalarda ihracatımızı arttıramıyoruz öyle değil mi? Bu ödeyebilirlik problemini daha da arttırıyor. Diğer taraftan büyüme oranlarımız düştü; büyüme oranının düşmesi reel (düzeltilmiş) faiz oranını yükselteceği için oradan başka bir risk faktörü getiriyor. Tüm bunları beraber düşündüğümüzde, evet finansal piyasalar için şu anda var olan kriz ciddi bir kriz olarak gözüküyor belki ama geleceğe yönelik olarak önemli soru işaretlerini de sanki beraberinde getiriyor gibi. Bu konuda bir ampirik çalışmanın gerekliliği gün gibi ortada.

Uluslararası finansal piyasalardan borçlanma imkânı azaldı. Bu Türkiye ekonomisinde neyi etkiledi? Ayırt edici özelliklerden birisi, kriz bizi dezenflasyon politikası stratejisi gereği enflasyon hedeflemesinin uygulandığı bir dönemde vurdu. Bu önemlidir. Enflasyon hedeflemesi politikasında ekonomideki varlık fiyatlarıyla fiyat istikrarı arasında kurulan teorik ilişki, varlıkların bir kısmını oluşturan finansal araçların fiyatlarıyla fiyat istikrarı arasında yoktur aslında. Yani enflasyon hedeflemesi bağlamında başka bir sıkıntı var. Bu politikada fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli koşul olduğu kabul edilmektedir. Bunun yanlış olduğunu savunuyoruz. Burada önemli olan nokta, finansal istikrar kavramının finansal kurumların finansal güçlülüğü ile ilgili olarak görülmesidir. Finansal araçların fiyatlarındaki değişimler, spekülatif hareketler burada dikkate alınmamaktadır. Genelde literatürde fiyat istikrarının bu tür dengesizliklere yol açmayacağı görüşü hâkimdir. Tabi bunun temelinde dikotomi varsayımı var. Modigliani-Miller teoremi çerçevesinde, finansal

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

değişkenlerin reel etkilerinin olmayacağı söylemi de var. Bu görüşe göre, firmaların içsel ve dışsal fon kullanım maliyetleri arasında bir farklılık yoktur. Biz böyle düşünmüyoruz. Firmaların içeriden ve dışarıdan fon kullanma maliyetleri arasında fark vardır. Bunu dikkate aldığımızda krizin etkilerinin finansal ve reel anlamda farklı bir yere gittiğini görebiliyoruz. Oysa gözlemlerimiz enflasyon hedeflemesi konusundaki teorik yaklaşımların yetersiz olduğunu gösteriyor. Enflasyon hedeflemesinin dayandığı temel kurallardan birisi de bütçe dengesidir. Son bir yıl içerisinde bütçe dengesine baktığımızda ciddi bir sorunun var olduğunu görüyoruz. Yılsonu itibarı ile 60 milyar liralık bir açık söz konusudur. Bu elbette ki birtakım reel etkiler doğuracaktır. Krizin etkilerine karşı bu kural ortadan kalkıyor ve iç borç yüküne bağlı olarak gelecek dönemlerde finansal piyasalarda bir finansal baskının ortaya çıkması ihtimali ortaya çıkıyor.

Finansal sistemin fon yaratma kapasitesinin dayanağı olan iç tasarruflar da biliyorsunuz ki yabancı para cinsindendir. Bu da diğer bir sorundur. Yabancı para cinsinden olmasından dolayı fon kullanımı da kur riskini beraberinde getiriyor. Bankacılık sisteminde fon kullanımındaki bu durum Türk lirasının değer kazanmasına bağlı olarak dış fonların kullanım maliyetinin içeriden kullanılan kaynağa göre daha düşük olmasına yol açacak ki bu da zaten yaşanan bir durum. Özel sektörün dış borcunun artmasındaki temel nedenlerden birisi işte tam da budur. Söz konusu maliyetler aslında kamu sektöründe kullanılan fonlar için geçerlidir.

Finansal sistemin yabancı para cinsinden tasarruflara dayalı fon yaratması sistemin içinde yer alan kurumların TL'nin değer kazanmasına bağlı olarak kar etmelerini sağlıyor. Bunun önemli bir sonucu var. Bu durum, döviz kurunun olması gereken düzeyden daha farklı olmasına yol açıyor ve sonuç olarak da Türkiye'de iç borçlanmada kullanılan tasarrufların yabancı para cinsinden olması, iç borçlanmayla dış borçlanma arasındaki ikameyi azaltarak bunun bir politika aracı olmasını da engelleyebiliyor.

Burada hepinizin bildiği dış borç göstergelerimiz var, toplam dış borç stokumuz 268 milyar dolar, kamu sektörünün borcu 78 milyar dolar, o istikrarlı gözüküyor ama özel sektörün borcu 40–60 milyar dolarlardan 176 milyar dolara (2009'un 2. çeyreği için) gelmiş durumda. Özel sektörün borcunun ihracata oranının %129'lara yükseldiğini görmekteyiz. Ponzi oyunu oynanıyor mu? Bunun için önemli olan dış borç çevirme oranları gösterilmiştir. Örneğin 2002 yılında 28

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

milyar dolarlık dış borç servisimiz var, dış kredi kullanımımız 28 milyar. 2003'te 27 milyar dış borç servisimiz var, 16 milyarını dış kredi kullanımıyla yapmışız. Baktığımızda 2008 yılında 58 milyarlık dış borç servisimiz var, 65 milyarlık kredi kullanımımız var. Yani borcu borçla ödüyoruz. Tipik Ponzi oyunu bu. Onu da şu an daha güvensiz olarak büyümenin küçüldüğü risklerin arttığı bir durumda yapıyoruz. Likidite sorunumuz belki yok ama geleceğe yönelik olarak geri ödeyememe sorunlarının ortaya çıkma olasılığı var gözüküyor.

Sonuç olarak bu çalışma henüz ampirik olarak desteklenmediği için sadece bir değerlendirme niteliği taşımaktadır. Son finansal kriz, Türkiye ekonomisi üzerinde yeni bir dış borç birikimini başlatacak etkiye neden olmuştur. Burada önemli olan nokta, büyüme oranındaki ve ihracattaki düşme eğilimleri dikkate alındığında borcun sürdürülebilirliğinin negatif etkileneceğini öngörmek pek de zor değil. Büyüme oranındaki azalma borçlar üzerinde aynı oranda bir birikim etkisi ortaya çıkarıyor. Bu süreç içerisinde reel sektörün önemli bir döviz yükümlülüğü olduğu görülüyor. Söz konusu sektörlerin gelirlerinde bir azalma olduğu dikkate alınırsa bu sektörlerde bir borç birikim süreci yaşanıyor şu anda. Ayrıca talepteki azalmaya bağlı olarak bu sektörlerde bir gelir kaybı olması, yine bir likidite sorununa neden olabiliyor. Hangi sektör değişken faizle borçlanmış ise ve kur riskinden korunmamış ise o sektör gelişmelerden daha büyük oranda etkilenecektir. TL'nin değerlenmiş olması bir kambiyo zararının ortaya çıkmasını engellediğinden belirtilen etkileri azaltan önemli bir değişken şu an için.

Dış ticaret çarpanı yoluyla da borç birikim dinamiği devam edecek görünüyor. Bu durumun ortaya çıkmaması ancak Türkiye ekonomisinin büyüme oranının uluslararası faiz oranlarının üzerinde olmasına bağlıdır. Şu andaki durum büyüme oranlarımızda önemli düşüşleri işaret ediyor. Uluslararası faiz oranlarının altındayız ve bu da ciddi bir risk unsuru tabi ki. Bunun için gerekli koşul ihracatta bir artışın olmasıdır. İhracatı arttırabiliyor olsaydık, dış ticaret çarpanı yoluyla milli geliri etkileyebilir ve borcun sürdürülebilirliği için olumlu bir adım atmış olabilirdik. Ama şu an için böyle bir durum da söz konusu değil. Dünyada bu gelir artışını ortaya çıkarabilecek talep koşulları şu an için mevcut değil. Bu durumda dış talep yeterli değilse, iç talebin canlandırılmasına yönelik politikaların uygulanması gerekiyor. Bunun için de iktisat politikalarının yeni baştan gözden geçirilmesi ve iktisat teorilerinin irdelenmesinin önemli ve gerekli olduğunu düşünüyoruz.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Krizin yayılma mekanizması işte budur. Buna “balık kılçığı” da deniyor. Yani reel kanal ve finansal kanal, bu her iki kanaldan da finansal etkiler ortaya çıkabiliyor. Bu kanallarda dış ticaret hadleri var, üretim maliyetlerinde artış var, uluslararası nispi mal fiyatlarındaki değişiklik var, finansal açıklık var, yeni borç dinamiği var, enflasyon hedeflemesinin yapıyor olması var, dünya borç stokunun yüksekliği var. Tüm bunların hepsi var. Bu finansal ve reel kanalların tabi ki sonuçları var. Sonuçları, firma nakit girişlerinin azalması, gelir düşüşü, faktör fiyatlarının düşüşü, talep düşüşü, finansal sistemde kapasite düşüklüğü, likidite kısıtı, yeni borç dinamiği ve reel faiz oranlarının yükselmesi biçiminde ortaya çıkıyor. Bu etkilerin tabi ki bazıları finansal etkiler ve bazıları reel etkiler ve bunun sonucu düşük oranlı büyümedir. Şimdi karşı karşıya olduğumuz, düşük oranlı büyümede borçları çevirmek durumudur. Yani sıkıntının da özü budur aslında.

Son olarak vurgulamak gerekirse, “fiyat istikrarı finansal istikrar için yeterlidir” savı yanlıştır, yanılgıdır. Bize göre fiyat istikrarı finansal istikrar için yeterli değildir. Reel değişkenlerin fiyatlarındaki gelişmelerin fiyat istikrarıyla kontrol edilebileceği savı da bir yanılgıdır. Reel değişkenlerin fiyatlarındaki gelişmeleri sadece fiyat istikrarıyla kontrol etmek mümkün değildir. Kaldı ki ampirik kanıtlar da bunu göstermektedir. Üçüncü olarak, risk yönetim araçlarının finansal istikrarı sağlamada tek başına yeterli olamayacağı da artık açıkça ortaya çıkmıştır. Para politikası tek başına yeterli değildir. Maliye politikasının ne kadar gerekli olduğu doğrulanmıştır. Dış borç dinamiklerini de dikkate aldığınızda Türkiye’de şu anda para politikası tek başına yeterli değildir. O halde sadece finansal değişkenleri dikkate alarak refahı arttırmak mümkün değildir. Söz konusu koşullarda refah artışı için devlet müdahalesi gerekir.

Teşekkür ederim.

6.

Globalleşen Piyasalarda Ülke Riskini Belirleyen Faktörler

Doç. Dr. Hasan Fehmi Baklacı
İzmir Ekonomi Üniversitesi

Burada sunulan çalışmalardan bir kısmı makro bir kısmı mikro bakış açısıyla bu riskleri incelemeye çalışıyordu. Esasında bu krize neden olan etmenlerden bir tanesi de bu piyasaların entegrasyonu, yani piyasalarda likidite artması. Ama bir de şu var. Kriz döneminden sonra her ülke risklerle ilgili kendince bir takım önlemler almaya başlayacak ve bizim buradaki varsayımımız ülkelerin kendine

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

özgü risklerinin (country specific risk) de öne çıkacağı ve bunların da analiz edilmesi gerekliliği. Bu açıdan bizim çalışmamız da yaptığımız şeyde country specific risk dediğimiz ülke risk primlerinin incelenmesi. Görüyoruz ki gelişmiş ülkelerde bile risk primi artmaya başladı. En son olarak S&P Mayıs ayında, tabi bundan sonra da gelişmeler oldu ama ben en çarpıcı olanını buraya koymaya özen gösterdim, İngiltere'nin reytingini durağandan negatife çevirdi. Fitch, 10 Kasım'daki raporunda bütçe açığı ve borçlanma gereksiniminden dolayı İngiltere'nin reytinginde düşüş yaşanabileceğini söylüyor. Artık gördüğümüz gibi gelişmiş ülkelerde bile risk primleri değişiyor. Tabi reytinglerde buna katkı veya buna neden olan etmenlerden bir tanesi. Piyasaların entegre olması uluslararası portföy çeşitlendirmesini azaltıyor. Ancak son zamanlarda özellikle benim şu anda ilgi alanıma giren bölgelerden bir tanesi olan Doğu Avrupa ülkelerinde son dönemlerde her ne kadar direk yatırımlarda artış görsek de, portföy yatırımları açısından da yatırım alan yani fon getiren bir bölge. Ancak bu hızlı sermaye akımı, krizde gözlemlediğimiz gibi Macaristan ve Ukrayna gibi ülkelerde çok ciddi sıkıntılar yaratıyor ve şu anda zaten bu ülkelerin durumu hepimiz tarafından biliniyor. Dolayısı ile ilginç bir gözlemden kriz öncesi daha entegre olan piyasalar, Türkiye ile Güney Afrika her zaman örnek gösteriliyor, kriz döneminde belli bir ayrışma gösterdi. Dolayısı ile bu gelişmelerin ülke priminin, ülke risk priminin de ayrıca incelenmesi gerekliliğini yarattığını düşünüyorum.

Şimdi şu dönemde gelişmiş ülkelerde her zaman ölçü oldukları için belli bir yapılanma ve regülasyon oluşturma çabaları gözlemleniyor ve bu çabanın da risk algılamalarında belli bir değişim yaratacağını düşünüyoruz. Şimdi sizlere Financial Times da Kasım ayı içerisinde çıkan bir haberi paylaşmak istiyorum. Bu haber benim dikkatimi çekti. Bu haberde ülkeler devletler ya da politika yapıcılarını seviyesinde ne tür bir finansal sistemde yeniden yapılanma süreci içerisinde konusu tartışılmış. İngiltere'de hepimiz biliyoruz, finansal sistem üç ayakta işliyor; finansal ve ekonomik sistem, Merkez bankası ve FSA yani "financial service authority". Merkez bankası sistem riskini kontrol ediyor, FSA finansal kurumların gözetimi ve tüketici korumasından, yatırımcı korumasından sorumlu, Hazine ise onların deyimi ile "Guardian of Public Purse". Yani bunu çevirirsek kamu parasını koruyuculuk görevi. Şimdi önerilen sistemde ne tür değişiklikler öneriliyor. Evet, merkez bankası yine sistem riskini kontrol eden temel kurum. Ancak muhafızlar merkez bankasının daha fazla yetki alması gerektiğini düşünürken, İşçi Partisi'ne mensup bürokratlar ise biraz da FSA in yetkilerinin artırılması gerektiğini savunan bir yapı içerisinde. En fazla değişiklik

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

olacak ülke ya da piyasa Amerikan piyasası. Amerikan finans piyasasındaki burada sıralanmış. Tabi bunların ayrı ayrı görevleri var. Şimdi çok kısa bu görevleri şöyle sıralayacak olursak; Amerika'da FED hepimizin bildiği gibi parasal sistemin düzenlenmesi, fiyat istikrarı, ekonomik büyümeyi destekleyici politikaları ve geleneksel banka faaliyetlerin gözetlenmesi temel fonksiyonları. Bunun yanında daha küçük boyuttaki kurumlar işte National Credit Union Administration; federal yapıda kredi birliklerinin düzenlenmesi, gözetimi, Office of Supervision; tasarruf kurumları dediğimiz savings and loan kurumlarının gözetimi ve regülasyonundan sorumlu, State Bank Regulators; daha küçük çapta eyalete iniyor aynı faaliyetleri eyalet bazında gözetleyen kurum, FDIC; hepimizin bildiği gibi Türkiye'de TMSF'nin karşılığı olan kurum ve Office of the Controller of the Currency. Şimdi burayı da işaretledim, ABD'de çok önemli bir kurum Office of the Controller of the Currency ve bir sonraki slaytta göreceğimiz gibi bunun ortadan kaldırılması gündemde. Amerika'da. State Insurance Regulators; sigorta sistemini düzenleyen, SEC sermaye piyasası ve menkul kıymetlerin düzenlenmesinden sorumlu hatta muhasebe standartları da görev tanımı içerisine giriyor. Şimdi diğerlerini de burada kısaca geçtikten sonra önemli olan ne tür değişiklikler öneriliyor ve tabi bu risk algılamasını nasıl değiştirecek diye düşünüyoruz. Obama özellikle Fed'e daha fazla yetki verilmesi gerektiğini yani İngiltere'deki sisteme benzer düşünürken, iki temel amaç ve araç gündeme geliyor. Araçlardan bir tanesi risk alma eğilimini kısıtlama ikincisi de faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanılması. Amaç ise krizden önce yaşadığımız kredi ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmanın artık ölçülü bir şekilde dağılımını sağlayabilme ve tabii ki diğer temel görevi de her merkez bankasının görevi olan fiyat istikrarının sağlanması. İşte bu aşamada Office of Thrift Supervision'ın ve Controller of Currency'nin kaldırılması öneriliyor. Peki, nerede birleşecek bu iki kurum, National Banking Supervisor dediğimiz kurumun oluşturulması ile kaldırılan iki kurumun yetkilerinin bu kurum altında toplanması planlanıyor. Aynı şekilde FDIC buna birazcık karşı çıkıyor, bu planda yetkilerinin azaldığını ve risk yönetiminde daha aktif yer almaları gerektiğini söylüyorlar. Amerika'da şu anda oluşturulması planlanan bir yeni kurumda Council of Regulators. Bu kurumun temel işlevi FED'e sistemden kaynaklanan risklerin kontrolünde destek sağlamak ve tavsiye vermek. Bu kurumdaki yönetim kurulunun sistemin regülasyonundan sorumlu temel sekiz kurumun başkanından oluşması planlanıyor. Bir yeni kurumda Consumers Protection Agency, bu kurum da tüketicinin korunmasına ve yatırımcının korunmasına yönelik olarak kuruldu. Özellikle tüketiciye borç vermeye ilişkin bir takım yeni kuralların belirlenmesi

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

yetkileri içerisinde olacak. Son olarak, Avrupa Birliği içerisinde de en önemli değişiklik European Systematic Risk Board adı altında yeni bir kurum oluşturuluyor. Ve bu kurumun temel görevi AB içerisinde finansal sistemin istikrarı. Risklerin oluşmasından önce erken uyarı sistemlerini oluşturmak ve tavsiyelerde bulunmak. Bunun başkanının da şu an Avrupa Birliği Merkez Bankası başkanı Jean Claude Trichet olması düşünülüyor. Dolayısı ile geldiğimiz noktada artık risk profilinin, risk algılamalarının değişebileceği ve devletlerinde bir takım önlemler alacağı bir dönem yaşadığımızı ve ülke risklerinin de önem kazandığı düşüncesinden hareketle, biz ülke risklerini etkileyen ekonomik ve piyasa faktörlerinin neler olduğunu belirlemeye çalışıyoruz. Geniş bir veri setimiz var. Yaklaşık elli tane ülkeyi aldık. Burada amacımız, ülke risk primlerinin belirlenmesi ve risk primlerinin yüksekte alçağa sıralanması ve kredi derecelendirme kuruluşlarını ya da bonds spread dediğimiz spreadlerin hakikaten bu risk primleri ile tutarlı bir sonuç verip vermediğini ölçmek. Hakikaten gelişmekte olan ülkelerin risk primleri kredi derecelendirme kurumlarının belirlediği gibi yüksek mi yoksa daha farklı bir sonuçta çıkabilir mi diye sorguluyoruz. Bir de yeni bir yaklaşım olarak modellemede kullandığımız yöntem benim daha önce doktora tezimde kullandığım bir modeldi. Ekonomik faktörler mi yoksa piyasa faktörleri mi daha etkili bunu görmek istiyoruz. Kuramsal olarak biz ekonomik faktörler temel yaklaşımda daha etkili diyoruz ama piyasa dinamiklerini de göz ardı etmemek gerekir diye düşünmek gerekir.

Örnekleme periyodumuz Ekim 2004 ve Eylül 2009 arası. İlk önce Morgan Stanley Capitalization Index dediğimiz 55 ülkeye ait hisse senedi piyasası endeksini kullanıyoruz ve MSCI, Morgan Stanley'nin World Index'ini de aldık. Ülkelere ilişkin makro ekonomik ve piyasa verileri için ISC Emerging Markets veri tabanını kullandık. Çalışmada panel veri kullanıyoruz. Analizin ilk kısmında, dediğim gibi bu daha çok yapım aşamasında, verileri topladık ama modeli de şöyle düşündük; eğer biz ülke riskini ayırt etmek istiyorsak dünya endeksinden her ülkeyi aynı düşünürsek Morgan Stanley endeksinden bağımsız hareket eden yani modeldeki hata terimleri o ülkenin country specific risk dediğimiz ülkeye özgü riskini oluşturduğunu varsaydık. Bu risklerin de burada F ile gösterilen hangi makro ekonomik ve piyasa risk faktöründen etkilendiğini bulmaya çalışıyoruz. Tabi şimdi buradaki başka bir kısıtımız, elli ülke için ortak verileri bulmak çok zor.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Bunların içinde Kenya'da var Sri Lanka'da var, ve bazı ülkeler için bu ortak verileri bulmak çok kolay değil. Dolayısı ile ortak bulabildiğimiz makro ekonomik verileri kullanarak bir tutarlılık oluşmasını sağlamak istedik. Burada ülkelere ait makro ekonomik veriler sıralanmış durumda. Zamanımız kısıtlı olduğu için bunları neden aldığımızı çok fazla belki tartışmayacağız ama temelde daha önceki çalışmalarda da kullanılan faktörleri kullandık. Sadece daha önceki çalışmalarda piyasa faktörleri hiç kullanılmamış. Hâlbuki yanılmıyorsam bir sunumda piyasa faktörü olarak turnover'dan bahsedilmişti. Bunların önemli olacağını düşünüyoruz. Piyasa dinamikleri de belki o ülkenin kendi içerisindeki risklerini belirlemede önemli olabilir diyerek bulabildiğimiz piyasa faktörlerini de modelin içine koymaya çalıştık. Sonuçta daha analiz aşamasında olan bu çalışma da alfa ve β katsayıları ile, alfa değeri ile ülkenin risk primini, β ile modelde kullanılan bu risk faktörlerinin ülke riski üzerine etkisini ölçmeye çalışıyoruz. Şimdi ikinci analizde ise aynı birinci modeldeki hata terimlerini alarak bu sefer bir ağırlıklandırma yani ekonomik faktörler mi yoksa piyasa faktörleri mi, hangisi daha ağırlıklı etkiliyor bunu görmek için, burada Cobb-Douglas fonksiyonuna benzer bir model kullanıyoruz.

Temel ekonomik faktörleri alfa, piyasa faktörlerini de $(1-\alpha)$ diye varsaydık. Tabi burada başka faktörlerde modele eklenebilir. Dolayısı ile analiz 2'de hangi piyasa faktörlerini kullanmamız gerektiği ilk analizden çıkacak sonuçlara bağlı. İlk analizde hangi değişkenler anlamalı çıkarsa istatistiksel olarak, o değişkenleri ikinci kısımda kullanmayı planlıyoruz. Tabi bu alfa katsayısının tanımlanması teknik bir konu ama çoğunuzun bildiği iterasyon yöntemi kullanılıyor. Yani farklı alfa katsayılarını sistem kendi içinde deneyip hata terimleri katsayısı karesi en küçük olan alfa katsayısını buluyor. Bulamazsa zaten hata olmuş oluyor, model çalışmıyor. Ama dediğim gibi daha önce benim çalışmamda bu model gayet düzgün çalışmıştı. Hatta anlamlı sonuçlar da vermişti teorik olarak.

Son olarak çalışmanın katkılarını en sizinle paylaşmak isterim. Bu kadar kapsamlı bir ülke veri setini kullanan bir çalışmaya ben literatürde rastlamadım. Bu açıdan çalışmanın literatüre bir katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bir de bu ağırlıklandırma sistemi daha önce kullanılmamış. Dolayısı ile literatüre böyle de bir katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Tabi bu bahsettiklerimiz daha çok akademik katkıları içeriyor. Politika yapıcılar açısından da bir takım katkıları olacağını düşünüyoruz. Özellikle makro ekonomik faktörlerin hangilerinin yerel hisse senedi piyasasında oynaklık yarattığı, mevcut politikaların etkinliği de

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

sorgulanmış olacak. Biraz önce bahsettiğim üzere ülkelerde politikalarda değişim bekleniyor çünkü organizasyon yapısını değiştirmeye yönelik bir takım adımlar atılıyor bazı ülkelerde. Buradan çıkacak sonuçların ileriye dönük politika ve strateji oluşturmada etkili olacağını düşünüyoruz. Mümkün olduğu kadar kısa özetlemeye çalıştım. Umarım vaktimizi fazla geçirmedik. Teşekkürler.

7.

Finansal Alanda Reform ve Hukuksal Düzenleme

Öğr. Gör. Banu Kring
İzmir Ekonomi Üniversitesi

Kredi sıkışıklığı ve küresel finans krizinin sonucu olarak piyasa ve devlet arasındaki ilişki ile yasal düzenlemenin rolü bir kez daha ön plana çıkmıştır. Bu tartışmalarda, özellikle politik alanlarda olanlarında kanıtlandığı üzere, finans ve bankacılık sektörlerinde oluşan sorunların çözümünde hukuksal düzenlemelerin kullanılması konusunda güçlü bir eğilim vardır. Hukuksal düzenleme isteği ve yasal düzenlemenin genişletilmesi gereksinimi hatırı sayılır derecede güçlü olup, krizde mücadele etmekte olan hükümetler nezdinde de bu yönde güçlü bir lobi faaliyet göstermektedir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Bu değerlendirmenin amacı krizin etkilerine karşı şimdiye dek yapılan hukuksal düzenlemeleri irdeleyerek, kriz öncesi devlet piyasa ilişkilerini tanımlayan piyasa bazlı görüş ve teorilere dayanarak hukukun rolünün incelenmesi ve yasal düzenlemeler ışığında da krizden bir çıkış yolu aramak şeklinde özetlenebilir.

Finansal Krizler için kriz öncesi ve sonrası yapılan hukuksal düzenlemelere yönelik bu değerlendirme çalışmamız üç ayrı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal alanda hukuksal düzenlemelerin önemi konusu irdelenecektir. İkinci bölümde kriz dönemleri öncesi ve sonrasında yapılan düzenlemeler örnekler ışığında incelenecektir. Üçüncü bölümde ise finans alanında yapılacak düzenlemeler için yönetsel bazı öneriler ortaya konulacaktır.

Finans alanındaki hukuksal düzenlemenin önemiyle ilgili aslında çok fazla söz sarf etmeye gerek olmadığı son zamanlarda finansal alanda düzenleme yapılmasının öneminin zaten yeterince konuşuluyor olması nedeniyle ortadadır. En son Financial Times'ın Kasım ayındaki bir makalesinde olduğu gibi krizin nedeni için 'too big to fail' denilmekten vazgeçilip, 'too big to succeed' denilmeye başlandığı gözlenmiştir. Finansal alanda düzenlemeyle ilgili dünya tarihinde pek çok tarihsel örnek vardır. İlk düzenlemeye örnek olarak Finans Hukuku tarihçileri 1700'lerde 'Bubble Act' ten bahsederler. *South Sea Bubble* adlı krizin ardından böyle bir ilk düzenleme gelmiştir. Onun ardından yine çok önemli bir finansal kriz olan 1929 buhranı yaşanmıştır. Bu konuda çok kapitalist görüşlü bilinen kişilerin bile hukuksal düzenlemelerin artık çok önemli olduğunun altını çizdiklerini görüyoruz. Sözü geçen Financial Times'daki makale de bu anlamda yine çok önemli bir açıklamaydı. Bu makale 27.12.2009 tarihli olup, krizin hemen ardından yayınlanmıştır. Sözü geçen makalede yasal bir temizlik için geç kalındığı, ancak özet olarak ne olursa olsun finans piyasası başarısız olsa dahi düzenlemenin vazgeçilmez bir unsur olduğu söylenmektedir. Bu konuda önemli bir finans spekülörü olan ve konuya kapitalist perspektiften yaklaşımıyla bilinen Soros da çok ilginç yorumlar yapmıştır. "...Yürümekte olan sistem yanlış değerler üzerine inşa edilmiştir. Ne yazık ki günümüzde baskın olan pazar ekonomisinde, piyasanın kendi kendini tamir edeceğini varsayan temel bir piyasa görüşü vardır. Ancak bu yanlıştır; çünkü piyasayı genelde başı derde girdiği zaman kurtaranın devlet müdahalesi olduğu daha önce görülmüştür". Soros'un düzenlemenin öneminin altını çizen bu ifadesi, geçmişte kriz nedenli yapılan düzenlemelerle de örtüşen bir yapı göstermektedir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Burada finansal düzenlemeler konusuyla ilgili olarak kriz sonrası politik gündemi oldukça meşgul eden bir örnek olan ve *Glass Steagall Act* da denilen 1929 buhranının ardından gelen 1932 yılında yapılmış olan düzenlemeden söz etmek gerekmektedir. Glass Steagall Act bankaların faaliyet alanlarına net bir sınırlama getiren ve emlak sektörüne ticari bankaların girmesini yasaklayan bir düzenlemeydi. Adı geçen kanun söz konusu sınırlamayı sadece emlak sektörüyle bırakmayarak sigorta sektörüyle de bir diğer sınırı oluşturmuş ve ticari bankacılıkla yatırım bankacılığını net çizgilerle birbirinden ayırmıştır. Böylelikle ticari bankalar sadece gelirlerinin %10'unu yatırım bankacılığı işinden elde edebilirlerdi. Bankaların faaliyet alanlarını daraltan bu düzenlemeye zaman içinde çeşitli tepkiler gelmiştir. 1956'da yapıldığı gibi küçük ara düzenlemelerle gevşetilmeye çalışılan sınırlar 1999'daki bir düzenlemeyle 1929 öncesi haline getirilmiştir. Amerika'da 1999'daki krizden sonra 2002'de yapılan yeni bir düzenlemeyle yürürlüğe giren Gramm Leach Bliley Act'le sözü geçen faaliyet alanı sınırlaması kaldırılmıştır. İlginçtir ki bu sınırlamanın kaldırılmasının ardından dünya tekrar global boyutlu bir finans kriz yaşamıştır. Dolayısıyla, söz konusu düzenlemeler bankalar için uzmanlaşmanın ve yoğunlaştıkları işlerden para kazanmalarının doğruluğunu belki de bize hukuksal bir boyuttan göstermiştir.

Bu bağlamda hukuksal araştırmalar da farklı bir boyuta girmiş olup artık *Leximetrik* çalışmalardan söz edilmektedir. 'Lexus' bilindiği üzere Latince' den gelme bir sözcüktür ve 'hukuk' anlamına gelmektedir. Leximetrik çalışmalar hukukun hesaplanılabilirliğini kanıtlamaya çalışan araştırmalardır. Finans Hukuku alanındaki son araştırmalar hukukun ölçülmesinin mümkün olabildiği gerçeğinden yola çıkarak değerlendirmeler yapmaktadır. Corporate Governance (Kurumsal Yönetim) uygulamaları bunun en önemli göstergesidir. Özellikle Amerikan Ekolü, hukuksal kararların, hukuksal düzenlemelerin ve normların ekonomik yansımalarını hesaplamaktadır ki bu durum hukuksal düzenlemeler ve kanun yapıcılar için önemli bir kıstas, önemli bir gösterge oluşturmaktadır. Ülkemiz yasamasında da leximetrik değerlendirmelerin dikkatle gözden geçirilmesi kanaatindeyiz. Bu konuyla ilgili LLSV olarak kısaltılan çok tanınmış bir araştırma grubu finansal düzenlemelerle ilgili olarak 90'lı yılların başından beri hukuksal normları kıyaslayarak, ekonomik yansımalarına yönelik saptamalar yapmaktadır. Gurubun ve diğer araştırmacıların çalışmalarına dayanarak, artık bu konuda hukuksal düzenlemelerin sonuçlarının ölçülebilirliği söylenebilmektedir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Sonuç olarak hukuksal düzenlemelerin finansal alanda çok önemli olduğu gerçeğinin altını çizmek gerekmektedir.

Burada çalışmanın asıl değerlendirmek istenilen boyutu finansal piyasa düzenleyicilerinin tetikleyicileri nelerden ve hangi yapılardan oluştuğu konusudur. Bu hususta tümünden gelim şeklinde sonuçlardan yola çıkarak yapılacak bir değerlendirmede aşağıdaki sonuçlara ulaşmak mümkündür:

1. Piyasaların yükseliş dönemlerinde düzenlemeye ilişkin talep ve ilginin olmadığı saptanmıştır,
2. Piyasaların iyi dönemlerinde, kanun koyucular risk sınırlandırılmasına, azınlık hissedar haklarını düzenlemeye veya kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenleme girişimlerinde az bulunmakta veya bulunmamaktadır. İyi piyasa dönemlerinde yoğun bir kanun koyucu hareket gözlenmemektedir.
3. Oysa piyasalar kriz yaşadığında değişiklik için güçlü bir politik baskı ve onun ardından da hemen yoğun bir kanun koyucu hareket gözlenmektedir.

Yukarıdaki saptamaları yaparken tek bir modelden faydalanmak mümkün değildir. Bunun nedeni de temelde iki ayrı tip düzenlemenin bulunduğudır: Birinci tip düzenlemeler ‘katı düzenleme’ dediğimiz düzenleme tipleri, ikinci tip düzenlemeler ‘yumuşak düzenleme’ dediğimiz norm veya düzenleme tipleridir. Katı ve yumuşak düzenlemelerin piyasanın iyi zamanlarında veya kötü zamanlarında yapılmasıyla ilgili genel bir kural elde edilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla araştırmamız en azından böyle bir genelleme yapılmasının mümkün olmayacağını göstermektedir. Hem piyasanın kötü zamanında, hem de iyi zamanında katı düzenlemelerin de yumuşak düzenlemelerin de yapılmış olduğunu görüyoruz. Dolayısıyla bu konuda aslında herhangi bir kanun koyucunun, serbest bir düzenleyici güce sahip olduğu gerçeğinden yola çıkılmalıdır.

Söz konusu saptamalar için birçok düzenlemeyi örnek kullanmak mümkün olsa da, bize yakın olması itibarıyla Avrupa Topluluğu Hukukundan örnekler alınmıştır. Ayrıca Amerika Birleşik Devletleri Düzenlemeleri de finansal alanda önemli birer gösterge olduklarından, bazı örnekler de ABD hukuk sisteminden

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

seçilmiştir. Ancak bu anlamda farklı ülkelerden de düzenleme örnekleri geliştirilebilir.

Öncelikle, iyi piyasa dönemlerindeki katı düzenlemelerden söz etmek gerekmektedir. ‘Prospectus Directive’ adı verilen ilk örnek, Türkçe broşür yönergesi veya direktifi anlamına gelmekte olup, hissedarın bilgilendirilmesi bakımından ve right of information dediğimiz bilgi edinme hakkı açısından son derece önemli bir düzenlemedir. Bu direktife katı bir düzenleme denmesinin nedeni Avrupa Topluluğunun bunu kesin bir tavırla üye devletlere düzenlemeyi empoze etmiş olmasıdır. Yani Avrupa Topluluğu üyesi bütün ülkeler aslında bu düzenlemeyi yapmak zorunda kalmışlardır. Onun ardından yine buna benzer bir başka katı düzenlemeden yani ‘Market Abuse Directive’ adı verilen, Piyasa Suistimal Yönergesinden söz edebiliriz. Insider trading konusunu, insider information kavramının ilk kez tanımlayarak düzenleyen bu direktif, bu konuda da Avrupa Topluluğu üyelerine açık bir düzenleyici baskı yapmıştır. Bir başka deyişle, Avrupa Topluluğu üyesi ülkelerin artık bunların dışında bir düzenleme yapma şansları yoktur ve düzenlemeler emredici niteliktedirler. Dolayısıyla burada tamamen sert ve katı, dikte edici ağır hukuksal uygulamalardan söz edilmektedir.

Ama aynı iyi piyasa döneminde yine yumuşak düzenlemelere de örnek verebilmemiz mümkündür. Örneğin ‘Şeffaflık Yönergesi adlı bir yönerge yani Transparency Directive iyi piyasa dönemlerinde yapılmış yumuşak düzenlemelere örnek olabilir. 2004 yılında yani iyi piyasa döneminde yapılan bu düzenleme aslında içerik olarak menkul değer arz edicilerin yıllık tam ve denetlenmiş finansal raporların sunması konusunu düzenlemeyi hedeflemekteydi. Onun dışında yönergenin şirketlerin yarıyıllık denetlenmemiş finansal raporlarının hazırlanmasıyla ilgili bir öngörümü vardı. Hisse arz edicilerinin geçici yönetim raporlarını sunmasını ve hisse sahiplerine arz ediciler tarafından sağlanacak olan bilginin kapsamını belirlemekle de ilgiliydi.

Hissedarı bilgilendirme konusunun ülkemizdeki Şirketler Hukukunda da özellikle sermaye piyasasına açılmış şirketler hususunda en önemli konulardan biri olduğunun altını çizmek gerekmektedir. Bu düzenlemeye yumuşak düzenleme denilmesinin nedeni belli kuralları zorlayıcı karakterde olmamasının ötesinde, bu düzenlemeye kadar İngiltere’deki FSA adlı kurumun düzenlemenin öngördüğünden çok daha sert uygulamalara sahip olmasıydı. Düzenlemeye kadar

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

şirketler İngiltere’de yılda dört kez rapor sunuyorlardı ve bu rapor her hissedara postayla gönderiliyordu. Bu yönergenin ardından Avrupa Topluluğu Hukuku’na uyum sağlamak zorunda olduğu için İngiliz Kanun koyucu kendi iç hukukunu daha yumuşatarak buna göre düzenleme yoluna gitmiştir. Dolayısıyla eskiye nazaran bir esnetme de mümkün olabilmiştir. Bu nedenle Şeffaflık Yönergesi’ni yumuşak düzenlemelere örnek olarak dâhil edebiliyoruz. Bu örneklerden de görüldüğü üzere, iyi zamanlarda hem katı hem yumuşak olacak şekilde her iki düzenleme tipine de rastlanabildiği görülmektedir.

Finansal düzenlemeler incelendiğinde daha ilginç olanı kötü piyasa dönemlerinde yapılan düzenlemelerdir. Bunlara en tipik örnek herkesin bildiği Amerika’daki Sarbanes-Oxley Act düzenlemesi olabilir. Bu düzenleme Enron skandalının ardından yapılan bir düzenleme olup bünyesinde birçok hususu düzenliyor olduğu görülmektedir. Bu kanunun en önemli yansıması, ‘Corporate Governance’ kurallarının dünyadaki uygulamasını başlatmış olmasıdır. Bunun dışında söz konusu kanunun denetim aktivitesini düzenliyor olduğu da görülmektedir. Daha önce rastlanmayan bir sertlik içinde Ceza Hukuku yaptırımları getiren bu kanunun aynı zamanda CEO’ların kişisel sorumluluklarını da artırıyor olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu kişilerin maaşları ve pozisyonları dahi bu düzenlemeden etkilenmiştir. Çok eleştirilmekle birlikte, dünya üzerindeki finansal düzenlemenin ana çerçevesini etkilemiş bir kanundur.

Söz konusu düzenlemenin Türkiye’de de bu bağlamda değerlendirilmesi gerekmektedir. Zira Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu bu düzenlemenin ardından ‘Corporate Governance’ kurallarını piyasada işlem gören şirketler için devreye sokmuştur. Bunun dışında yine Enron sonrası düzenlemelerden söz edebiliyoruz ki, bunların içinde en tanınmış olanı CLAP dediğimiz Company Law Action Plan adı altında yürürlüğe giren uygulamalardır. Tabii Avrupa da da bu anlamda düzenleme yapmaktan geri kalınmadığı saptanmalıdır. ABD’deki Enron krizinden hemen sonra Avrupada da Parmalat ve Ahold krizleri yaşanmıştır. Bu krizden hemen önce Avrupa Topluluğu da buna benzer bir düzenleme yaparak Avrupa ülkelerinin Corporate Governance kurallarıyla tanışması sağlanmıştır. İlk kez normlaştırma girişimi bu düzenlemeyle gerçekleşmiştir ki, daha farklı düzenleme tipine sahip olan Anglo-Saxon ülkelerde, örneğin İngiltere’de Smith ve Higgs raporundan da söz etmek lazım gelir. Onun dışında 2003 de Fransa’da *Bouton Grubunun* başka bir yumuşak kanunlaştırma, normlaştırma çalışması bulunmaktadır. İtalya’da da *Leggeris*

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Parmio’ gibi bir çalışma gerçekleşmiştir. Sermaye piyasasında işlem gören azınlık hissedarların haklarına yönelik ciddi değişiklikler yapılmıştır. Bunlar bizde de yansıma bulmakla beraber, ülkemizde düzenlemeler hep diğer ülkeleri takip eden bir tarza sahip olup, geriden gelmek zorunda kalmıştır. Kanaatimizce bütün bu gelişimi global anlamda değerlendirdikten sonra ülkemizdeki hukuk ve ekonomi kültürümüzle örtüşmesi bakımından tekrar yorumlanması gerekmektedir.

Kötü piyasa dönemlerindeki yumuşak düzenlemelere gelince ise bu düzenlemelerin başında *Winter* Raporunun geldiği görülmektedir. Bu rapor girişim sermayesiyle yani Private Equity firmalarıyla ilgili düzenlemelerin temellerini oluşturmaktaydı. Getirdiği en önemli yenilik ‘explain’ temelinden yola çıkarak, yeni bir Corporate Governance uygulamasını düzenlemiş olmasıdır. Web sayfalarında yine portföy şirketlerinin yıllık denetlenmiş rapor ve hesaplarının yayınlamasına yönelik uygulamada düzenlemenin getirdiği yenilik bağlamında değerlendirilebilir. Ayrıca yumuşak düzenleme örneği olarak yine Hedge Fonlarla ilgili olarak İngiltere’de önemli bir Hedge Fon Çalışma Grubu Düzenlemesi gösterilebilir. Bu grup da yine aynı standartlara göre, çok önemli olan bilgilendirme konusuna eğilmiştir. Yatırımcıları ve brokerları bilgilendirme ve hissedar aktivizmi konularını bünyesinde düzenlemiştir. Fon portföyünün değerlendirilmesi, risk yönetimi ve çıkar çatışmasını önlemek açısından fon yönetimi nasıl olmalıdır gibi konularla, Amerika’da çok tartışıla gelen hissedar aktivizmini düzenleme bu raporun öncelikli konularının arasındaydı. Hissedarın bilgi edinmesinin yanı sıra edindiği bilgiyi kullanabilmesinin de düzenlenmesi gerekmektedir. Bu husus düzenlemesi Türkiye’de de çok eksik olan konulardan bir tanesidir. Dolayısıyla sözü geçen yumuşak karakterli düzenleme hissedar aktivizmi gibi önemli bir konuyla ilgili olarak kriz döneminde de olsa ilgili bir düzenleme de yapmıştır.

Kriz sonrası döneminde de çok düzenleme yapılmıştır ancak bu dönemdeki düzenlemeleri acil durum düzenlemeleri olarak değerlendiriyoruz. Burada çok kısa süre içinde yapılan birçok düzenlemeden söz edebiliyoruz; mesela farklı uygulamalardan biri de ‘toxic asset’lerle ilgili Amerika’da yapılan düzenlemedir.

Ancak, açıkçası her durumda katı veya yumuşak bir düzenleme yapılması konusunda genel bir sonuca varmaktansa, kanaatimizce düzenlemenin katılık veya yumuşaklıktan bağımsız olarak metodolojik bir karar süreci sonucunda

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

gerçekleştirilmesi doğru olacaktır. Dolayısıyla gereklilik durumuna göre finansal alandaki düzenlemeler katı veya yumuşak olabilir. Yapılması gereken şey, ülke gerçekliğinde yasamayı değerlendirerek durumu yorumlamak ve sonuca varmaktır.

Buradan sonraki kısımda, Alman Hukuku kökenli bir normlaştırma yöntemini finansal düzenleme hedeflerinden yola çıkarak ve kanunu yeniden tanımlayarak yeniden yorumlamaya çalıştık. Finansal yasama süreci metodolojik olarak değerlendirildiğinde sonuç olarak, şu sorulara yanıt aramak gerekmektedir: Finansal alanda kanun yapılmalı mıdır? Yapılacak düzenlemeler nasıl olmalıdır?

Kısa süreçler sonucunda alınan kararlar ve politik çıkarlar uğruna kanun yapılmamalıdır. Hemen her ülkede ve her hukuk sisteminde olduğu gibi, ülkemizde de finansal düzenlemeler benzer hedeflere sahiptir. Bütün ülkeler hedef olarak yatırımcıyı ilk önce bilgilendirmek ister ki, burada kamuyu aydınlatmak çok önemlidir. Zira yatırımcı yatırım yapmadan önce yatırımla ilgili ne olup bittiğini bilmek isteyeceklerdir. Bunun haricinde pazar bütünlüğü de çok önemli bir konudur. Bu noktada da yine ‘Conflict of Interest’ten, yani çıkar çatışmasından söz etmek zorundayız. Çünkü bir yandan rekabet ortamını sağlarken, öte yandan da aynı pazarın düzgün bir şekilde işlemesi gerekmektedir. Bunun gerçekleştirilmesi için örneğin insider faaliyetler asgari bir ahlak anlayışına bağlı kalarak ama öte yandan da piyasa işleyişine yani sözleşme serbestisine engel oluşturmayacak şekilde düzenlenmelidir. Burada hukuk dışı faaliyetlerden uzak bir işlevsellikten bahsetmek durumundayız ki ülkemizde de bu hedefler çerçevesinde finans alanında bir düzenleme yapmamız gerekmektedir.

Bu bağlamda Hayek’in Adalet Teorisi ile de örtüşen bir anlayışla sözü edilen metodolojiyi uygulamak çok önemlidir. Zira Hayek’e göre kapitalizmin gelişmesi için son derece elverişli bir araç olan adaletin temel işlevi mülkiyet hakkı ve sözleşme özgürlüğünün en yüksek düzeyde korunmasına yönelik olup, minimum etik anlayışı çerçevesinde liberalizmin sınırını oluşturmalıdır.

Bu konuda yapılacak bir yöntemsel değerlendirmenin çıkış noktası düzenlemelerin en önemli yapıtaşları olan kanunlardır. ‘Kanunun çok basit bir sözlük tanımını yapacak olursak, yasama organı tarafından yazılı olarak ve bir ad altında çıkarılan genel, sürekli ve soyut hukuk kuralı denilebilir. Öyleyse

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

kanunlaştırma da yeni bir hukuk alanının madde olarak kapsanmış sistematik ve soyut olarak, aynı zamanda da rasyonel bir şekilde düzenlenmesi demektir. Bu tanımı yorumlarken, iki aşamalı bir kanunlaştırma yöntemi geliştirilebilir. Birinci aşamada kanunu oluşturma kararı öncelikle bağımsız ve gerçekten düzenlemeye ihtiyaç duyan bir alanın var olduğuna dayandırılmalıdır. Bir başka çalışmamızda değerlendirilen Sermaye Piyasası Kanunu örneğin bunun için çok uygun bir alandır, çünkü Sermaye Piyasası Hukuku'nu normlaştırmak istediğimizde de aynı şekilde sınırlandırılmış bir alanı oluşturmayı başarabiliriz. Bu hususta Avrupa Topluluğunun da finansal alanlara ait kanunlaştırma eğilimi bu yöndedir ve Avrupa Topluluğu Komisyonu çalışma gruplarıyla birçok finansal alana ait konuyu birbirinden ayırarak sınırlandırmıştır. Bu ayırımın sonucunda Avrupalı kanun koyucu topluluk bütününde kanun yaparken bankacılığı ayrı bir sektör, sigortacılığı ayrı bir sektör, sermaye piyasasını ise başka bir düzenleme sektörü olarak değerlendirmiştir. Bu noktada kanun koyucu aslında finans hukukunun da genel çizgisin de belli etmiştir. Amerika'daki eğilimin de bu yönde olması ve dolayısıyla orada da kanun koyucunun finansal alanları aynı şekilde çizmiş olması burada önem taşımaktadır.

Konusal sınırın oluşturulup kanunun alanını daralttıktan sonra değerlendirilecek ikinci nokta, bu yeni düzenlemeyle nasıl bir amaca ulaşılacağıdır. Yeni düzenlemenin toplumsal düzene bir ilerleme ve avantaj oluşturup oluşturmadığı hususunun çok iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Aynı zamanda toplumsal avantaj kazanma durumunu değerlendirirken toplumda bu konuya yönelik hukuksal olgunluk olması da gerekmektedir. Bir başka ifadeyle ortamın o kanun için uygun hale gelmiş olması gerekmektedir. Örneğin Sermaye Piyasası Kanunu'ndan örnekle; kanunla birebir ilgili olan guruplar; brokerlar, aracı kurumlar veya bankalar ne tip sorunlarla karşı karşıyalar değerlendirilerek gerçekten bir avantaja ulaşp ulaşlamayacağı anlaşılabilir.

Bu bağlamda birçok değerlendirme noktası bulunmaktadır, ancak biz hukukçuların kanunu teknik olarak yapıyor olduğumuz gerçeğini unutmamak gerekir. Sonuç olarak hukukçular olarak kanunun nasıl yapılacağını ve lisan-ı münasiple nasıl formüle edileceğini bilmekle birlikte, kanun yapma kararı tek başına hukukçulara ait bir karar değildir. Dolayısıyla bu kararı değerlendirirken hukukçuların da, finansçuların da ekonomistlerin de değerlendirmesi gereken bütün noktalar yöntemsel bir check list yapılarak, değerlendirmeye 'düzenleme gerekli midir?' sorusuyla başlamalıdır. Daha sonra ise yapılması düşünülen

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

düzenleme bir yenilik getiriyor mu ve topluma avantajlar sağlıyor mu sorusunu yanıtlamalıyız. Bunun dışında da bu düzenlemeyi piyasa dalgalanmalarından bağımsız mı gerçekleştirmeliyiz konusunun üzerinde durmalıyız. Düzenlemeyi politik bir ihtiyaç sonucunda mı yapıyoruz, yoksa piyasanın gerçekten buna ihtiyacı var mı, hukuksal olgunluk oluşmuş mu şeklindeki soruları her kanunlaştırma sürecinde değerlendirmeliyiz. Çok önemli bir konu da ne tip bir düzenleme yapmalıyız konusudur. Dolayısıyla konuyu bir de içinde yaşadığımız toplumun, hukuk ve ekonomi sistemi katı düzenleme mi, yumuşak düzenleme mi istiyor sorusuna yanıt arayacak şekilde değerlendirmemiz gerektiği kanaatindeyiz.

8.

Kur Riski Üzerine Değerlendirmeler

Suna Reyent
Risk Danışmanı

Konuşmaya Dair Arka Plan ve Çerçeve Özeti

Bilançodaki Kur Riski: Varlıklar ve Borçlar

Türkiye tarihindeki finansal krizlerde, bankaların almış olduğu kur ve faiz risklerinin önemli rolü vardır. Yurt dışından düşük faizle borç alınan dövizin, yurt içinde Türk Lirası üzerinden daha yüksek faize yatırılması hem sık yapılan bir işlem, hem de faiz ‘spread’i içerdiği için karlı bir işti. Ancak, kurun arttığı durumlarda bu negatif döviz pozisyonu, bankaları zor durumda bırakabiliyordu.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Bugün, dövizle sadece bankalar değil, firmalar da borçlanıyor. Kur üzerinden borçlanmalar, reel sektörde faaliyet gösteren firmaları, olası bir döviz şoku karşısında istenmeyen kayıplara maruz bırakabilir.

Aynı risk, ithalat ve ihracat yapan firmalarda, kur nedeniyle meydana gelebilecek dalgalanmalar için de söz konusudur.

Özet olarak, dövizle borçlanan firmalar bilançolarında, ithalat ve ihracat yapan firmalar ise nakit akışlarında kur riski taşırlar.

Nakit Akışlarındaki Kur Riski: İhracat ve İthalat

Özellikle stokla çalışan ve girdi fiyatları TL, satış fiyatları döviz olan, yani ihracat yapan firmalar Türk Lirasının değer kazanmasından olumsuz etkilenirler. Öte yandan girdi fiyatları döviz, satış fiyatları TL olan ithalatçı firmalar Türk Lirasının değer kaybetmesinden olumsuz etkilenirler.

İhracatçı bir firmanın ileriye dönük nakit kur riski pozitif olmakla birlikte, ithalatçı bir firmanın kur riski negatiftir. Dolayısıyla ihracatçı firmanın döviz geliri, döviz borcunu karşılayabilecek boyuttaysa, döviz borcu için doğal korunma işlevi görebilir. Ancak her firma için yukarıdaki kural geçerli değildir.

İthalatçı firmalar için ise durum tersidir. İthalatçı firmalar, aynı zamanda dövizle borçlanıyorlarsa, hem bilanço hem de gelir gider tabloları bakımından, Türk lirasının değerlenmesinden kazançlı çıkmakla birlikte, liranın değer kaybından kötü etkilenmektedirler. Dolayısıyla özellikle ithalat yapan firmaların, döviz borçları konusunda dikkatli olmaları gerekir.

Kur Modelleme Projesi: Riske Maruz Değer Ölçümü

Birazdan sunacağım çalışma, firmanın pozisyonları için riske maruz değer rakamları oluşturmak ve senaryo analizleri yapmak üzere tasarlanmıştır. Ayrıca, firmaların önünü daha iyi görebilmesi için bir zemin hazırlamayı öngörmektedir.

Riske maruz değer, çok temel istatistiksel kuramlardan yola çıkarak, bir firmanın ya da yatırımcının kaybedebileceği para miktarını olasılık olarak belirler. Örneğin, portföyün %95 ihtimalle kaybedebileceği en yüksek rakam, ya da %5

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

ihtimalle kaybedebileceği en düşük rakam, o portföyün %95 riske maruz olan değeri olarak adlandırılır.

Riske maruz değer, üç değişik metotla hesaplanır: Birincisi normal metot, yani parametrik kriterlerin kullanıldığı yöntem, ikincisi tarihsel simülasyon yöntemi, üçüncüsü ise Monte Carlo simülasyonlarıdır.

Birazdan sunacağım çalışma, Türk Lirasının dolar karşısındaki %95, %99 ve %99,9 riske maruz değerlerini hesaplamada, programlamaya dayanan, hem firmalar, hem de yatırımcılar tarafından kullanılabilir finansal tablolardan oluşmaktadır.

Bu çalışmanın ön hazırlığı olarak bilgisayara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın internet sitesinde yer alan döviz serisi veri olarak indirilmektedir. Çünkü dolara dayalı riske maruz değer hesaplamaları, Merkez Bankası'ndan alınan tarihi döviz verileriyle hesaplanmaktadır.

Kur Riski Üzerine Değerlendirmeler

Bugünkü konuşmada, hep beraber riske maruz değer üzerine deneyler yapacağız ve kendi yazdığım Excel programında, geçmiş verileri baz alarak, makrolar çalıştıracamız.

Dün VOB (Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası) Genel Müdürü Dr. Çetin Ali Dönmez'in sunumu vardı. Sunumunda, kur riskinden ve kur riskinin riske maruz değerinden bahsediyordu. Riske maruz değeri bulmak için yapılan en basit işlemlerden birisi, kur getirisi üzerinden bir çan eğrisi tanımlamak ve bu çan eğrisi için güven aralıkları hesaplamak. Metodoloji, bazı temel istatistiksel formülleri içeriyor.

Riske maruz değer finansa uygulandığında, bir hisse senedinin ya da piyasada oynaklığı olan herhangi bir menkul kıymetin getirisinde olabilecek değişiklikleri gösterir. Diyelim ki İMKB indeksi, bir günde %3 arttı, ertesi gün %4 azaldı. Bu getirilerin hepsini hesapladıktan sonra, bir çan eğrisi elde ediyor ve getirilerin standart sapmasını buluyoruz. Parametrik varsayımlarda, standart sapma, riske maruz değer en önemli değişkenidir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Piyasalardaki standart sapma, televizyonlarda da bahsedilen volatiliteden (daha doğrusu volatilitenin karekökünden) ibarettir.

Peki volatilité nedir? İMKB indeksi ya da Türk Lirası için ne teşkil etmektedir? Bu çalışma vesilesiyle, tarihsel olarak volatilitéye ve volatilitenin nasıl değiştiğine bakmak istedim. Tarihsel olarak değişikliğe uğrayan volatiliteden, bazı riske maruz değer verileri çıkardım. Birazdan göreceğimiz gibi, tarihsel simülasyonlardaki en büyük problem hangi tarih aralıklarını ve hangi verileri kullanacağımız.

Amerikan piyasalarındaki volatilitéye bakacak olursak, 2004'ten 2006'ya kadar, eşik altı krizi patlamadan önce, piyasalar çok sakindi ve emlak fiyatları sürekli artıyordu. Dolayısıyla bu verilerden hesaplanan riske maruz değer rakamları çok düşüktü. 2007 yılı ile birlikte ve özellikle 2008'e girildiğinde piyasalar alt üst oldu ve volatilité çok arttı.

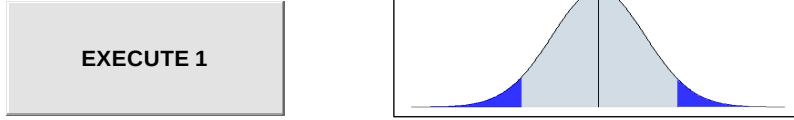
Tarihsel simülasyonun en büyük problemlerinden biri, volatilitedeki değişimleri dikkate almak ve modelleri ona göre hazırlamaktır. BASEL'in en büyük sorunlarından biri, hangi tarih, hangi zaman aralıkları ve hangi veriden simülasyon yapacağınızdır.

BASEL'de piyasa riski kapsamındaki riske maruz değer hesabı için, önce günlük standart sapma alınır, bu 10 güne yayılır. Bunu yapmak için rakamı zamanın kare köküyle çarparsınız. Yani, bir günlük riskin aynı varsayımlarla 10 güne tekabül ettiğini varsayarsınız. Peki 3 aylık, 6 aylık ya da yıllık olarak ne diyeceksiniz?

BASEL kuralları bu sunumla yakından ilgili, fakat bu konuda teknik detaya girmeden önce, programın ve tarihsel simülasyonun bize göstereceği oldukça ilginç bazı sonuçları ve çıkarılması gereken önemli dersleri size sunmak istiyorum.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Makroyu Başlatmak İçin Düğmeye Basınız



Merkez Bankası'nın web sitesi: <http://www.tcmb.gov.tr>

"Veriler" kısmından ekranın sağ tarafında "döviz kurları"na basılır.

"Gösterge Niteliğindeki TCMB Kurları"na basılır ve 1950'den itibaren tüm döviz kurları zaman serilerine ulaşmak için tıklanır.

İstenilen döviz ve zaman serisi **Dikey ve Eksik Veriler Hariç** olmak üzere **csv** olarak bilgisayara kaydedilir.

Kaydedilirken dosyanın ismi "**Dolar Serisi**" olarak değiştirilir.

1. Düğmeye basılır - Execute 1

Şekil 1. Kur Riski Tahmin Programı—Giriş Sayfası

Yukarıda gördüğümüz gibi, program, kullanıcılarına, takip edilmesi gereken prosedürleri açıklıyor. Döviz kurları, yani tarihi dolar serisi, cse formatında Merkez Bankası'ndan aldığımız veriler. Bu verileri Merkez Bankası'nın web sitesinden indirebiliyorsunuz.

Şimdi kullanıcı ne yapacak? Yapmaya çalıştığımız, getirilerden bir standart sapma rakamı çıkarmak. Elde edilen standart sapma, tarihi verilerden çıkarılan standart sapmadır, fakat gelecekte değişebilir. Dolayısıyla kullanıcı, bu tür bir değişikliği öngörüyorsa, kendi tercih ettiği standart sapmayı modele koyabilir.

Peki, piyasadaki standart sapma ile kullanıcının tercih ettiği standart sapma arasında ne fark var? Türkiye'de özellikle dolar kurunu analiz edip, tarihsel olarak standart sapmayı incelediyseniz, özellikle son 7–8 aydır bu rakamda önemli bir düşüş olduğunu göreceksiniz. 2008 Nisan ve Mayıs'tan itibaren piyasada görülen standart sapmada ciddi bir düşüş var. Bu ne demek oluyor? Türkiye'deki döviz piyasaları daha mı 'sakin' bir yer olmaya başladı?

Standart sapma, kurun bir zaman aralığında ne kadar değişebileceği konusunda bize bir fikir verir. Tahmin edebileceğiniz gibi, Türkiye'de dolar kurunun standart sapması (daha doğrusu Türk lirasının standart sapması), diğer ülkelerin

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

kurlarındaki standart sapmadan biraz daha yüksek. Bu programda, her zaman aralığı için bu standart sapmayı yeniden hesaplayabiliriz.

Öncelikle kullanıcıdan bir başlama tarihi istiyorum. Burada tarihsel simülasyon için, kullanıcının kendi tarihlerini seçmesine fırsat veriyorum. Program, kullanıcının modeller hakkında biraz bilgisi olduğunu varsayıyor.

Program, kullanıcı tercih belirtmediği takdirde başlangıç noktasının 2002 olacağını belirtiyor. Bunun sebebi çok basit: 2001 krizinden sonra hayata geçirilen politikalar sayesinde, hem kur seviyesinde, hem de kurun hareketinde, 2002 yılından itibaren değişiklikler meydana geldi. Enflasyon sebebiyle, eskiden sürekli yukarı çıkan bir kur trendimiz vardı, şimdi en azından kurda hem yukarı hem de aşağı oynamalar var.

Program, kullanıcı bir tercih belirtmediği müddetçe, başlama tarihini 2002 olarak tanımlıyor. Bitiş tarihini ise bugünün tarihine yani 2009'a ayarlıyor.

Program, günlük, haftalık ve aylık fiyat değişimlerini, ayrıca 3 aylık, 6 aylık ve yıllık fiyat değişimlerini hazırlıyor. Ayrıca, tercih edildiği takdirde, yıllık standart sapmayı da kullanıcıdan alabiliyor. Tercih belirtmezseniz, yıllık %15 varsayımını yapıyor, ki bu rakamı tercih etmemin ve programa koymamın sebebi, 2002'den itibaren baktığım tüm serilerin, kurdaki standart sapmayı yıllık %15 dolaylarında göstermesiydi.

Fakat kullanıcı özellikle son 7-8 ayda, kurdaki volatilitenin çok düşmüş olduğunu gözlemlemiş olabilir. Nitekim son zamanlarda yapılan analizlerde, kurdaki standart sapma %11, %12 olarak görünüyor. Dolayısıyla ben, gelecek hakkında bir standart sapma tahmini yapmak isteyen bir kullanıcı olarak, programda benden istenen bu rakamı %11 diye düzeltiyorum.

Aşağıda, kontrol düğmesine bastıktan sonra, kullanıcının isteğine göre her sefer yeniden oluşturulan tablolardan birini görüyoruz.

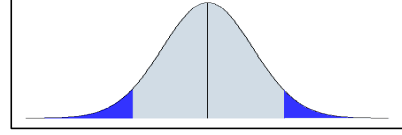
Program şu anda, tercih edilen zaman serisine özel riske maruz değerlerini hesapladı. Excel'de birkaç tane tablo oluştu. Yukarıda günlük verilerden oluşan riske maruz değerlerini ve güven aralıklarını görüyorsunuz.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Gunluk Riske Maruz Deger (VaR) Hesaplamaları

Son Fiyat
1.4838

Baslangic Yili: 2002
Bitis Yili: 2009



Günlük Değişim İstatistikler			Günlük Tahminler		"Objektif" Tahmin	
Sayı	1996		Dolar Kuru		1.4838	
Ortalama	0.01%		%90 Güven Aralığı	1.4642		1.5069
Ortanca	-0.07%		%98 Güven Aralığı	1.4528		1.5294
Standart Sapma	0.97%		%99.8 Güven Aralığı	1.4266		1.5677
En Küçük	-11.25%		%99.98 Güven Aralığı	1.3169		1.5921
En Büyük	7.30%					
					"Ekonomik" Tahmin	
					1.4838	
-1.32%	95% VaR	1.56%	%90 Güven Aralığı	1.4642		1.5069
-2.09%	99% VaR	3.07%	%98 Güven Aralığı	1.4528		1.5294
-3.85%	99.9% VaR	5.66%	%99.8 Güven Aralığı	1.4266		1.5677
-11.25%	99.99% VaR	7.30%	%99.98 Güven Aralığı	1.3169		1.5921

Açık Dolar Pozisyonu:

(Dolar Fazlası Varsa +, borç varsa - olarak mavi kutuya kaydedilir)

(\$1,000,000)

"Objektif" Kar / Zarar

0 YTL

19,569	(23,080)
31,019	(45,604)
57,171	(83,932)
166,930	(108,270)

"Ekonomik" Kar / Zarar

0 YTL

19,569	(23,080)
31,019	(45,604)
57,171	(83,932)
166,930	(108,270)

Simülasyonlar



"Objektif Tahmin": Tarihsel verilerin gösterdiği tahmin (NOT: Kurun son fiyatı.)

"Ekonomik Tahmin": Bankanın ya da firmanın içsel tahmini (NOT: ekonomik etkenlere bağlıdır.)

Şekil 2. Kur Riski Tahmin Programı—Sonuç Sayfası

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

‘Objektif tahmin’, kurun son fiyatını doğrudan alır. ‘Ekonomik tahmin’ ise, varsa kullanıcının, zaman aralığı için öngördüğü tahmindir. Örneğin, bankaların ve firmaların değişik yılsonu kur tahminleri bulunmaktadır. Fakat günlük kur tahminimiz, büyük ihtimalle önceki günkü değer olacaktır.

Bu sayfada programın neler oluşturduğuna bakalım: Riske maruz değeri bilenler, yukarıda %90, %98, %99,8 ve %99,98 rakamlarını çift taraflı güven aralıkları olarak göreceklardır. Açıkçası bu son iki güven aralığına, kullanıcının çok fazla ihtiyacı olmayacaktır. Bunları programda sunmamın amacı, kurda oluşabilecek uç noktaları ve senaryoları görmek ve kullanıcıya göstermektir.

Yukarıdaki tabloda, %90’lık çift taraflı güven aralığında, %95’lik tek taraflı riske maruz değeri görebilirsiniz. Başka bir deyişle, %95’lik riske maruz değer, kurun 20’de 1 ihtimalle gelebileceği noktadır. Yani tabloda gösterilene göre, kurun bir sonraki gün 1,5069 olması için 1/20 şansımız var. Aynı şey doların değer kaybetmesi ihtimali için de geçerli. 1/20 olasılığa göre doların diğer uçtaki fiyatı 1,4642 olabilir. Bu iki değer arasındaki aralık, %90’lık güven aralığıdır.

%98’lik güven aralığına bakalım: Örneğin, doların bir sonraki gün 1,5294 olmasının ihtimali %1 oluyor. Aynı şekilde %1 ihtimalle, doların bir sonraki günkü fiyatı 1,4528 olabilir.

Aşağıda açık dolar pozisyonuna geelim: Şirketin 1 milyon dolar borcu varsa, bu borç negatif olarak yazılıyor. Açık dolar pozisyonu 1 milyon dolar olan bir şirketin kârı ya da zararı ne olacaktır? Eğer kur yukarı doğru hareket etmişse, şirket kur hareketinden zarara uğrayacaktır. Program, gördüğünüz gibi zararı hesaplıyor. Tam tersi senaryo da olabilir. Kur aşağı inebilir, bu durumda ise aynı dolar borcu, şirket için kârlı olacaktır. Program, bu kârın tam olarak ne olacağını da hesaplıyor.

Bu hesaplamalara güven duymamızı önleyebilecek faktörler nelerdir? Birinci faktör, standart sapma faktörü, yani piyasaların gösterdiği volatilité değeri. Bu rakam, büyüyebilir ya da küçülebilir. Riske maruz değer, bu değişkene maruz olduğundan, sürekli olarak değişecektir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Küresel krizde riske maruz değer, tahminler yapamadığı ve gerçek hayatta olanları anlatan güven aralıkları oluşturmadığı için, çok eleştirildi.

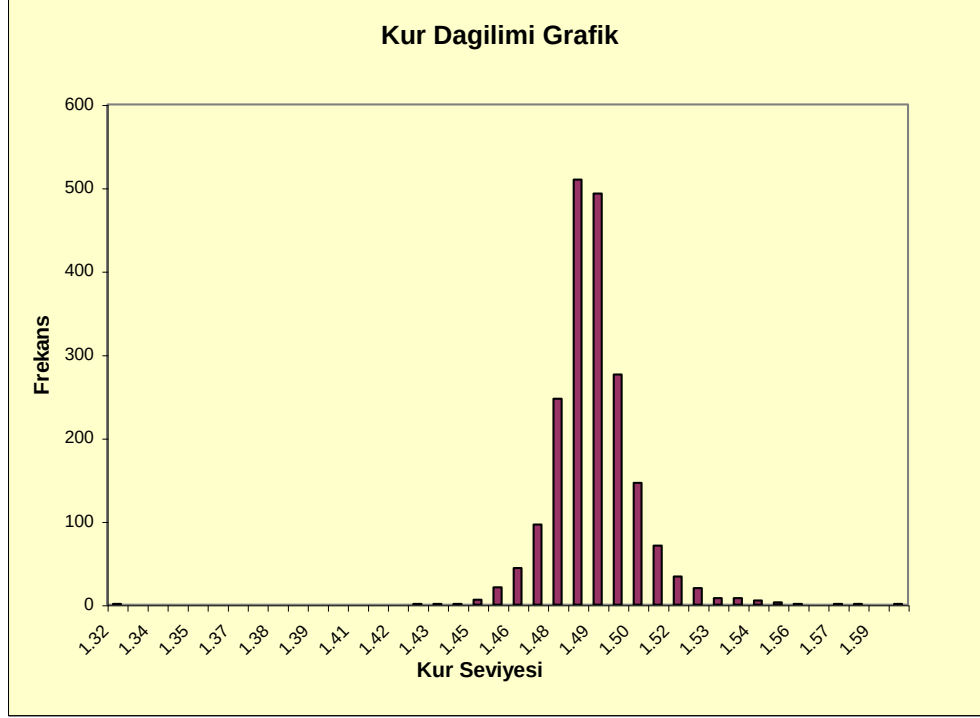
Burada matematiğin suçu tam olarak nedir? Suçlu olanlar, matematiği hor bir şekilde kullanıp ufak standart sapma değerleriyle, dümdüz ve volatil olmayan verilerle simülasyon yaptıktan sonra, “benim riske maruz değerim budur” diyenler değil midir? Bakınız burada sadece standart sapmanın değişmesiyle kar ve zararların çok değiştiğini hepimiz görüyoruz. Üstelik program, standart sapma üzerinde oynama seçenekleri veriyor. Yani buraya standart sapmanızı manuel olarak tekrar girebilir ve ona göre oluşan yeni güven aralıklarını görebilirsiniz. Bu, değişik kur senaryoları ve güven aralıkları hesaplamak açısından çok kullanışlı bir unsur.

Riske maruz değer kavramı, krizle birlikte her yönden saldırıya uğradı. Bu eleştirilerin en önemlisini, Black Swan kitabının yazarı Nassim Taleb yapmaktadır. Söylediği en önemli şeylerden birisi, getirilerin dağılımının normal olmadığıdır. Yani parametrik yaklaşımların hiçbir değerinin olmadığını belirtir. Bu eleştirilere, normalite varsayan Black-Scholes gibi opsiyon değerlendirme formülleri de dâhildir. Dolayısıyla normal varsayım ile yapılan hesaplamalar, çok sağlıklı olmayacaktır.

Bu programda, ben zaten tarihsel veri topladığım için, normal dağılımı varsayan parametrik yaklaşımları direk elimine etmiş oluyorum.

Peki, tarihsel simülasyonun algoritması tam olarak nedir? Program, doların günlük getirilerini en yüksek değer en başta olmak üzere yukarıdan aşağıya sıraladı. Çok basit bir sıralama algoritması ile tüm getiriler, büyükten küçüğe doğru yeniden dizildi. Program, 2000 tane veri seti varsa % 99 riske maruz değer hesabı için, 2000’in % 1’ini, yani 20’nci getiriyi alıyor. Burada gördüğümüz üzere, 1996 tane veri var. Program, bu verilerden histogram da çıkarıyor otomatik olarak. Aslında Excel’in histogram özelliği mevcut ama Excel’de histogram yapanların bilirlere, güzel histogramlar çıkarmaz. Ben histogram programını tekrar yazdım. Kurdaki getiriyi ve frekansları tekrardan dizip bunların dağılımını 40 eşit parçaya böldüm ve dağılımı grafiğe uyarladım.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



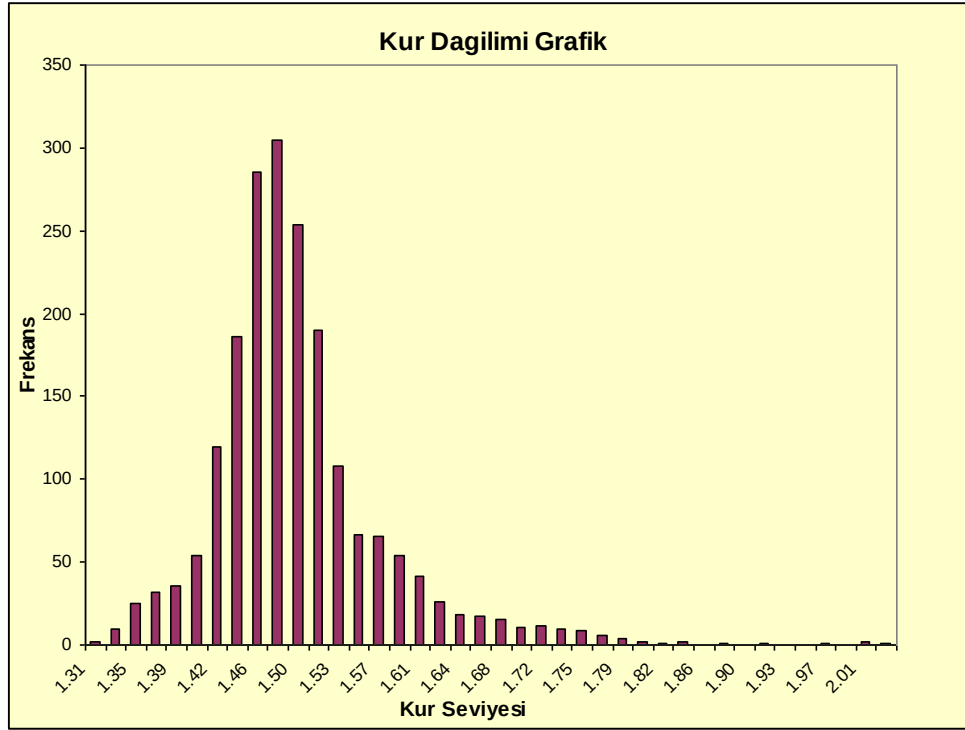
Şekil 3. Kur Riski Tahmin Programı—Histogram Sayfası

Yukarıdaki dağılım, gerçek verinin günlük histogram tablosu. Burada kurtosis faktörünü görüyoruz. Tepeler olması gerektiğinden daha uzun, kuyuklar da açılmış, normalden biraz şişman, yani leptokurtosis. Bir de sağa doğru dağılma, yani “skew” faktörü var ama bu faktör, haftalıklarda ve aylıklarda daha rahat görülecek. 2002’den 2009’a kadar olan aylık getiriye gelelim hemen.

Aylık getirilerimiz nasıl dağılmış? Yani dolar kurunun aylık getirisinin dağılımı nasıl olmuş 2002’den 2009’a kadar? Bugünü kendimize bir çapa olarak alalım. Merkez Bankası’nın dünkü kapanış kuru, 1.48 civarındaydı. Aşağıdaki histogramda aynı zamanda dolar kurunun olasılıklarını da grafik olarak görüyoruz. Bunlara bakarak ülkemizde henüz halka açık olarak mevcut olmayan opsiyon fiyatlamalarını da yapabiliriz.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Aylık getiri histogramında gördüğümüz çok önemli bir şey var: Skew denilen faktör. Yani doların yukarıya doğru hareket ihtimali, aşağı doğru inme ihtimalinden daha fazla. Histogram sağa doğru yatmış, ‘normal’ değil kesinlikle. Tarihi simülasyon yapmanın avantajı, parametrik varsayıma bağlı olmamaktır.



Şekil 4. Kur Riski Tahmin Programı—Histogram Sayfası

Program, diğer sayfalarda haftalık, aylık, üç aylık, altı aylık ve yıllık riske maruz değerleri ve bunların histogramlarını her düğmeye basışta yeniden hesaplıyor ve sunuma hazırlıyor. %99.9 ve %99.99 gibi uç değerleri de görmek mümkün. Bakınız %99.99 riske maruz değer 10000’de 1 ihtimal. Yani program bana diyor ki, “Tarihi verilere göre 1 gün sonra kurun 1,5921 olma ihtimali 1/10000”.

Eğer ben bu programa 1999’dan başlamış olsaydım, veri olarak çok daha volatil zamanları almış olup, çok daha farklı standart sapmalara ve sonuçlara

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

ulaşacaktım. Hani vardı ya tahminciler; dolar 3 olacak, 3,5 olacak diye tahminler yaparlardı. Aslında çok da haksız değillerdi. Burada Merkez Bankası'nın oluşturduğu, para politikasında meydana gelen 'rejim değişikliği', bu tahminlerin gerçekleşmesini engelleyen ana faktör. O yanlış tahminleri yapanlar, sadece tarihsel verilere bakarak ve tarihin tekerrür edeceğini varsayarak bu tahminleri yaptılar.

Şimdi bunu test etmek için, programı yeni baştan çalıştıralım ve başlama tarihini 1999 olarak belirleyelim. Sadece örnek olsun diye ve tarihi verilerle simülasyon yapmanın ne kadar hatalı sonuçlar verebileceğini göstermek için yapıyorum. 1999'dan 2005'e kadar verilerle bu değerleri tekrar hesaplayalım. Hani 2006'da dünya piyasalarında ufak bir sallantı olmuştu ve kur 1.65 civarlarına çıkmıştı hatırlarsınız. Şimdi tarihsel bir test yapıyorum. Bakalım modelim neler tahmin etmiş o zaman için. Şu anda biz 2006'yı test ediyoruz. Bu yaptığımıza bir çeşit 'out of sample testing' diyebiliriz.

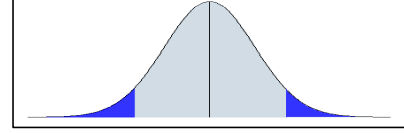
Aynı programı 1999–2005 arasındaki dolar getiri verileriyle çalıştırdığımız zaman, günlük tablolarda çok fazla göze batan bir şey görmüyoruz ama yıllık tablolara geldiğimizde, yani bir yıl sonraki riske maruz değerlerine baktığımızda, inanılmaz rakamlar karşımıza çıkıyor. 2.90, 3.16, 3.24 gibi dolar tahminleri var güven aralıklarımızda. Neden? Çünkü 1999'dan sonra ve 2001 kriziyle birlikte kurda çok yüksek artışlar oldu ve tarihsel simülasyon yapan programımız, aynı artışların gelecekte de devam edeceğini öngördü. Diğer bir deyişle, tahmin yapmaya çalışan ya da güven aralıkları oluşturmak isteyen birisi, sadece tarihi verilere bakarak bunu yapmak istediğinde, tarihin tekerrür edebileceği yönünde bir yanılgıya düşecek ve bunu modellerine dâhil etmiş olacaktı.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

1 Yıllık Riske Maruz Deger (VaR) Hesaplamaları

Son Fiyat
1.3495

Baslangic Yili: 1999
Bitis Yili: 2005



Günlük Değişim İstatistikler	
Sayı	1511
Ortalama	27.41%
Ortanca	11.55%
Standart Sapma	41.98%
En Küçük	-24.80%
En Büyük	144.23%
-17.23%	95% VaR
-20.52%	99% VaR
-24.32%	99.9% VaR
-24.80%	99.99% VaR

Günlük Tahminler Dolar Kuru

%90 Güven Aralığı	1.1169
%98 Güven Aralığı	1.0726
%99.8 Güven Aralığı	1.0213
%99.98 Güven Aralığı	1.0148
%90 Güven Aralığı	1.1169
%98 Güven Aralığı	1.0726
%99.8 Güven Aralığı	1.0213
%99.98 Güven Aralığı	1.0148

"Objektif" Tahmin **1.3495**

2.9084
3.1665
3.2488
3.2958

"Ekonomik" Tahmin **1.3495**

2.9084
3.1665
3.2488
3.2958

Açık Dolar Pozisyonu:

(Dolar Fazlası Varsa +, borç varsa - olarak mavi kutuya kaydedilir)
(\$1,000,000)

"Objektif" Kar / Zarar **0 YTL**

232,554	(1,558,854)
276,855	(1,817,018)
328,207	(1,899,346)
334,713	(1,946,326)

"Ekonomik" Kar / Zarar **0 YTL**

232,554	(1,558,854)
276,855	(1,817,018)
328,207	(1,899,346)
334,713	(1,946,326)

Simülasyonlar



"Objektif Tahmin": Tarihsel verilerin gösterdiği tahmin (NOT: Kuru son fiyatı.)

"Ekonomik Tahmin": Bankanın ya da firmanın içsel tahmini (NOT: ekonomik etkenlere bağlıdır.)

Şekil 5. Kur Riski Tahmin Programı—Riske Maruz Değer Hesaplamaları

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Dolayısıyla burada ekonomik tahminlerin ya da riske maruz değere bağlı güven aralıklarının sadece geçmiş baz alınarak yapılamayacağını görüyoruz. Gösterdiğim tabloda, Amerika’da şu anda tanık olduğumuz riske maruz değere yönelik şikâyetlerin tam tersi oluyor bakın. Burada çok volatil, çok daha “vahşi” tarihi verilerden yaptığım simülasyon bakın 2006 yılı için oluşan tabloyu ne kadar abartılı gösteriyor.

Hâlbuki 2002’den sonra yeni bir trend oluşmaya başlamış. 2002 yılı, kabaca 2001’de yapılan yasa değişiklikleriyle birlikte başa gelen yeni iktidarın, programı devam ettirmeye başladığı zaman. Özellikle Merkez Bankası para politikası açısından bakacak olursak, 2001’den başlayarak sürdürülen politikaların sonuçlarının görülmeye başlandığı, enflasyonun ve buna bağlı kur hareketlerinin kökten değişim geçirdiği bir dönemmiş demek ki. Bunu, bulunduğumuz yerden geçmişe bakınca çok daha iyi anlıyoruz.

Standart sapmamız ise %42. Bu çok yüksek bir rakam. %42 o zamanlar dünyanın hiçbir yerinde yoktu sanırım. Arjantin’in krizi bile yıllık bazda bu kadar yüksek bir standart sapma vermemişti ama Arjantin’de kurun, Türkiye’den çok daha dramatik bir patlaması vardı. Nitekim orada da tahminler çok yanıltıcı olmuştu. Sonuçta tarihsel simülasyona her zaman güvenmemiz söz konusu olamaz. Çünkü veri artık geçmişte kalmış olup, günümüz gerçeğini yansıtmıyor olabilir. Üstelik verinin alındığı tarihlerdeki faktörler, geçerliliğini yitirmiş olabilir.

Sonuç

Riske maruz değer üzerine modeller tasarlayanlar ve bu modelleri kullananlar, gerek varsayımların, gerekse tarihsel verilerin gerçeği yansıtmayabileceğini bilmelidirler. Modeller, gerçeği yansıttıkları sürece yararlıdırlar.

Bunun yanında, riske maruz değer hesaplamaları, olasılıklara dayalı olarak, potansiyel kayıp konusunda fikir verir. Riske maruz değer, hiçbir zaman tek başına tüm riski yansıtan yeterli bir ölçüm olarak kabul edilemez. Riske maruz değer verileri, stres testleri ve ‘en kötü’ ihtimalleri göz önüne alan senaryo analizleriyle bir arada kullanılmalı ve desteklenmelidir.

9.

Finansal Kriz Sürecinde Türk Bankacılık Sektörünün Açık Pozisyonlarına Stres Testi Uygulanması

Özge Yürükoğlu ve Engin Evrenos
TSKB Risk Yönetimi Müdürlüğü

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Giriş

Stres testleri, içsel risk yönetimi sistemlerini ve ölçümelerini güçlendirmek amacıyla kullanılan önemli bir risk yönetimi aracıdır. Olasılığı düşük ama muhtemel olayların veya finansal değişkenlerdeki değişimlerin portföy değeri üzerindeki olası etkilerini değerlendirmek için kullanılırlar. Stres testleri, Riske Maruz Değer (RMD) analizinde kullanılan %99 gibi güven düzeylerinin ötesinde kayıpların dağılımının kuyruklarını inceleyecek şekilde tasarlanırlar. Bu nedenle, bir finansal kurumun riske maruzluk derecesi hakkında RMD yöntemlerinin yakalayamadığı yararlı bilgileri sağlarlar. Stres testleri banka yöneticilerinin dikkatini beklenmeyen olumsuz sonuçlara ve bunlarla ilişkili kayıplara çekerler. Bu testleri yaparak elde edilen bilgiler, limit belirleme, riskten korunma, portföy dağılımının belirlenmesi ve sermaye ayrılması gibi risk yönteminin birçok alanında kullanıldığı için finansal kurum yöneticilerinin sıklıkla kullandığı ve Basel Komitesi'nin de risk yönetimi ve sermaye planlamasında kullanılmasını önerdiği araçlardır.

Basel Komitesi, stres testlerine özel bir önem vermektedir. 1996 yılında “The Amendment to Capital Accord to Incorporate Market Risks”ın yayınlanmasından itibaren içsel RMD yöntemini kullanan finansal kurumların stres testi yapması zorunlu hale getirilmiştir (Basel Committee 1996). Bankaların stres testi sonuçlarını karşılayacak miktarda sermaye ayırmalarını isteyen “The Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects”ın 2005 yılında yayınlanmasından sonra ise stres testi sonuçları daha bağlayıcı hale gelmiştir (Basel Committee 2005). Bunlara ek olarak Basel Komitesi 2009 yılında yayınladığı “Revisions to the Basel II Market Risk Framework”ta “Stres altında RMD” (Stressed VaR) kavramını uygulamaya koymuştur (Basel Committee 2009a). “Stres altında RMD”, finansal piyasalarda yıkıcı hareketlerin veya olayların yaşanması halinde bir bankanın portföyünün döndüreceği RMD değerini ifade etmektedir. Basel dokümanına göre tek taraflı %99 güven düzeyinde, 10 gün elde tutma süresi ile hesaplanır ve sermaye gereksinimi günlük RMD'nin ve “Stres altında RMD”nin toplamı üzerinden hesaplanır.

Yakın dönemde artan bu ilgiye rağmen, finans piyasalarında kullanılan stres testlerinin bazı sorunları vardır. Geleneksel stres testleri, tarihsel olayların, hipotetik durumların veya ikisinin birleşimi üzerine inşa edilirler. Fakat, Aragonés, Blanco and Dowd (2001)'un da belirttiği gibi tek başlarına bu

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

senaryolar içerdikleri durumların ne kadar olası olduğu ile ilgili bir bilgi içermezler. Bu senaryoların dayandığı korelasyonların gerçek bir stres durumunda büyük ölçüde değişebilmesinin yanısıra yeni çıkan finansal ürün pozisyonlarındaki riskleri de göz ardı ederler. Bu sorunların üstesinden gelmek için Kupiec (1998), Stress VaR kavramını kullanarak stres testlerini parametrik RMD yöntemi içinde entegre ederek uygulamıştır. Berkowitz (1999) ise stres senaryolarını RMD modellerine entegre edebilmek için bunlara belli olasılık değerleri iliştiirmeyi önermiştir.

Bu çalışmada Ağırlıklandırılmış Tarihsel Simulasyon kullanılarak Alexander ve Sheedy (2008)'nin yaptığına benzer bir model bazlı stres testi yaklaşımı uygulanmaktadır. Bu yaklaşıma göre stres testi şokları, seçilen olasılık değerlerine göre model içinde atanmakta ve böylece test edilen andaki portföy için önemleri objektif olarak belirlenmektedir. Ampirik analiz, Türkiye bankacılık sektörünün 2008Ç2-2009Ç3 arasındaki üç aylık yabancı para net genel pozisyonlarına ve 2002'den başlayan günlük EUR/TRY, USD/TRY, JPY/TRY kurlarına dayanmaktadır. Model tabanlı şokların portföy değeri üzerindeki etkisi 20 güne kadar elde tutma süresi ile belirlenmekte, Basel II yasal sermaye gereksinimi ve potansiyel kayıplar 1000 simüle patika doğrultusunda hesaplanmaktadır.

Çalışmanın devamı şöyle düzenlenmiştir: Bölüm 2'de pozisyon verileri ve kur serileri incelenir. Bölüm 3'te kullanılan stres testi metodolojisinin ve risk modelinin detayları anlatılır. Bölüm 4'te döviz piyasalarındaki aşırı riskler üzerinden model tabanlı stres testi sonuçları değerlendirilir ve sermaye gereksinimine olan etkileri irdelenir. Bölüm 5'te sonuçlar özetlenir.

Veriler

Ampirik analizde Türk bankacılık sektörünün 2008Ç2-2009Ç3 arasında yer alan altı çeyrek dönem için bilanço içi açık pozisyonları incelenmiştir. Bu dönem, Ekim 2008 tarihinde ortaya çıkan finansal kriz ile başlayarak piyasalardaki karışıklığın zirveye vardığı süreç ile devam etmekte ve son iki çeyrekte görece sakinleşme ile sona ermektedir. Kullanılan açık pozisyon verileri, Türkiye Bankalar Birliği'nin internet sitesindeki "İstatistikî Raporlar" altında "Banka, Grup ve Sektör Bazında Mali Tablolar ve İstatistikler" kısmından elde edilmiştir. Bu istatistiklerin arasından Türk bankacılık sektörünün USD, EUR, JPY ve diğer

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

dövizler cinsinden 3 aylık bilanço içi yabancı para net genel pozisyonu kullanılmıştır. Yapılan analizler sırasında diğer para birimi altında görülen tutarlar JPY pozisyonları ile birleştirilmiştir. Bilanço dışı pozisyonların yapılan analizlerde kullanılmamasının sebeplerinden biri, Tablo 1’deki toplam açık pozisyon miktarlarına bakıldığında çok az bir açık pozisyon taşınması ve işlemlerin çoğu korumalı (hedge) işlemler gibi görünmesine karşın işlemlerin vade gibi detayları öğrenilemeden sahip olunan verilerden sağlıklı çıkarımlar yapılamamasıdır.

Tablo 1: Türk Bankacılık Sektörünün Toplam Yabancı Para Net Genel Pozisyonu (milyon TL)

	EUR/TRY	USD/TRY	JPY/TRY	Diğer	Toplam
2008Ç2	863	117	143	228	1,350
2008Ç3	141	-100	108	450	600
2008Ç4	701	-598	555	145	802
2009Ç1	238	-200	259	135	433
2009Ç2	-197	550	198	431	982
2009Ç3	-1,003	1,207	29	202	435

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği

Aynı zamanda bilanço dışı kalemlerde önemli bir paya sahip olan para ve faiz swap işlemleri için nakit akım dağıtımı ve lineer getiri özelliğine sahip olmayan opsiyon işlemleri için farklı modellemeler gerekmesi nedeniyle bu çalışmada kullanılan doğrudan modelleme teknikleri yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Ancak, kısmen de olsa bilanço dışı kalemlerin faiz ve kur farkı reeskont kalemlerinde yer alan tutarlar aracılığıyla bilanço içi açık pozisyon toplam tutarlarını etkilediği söylenebilir.

Tablo 2’de finansal krizin 2008Ç2’deki ilk işaretlerinden 2009Ç1’e kadar Türk bankacılık sektöründe açık pozisyonlarının %80 oranında azaltıldığı görülmektedir. Bu azalmanın büyük bir bölümü, 2008Ç4’te kriz öncesi seviyesinin %5’ine inen ve daha sonra da uzuna dönen USD cinsinden pozisyonlardan gelmektedir. Uzun JPY pozisyonlarının 10 katına çıkması ve EUR’daki sınırlı hareket bu değişime eşlik etmektedir. 2009’un sonraki iki

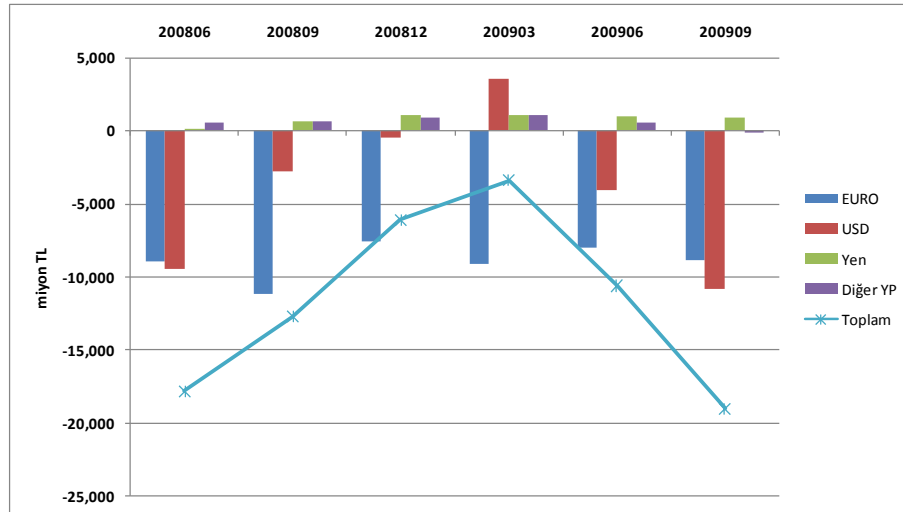
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

çeyreğinde gerçekleşen görece sakinleşme ile beraber bu trend tersine dönmüş ve sektör, yine çoğunluğu USD cinsinden olmak üzere açık pozisyon taşımaya başlamıştır.

Tablo 2: Türk Bankacılık Sektörünün Bilanço İçi Yabancı Para Net Genel Pozisyonu (milyon TL)

	EUR/TRY	USD/TRY	JPY/TRY	Diğer	Toplam
2008Ç2	-9,007	-9,495	100	564	-17,839
2008Ç3	-11,187	-2,815	660	621	-12,720
2008Ç4	-7,588	-490	1,099	870	-6,108
2009Ç1	-9,109	3,554	1,092	1,048	-3,416
2009Ç2	-8,020	-4,125	953	569	-10,623
2009Ç3	-8,928	-10,834	912	-169	-19,020

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği



Şekil 1: Türk Bankacılık Sektörünün Bilanço İçi Yabancı Para Net Genel Pozisyonu

Bu çalışmada kullanılan diğer veriler, Ocak 2002-Eylül 2009 dönemi için Bloomberg'den temin edilen günlük USD/TRY, EUR/TRY ve JPY/TRY döviz

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

kurlarıdır. Tablo 3'te gösterilen özet istatistikler ve Ek 1'de gösterilen histogram ve Q-Q grafikleri, bütün serilerin yüksek kurtosis değerleri ile beraber şişman kuyruklara sahip olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca, Jarque-Bera testleri, serilerin normal dağılıma uyduğu sıfır hipotezini bütün durumlarda reddetmektedir. Finansal piyasalardaki ampirik çalışmalar ile de uyumlu olan bu sonuçlar, bir risk modeli seçerken normal olmayan bir dağılım kullanmanın ve dağılımın kuyruklarındaki olasılıklara özellikle dikkat etmenin önemini ortaya koymaktadır. Stres testleri RMD hesaplamalarına göre daha uçtaki olasılıklarla ilgilendiğinden dağılımın kuyruk yapısı daha da önem kazanmaktadır.

Tablo 3: Özet İstatistikler

	USD/TRY	EUR/TRY	JPY/TRY
Ortalama	0,00002	0,00027	0,00021
Ortanca	-0,00059	-0,00039	-0,00024
Maksimum	0,06409	0,08154	0,10943
Minimum	-0,05633	-0,08544	-0,09534
Std, Sapma	0,01118	0,01065	0,01640
Skewness	0,52134	0,49961	0,25941
Kurtosis	8,22707	9,69260	14,26092
Jarque-Bera	2437,30	3928,34	10902,19
Olasılık	0	0	0
Gözlem	2059	2059	2059

Piyasa verilerinde karşılaşılan diğer bir ampirik gözlem de büyük getirilerin ardından pozitif veya negatif başka büyük getirilerin gelme eğilimi olarak özetleyebileceğimiz volatilité yoğunlaşmasının (volatility clustering) varlığıdır. Bu durumun en belirgin olduğu noktalar Ek 2'de görüldüğü üzere Mayıs 2006, Temmuz 2007, Mart 2008 ve son olarak da Ekim 2008 tarihleridir. Sonraki bölümde değinileceği gibi stres testlerinde kullanılacak modelin bu olguyu da dikkate alması gerekmektedir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Stres Testi Metodolojisi

Bu çalışmadaki stres testleri, hesaplamaların yapılacağı dönem için başlangıç şokları ve simüle günlük getirilere seçilen risk modeli içinde belli olasılık değerlerinin atanması ile yapılmıştır. Bu açıdan birinci ve en önemli aşama risk modelinin belirlenmesidir. Kullanılacak olan modelin belirlenmesi aşamasında kullanılan en önemli kriter, model riskini de azaltacak şekilde datanın şişman kuyruk ve volatilité yoğunlaşması gibi ampirik özelliklerini doğru yansıtabilmesidir. Aynı zamanda modelin uygulama kolaylığı da önemlidir. Modelin datanın özelliklerini doğru yansıtıp yansıtmadığını değerlendirmek için literatür taraması yapılarak çeşitli modellerin Alexander ve Sheedy (2008), Sheedy (2008) ve Hull ve White (1998) gibi çalışmalardaki koşullu ve koşulsuz geriye dönük test (backtest) performansları incelenmiştir.

Kur serilerinde gözlemlenen şişman kuyruk özelliği nedeniyle normal dağılım kullanarak analiz yapmak yanıltıcı sonuçlar elde edilmesine sebep olur. Ayrıca, volatilité yoğunlaşması nedeniyle koşulsuz modellerin kullanılması da uygun değildir. Monte Carlo simülasyonu ise altta yatan stokastik süreçlerin gerekli sıçrama özellikleri ile beraber modellenmesindeki zorluklar ve her yeni risk faktörü için kalibrasyon gerekliliği nedeniyle tercih edilmemiştir. Geriye kalan şartlı ampirik model ve GARCH-t modeli arasında bir seçim yapılmış ve parametrelendirme yapmamak, finansal getirilerin olasılık dağılımının çarpıklık özelliğinden kurtulmak adına üstün koşullu ve koşulsuz performansını da dikkate alarak Ağırlıklandırılmış Tarihsel Simülasyon Yöntemi risk modeli olarak belirlenmiştir. Modelin uygulanması Hull White (1998) tarafından ağırlıklandırma yöntemi kullanılmıştır. Her gözlem (j), kendi volatilité değeri ile standardize edilmiş ve portföy günündeki (t) volatilité değeri ile yükseltilmiş ya da azaltılmıştır. Böylelikle elde edilen getiri serilerinin değişen piyasa koşullarını göz önüne alması sağlanmıştır. Örneğin, simülasyon gününde volatilité değerinin hesaplama günündeki değerden düşük olması halinde getiri, artan değişkenliği yansıtacak ölçüde yükseltilmektedir. Ağırlıklandırma işlemi aşağıdaki gibi yapılmaktadır:

$$r_j^* = r_j \frac{\sigma_t}{\sigma_j} \quad (9.1)$$

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Volatilite hesaplamasında ise EWMA (exponentially weighted moving average) volatilite modeli 95 günlük pencere uzunluğu ile kullanılmıştır. Hesaplamaların yapıldığı her üçer aylık dönem için IGARCH-t ile lambda optimizasyonu yapılmıştır.

Çalışmanın ikinci aşamasında Basel yasal sermaye kriterleri doğrultusunda %99 güven aralığında 1000 simülasyon ile her dönem için 60 günlük riske maruz değer tutarları hesaplanmıştır.

$$YSG_t = \text{Max}(RMD_{t-1,10}, 3 * \text{ortalama}(RMD_{t-60,10}, \dots, RMD_{t,10})) \quad (9.2)$$

Son aşamada, volatilite ayarlaması yapılmış getirilerin en kötü birinci ve beşinci değerleri, %0,1 ve %0,5 olasılık değerlerine denk gelen başlangıç şokları olarak belirlenmiştir. Bunlar elde tutma süresindeki ilk gün için simüle getirileri oluşturmaktadır. Takip eden günler için ise getiriler, volatilitenin kayan pencereler ile hesaplanması ve volatilite ayarlaması yapılmış getirilerden rassal seçilmesi ile hesaplanmıştır. Elde tutma süresi içinde her günlük kayıp miktarları, belli güven aralıklarına denk gelen sıklık derecesine göre belirlenmektedir.

Stres Testi Sonuçları

Bu bölümde stres testleri için kullanılan parametreler açıklanmış ve elde edilen sonuçlar hem uygulanan farklı stres testleri için hem de yasal sermaye gereksinimi ile karşılaştırılmıştır.

Temelde 3 tane parameter kullanılmıştır. Bu parametreler;

1. Başlangıç şokunun büyüklüğü (α): Analizler sırasında ilk şokun büyüklüğü olarak $\alpha = 0,001$ ve $\alpha = 0,005$ değerleri kullanılmıştır. Bu değerler %99,9 ve %99,5 güven aralıklarının dışında kalan ekstrem getirilere denk gelmektedir. Kullanılan $\alpha = 0,001$ değeri her 4 yılda bir kez gerçekleşebilecek bir durumu ve $\alpha = 0,005$ değeri ise her 4 yılda beş kez gerçekleşebilecek bir durumu yansıtmaktadır.
2. En kötü kaybın tanımı (p): Analizler sırasında $p = \%99$ olarak kullanılmıştır. Bu şekilde başlangıç şoku ile elde etme süresi sonunda gerçekleşen en kötü %1'lik durumun analizlere dâhil edilmiştir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

3. Elde tutma süresi (h): Uygulanan stress testlerinde elde tutma süresi 3, 5 ve 10 gün olarak tanımlanmıştır. Elde tutma süresi başlangıç şokundan sonra pozisyonların likidite edilmesi için geçen süreyi ifade etmektedir. 5 ve 10 gün olarak tanımlanan elde tutma süreleri tek bir banka bazında analizler yapılırken ekstrem bir değeri yansıtmakla birlikte sektör geneli değerlendirildiğinde normaldir. Ayrıca, sektör geneli için analiz yapıldığında bankaların pozisyonlarında yaptıkları ufak çaplı değişiklikler birbirini nötürleyecek etkide de bulunabilmektedir.

Yukarda belirtilen parametreler ve 1000 simülasyon ile elde edilen stres testi sonuçları Tablo 4’de gösterilmiştir. Yapılan çalışmaların detaylı hali ve dönem incelemeleri ise Ek 3’de yer almaktadır. Başlangıç şok seviyesi hariç tüm değerler ilgili dönemdeki portföy değerinin yüzdesi olarak ifade edilmiştir.

Tablo 4: Stres Test Sonuçları

	2008/06	2008/09	2008/12	2009/03	2009/06	2009/09
Yasal Sermaye	37,17%	29,77%	65,37%	70,81%	31,51%	22,53%
Başlangıç şoku (p=0,001)	5,84%	8,15%	10,04%	15,88%	5,78%	3,75%
99% kayıp (hp=3)	17,55%	21,05%	34,09%	45,20%	16,63%	10,33%
99% kayıp (hp=5)	25,80%	27,69%	40,87%	63,51%	21,32%	17,06%
99% kayıp (hp=10)	35,91%	42,63%	65,77%	102,08%	33,84%	23,16%
Başlangıç şoku (p=0,001)	3,31%	5,07%	5,97%	8,72%	3,14%	2,13%
99% kayıp (hp=3)	9,34%	15,12%	18,38%	26,25%	10,05%	5,93%
99% kayıp (hp=5)	12,23%	18,21%	23,21%	31,61%	11,32%	8,15%
99% kayıp (hp=10)	19,28%	24,56%	31,23%	47,41%	18,37%	12,22%

Stres Testi Sonuçlarının Yasal Sermaye ve RMD Tutarları ile Karşılaştırılması

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

2008Ç3'teki küçük düşüşün haricinde, denklem 2'ye göre hesaplanan yasal sermaye gereksinimleri, piyasalardaki risk algısını yakından takip eden bir trend izlemektedir. Finansal krizin 2008Ç4 ve 2009Q1'deki tepe noktalarında, sermaye gereksinimi, portföy değerinin neredeyse 2/3'üne ulaşmaktadır (2009Q1'de döviz pozisyonlarının yaklaşık yarıya inmesi nedeniyle bu oran, çok daha düşük bir mutlak kayba denk gelmektedir). İncelenen dönemin başında ve sonunda ise sermaye gereksinimi, portföy değerinin yaklaşık 1/3'ünde stabil kalmaktadır. Bu değerler ile $\alpha=0.001$ düzeyinde bir karşılaştırma yaparsak, Basel II sermayesinin neredeyse her durumda ilk şoktan sonraki 10 gün içinde aşıldığı görülmektedir. Fakat ilk şokun olasılık değeri aynı kalmakla beraber kötüleşen piyasa koşullarına bağlı olarak büyüklüğü arttığı için bu aşım giderek daha yüksek kayıp düzeylerinde gerçekleşmektedir. Bu nedenle, finansal çalkantı sırasındaki bir aşım, sakin dönemlerdekine göre yüzde cinsinden 2–3 kat daha fazla kayıp potansiyeli taşımaktadır.

$\alpha = 0,001$ seviyesindeki şokların aksine $\alpha = 0,005$ seviyesindeki şoklar 10 günlük dönemde yasal sermayeyi aşmamaktadır. İki senaryo arasındaki bu fark, stres testlerine olasılık atanmasının gerekliliğini göstermektedir. Piyasaların sakin olduğu 4–5 yıllık bir dönemde son birkaç yılın ekstrem senaryolarının uygulanması ilk anda fazla gibi gelmekle birlikte oldukça yumuşak sonuçlar üretebilir. Ancak, 2008 Eylül ayındaki gibi ciddi bir piyasa karışıklığında tarihsel senaryolar fazla ekstrem sıklı derecelerine düşeceği için riskin olduğundan daha fazla görüldüğü sonuçlara sebep olabilir. Bu nedenle, nesnel olasılık değerleri olmadan, portföyün test edildiği stres düzeyi hakkında tutarlı olmak ve stres testi sonuçlarını kurumların risk iştahları ile bağdaştırmak çok zorlaşmaktadır.

Beklendiği gibi, stres sonucundaki kayıplar ve yasal sermaye gerekliliği arasındaki iki parçalı ilişki RMD değerlerinde gözlenmemektedir. Çok güçlü olmayan $\alpha = 0,005$ değerindeki şoklarda bile kayıplar zamanın karekökü ile düzeltilmiş RMD tutarlarının üzerinde olmaktadır. Zarar tutarı ve RMD tutarları arasındaki fark, stres testi yapılmasının kurumlar açısından önemini tekrar ortaya koymaktadır. Stres testlerinin efektif olarak yapılmaması durumunda RMD, ilgili riskleri olduğundan az göstermekte ve bu nedenle de finansal kurumları yasal sermayenin kriz anlarında yeterli olmaması riski ile karşı karşıya getirmektedir. Tablo 4'den elde edilen bir diğer önemli sonuç da elde tutma süresine bağlı olarak kayıp miktarlarında gözlemlenen farklılaşmadır. $\alpha = 0,001$ parametresi ile 3 gün elde tutma süresine göre hesaplanan kayıp miktarı, 1 gün elde tutma

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

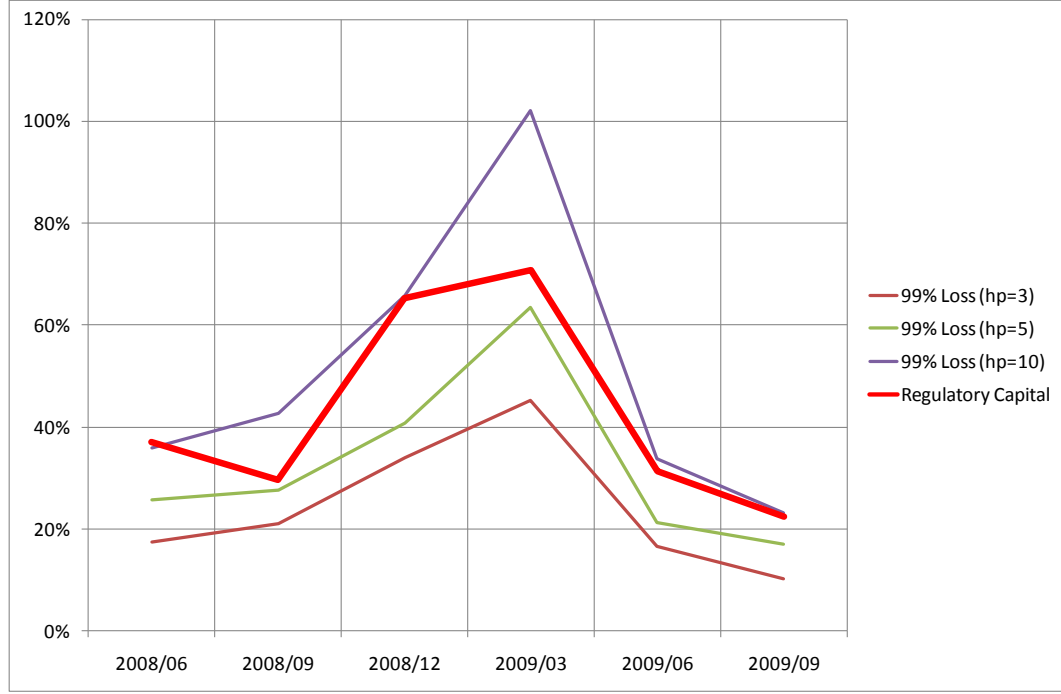
süresine göre hesaplananın 2,58 ila 3,40 katıdır. Elde tutma süresinin uzatılması durumunda kayıp miktarları, 5,23 ila 6,55 katına çıkmaktadır. Ancak, bu değerler $\alpha = 0,005$ değeri için 2,82–3,08 ve 4,84–5,85 olarak gerçekleşmektedir. Bu bağlamda 1 gün elde tutma süresi ile yapılan stres testi çalışmalarında içsel risk olduğundan az olarak değerlendirilmektedir. Özellikle kriz dönemleri gibi likidite seviyelerindeki azalma, sürü psikolojisi ve belirsizlik gibi nedenlerden ötürü portföy yapısının değiştirilmesi zor olduğu dönemlerde bu etki daha da önemli hale gelmektedir.

Stres Testi Sonuçlarının Dönemler İtibariyle Karşılaştırılması

$\alpha = 0,001$ ve $\alpha = 0,005$ değerleri ile yapılan stres testlerin sonuçları Şekil 2 ve Şekil 3’de gösterilmiştir. Her iki şekil de güçlü bir dönemsellik ifade etmektedir: 2008 yılının 4. çeyreğinde ve 2009 yılının 1. çeyreğinde başlayan krizin etkisi şekillerde yükseliş dönemlerine denk gelirken ilerleyen iki çeyrekte daha sakin bir görünüm elde edilmektedir.

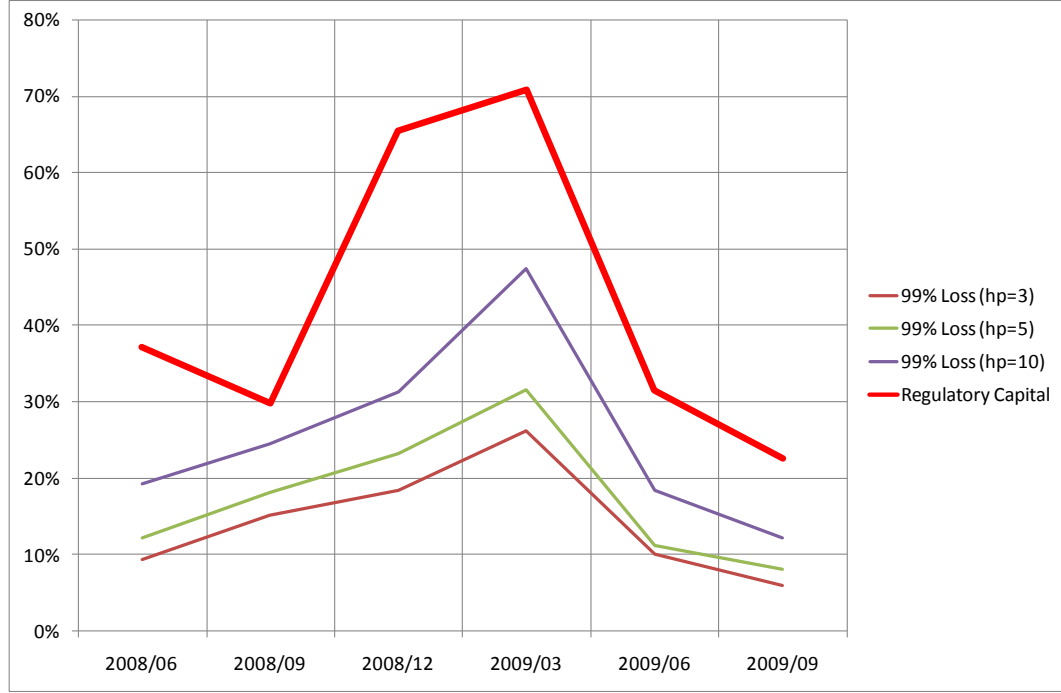
Analiz edilen tüm dönem boyunca $\alpha = 0,001$ ve 10 gün elde tutma süresi ile hesaplanan değerler yasal sermaye sınırının ya dışında ya da çok yakınında gerçekleşmiştir. Daha kısa süreli elde tutma parametresi kullanıldığında ise değerler yasal sermaye sınırının altında kalmıştır. 5 günlük kayıp sadece 2008 yılının 3. çeyreğinde sınırdadır. Bunun nedeni de yasal sermaye tutarının şoklara gerekli hızda uyum sağlayamamasıdır. En kötü durumda 3 günlük kayıp, portföy değerinin %45’ine ve 5 günlük kayıp ise %63’üne denk gelmektedir. Mart 2009 gibi yakın dönemlerde ise bu değerler %10 ve %17’ye düşmüştür. $\alpha = 0,005$ değeri için en büyük kayıp, 2009 yılının 3. çeyreğinde 3 ve 5 gün elde tutma sürelerinde %26 ve %31 olmuştur. Yüksek olasılık değerinin sonucu olarak yasal sermaye miktarı 10 günden az olan tüm elde tutma sürelerinde karşılaşılabilecek kayıpları karşılamaktadır.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



Şekil 2: Stres Testi Sonuçları ($\alpha = 0,001$)

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



Şekil 3: Stres Testi Sonuçları ($\alpha = 0,005$)

Elde edilen bu sonuçlar, ağırlıklandırılmış tarihsel simülasyon metodunun değişen piyasa şartlarına gerekli zamanda tepki verdiğine işaret etmektedir. Aynı zamanda sonuçlar, Basel Komitesi tarafından bankalar için zorunlu tutulan stres testlerinin ne kadar önemli olduğunu ve Komite tarafından yapılan son düzenlemeler doğrultusunda yasal sermaye gereksiniminin yapılan stres testi sonuçları ile de bağlantılı olması gerektiği kararının haklılığını da göstermektedir.

Sonuç

Stres testi gerek yasal düzenleyici kurumlar gerekse finansal kurumlar tarafından risk yönetiminin önemli bir parçası olarak değerlendirilmektedir. Ancak, uygulanan stres testleri genellikle risk modeli kavramı ile doğrudan ilişkilendirilmediğinden tutarlılık ve geçerlilik gibi soru işaretlerini de beraberinde getirmektedir. Bu sorunları ortadan kaldırmak amacıyla bu çalışmada ağırlıklandırılmış tarihsel simülasyon metodu Türk bankacılık sektörünün bilanço içi açık pozisyonlarına 2008Ç2 ve 2009Ç3 dönemleri arası için uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar göstermektedir ki kayıp tutarları piyasa şartlarına ve olasılık

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

seviyelerine çok bağlı olduğundan stres senaryolarına olasılık değeri atanması kritik öneme sahiptir. Ayrıca, çalışma sonuçları incelendiğinde elde tutma süresinin önemli bir parametre olduğu görülmektedir. Kayıp tutarları elde tutma süresi ile birlikte artmaktadır ve ortalama 10 günden sonra yasal sermaye tutarı, kayıpları karşılamaya yetmemektedir. Son olarak yapılan çalışma neticesinde Türk bankacılık sektörünün Basel II standartlarında hesaplanan yasal sermaye tutarının bilanço içinde taşınılan döviz pozisyonları göz önüne alındığında stres dönemlerinde yeterli olmayabileceği gözlemlenmiştir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Referanslar

Alexander, Carol, 2002. "Market Models: A Guide to Financial Data Analysis", Wiley, London.

Alexander, Carol, and Sheedy, Elizabeth, 2008. "Model Based Stress Tests: Linking Stress Tests to VaR for Market Risk", Macquarie University Applied Finance Center Research Papers No.33, Sydney.

Aragones, Jose, and Carlos Blanco, 1999, "Complementing VaR with Stress Tests", Derivatives Week.

Aragones, Jose, Carlos Blanco, and Kevin Dowd, 2001, "Incorporating Stress Tests into Market Risk Modeling", Derivatives Quarterly.

Basel Committee on Banking Supervision, 1996, "Amendment to Capital Accord to Incorporate Market Risks", BIS, Basel.

Basel Committee on Banking Supervision, 2005, "The Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects", BIS, Basel.

Basel Committee on Banking Supervision, 2006, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework Comprehensive Version", BIS, Basel.

Basel Committee on Banking Supervision, 2009a, "Revisions to the Basel II Market Risk Framework", BIS, Basel.

Basel Committee on Banking Supervision, 2009b, "Principles for Sound Stress Testing Practices and Supervision", BIS, Basel.

Basu, Sanjay, 2006, "The Impact of Stress Scenarios on VaR and Expected Shortfall", mimeo.

Basu, Sanjay, 2008, "Stress Testing with Volatility-Weighted Historical Simulation: A Comparison of HS Methods".

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Berkowitz, Jeremy, 1999, “A Coherent Framework for Stress Testing”, Journal of Risk.

Committee on The Global Financial System, 2005, “A Survey of Stress Tests and Current Practice at Major Financial Institutions”.

Hull, John, and White, Alan, 1998, “Incorporating Volatility updating into the Historical Simulation Method for VaR”, The Journal of Risk.

Kupiec, Paul, 1998, “Stress Testing in Value at Risk Framework”, Journal of Derivatives 6.

Pritsker, Matthew, 2006, “The Hidden Dangers of Historical Simulation”, Journal of Banking Finance.

Schachter, Barry, 1998, “The Value of Stress Testing in Market Risk Management”, Derivatives Risk Management Service.

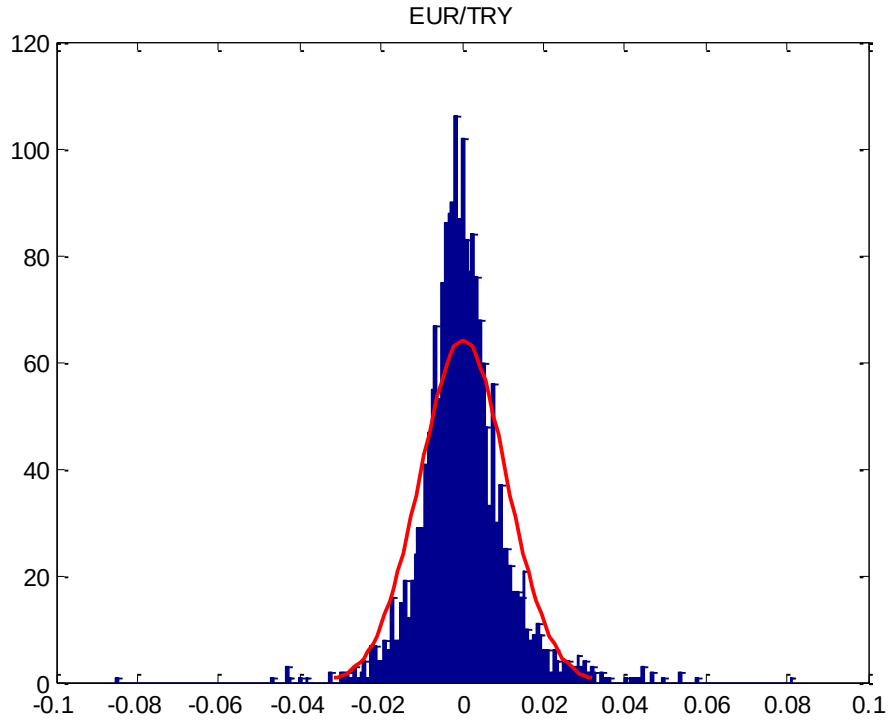
Sheedy, Elizabeth, 2008, “Why VaR models fail and what can be done” Macquarie Applied Finance Center, Sydney.

Türkiye Bankalar Birliği, 2009, “Banka, Grup ve Sektör Bazında Mali Tablolar ve İstatistikler”.

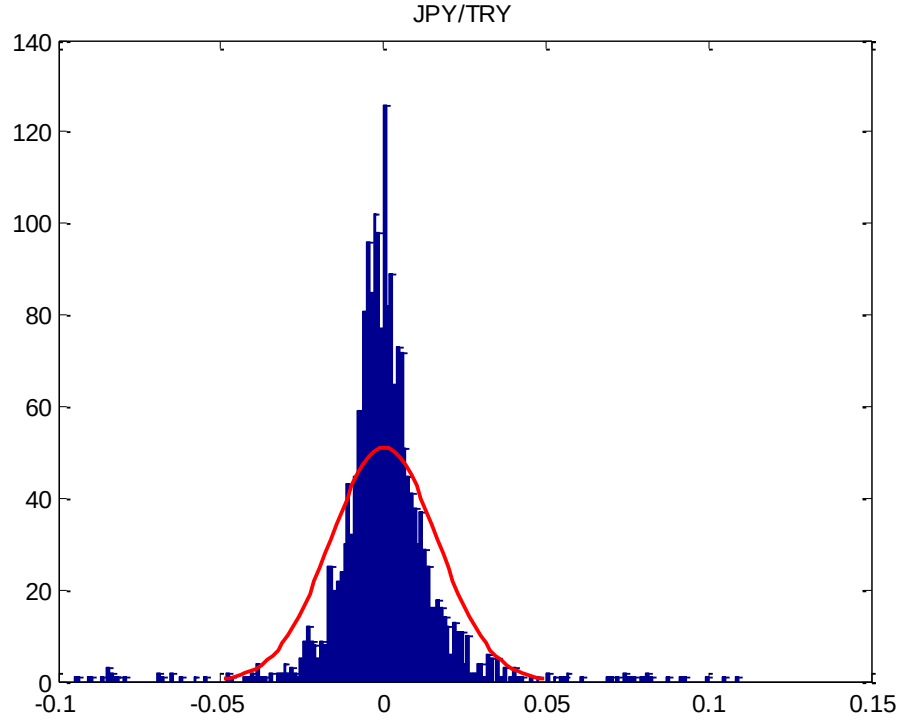
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

EKLER

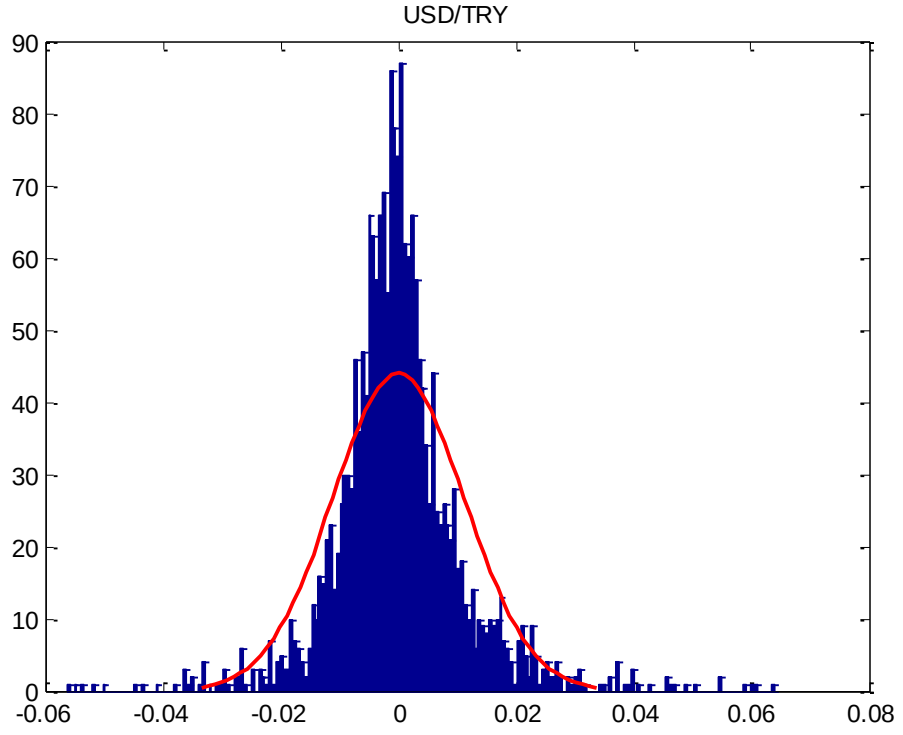
Ek 1: USD/TRY, EUR/TRY ve JPY/TRY Döviz Kurlarının Histogram ve Sıklık Derecesi (Quantile) Grafikleri



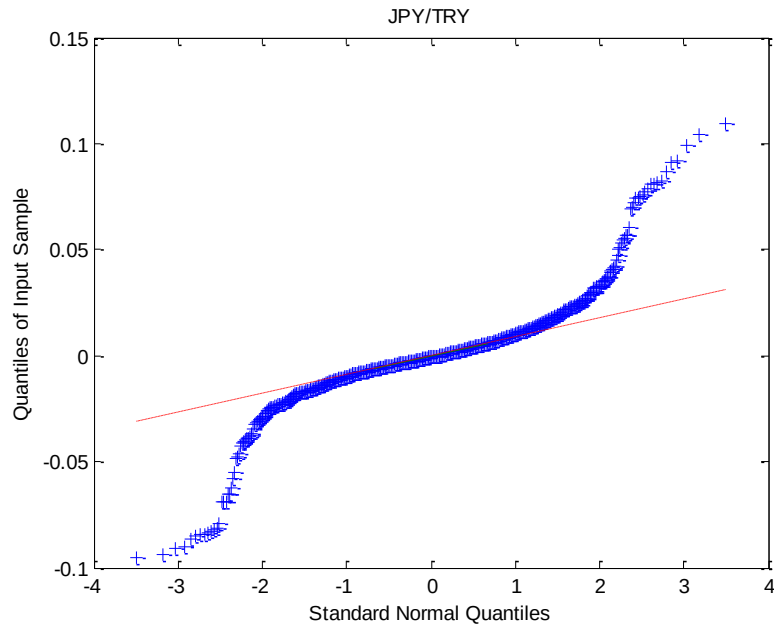
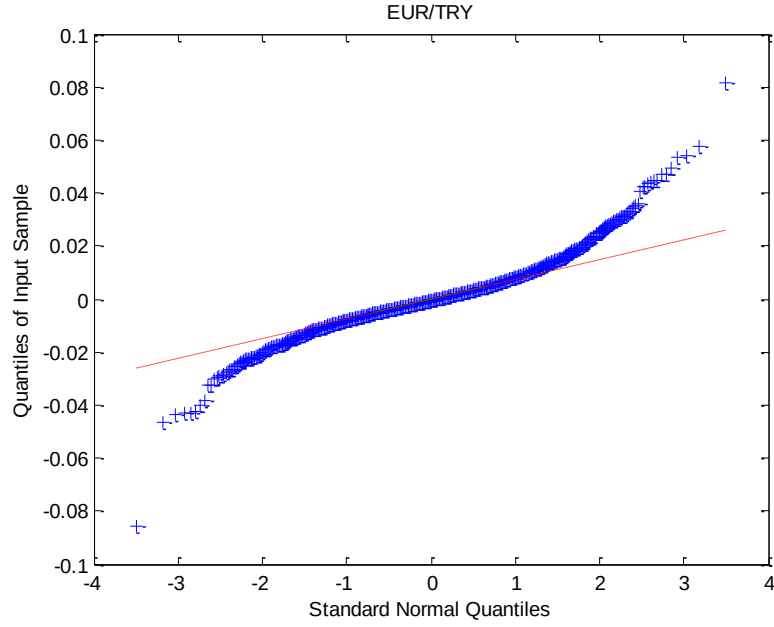
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



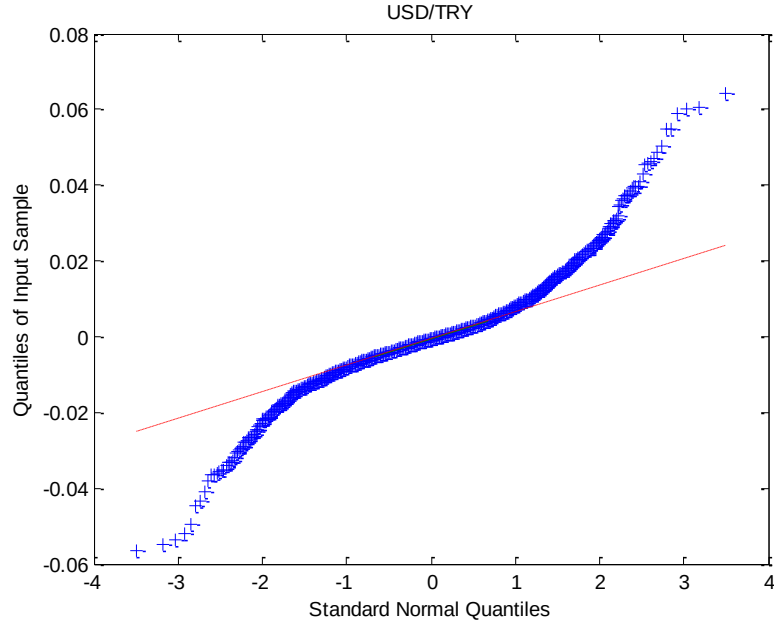
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

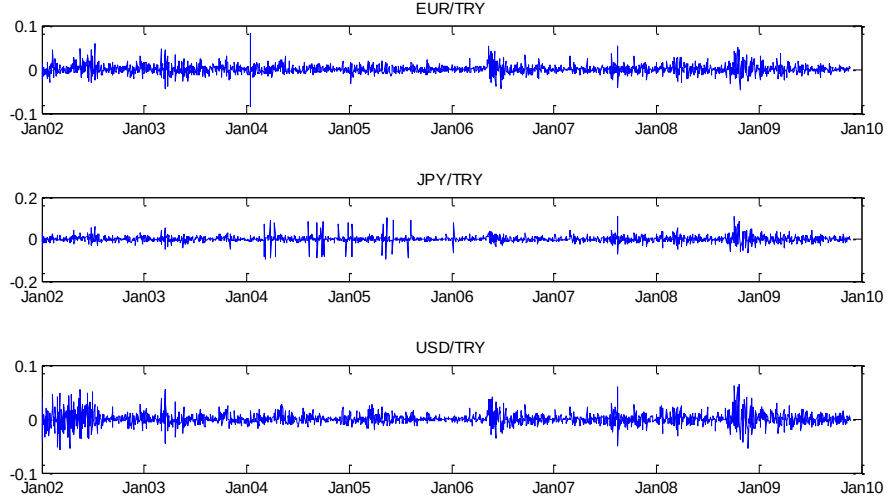


Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

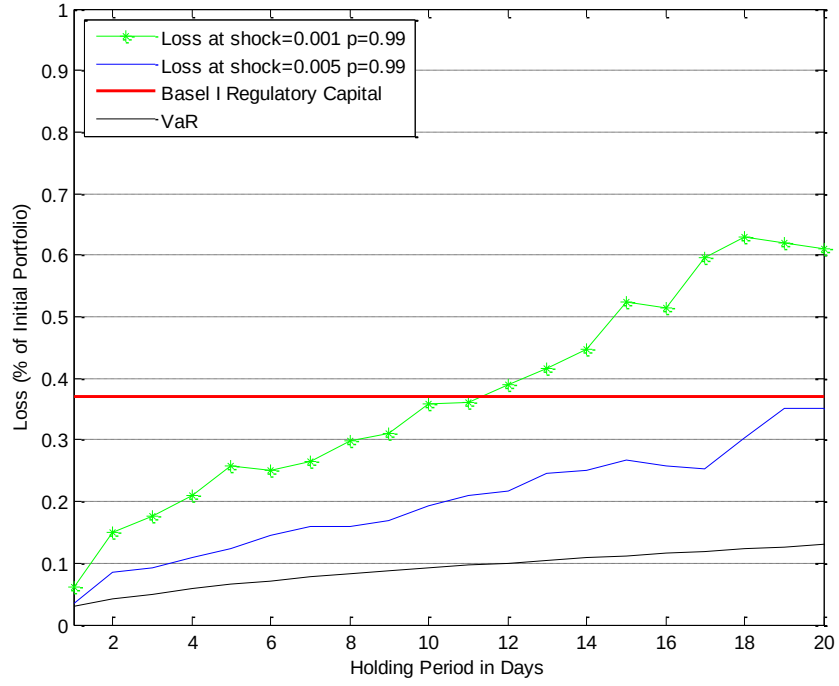
Ek 2: Volatilite Yoğunlaşması



Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

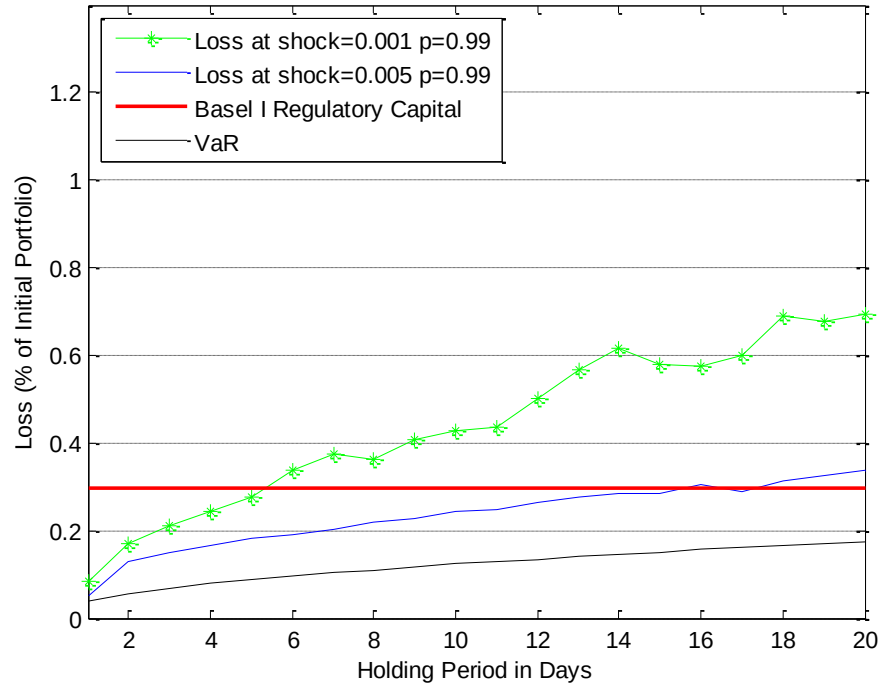
Ek 3:

Haziran 2008



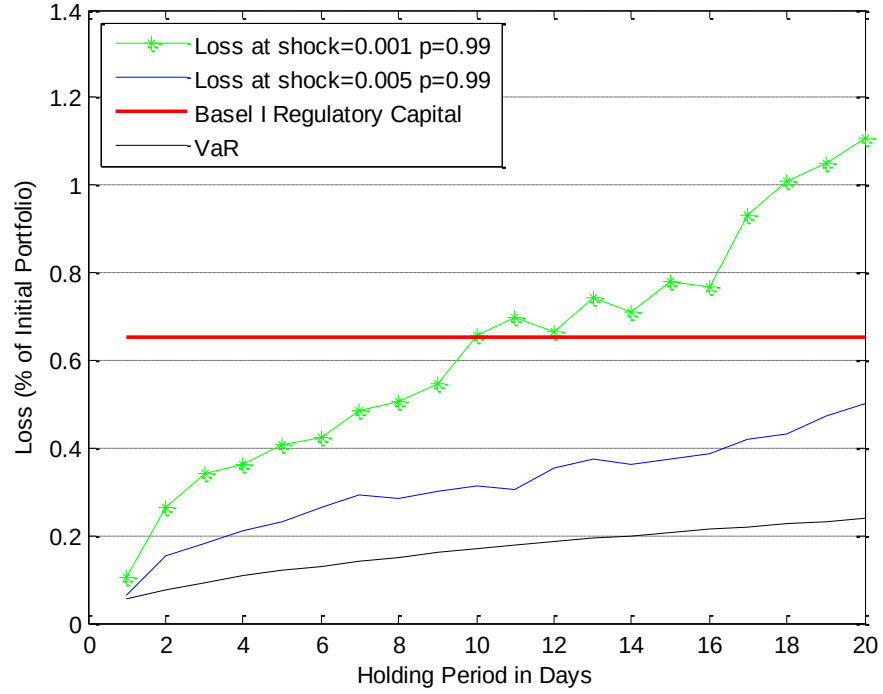
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Eylül 2008



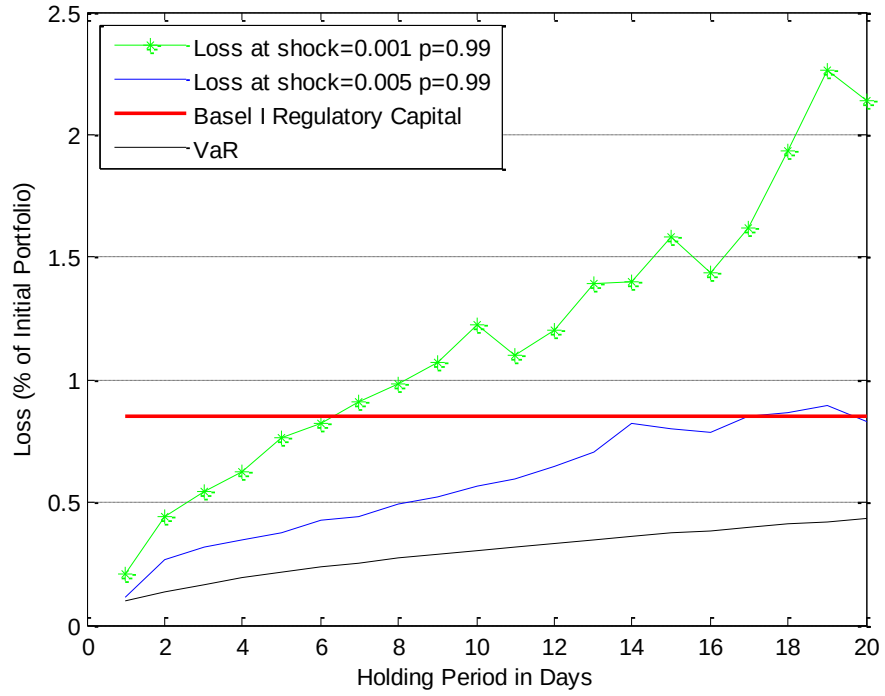
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Aralık 2008



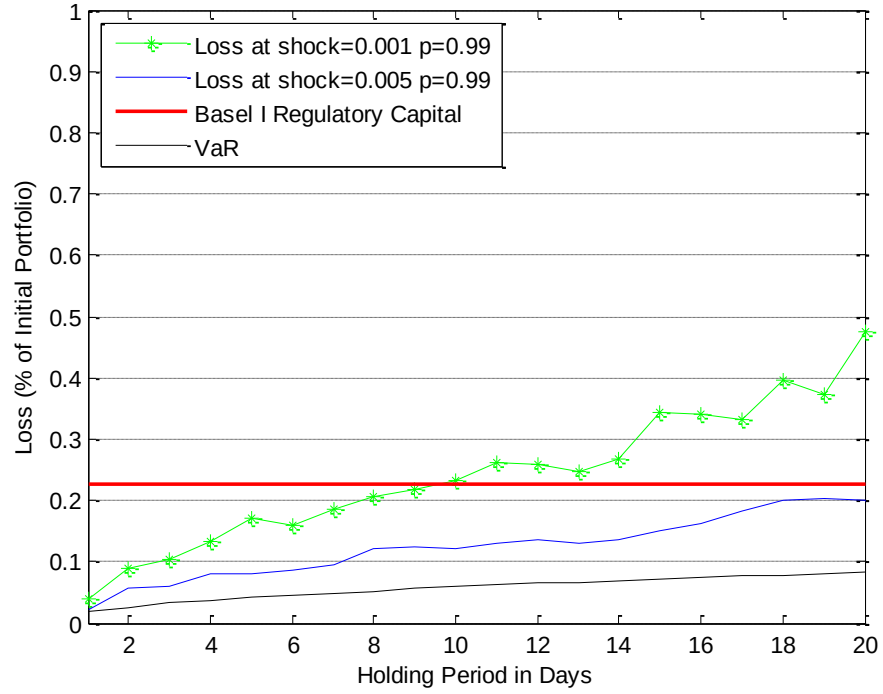
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Mart 2009



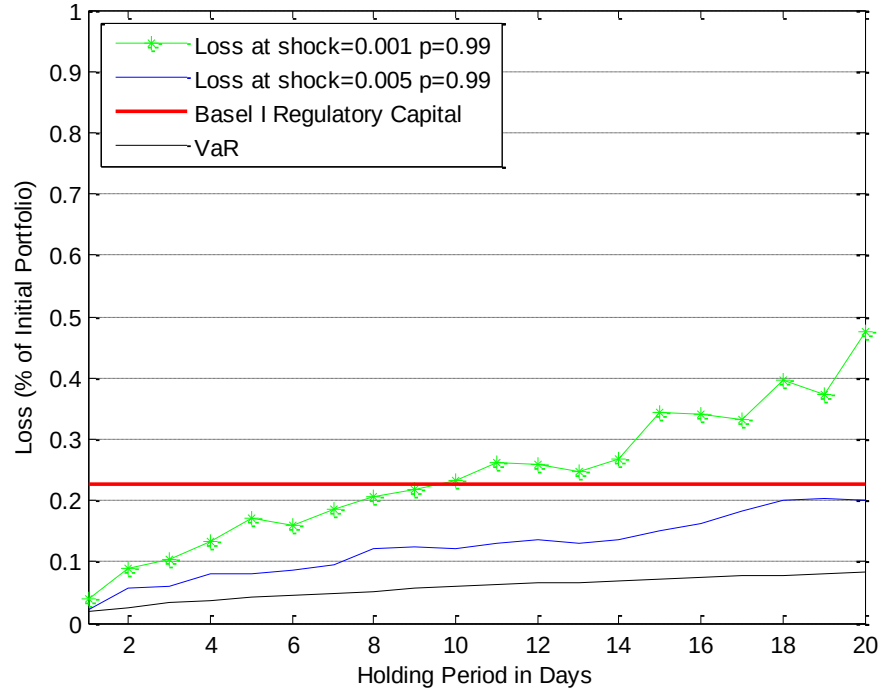
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Haziran 2009



Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Eylül 2009



10.

Yükselen Ekonomilerde Kriz, Kriz Yönetimi ve Pazarlama Stratejileri

F. Zeynep Bilgin
Marmara Üniversitesi

Giriş

Kökeni gelişmiş ülkelerdeki çalkantılara dayansa da reel krizlere dönüşen finansal krizler yükselen pazarlar için de sorunsalları beraberinde getirmekte ve büyümeyi yavaşlatmakta, sektörleri dar boğazlara sokmakta, tüketicilerin tepkilerini ve satın-alım alışkanlıklarını değiştirmekte, dolayısıyla da pazarlama

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

faaliyetlerini sınırlamakta ve stratejilerin yeniden gözden geçirilmesini zorunlu kılmaktadır. Kriz dönemi önlemleri için ise öncelikle yükselen pazarların nasıl yapılandığını incelemek, başarı faktörlerini ele almak ve bu ülkelere bir örnek olarak da Türkiye’deki durumu yönetsel ve pazarlama boyutları ile irdelemek, bu çalışmanın ana hatlarını oluşturmaktadır.

Yükselen Pazarın Yapılanması

a. Yükselen Pazar Özellikleri ve Kriz Etkileşimleri

Yükselen pazarların ortak özellikleri, önemli ekonomik ve siyasi yeniden yapılanmalara gitmiş olmaları, yüksek büyüme oranları ve büyüyen serbest pazar yapıları ile gelişen pazarlama yönelimleri ile uluslararası ticaret anlayışları ve yeni bir orta sınıf tüketici grubuna sahip olmaları (Garten, 1996) olarak özetlenebilir. Bu nedenle de, finansal krizlerin ekonomik krizlere dönüşmesi, bu ülkelerdeki büyüme hızını yavaşlatırken pazarın büyümesini daraltmakta ve “taksitlerle” gelişen tüketim alışkanlıklarının da kısılmasına yol açmaktadır.

Çok uluslu ticaretin geliştiği, dinamik yapıları olan ama aynı zamanda da belirsizlikleri hala içinde barındıran yükselen pazarlarda çok çeşitli rekabetle baş edebilmenin yolunun teknolojik gelişmelere ayak uydurmaktan geçtiğinin bilincindeki üreticiler, bu çabalarında tüketicilerin de hızla tercih değişimleri yaşamasına yol açmaktadır (Morrison, 1996, s.15). Ya da başka bir tanımla şehirleşmenin yüksek hızlı seyri, insanların tüketim biçimlerini de hızlı biçimde etkilemektedir. Kriz döneminde tüketici harcamalarını kısmayı tercih etse de, sunuda pazarda görmeye “alıştığı değişimi”, “çeşitlenmeyi” ve “yeniliği” bulamadığında firmaların gücüne güvenini, dolayısı ile de ürün ve firma sadakatini yitirebilmektedir.

Türkiye, yükselen pazar ekonomileri arasında en büyük on ülke arasında sayılmaktadır. Bu on ülkeyi diğerlerinden ayıran temel özellikler, yüksek nüfusları, fiziksel büyüklükleri, bulundukları fiziksel çevrede politik bir güç olmaları ve bu çevreye ekonomik büyümeleri ile de domino etkisi yaratmalarındır (Cateora ve Graham, 1999; Garten, 1996; Morrison, 1996). Bu ülkeler ayrıca farklı diğer ekonomiler için de gerek tüketim ve sanayi ürünleri için, gerekse altyapı ve sanayi alanında teknoloji yatırımları için önemli birer pazar niteliği taşımaktadırlar (Morrison, 1996; Garten, 1996). Bu nedenle de finansal krizlerin

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

başka bölgelerde olmasından çok yönlü etkilenmeleri kaçınılmazdır: gelişmiş pazarlarda süren krizler bu ülkelere akan yatırımları yavaşlatma ve durma noktalarına getirebilmekte, yükselen pazarın içine düştüğü kriz de ters etki ile dış ülke yatırımcısını çekimser olmaya itmektedir. Bu da yenilikler ve teknolojik gelişmelerin bir süre için de olsun yavaşlamasına neden olduğundan, pazardaki canlılığın azalmasına yol açabilmektedir.

Uzun dönem stratejileri ve perspektifleri olan organizasyonlar, bir ülkeye o ülkenin müşteri ihtiyaçlarına, müşteri değerlerine ve ülke özelliklerine ve yerel girişimlere karşılık verebilecek yatırımları amaçladıklarında ve seçtikleri ülkeye “ilk giren olma avantajı”nı yakaladıklarında, çok başarılı olabilmektedirler (Egan ve Shipley, 1996; Arnold ve Quelch, 1998). Bir ülkeye erken dönemde girmenin çeşitli avantajları vardır (Bilgin, 2001a; Bilgin 2001b): Yeni pazarın özelliklerini iyi tanıyarak zaman içinde pazarın beklentilerini anlayarak bu beklentilere uygun pazarlama stratejilerini geliştirmek. Bunun sonucu iyi bir satış hacmi garantilemek, rekabet bir tehdit olmadan sadık bir müşteri kitlesini yakalayabilmek ve pazarda kurum ve ürün imajlarını yerleştirerek lider olabilmek. Kriz dönemleri ise tüm bu beklentilere ket vurmaktadır.

Yükselen pazarlardaki pazar yapısına bakıldığında, gelişmiş bir iletişim sistemi, Internet ağı, seyahat olanaklarının artması ile özellikle orta ve üstü sınıf tüketicilerin dünyadaki tüm yenilikler ve teknolojik gelişmelere bağlı yeni ürünler konusunda haberdar olduğu ve bu ürünleri talep ettiği görülmektedir. Yani bir pazarda teknolojik olarak geçerliliğini yitirmiş ürünlerin yükselen pazarlarda tutunabilmesi artık söz konusu değildir (Arnold ve Quelch, 1998; Levitt, 1995). Bu nedenle, kriz dönemlerinde tüketici harcamalarını kısma da yine yeni teknolojilerin ürünlerine ilgi duymayı sürdürecektir.

Yükselen pazarlarda daha çok her ülkedeki özgün kullanım alışkanlıkları ve geçerli pazar faktörlerine bağlı biçimlenen bir ürünün özelliklerine atfedilen değer, organizasyonları da “yerel” düşünmeye itmektedir. Burada başarı bir yerde geçerli pazar yapısını, pazarlama çabalarını ve değişime uğrayan müşteri davranışlarını iyi gözden geçirmeye bağlıdır (Bilgin, 2001a).

Kriz dönemlerinde enflasyonist etmenler de fiyatların yükselmesine karşı tüketicilerin çeşitli önlemler almasına yol açar. En sık rastlanan önlemler, fiyat bilincinin daha fazla gelişmesi ve alışverişte tercihlerin daha bilişsel olarak

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

yapılmasıdır. Tüketici başkalarının da fikirlerine dayanarak ortak kararlar verir, daha az risk alır, alışverişte karşılaştırmalar yapar, daha az satın alır, ihtiyaç duyduğu bazı ürünleri yakın çevresinden, arkadaşlarından temin eder ve daha seçici davranır. Çünkü harcanabilir geliri daralmıştır ve daha çok ödenebilir alternatiflere bakmayı yeğler (Shama, 1992; Ennew vd., 1993; Money ve Colton, 2000).

Büyük yükselen pazarlarda orta sınıf kaliteli ürün peşindedir ve ithal ürünlere de yüksek düzeyde ilgi duyar (Nakata ve Sivakumar, 1997), yine de küresel markalar kadar yerel markalar için de tercihlerini ortaya koymaktadır (Arnold ve Quelch, 1998). Özellikle kriz dönemlerinde fiyatın ürünün tüketicide yarattığı değer ile karşılaştırılması sonunda yerel ürüne kayma, en sık rastlanan durumlardandır (Bilgin vd., 2004).

Kriz dönemlerinde farklı yükselen pazarlardan (Asya ülkelerinde ve Latin Amerika pazarına bir örnek olarak Arjantin’de) tüketicilerin satın alım davranışlarında benzer değişimler gözlenmiştir. Asya’da ürünlerin daha fazla karşılaştırılması, pahalı ürünlerin satın alımının ertelenmesi, ürünün dayanıklılığına ve işlevselliğine daha fazla önem verilmesi, yerel ve daha az bilinir markalara kayma, ürün yaşam eğrisi ve maliyet perspektifi geliştirme, daha fazla bilgi içeren tanıtımları önemseme, indirimli mağazaları tercih etme öne çıkmıştır (Ang vd., 2000). Arjantin’de de 2001 krizinde gözlemlenenler: tüketimde kesin düşüşler, bazı ürünlerin satın alımının tümden kesilmesi, veya satın-alım miktarlarının azaltılarak tüketimin kısılmasının üst gelir grubundan daha fazla orta gelir grubunda gözlemlenmesi (Zurawicki ve Braidot, 2005) olarak özetlenebilir. Tüketimi kısıma ürünün fiyatının artışı karşısında olabildiği gibi, önemli gereksinimler dışında kalan ürünler için fiyat değişikliği söz konusu olmadan tüketici tarafından bütçesi için bir tedbir olarak da yapılabilmektedir, yani krizin etkisinin doğrudan ya da dolaylı hissedildiği her iki durumda da tüketici satın-alım davranışlarını değiştirebilmektedir (Gegez, 2009).

GfK TEMAX’ın Türkiye Tüketici Teknolojisi Ürünleri Satış Trendi çalışması (2008), son iki yılda üçer aylık dönemlerdeki satış eğrisini ortaya koymaktadır: 2007 yılı ilk çeyreğinde 4,07 milyar TL’lik pazar satış hacmi aynı yılın son çeyreğinde 4,36 milyar TL’ya çıkmışken, 2008 yılı birinci çeyreğinde düşüşe girerek 3,8 milyar TL, 2009 yılı birinci çeyreğinde de daha fazla düşüşle 3,03 milyar TL yansıtmıştır. Tüm bu düşüş sonrası hükümetin aldığı ÖTV ve KDV

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

indirimi tedbirleri ile düşen fiyatlar, talebin canlanmasını sağlayabilmiştir. Çakıroğlu'na göre (Aydın, 2009) bu indirimler nihai tüketicilere yapılan satışları %40'lara varan oranlarda olumlu etkilemiştir.

Türkiye'de 2008 yılında krize yönelik yapılan araştırmaların sonuçları, tüketicilerin gıda, alışveriş miktarı, eğlence hayatı, giyim alışverişi, kredi kartı kullanımı, ulaşım, teknoloji ürünleri, dayanıklı tüketim ürünleri ve sağlık hizmetlerinde harcamaları kısıtlarını göstermektedir (Trendview, 2008; Synovate, n 2008): Gıdada daha az et ve pirinç, daha çok makarna ve baklagil tüketilmekte, alışveriş miktarı ihtiyaç ve eldeki nakit kadar ile sınırlanmaktadır. Eğlence hayatında dışarıda yemek yerine ev toplantıları tercih edilmeye başlamıştır. Giyim alışverişi kısılmaktadır. Kredi kartı kullanımı, gelir düşünülerek yapılmaya çalışılmaktadır. Ulaşım da taksi kullanımı azalmakta, teknoloji ürünlerinde yabancı para birimlerine endeksli alışverişler sınırlanmaktadır. Hızlı tüketim ürünlerinde ambalaj maliyetinden tasarruf için büyük paketler, daha uzun süre kullanım, ve uygun fiyatlı markalar tercih edilmektedir. Dayanıklı tüketimde beyaz eşya yenileme talebi ertelenmiştir ve gereken satın alımlarda daha ekonomik markalar öne çıkmaktadır. Küçük ev aletlerinde mağazaların uyguladığı promosyonlar ucuz markalara yönelimi hızlandırmada önem kazanmış durumdadır. Otomotiv sektörü ürünlerinde ÖTV ve KDV indirimleri öncesi 2. el piyasasında canlanma görülmüştür. Sağlıkta da zorunlu durumlar dışında harcamalara gidilmemektedir. Ayrıca kişisel bakım ürünlerine yapılan harcamalar azalmış, kuaför ve benzeri hizmetlerden yararlanmada da tüketici sınırlamalara gitmiştir. Örneğin gıdada Tat marka yerine açık salça, Pastavilla makarna yerine market markaları, kişisel bakımda Blendax ya da Elseve yerine Elidor ya da İpek şampuan, L'oreal bakım seti yerine Koleston ya da Palette, giyimde Levi's yerine Collezione, ayakkabıda Tanca yerine sıradan mağazalar, beyaz eşya ve küçük ev aletlerinde Arçelik ya da Bosch yerine Regal, Tefal ya da Arzum yerine Sinbo ya da King gibi daha ekonomik markalar tercih edilmektedir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Tüketici beklentileri de Trendview 2008'e göre şöyle sıralanabilir:

- Çok fazla fiyat değişikliği yapılmaması
- İndirim/ promosyon oluşturmaları ve bu konuda dürüst iletişim gerçekleştirilmesi
- Gerçek fiyatların yansıtılması – kar marjlarının düşürülerek satış yapılması
- Giyim mağazalarının kar marjlarını düşürüp her zaman indirim dönemlerindeki fiyatlara satış yapması

Başka bir araştırma da 2001 krizine yöneliktir (Retailing Institute, 2002): 2001 yılında yaşanan krizin makro ekonomik nedenleri ne olursa olsun, sonuç “satın alma gücü” veya “talep/tüketim” krizidir. Tüketim ürünlerine yönelik piyasalarda tüketici büyük oranlarla alımlarını geri çekmiştir. Günlük tüketim ürünlerinde tüketim dörtte bir oranında azalırken, bazı dayanıklı malların alımlarındaki düşüş %50 civarındır. Resmi kaynaklara göre 1,5 milyon telefon ve 15 bin kablolu TV aboneliği iptal edilmiştir. “Tüketimden çekilme” toplumun bütün kesimlerinde etkili olmuştur. Kriz modern tüketimin en önemli kaynağı olan üst ve üst-orta gelir gruplarını da doğrudan etkilemektedir. Sonuç olarak geliri azalan tüketici geleceğe güvenmemekte ve yine de hala harcama yapma istekliliğinde olsa da gelirini nasıl artıracakını bilememektedir (Retailing Institute, 2002)

Bodur/Koç araştırmasına göre Türkiye'deki orta üstü sınıf tüketici daha bol harcamaya eğilimli ve daha eğitilmiş olup düşük gelir grubundaki az eğitilmiş tüketiciden farklıdır. Orta üstü sınıf mağaza içinde daha fazla bilgilendirilmek istemekte, fiyat bilinci daha düşük davranmakta ve alışverişte yeniliğe odaklı tercihler ortaya koymaktadır. Hizmet alırken daha sabırsızdır. Bu da, kriz döneminde harcamalarını kesme eğiliminin bu grup için daha düşük olabileceğini ve ayrıca ürünlerde yeniliği ön planda tutmak isteyeceklerini göstermektedir.

b. Yükselen Pazarlar için Başarı Faktörleri ve Kriz Stratejileri içindeki Yeri

Yükselen pazarlar yapıları gereği gelişmiş pazarlardan farklı arz ve talep yapılarına sahiptir. Bu farklılıklar, gelişmiş küresel pazarlardaki belli başlı standart stratejilerden farklı faktörlerin başarı için önemli olduğunu hissettirmektedir. Başarı faktörleri 4 grup altında irdelenebilir (Bilgin vd., 2004): Kurumsal boyut, Pazar boyutu, İnsan boyutu ve İşlemler boyutu. Her bir boyutta

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

başarı için göz önüne alınması gereken faktörler Tablo 1’de yer almaktadır. Bu faktörler bir bütün olarak her ne kadar daha çok yükselen pazarların çokuluslu yatırımcılarının sınırlar ötesi başarı kriterlerini yansıtsa da, birçoğu bu pazarlarda krizle gelen değişimlere yönelik geliştirilmesi gereken stratejileri belirlemede de önemlidir.

Başarı, bir yerde rekabet avantajının elde edilmesi ile iç içedir. Uluslararası ortamlarda bir endüstrinin rekabet avantajı sağlaması, Porter (1998) tarafından beş madde altından toplanmıştır: yeni teknolojiler ya da yöntemlerle geliştirme, yenilik ve değişim ile farklılığı yakalayabilme; kurumun ürün geliştirmeden tedarik zincirine ve müşteriye uzanan değerler sistemi; sürekli ve sürdürülebilir, kesintisiz geliştirme; kaynakların sürekli gözden geçirilerek çeşitlendirilmesi ve geliştirilmesi; ve küresel bir düşünce temelli stratejik yaklaşım. Porter tarafından belirtilen maddeler, yükselen pazarlardan dışa açılmış firmaların da kurumsal boyuttaki başarı faktörleri olarak karşımıza çıkmaktadır (bkz. Bilgin vd., 2004).

Tablo 1: Yükselen Pazarlarda Başarı Faktörleri

Kurumsal Boyut	Pazar Boyutu	İnsan Boyutu	İşlemler Boyutu
Kurumsal değerler	Pazar seçim süreci	Beceri donanımı	Tedarikçi-dağıtıcı ağları
Kalite odaklılık	Pazara girişte esneklik	İletişim ve ilişki odaklılık	Pazarlamanın müşteriye göre biçimlendirilmesi
Yenilikçilik	Çok-segment odaklılık	Yönetimin yerelleştirilmesi	Markalaşma
Müşteri odaklılık Kurum dışı kaynaklara kolay ulaşma	Makro-belirsizlik yönetimi		

Kaynak: Bilgin, F.Zeynep, Ven Sriram & Gerhard A.Wührer (2004), Drivers of Global Business Success: Lessons from Emerging Markets, Houndmills, England: Palgrave Macmillan Publishers.

Bir önceki bölüm altında yansıtılan tüm bu tüketici davranış değişimleri de göz önüne alındığında, yükselen pazarlardan başarı örneklerinin kriz dönemi stratejileri olarak da uygulanabilirliğini öne çıkarmak, çalkantılı dönemleri başarı ile aşmada yarar sağlayacaktır.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Kriz ortamında düşük gelir grubu kaliteden ödün vermek istemeyecektir. Bilgi alma istekliliği de artabilir. Bu durumda kurumun “kalite odaklı” ve “müşteri odaklı” düşünmesi gerekir. Gelir grubunun daha yüksek olması durumunda “yenilikçilik” faktörü bu tüketici grubunun ürünlerle ilgilenmesini sağlayacaktır. Bu da pazar boyutunda salt bir segment ile değil birden fazla grupla ilgilenerek (“çok-segment odaklılık”) farklı nedenlerle satın alım tercihlerini ortaya koyan gruplara hizmet etmenin, bir grubun talebinin düşmesi durumunda diğerinin ürünlere daha fazla talep yansıtması ile satış hacmindeki düşme riskinin de kontrol altına alınabileceğini gösterir. “Yenilikçilik”, krize rağmen teknolojik gelişmelerden kendini soyutlamadan hareket edebilmek, kendini sürekli geliştirmek, stratejileri yeni açılımlarla biçimlendirmek olarak da algılandığında krize karşı başarılı girişimler yapılabilir. Kurumsal anlamda yenilikçilik, teknolojik yeni yapılanmalarla yeni ürünlere odaklanma ile rekabet avantajı yaratmayı da beraberinde getirir.

Tüm bunlar gerçekleştirilirken firma aynı ya da benzer alanda faaliyet gösteren çeşitli firmaların uzun dönem stratejilerini, hedeflerini izleyebilir. Bu izleme “kurum dışı kaynaklara daha hızlı ulaşarak” verimliliği artırmaya yönelik ise, ülke içinde ya da dışında şirket birleşmeleri, satın almalar ile sonuçlanabilir. Farklı yöntemlerin değerlendirilmesi, “pazara girişte esnekli” sunarak rekabet avantajı yaratarak sektör içinde pazarda daha fazla pay kapmayı kolaylaştırabileceği gibi, güçlerin birleştirilmesi ile kriz dönemi sıkıntılarının da daha hızlı aşılmasını sağlayacaktır.

Bir organizasyonun belirsizlik ortamlarını önceden hissedebilmesi, önlemler alabilmesi, krizle baş edebilmesinde önemli avantajlar sağlar. Gelgitlere, çalkantılara, hızlı değişimlerin yaşandığı ortamlara alışık kurumlar, ekonomik ve politik yapıdaki sarsıcı farklılaşmalara da daha hızlı uyum sağlayabilir ve kriz dönemlerini daha öngörülü ve deneyimleri ile daha sağlıklı stratejilerle atlatabilirler. Bu nedenle başarı, bir yerde “makro-belirsizlik yönetimi” ile yakından ilgilidir. Çalkantılı ortamları daha fazla yaşamış, daha uzun süredir bu tür ortamlarla baş etmekte olan kurumlar, önlemlerle iç içe stratejiler geliştirmede pazarda yeni kurumlardan daha hızlı ve başarılı olacaktır. Kurumun ürün geliştirme aşamalarından ürün satış sonrasına ulaşan stratejiler sürecinde, bu işleri yürüttüğü gruplarla – tasarımcıdan araştırma firmasına, tedarikçiden dağıtıcıya ya da nihai müşteriye – bir arada hareket ederek “kurumsal değerleri” ortamın

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

gereklerine göre gözden geçirerek geliştirmesi ve yenilemesi, rekabet avantajı ile birlikte krize karşı yeni yapılanmalarda kolaylık sağlar.

Yükselen pazarların bir ortak özelliği de, insan ilişkilerinin kurumsal stratejilerin geliştirilmesinde önemle öne çıkmasıdır. Gerek müşterilerle ilişkilerde, gerek kurum içi ve dışı iletişimlerde, tedarik zinciri ile iletişimlerde “ilişki odaklı” düşünmek, bir organizasyonun çevresini daha iyi tanıması ve algılamasını, dolayısı ile de beklentilere daha doğru yanıt verebilecek stratejilere odaklanmasını sağlayacaktır. İlişki odaklı düşünmek aynı zamanda değer zincirinde yer alan tüm birimleri önemsemek ve halkla ilişkiler etkinliklerine ağırlık vererek kriz ortamındaki durumu açıklıkla ifade etmek olarak değerlendirilebilir. Yükselen pazarlarda iletişimleri sağlamlaştırıcı bir faktör de, doğru insana yatırım yapmakla yakından ilgilidir. Kurum çalışanlarının sürekli eğitimlere gönderilmeleri önemli bir yatırımdır. Bunun yanı sıra iyi “donanımlı” olarak işe alınmaları da, uyum hızlarını artırdığı gibi öncelikle eğitimlerin ek mali külfetlerinin kısılmaya gidildiği kriz dönemlerinde strateji belirlemede ve doğru kararları vermede en büyük desteklerden biri olacaktır.

Başka bir önemli boyut olan işlemlerin (operasyon) yürütülmesinde yapılması gerekenlere bakılacak olursa, yükselen pazarlarda çalışan bir kurumun en önemli rekabet avantajlarından birinin “pazarlamayı müşteriye göre biçimlendirmek” diğerinin de “markalaşma” ile ilgili yatırımları sürdürmek olduğu görülebilir. Kriz dönemlerinde öncelikle odaklı olmak, müşterinin istekleri iyi tanımak, doğru ürünlerle pazarda yer alarak kaynakların doğru kullanımını da beraberinde getirecektir. Öte yandan “yenilikçilik” beklentileri olan yüksek ekonomik grubun da “marka” güvenilirliği üzerine odaklanarak seçimlerini yapacaklarını tahmin etmek güç değildir. Bu bağlamda da önemli markalaşma stratejilerinin kriz dönemlerinde de kurumsal ve ürüne bağlı olarak geliştirilmesi, bu çabalarda daha ekonomik yeni markalar yaratılması ve imaj çalışmalarına ağırlık verilmesi, başarı için bir ön koşul olarak değerlendirilmelidir. Ayrı bir nokta da, iletişimin salt müşteri beklentileri ve talepleri doğrultusunda değil, bir değer zinciri oluşturmaya yönelik olarak “tedarikçiler ve dağıtıcılar” arasındaki bağlantılarda da korunması ve geliştirilmesidir. Karşılıklı beklentilerin saptandığı durumda da sorunları ortaya çıkmadan ertelemek ve kaynakların doğru kullanılmasını sağlamak, başarının ve kriz dönemlerinde de sürdürülebilirliği garantilemenin yollarıdır.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Firmalar üretimlerinde daha gelişmiş teknolojilere, üst segmentteki pazarları için daha yüksek katma değer yaratmaya yöneldiklerinde, kalite faktörünü ön planda tutacaklar ve müşteri bağlılığını daha hızlı garantileyebilmekle krizde pazar kaybına uğrama oranını da düşürebileceklerdir. Alt segmentte de yeni markalar ve esnek ödeme koşulları etkili olabilecektir.

Tüm bu uygulamalar, stratejilerin becerilerin ve birikimlerin en iyi olduğu alanlar üzerine yoğunlaştırılması ile başarılı olabilir. Ama kriz ortamını yönetmek için başka kriterlerin de planlı olarak ele alınması gerekir.

Kriz Yönetiminin Yapılanması

a. Krize Yönelik Temel Yönetimsel Stratejiler

Geçen dönemler kriz araştırmalarının sonuçları da günümüz krizi ile baş etmede önemli ipuçları vermektedir. Bain & Company stratejileri araştırma sonuçlarına göre (Rigby 1999), ekonomik çalkantıların olduğu dönemlerde kazanmanın yolu, dört aşamalıdır:

1. Temel iş alanının güçlendirilmesi
2. Kriz çarpmadan stratejik planların geliştirilmesi
3. Kararlarda çok fazla düzeltmelerle zaman yitirmemek ve hızlı davranmak
4. Deneyimlerden yola çıkarak stratejileri biçimlendirmek

“Temel iş alanlarının güçlendirilmesi” görüşünde, önce maliyetlerin düşürülmesi programlarının devreye sokulması yer almaktadır. Çok karlı gözükmeyen yatırımları askıya almak, çalışmalarını kurumun en güçlü olduğu alanlara odaklamak kriz dönemlerini atlama da önem taşımaktadır. Aynı müşteri gruplarına aynı ürünlerle hizmet sunan firmaların birleşmesi ile amaçlanan, temel iş alanlarındaki konumunu güçlendirerek pazardaki yerini sağlamlaştırmaktır.

“Kriz çarpmadan stratejik planların geliştirilmesi” ise bir kuruluşun öngörü sahibi olması ile başarılabilir: böyle bir dönemde belirgin bir stratejik plan, her zamankinden daha fazla önem taşır. Stratejik planı taktikler izlese de, bir alternatif plana ve bir de kaçış plana ihtiyaç vardır. Öngörülü olmak, çalkantıların baskıları altına girmeden planlar hazırlamak ve kararlar vermek yarar sağlar. Çalkantılarda etkili bir plan da dört kritik soruyu yanıtlamayı gerektirir:

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

a. *Hedeflerimiz, önceliklerimiz ve önemsedığımız değerler nelerdir?* Yani, “ciroyu büyütmek maliyetleri aşağı çekmekten daha mı önemli?”, “pazar payları kar marjından daha mı değerli?”, “elemanların ve müşterilerin sadakati dönemsel gelir hedeflerinden daha mı öncelikli?” gibi sorular. Burada da becerilerin yüksek olduğu iş alanları ve verilecek kararların yükleyeceği maliyetler detayları ile göz önüne alınmalıdır.

b. *Vereceğimiz en önemli kararlar nelerdir?* Stratejik kararların parasal ve zamansal büyük yatırımlar gerektirir ve bu tür kararlar bir kez alındı mı geri dönüşler çok zordur. Yani “rakibimiz firmayı satın alalım mı?” ya da “yeni bir teknoloji platformu geliştirelim mi?” ya da “dağıtım kanallarını değiştirelim mi?” türünden bir sorunun yanıtı evet ise geri dönüşler çok maliyetli olacaktır ve bu tür anlık kararlar genelde politik ve duygusal olabilmektedir. Araştırmalara göre de kriz dönemlerinde yöneticiler düşüncelerini yeni ve daha iyi fikirlere kapatma ve olan sistemi sürdürme eğilimindedirler. Hâlbuki bu dönemlerde kurumun pazardaki sunusunu da çok yönlü elden geçirmesi, müşteri beklentilerini hala karşılayıp karşılamadığını iyi araştırması ve buna göre de sunuda gerekli değişikliklere gitmesi gerekir.

c. *Değişen hangi durumlara uyum sağlamalıyız? ve Hangi durumlar hızla değişim gerektirir?* Krizde ileriye ne kadar görebilirsek, tedbirleri de o denli hızlı alarak krizin etkilerinden sıyrılma şansımız vardır. Bu yaşamın her boyutu için de geçerlidir. Başarılı yöneticilerin bu nedenle ileriye daha dikkatli bakarak, çalkantılı dönemlerin beraberinde getirebileceği fırsatları ve tehlikeleri iyi anlamaya ve kurum için olumlu biçimde değerlendirmeye çalıştıkları görülmektedir. Değişen şartları önceden hissedebilmek ve değerlendirebilmek, sinyalleri erken okuyabilmek, değişimin getireceği yükü hafifletmeyi sağlayacaktır. Çalkantılı ortamlarda bizi zorlayacak önceden verilmiş kararlar ve geliştirilmiş stratejilerde farklılık ve değişiklik yaratmak imkânsız olmadığı gibi, esneklik yaratılmadığı durumda yaşanacak kayıpları önlemek için gereklidir. Bir kurumun her zaman etkisinin güçlü olacağını hissettiği değişimlere karşı B planları olmalıdır.

ABD’de 1991 krizinin galibi Chrysler, yeniden yapılanmaya gitmiş, tedarik zinciri ile bağlarını güçlendirmiş, böylece bazı girdilerde maliyetleri aşağı çekebilmiş, yeni ürün geliştirmeye ve teknolojik yeniliklere yatırımlara gitmişti.

Tabii ki finansal kaynak yapısı güçlü olan büyük kuruluşların kriz dönemlerinde hızla yeni stratejileri uygulamaya koyması ve krizin etkilerinin olumsuz etkilerini

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

bertaraf ederek başarıyı yakalaması daha hızlı olmaktadır. Çünkü bu pazar liderlerinin gelirleri kendilerini izleyenlerinkinden daha yüksek ve aynı zamanda daha stabildir.

“Kararlarda çok fazla düzeltmelerle zaman yitirmemek ve hızlı davranmak” yine Bain & Company’nin araştırmasında (Rigby, 1999) üçüncü aşama olarak yer almıştır. Çünkü kriz ortamı kaypak ve çalkantılı bir ortam olduğu için ve durumsallıkları sürekli değiştiği için beklemeye tahammülü yoktur, kararların hızlı ama doğru verilmesi gerekir. Kriz ortamlarında etkiler ekonomik verilere hızla yansımaz: enflasyon hala düşük durur ama ücretler fırlamıştır; ya da işsizlik oranı hala düşük durur ama işten çıkarmalar artmıştır. Yöneticinin bu aşamada yapması gereken, bu verileri ekonomik verilere yansımış gibi düşünerek hareket etmektir. Bu arada geçmiş dönemlerde yaşanmış krizlerin ortalama süreçlerine de bakılarak, bu krizin de ortalama bir yıllık bir süreci kapsayacağı varsayılarak hızlı stratejiler gündeme gelebilir. Hızlı stratejide amaç tümünden değişim değil, küçük ama sık olarak stratejik planların gözden geçirilmesi ve küçük değişiklikler ile revize edilmesidir.

“Deneyimlerden yola çıkarak stratejileri biçimlendirmek” ise daha çok büyük firmaların başarılarını pekiştiricidir çünkü sektörde geçirdikleri yıllarla yarattıkları birikim, onlara ışık tutar. Yine de büyüklüğü eleman sayısı, fabrika alanı ya da ürün yelpazesindeki ürün sayısı ile sınırlı görmemek gerekir. Burada bakılması gereken, firmanın kaç yıldır bu sektörde hizmet verdiğidir. Kriz dönemlerinde orta ve küçük ölçekli, uzun süredir sektörde deneyimli ve girişimci firmaların, daha genç ama hantal yapıda büyümüş firmalara doğru stratejilerde örnek olduğu görülür. Bu da orta ve küçük ölçekli firmalardaki hiyerarşik yapının çok katmanlı olmamasından dolayı bilgi akışının daha hızlı gelişebilmesine ve hızlı karar verilebilmesine bağlanabilir.

Kısaca farklı bir tanımla yaklaşacak olunursa, kriz bir kurumda ancak planlama, örgütlenme ve kriz ortamına geçişte ve kriz sürecinde geliştirilen stratejilerle yönetilebilir (Sucu, 2000): Burada sinyalleri iyi okumak, iyi bir takım oluşturmak, kişilerin motivasyonu ve sistemli kaynak kullanımı, sürekli iletişim ve erken uyarı sistemlerinin kullanımı, önemli kriterlerdir. İnsan faktörü ve çıkar guruplarının doğru bilgilendirilmesi öncelikler arasında olmalıdır.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Kriz dönemlerinde farklı sektörlerin farklı kriterlerden ve değişimlerden etkileneceği de bir gerçektir. Bankacılık sektörü gibi bazı sektörler makro-ekonomik faktörlerden finansal ve ekonomik değişimlerden daha fazla etkilenir. Bilgisayar teknolojileri alanında yatırımların geliştiği sektörleri ise ekonomik kriz maliyet artışları ile dolaylı olarak tedarik ettikleri ürünler bazında ya da teknolojik değişim doğrudan etkiler. Her kuruluş, kendi sektöründe öne çıkan makro değişkenleri iyi bilmeli ve krizin bu değişkenlerle ilişkisini kurarak etkileşimlerini öngörmeye gitmelidir.

b. Türkiye’de Kriz Yönetimindeki Çok Çeşitli Uygulamalar

Haşit’in (2000) Türkiye’deki büyük sanayi işletmeleri ile yaptığı araştırma sonuçları da, kriz yönetimini yukarıda belirtilen uygulamalarla paralellik içinde tanımlamaktadır. Haşit’e (2000) göre, işletmedeki yöneticilerin krizi algılama kapasitelerinin krizle baş etmeye etkisi yüksektir. Kriz yönetiminde anlık önlemler değil devamlılık anlamlıdır: öngörülere göre geliştirilen planların ara ara gözden geçirilmesi önem taşır. Yine de her krizin kendine özgün bir yapısı ve çıkış noktası olduğu için, bir durumda geçerli stratejiler yeni bir durumda geçersiz kalabilir. Krize önceden oluşturulmuş kriz planları ve uygulayıcı ekibi ile hazırlıklı yakalanan kurumların krizi daha rahat yönettikleri söylenebilir ki deneyimli yöneticiler için kriz her an ortaya çıkabilecek normal bir sorun olarak görülmelidir (Peker ve Aytürk, 2000).

Yani öngörülü yöneticiler daha hızlı tedbirlerle krizin kurum üzerindeki olumsuz etkilerini kontrol altına alacak, geliştirilecek stratejilerin uzun soluklu olması ve sıklıkla gözden geçirilmesi, değişime daha hızlı uyum sağlamayı beraberinde getirecektir. Her krizin kendine has nedenselliklerinin göz önüne alınması da, farklı dönemlerde ortaya çıkan bu zorlayıcı durumlarla yeni stratejiler ve açılımlarla baş etmeyi gerektirmektedir.

Türkiye’de Şubat 2001 krizi ardından KOBİ’lerle yapılan bir araştırma (Murat & Mısırlı, 2005) sonuçları, kriz kavramının temkinli olmayı (%67) çağrıştırdığını; kriz döneminde firmaların satış artırma (%23), yeni pazar olanakları değerlendirme (%23), ve işletme kapasitesini küçültme (%21) yöntemlerini uyguladığı göstermiştir. Krizle ilgili sorun ise, firmaların sadece %37’sinin kriz yönetim çalışması yaparak bir kriz ekibi oluşturduğudur. Kriz anındaki stratejiler içinde en önde elemanları güdüleme çalışmaları (%45) ve krizin tüm aşamalarını kaydederek sürece göre davranma (%37) yer alırken, halkla ilişkiler çalışmalarını

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

artırmayı araştırmaya katılan kurumların sadece %2'si tercih etmiştir. Krizi önlemedeki önemli bulgular ise, %63 ile müşteri ilişkilerine önem verilmesi ve %14 ile rakiplerle karşılaştırma yaparak durum değerlendirmesi ve tedbir alma olarak sıralanabilir. Kriz yönetim planı yapanların nedenleri, krize karşı işletmenin kaynaklarını daha verimli kullanmak (%53), belirsizlikle baş etme şansı elde etmek (%27), ve önceki krizdeki olumsuzlukların tekrarını engellemek (%20) olarak tanımlanmıştır. İşletmelerin %77'sinin kriz yönetimi ekibi bulunmamaktadır (Tablo 2).

Tablo 2: KOBİ'lerde 2001 Krizi Yönetimi

Kriz Çağrıştırdığı	Temkinli olmak %67	Yaklaşan sıkıntılı günler %14	Nakit sıkıntısı %12
Kriz Dönemi Politikaları	Satış artırma %27	Yeni pazar olanaklarını değerlendirmek %23	İşletme kapasitesi küçültme %21
Kriz Yönetim Çalışması	Yapılmıyor % 63 Kriz ekibi yok %77	Eleman Motivasyonu %45	Krizi aşama aşama kayıt %37
Krizi Önleme Yolları	Müşteri ilişkilerine önem verme %63	Rakip stratejilerini izleme %14	
Kriz Yönetim Planı	Kaynakları daha verimli kullanmak %53	Belirsizliklerle baş etme şansı yakalamak %27	Krizle gelen olumsuzlukların tekrarını engellemek %20

Kaynak: Murat, G. & K. Mısırlı (2005), "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Kriz Yönetimi: Çaycuma Örneği", Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 1,1: 1-19.

Yine 2001 krizi sonrasında, Kayseri'de faaliyet gösteren sanayi işletmeleri ile yapılan bir çalışma sonuçlarına göre (Özdevecioğlu, 2002), yönetsel ve örgütsel yapıda yaşanan en önemli sorunlar, personel ve yöneticilerdeki moral bozukluğu, psikolojik sıkıntılar ve departmanlar arası iletişim bozuklukları olarak sıralanmıştır ve bu sorunların hepsi birbirini etkilemektedir. Ayrıca, krizler işletmeleri merkezi bir örgüt yapısına zorlamakta, krizden etkilenme düzeyi arttıkça yetkinin merkezileşme derecesi artmakta, daha önce alt kademe yönetim tarafından alınan kararların üst kademe yöneticiler tarafından alındığı görülmektedir. Her ne kadar bu durum kurumda yönetsel koordinasyon ve kontrol sorunu yaşanmamasını sağlasa da, kararların kalitesinin bir anlamda bu

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

merkeziyetçiliğin beraberinde getirdiği belirsizlik, bilgi ve iletişim eksikliği, departmanlar arası ilişkilerde artan olumsuzluk ve güvensizlik gibi nedenlerle bozulduğu görülmüştür. Belirsizlikler ve güvenilir bilgi eksikliği durumunda kişiler arası çatışma eğilimi ve stres düzeyi arttıkça, örgüt içi iletişim bozulmaktadır. Tüm bunlara, hata yapma korkusu, işini kaybetme kaygısı eklenmektedir.

Başka bir araştırma da Türkiye’deki turizm işletmeleri ile ilgilidir ve 1998-2002 yılları arası dönemi kapsamaktadır. Bu çalışmaya göre (Koroğlu, 2004) görüşülen işletmelerin %92’si kriz ile karşılaştıklarını belirtmişlerdir ve bu saptamayı yapan işletmelerin %96’sının tanımında da ekonomik kriz yer almıştır. Aynı sektördeki farklı bir araştırma da dış kaynaklı finansal sorunları ve terör ve çevresel tahribatı en önemli kriz nedenleri olarak belirtmiş ve daha çok küçük otellerin krizlerden etkilendiğini ortaya koymuştur (Öztürk ve Türkmen, 2005). Krizle baş etmede uygulanan stratejiler ya da kriz dönemi politikaları da, çeşitli krizlere maruz kalan turizm işletmeleri tarafından öncelikli olarak “müşteriye cazip tekliflerle seyahat alternatifleri sunmak” (%84), “işletme kaynaklarında tasarrufa gitmek” (%82), “farklı satış teknikleri ve dağıtım kanalları kullanmak” (%57), “yurtiçi seyahatleri cazip hale getirmek için yeni kampanyalar” (%53), ve “kurumsal büyüklüğün / personel sayısının yeniden gözden geçirilmesi” (%47) olarak sıralanmıştır. Krizi önlemeye dönük çalışmalar, turizm piyasasını etkileyebilecek çevresel koşulların sürekli gözden geçirilmesi (%80), stratejik ortaklıklar oluşturma (%59), yeni yönetim teknikleri kullanımı ile esnek ve yaratıcı kurumsal yapı (%51), ve kriz senaryoları oluşturarak bunlara karşı strateji geliştirme (%41) olarak belirtilmiştir. Tüm bunlara rağmen kuruluşların %67’si elemanlarını kriz konusunda bilgilendirmemektedir ve %71’inde kriz yönetim planı yoktur, varsa da bunu üst yönetim (%88) hazırlamaktadır. Kriz yönetim planı, belirsizliklerle daha iyi mücadele edebilmek (%63), bu kez krize hazırlıklı yakalanmak (%38) ve işletme kaynaklarını daha verimli kullanabilmek (%31) için yapılmaktadır. İşletmelerin % 80’inin kriz yönetim ekibi yoktur.

Özetle, kriz kurumları çok farklı açılardan etkileyebilmekte ve krize yakalanma zamanlarındaki ve krizden etkilenme süreçlerindeki farklılık nedeni ile de kurumların aldıkları stratejik önlemler yine farklılıklar yansıtmaktadır.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Pazarlama Stratejileri ve Önerileri

Kriz, öngörülerle aşılabılır, yeni stratejilerle olumlu bir yöne çevrilebilir olsa da, zamanında tepki geliştirmeyen firmalar için büyük bir sorun haline gelecektir. Bu sorun en ilkel hali ile pazardaki kısılan talebin sonunda üretimin durması ya da üretimi zamanında sınırlamayan firmalarda da stokların yığılması olarak kendini gösterebilir. Dahası, firmanın içine düştüğü olumsuz koşullar “haber” olur, medya ile geniş tüketici kitlelerine ulaşarak kurumun ve ürünlerinin güvenilirliğini tehdit eder duruma gelebilir. Çok çeşitli pazarlama stratejileri kriz dönemlerinde de farklı biçimlerde sorunlu süreçlerin aşılmasında yarar sağlar.

Talebin düşmesi durumunda, Gegez’in (2009) de belirttiği gibi farklı pazarlama stratejileri hem tasarrufu, hem de harcamayı teşvik edebilme özellikleri ile tüketim davranışlarını şekillendirebilir. Çünkü kriz dönemlerinde özellikle orta gelir grubundaki tüketiciler “gönüllü sadelik” ya da “gönüllü sadelikten uzak olma” tutumları ile tüketim alışkanlıklarına yeni biçimler kazandırabilmektedirler ve özellikler “gönüllü sadelik” tercihi durumunda pazarlama stratejilerinin önemli bir rolü olabilmektedir (Shama, 1981). Gönüllü sadelik anlayışını benimseyen tüketici, gereksinimlerle sınırlı ve düşük düzeyde alışveriş yapar, ekolojik sorumluluklarının bilincindedir ve kendine yeterlidir (Shama, 1985).

Durgunluk döneminde talebi hareketlendirecek stratejiler geliştirilirken tüketiciyi de, pazarlama karmasını da yeniden tanımlamak gerekir. Bu yeniden yapılanma sonunda da ürün gamını daraltmak, pazara daha ekonomik ürünler sürmek, miktarsal indirimlere gitmek, fiyatları indirmek, tanıtım faaliyetlerini artırmak ya da ürünleri doğrudan müşteriye ulaştırabilmek için gerekli iletişimleri ve ilişkileri geliştirmek öncelik kazanır (Shama, 1993).

Otomotiv sektörüne baktığımızda (Bilgin ve Karapazar, 1995), tercihlerde ithal otomobil talebinde düşüşler, yerli otomobillerde de tasarımdan çok fiyat ve yakıt tüketimi faktörlerinin öne çıktığı görülmektedir. Aynı araştırmaya göre, krize hazırlıklı giremeyen otomobil üreticileri stoklarındaki yığılmaları daha çok “fiyat stratejileri” ile karşılamaya çalışmışlardır. Bu bağlamda hükümeti 1994 sonuna dek vergilerde %50’ye varan indirimlere gitmeye ikna edebilmişler, otomobillerin satış fiyatlarını ise aşağı çekmemişlerdir. Stok maliyetleri yüksek olan otomobil üreticisinin müşteriye yansıyacak KDV’yi üstlendiği, müşterilerine anlaştığı bankalarla tüketici kredisi sağladığı görülmüştür. Stok maliyetleri

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

yüksek olmayan ve krizi önceden gören bir firma da taksitli satışlara gitmiştir. Krizi öngören otomobil üreticileri ise vardiya kısıntılarına giderek stokların şişmesini engelleyebilmiş, satışları artırabilmek için ise ürün-hizmet sunumuna ilişkin cazip önerilerle tanıtım stratejilerine ağırlık verebilmişlerdir. “Dağıtım stratejileri”, krizden etkilenmemiş olan yeni pazarlara giriş ve servis ağıının geliştirilmesi ya da farklı yükselen pazarlarda ortaklık anlaşmalarına girilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. “Tanıtım stratejilerinde” altı ay için benzin bedava, eski arabayı getir yenisini al, broşürler ile etkinliklerin tanıtılması ve 24 saat hizmet ağı sistemi de uygulanan stratejiler olarak belirtilebilir.

Ocak 2009’da yayınlanan “Beyaz Eşya Sektörü Ekonomik Kriz İlişkisi Araştırması Raporu”na göre müşterileri satın almaya yönlendirecek kampanyalar arasında en önemlileri “fiyatlarda belirli oranlarda indirim yapılması”, daha uzun süre vade farksız taksitlendirme”, “uygun vadede ödeme seçenekleri”, “uygun fiyatlı taksitlendirme”, ve “eskiyi götür yeniyi al” olarak belirtilmiştir. Garanti sürelerinin uzun tutulması ve promosyon hediyeler sunulması ötesinde peşin fiyatına taksitlendirme de önemli olarak irdelenmiştir.

Bu stratejilerin yetersiz olduğu durumlar, müşteri grupları ve ürünler de vardır. İleri teknoloji ürünleri gibi. Bu durumda kriz dönemlerinde yapılması gerekenlerden bazıları, krizden uzak pazarlara açılmak, eldeki ürünleri fiyat indirimine gitmeden, aynı fiyattan ama daha gelişmiş ve donanımlı ürünler olarak sunmak, ürünü pazar beklentilerine uyarlayarak konumlandırmak, bilgi içeriği yoğun reklamlara yönelmek ve marjinal dağıtım kanallarını devre dışı bırakmaktır (Ang, vd., 2000).

Nitekim beyaz eşya sektöründe Arçelik riski yönetmede yukarıda belirtilen stratejilerle uyumlu dört temel strateji uygulamaya koymuştur (Aydın, 2009): 1. pazarı çeşitlendirmek, yani farklı pazarlarda çalışarak riski dağıtmak; 2. esnek fiyatlandırma ki bu yolla karlılığı artırmak, 3. krizi öngörerek üretimi doğru yönlere kanalize etmek ve nakit sorunundan uzak durmak ve 4. uluslararası pazarlar için alacak sigortası limitlerinin daralması sonucu yönetilebilir risklere girmek.

Ürün gamı daraltılırken, firma en deneyimli olduğu ürün gruplarına odaklanmayı tercih eder. Pazara sürülecek ürünlerin alıcı açısından ekonomik olabilmesi, çok çeşitli fonksiyonları barındırmaları durumunda bu fonksiyonları en fazla

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

kullanılanlar ile sınırlı tutmak, fonksiyon çeşitliliğinin söz konusu olmadığı durumlarda ise ambalaj malzemesinde değişikliğe giderek maliyetleri azaltmak ve fiyatı bu yolla aşağı çekebilmeye bağlıdır. Üründe hiç değişiklik yapmadan fiyat indirimine gitmek, güvenilirliği zedeleyici sonuçlar verebilir.

Tüketimin kısılmaya başlandığı dönemlerde hızlı tüketim ürünlerinde müşteriler küçük ve ekonomik paketlere de yönelebildiği için, miktarsal indirimler önem kazanabilir. Ya da aynı fiyata daha fazla miktar sunulabilir. Bilgi içeriği yoğun reklamlar, yazılı basında yer alan reklamlar olabildiği gibi, kurum reklam ötesinde tanıtım faaliyetlerinde de gerek satış elemanlarının daha fazla bilgi donanımı ile müşterilerle iletişim kurmasına dikkat eder, gerekse halkla ilişkiler faaliyetlerini ön planda tutarak kriz döneminde kurumsal imajı ve ürün güvenini artırıcı önlemler alır.

Bazı durumlarda pazar yine de hareketlenmeyebilir. O zaman firmanın satışları yürütemeyen dağıtıcılarla vedalaşması, krizden etkilenmeyen pazarları araştırarak bu bölgelere ürünlerini kanalize etmesi, ve stoklarını eritmesi yarar sağlayacaktır. Çok karmaşık ürünlerde fiyat indiriminden çok ürünü daha özgün ve donanımlı sunmak, satış sonrası hizmetleri ile bir paket olarak sunmak, ve bu süreçte tanıtımı tüm iletişim kanalları ile çok yönlü yürütmek de yararlı stratejiler olarak göz önüne alınmalıdır.

İletişimlerde güvenilirliğin artırılmasında ve yeni geliştirilen, daha donanımlı ürünlerin tanıtımında en etkin yollardan biri yine halkla ilişkiler faaliyetleri olacaktır.

Ceritoğlu'nun (2009) çalışması, ekonomik krize ya da farklı nedenlere bağlı olarak bir firmanın piyasadaki imajını zedeleyebilecek haberlerin yayılması ya da tüketicinin firmanın ürünlerini almaktan vazgeçmesi durumunda en etkili yöntemlerden birinin, medyanın etkin kullanımı ile "halka ilişkiler" faaliyetlerine başvurmak olduğunu göstermektedir. Bilgi aktarımı sırasında paylaşımcı, dürüst ve açık davranılmasının olumsuz imajın yarattığı krizi atlatmada yararlı etkisi olmaktadır. Basında yer alabilecek ve tüketiciye gerçeği yansıtan haberler, kurumun bozulan imajını yeniden kazanması için önemli bir fırsat oluşturur.

Akdağ (2005) tezinde ve makalesinde halkla ilişkilerin salt krizin olumsuz etkilerini azaltmada değil aynı zamanda bu etkileri engellemede de önemli

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

görmektedir: krizin en az zararlı atlatılabilmesi ve kurumun krizden önceki imajını yeniden elde edebilmesi için önce krize neden olan asıl sorunlar belirlenmeli ve buna paralel halkla ilişkiler etkinlikleri başlatılmalıdır. Yazara göre halkla ilişkiler çalışmaları kriz öncesinde, kriz sürecinde, ve kriz sonrasında olmak üzere üç aşamalı yürütülmelidir. “Kriz öncesinde” olası krizi ve nedenlerini tanımak ve tanımlamak, dış çevre ile ilişkileri gözden geçirmek, kriz yönetim ekibi oluşturmak ve kriz anında iletilecek mesajlar için hangi kanalların kullanılacağını belirlemek ilk aşamadır. “Kriz sürecinde” de yapılması gereken önce krizin varlığını ve etkilerini kabul etmek ve çeşitli kaynakları kullanarak krizle ilgili detay bilgiye ulaşmak ve medyada yer alan haberlere ilişkin de yeterli bilgi sahibi olduktan sonra halkla ilişkiler birimi ile kamuoyunu aydınlatıcı bilgileri geliştirmek gerekir. Kurum temsilcilerinin medya kanallarında kurumun ileriye dönük planlarını ve yeni yönelimlerini, krizin olumsuz etkilerini ve krizden öğrenilenleri ve yaratılan fırsatları anlatması, “kriz sonrası” imaj güçlendirici çabalar olacaktır (Akdağ, 2005). Kurum kimliklerini kriz planına yansıtmak, bir organizasyonun kriz dönemlerinde büyük bir imaj sorunları yaşamasını engelleyebilir (Fidan & Gülsünler, 2003).

Halkla ilişkilerinin etkinliği, kriz iletişim planı ve planın uygulaması noktasında başlar. Weiner (2006) da bu düşüncelerden yola çıkarak yapılması gerekenleri sıralamıştır: Medya’nın rolüne saygı, iletişimin artırılması, sorumluluk alınması, bilgiyi merkezileştirme ve ondan sonra yayma. Güveni tekrar kazanmak ve imaj geliştirilmek, halkla ilişkiler görüşmelerine sürekliliğe dayanır ve zaman ister.

Tüm bu çabalara rağmen müşteri satınalım davranışları kriz öncesi döneme göre yine de iniş çıkışlar yansıtmayı sürdürebilir. Bu değişimler, rekabet avantajı yaratmak isteyen kurumları müşteri değeri analizleri ile uzun dönemli müşteri karlılığına odaklanmaya iter (Kelemci-Schneider, 2009): Müşterilerin kuruma sağladığı nakit girişlerindeki değişimlere bakılarak ve hangi müşterilerin kriz döneminde daha fazla bağlılık yansıttığını izlenerek her grubun gereksinimlerine göre stratejiler geliştirebilir. İmaj krizleri ile ilgili müşteri değeri ölçümleri için parasal nakit girişi değerlerinden çok iletişim odaklı değerler öne çıkar ve müşterinin bu analiz sonucu konumuna göre özgün iletişim programları sunulabilir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Kısaca, pazarlama stratejileri arasında değer kavramı ve halkla ilişkilere eğilinmesi, kriz yönetiminde öncü bir adım atmada kurumlara yarar sağlayacaktır.

Sonuç

Kriz dönemlerinde öngörü, kriz yönetiminin en temel noktasıdır. Öngörü ile krizden önce çevresel koşullardaki olası değişmelere yönelik stratejik planlar ve işlevsel yollar geliştirmiş olan kurumlar, bu planlara bağlı işleri uygulamaya hızla koyarak önce krizin faturasını azaltmayı sağlayabilirler. Bu önlemler, krizin kurum üzerindeki olumsuz etkilerini azaltacaktır. Buna paralel olarak yapılması gereken, bulunulan ülkenin yapısal özelliklerini dört temel boyutta inceleyerek, özellikle yükselen pazarların özgün başarı stratejilerinden kriz sürecinde nasıl yararlanılabileceğini ortaya koymaktır. Buna bağlı olarak da pazarlama stratejilerinin de farklılaştırılarak pazarın yeni yapısında daha uyumlu ve etkin hale getirilmesi ile kriz sorunsalı daha az zararla ortadan kaldırılabilir. Bu çalışmada yer alan çeşitli araştırmalar Türkiye’de krize yönelik yönetsel önlemlerin çok sınırlı olduğunu, tüketicilerin ise kriz dönemine girildiğinde satın alımlarında farklılaşmalara gittiklerini ve bütçelerini daha dikkati biçimde düzenleyerek gereksiz harcamalarını kısıttıklarını, üreticilerden sınırlı bütçelerine uyumlu pazarlama stratejileri beklediklerini, çeşitli firmaların da kriz öncesi pazarlama stratejilerinde öngörü ile yenilikçi yapılanmalara gitseler de çoğu firmanın kriz sürecinde ancak yeni pazarlama stratejileri ile tüketicilerin beklentilerini karşılamaya çalıştıklarını yansıtmaktadır. Ayrıca son krizle hükümetin gecikmeli de olsa aldığı vergi indirimi tedbirlerinin de belirli sektörlerin canlanmasında etkili olduğu görülmüştür. Kriz döneminde yapılması gereken en önemli stratejik girişim ise, yükselen pazar yapısını gözden kaçırmadan kurumsal değerleri gözden geçirmek, kaliteden ödün vermeden maliyetleri kısma yoluna gitmeye çalışmak, bunun için ürün fonksiyonlarına sınırlamalar getirmek, insan boyutuna önem vererek elemanların beceri ve donanımlarından yararlanmaya çalışırken iletişim ve halkla ilişkiler faaliyetlere önem vererek ilişki odaklı olmak, ayrıca farklı sosyo-ekonomik yapılar yansıtan farklı alıcı gruplarının beklenti ve taleplerindeki değişiklikleri doğru izleyebilmek için çok segment odaklı düşünerek her bir segmente özgün farklı stratejiler geliştirmek ve makro belirsizlik yönetimine önem vermek olarak sıralanabilir. Müşteri odaklılıkta segmentlerin beklentilerine paralel olarak kalite odaklılık ötesinde yenilikçilik düşüncesinin vurgulanması, sadakati ve kuruma olan güveni artırıcı bir rol oynayacaktır. Ayrıca markalaşmada çeşitlilik ve pazarlama

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

faaliyetlerinin de müşterilere göre biçimlendirilmesi, başarı için ön planda değerlendirilmeye alınmalıdır. Krizlerden uzak, uzun soluklu bir üretim sistemini korumak için göz önünde tutulacak bir faktör de tüketicilerin ihtiyaçlar çerçevesini aşmayan, çevre bilinci yüksek tüketim yönelimleri geliştirmelerini desteklemek olarak belirtilebilir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Kaynaklar

Akdağ, M. (2005), “Halkla İlişkiler ve Kriz Yönetimi”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.

http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Mustafa%20AKDA%C4%9E/1-20.pdf, Erişim: 30.11.2009.

Ang, S.H., S. M. Leong ve P. Kotler (2000), “The Asian Apocalypse: Crisis Marketing for Consumers and Businesses”, *Long Range Planning*, Vol. 33, Nr. 1 (February): 97-119.

Arnold, D.J. ve Quelch, J.A. (1998), “New Strategies in Emerging Markets.” *Sloan Management Review*, Vol. 40, No.1 (Fall): 7-20.

Aydın, Ö. (2009), “Satınalma Fırsatlarına Yakın Takip”, *Capital Dergisi*, 1 Temmuz 2009.

Beyaz Eşya Sektörü Ekonomik Kriz İlişkisi Araştırması Raporu Ocak 2009. 7P TTG Pazar Araştırma, Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri Ltd.

Bilgin, F. Z., V. Sriram ve G. A.Wührer (2004), *Drivers of Global Business Success: Lessons from Emerging Markets*, Houndmills, England: Palgrave Macmillan Publishers.

Bilgin, Z. (2001a). “Perspectives for Starting Emerging Markets of Transition Economies (SEMs)”. *Global Business and Technology Association*, 2001 International Conference. Temmuz 11 – 15, 2001. İstanbul – Türkiye.

Bilgin, Z. (2001b). “The Changing Market Structure in Starting Emerging Markets (SEMs) of Transition Economies - Marketing and Customer Perspectives”. Kitabın adı: *Trends im International Management: Strategien, Instrumente und Methoden*,

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Sonja Grabner- Kräuter & Gerhard A. Wührer (eds.), Marketing Reihe, Institut für Handel, Absatz und Marketing – Johannes Kepler Universität Linz, Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz – Austria: 95-115.

Bilgin, Z. ve Y. Karapazar (1995), “Environmental Impacts shaping the Remarketing Strategies in an Industry: The Turkish Automobile Sector in the 1994 Economic Recession and EU Customs Union Considerations”, AMS World Marketing Congress Vol 7-1, Australia: 1-81 – 1-91.

Bodur, M. ve Koc, A.N.(b.d.), “Shopping Strategies and Activity Patterns of Turkish Consumers A Research Note”, Management Department - Faculty of Economics and Administrative Sciences, Istanbul: Boğaziçi University.

Cateora, P.R. ve Graham, J.L.(1999), *International Marketing*, 10th Ed. New York: Irwin Graham J.L., Mc Graw Hill Co. 1999.

Ceritoğlu, B. (2009), “Kriz Durumunda İşletmelerin Kurtuluş Yolu: Halkla İlişkiler”, Kitabın adı: *Kriz Yönetimi*, Haluk Sumer & Helmut Pernsteiner (eds.), İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları: 521-541.

Egan, C. ve Shipley, D. (1996), “Strategic Orientation Toward Countertrade Opportunities in Emerging Markets.” *International Marketing Review*, 13, No. 4: 102-120.

Ennew, C. ve Filatotchew, I. Wright, M. Buck, T.W.(1993), “Constraints on the Adoption of the Marketing Concept - the Case of the Former Soviet Union.” *European Journal of Marketing*, 27, No. 11/12: 21-34.

Fidan, M. ve M.E. Gülsünler, (2003), “Kurum Kimliğinde Kriz Yönetiminin Yeri ve Önemi”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*: 465-474.
http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/articles/2003/10/MEHMETFIDAN-MEVRIMGULSUNLER.PDF, erişim: 25.11.2009.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Garten, J.E. (1996), “The Big Emerging Markets.” *The Colombia Journal of World Business*, 31, (Summer): 7-31.

Gegez, E. (2009), “Tüketici ve İşletme Perspektifinden Kriz Dönemlerinde Pazarlama Stratejileri: Pazarlama Karması Açısından Bir İnceleme”, Kitabın adı: *Kriz Yönetimi*, Haluk Sumer & Helmut Pernsteiner (eds.), İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları: 545-562.

Haşit, G. (2000). *İşletmelerde Kriz Yönetimi ve Türkiye'nin Büyük Sanayi İşletmeleri Üzerinde Yapılan Araştırma Çalışması*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayınları:616.

Kelemci-Schneider, G. (2009), “Müşteri Değeri Yönetiminin Kriz Dönemlerine Uyarlanması Üzerine bir Analiz”, Kitabın adı: *Kriz Yönetimi*, Haluk Sumer & Helmut Pernsteiner (eds.), İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları: 585-612.

Köroğlu, A. (2004), “Turizm İşletmelerinin Muhtemel Krizlere Yönelik Hazırlık Çalışmaları ve Seyahat Acentalarında Bir Uygulama” *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*: 69-87.

<http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c7s12/makale/c7s12m4.pdf>, erişim: 25.11.2009

Levitt, T. (1995), “The Globalization of Markets.”, in: R. D. Buzzell, J.A. Quelch, & C.A. Bartlett (Eds), *Global Marketing Management – Cases and Readings*, 3rd Ed. Boston: Addison Wesley Publishing Co.: 10-29; 1995.

Money, R.B. ve Colton, D.(2000), “The Response of the New Consumer to Promotion in the Transition Economies of the Former Soviet Bloc.” *Journal of World Business*, 35, No.2 (Summer):189-206
http://ehostvgw9.epnet.com/ehost1.asp?key=204.179.122.140_8000_609531549&site=ehost&return=n

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Morrison, L. (1996), *The Second Curve – Managing the Velocity of Change*. NY: Ballantine Books.

Murat, G. ve K. Mısırlı (2005), “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Kriz Yönetimi: Çaycuma Örneği”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1,1: 1-19.

Nakata, C. ve Sivakumar, K. (1997), “Emerging Market Conditions and Their Impact on First Mover Advantages.” *International Marketing Review*, 14, No.6: 461-485.

<http://www.europe.emerald-library.com/cgi-in/EMRshowrc.cgi?rn=4720&nfmt=16&jt=36>

Özdevecioğlu, M. (2002), “Krizin İşletmelerin Yönetimsel ve Örgütsel Yapısı Üzerindeki Olumsuz Etkileri ve Kayseri Sanayi İşletmelerinde Yapılan Bir Araştırma”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 19, (Temmuz-Aralık): 93-114.

http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/05_ozdevecioglu.pdf, erişim: 28.11.2009.

Öztürk, Y. ve F. Türkmen (2005), “Turizm İşletmelerinin Krizlerden Etkilenme Düzeylerine İlişkin Bir Araştırma”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*: 167-198.

<http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c8s14/makale/c8s14m9.pdf>, erişim: 01.12.2009

Peker, Ö. ve N. Aytürk (2000). *Etkili Yönetim Becerileri*. Ankara: Yargı Yayınevi.

Porter, M. (1998), *The Competitive Advantage of Nations – with a new Introduction*, NY: The Free Press.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

2002 Türkiye Tüketici ve Alışveriş Davranışları Raporu, Retailing Institute 2002.

Rigby, D. (1999), *Winning in Turbulance: Strategies for Success in Tumultuous Times*, Bain Strategy Brief, MA: Bain & Company Inc.

Shama, A. (1993), “Marketing Strategies during Recession: A Comparison of Small and Large Firms”, *Journal of Small Business Management*, Vol. 31.

Shama, A. (1992), “Transforming the Consumer in Russia and Eastern Europe.” *International Marketing Review*, 9, No.5: 43-59.

Shama, A. (1985), “The Voluntary Simplicity Consumer”, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 2, Nr. 4: 57-63.

<http://www.emeraldinsight.com/10.1108/eb008146>, erişim: 24.11.2009.

Shama, A. (1981), “Coping with Stagnation: Voluntary Simplicity”, *Journal of Marketing*, Vol. 45, (Summer): 120-134.

Sucu, Y. (2000), *Kriz Yönetimi*, Ankara: Elit Yayıncılık.
<http://yasarsucu.net/word/KY.doc>, erişim: 26.11.2009

Synovate 2008, *Krizler, Tüketiciler*.

Trendview 2008 Kriz Modülü.

Türkiye Tüketici Teknolojisi Ürünleri 2008 Satış Trendi Çalışması (2009) GfK TEMAX Türkiye.

Weiner, D. (2006), “Crisis Communications:Managing Corporate Reputation in the Court of Public Opinion”, *Ivey Business Journal*, (March/April): 1-6,
http://www.nationalpr.com/en/pdf/IBJ_article.pdf, erişim: 02.12.2009.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Zurawicki, L. ve N. Braidot (2005), “Consumers during crisis: responses from the middle class in Argentina”, *Journal of Business Research*, Vol.58, Nr. 8 (August): 1100-1109.

11.

Avusturyacı Konjonktür Teorisi ve Küresel Kriz

Aykut Ekinci
Türkiye Kalkınma Bankası

Avusturyacı Konjonktür Teorisi ilk olarak Mises tarafından ortaya atılıyor daha sonra Hayek tarafından geliştiriliyor.1929 Büyük Bunalımında Hayek ile Keynes'in konjonktür teorileri aslında birbirlerine rakip iki temel teoriyi oluşturmakta. Büyük Bunalımdan sonra Keynes makro iktisat dünyasına hâkim oluyor ve Hayek unutulmaya yüz tutuyor.1970 bunalımında Hayek'in teorisi işsizlik ve enflasyonu bir arada açıklamaya uygun olduğu için tekrar bir ilgi uyanıyor. Hayek 1974 yılında para ve konjonktür teorisindeki öncü çalışmaları nedeniyle Nobel ödülünü aldığı anda teoriye olan ilgi artıyor; fakat teorisinin

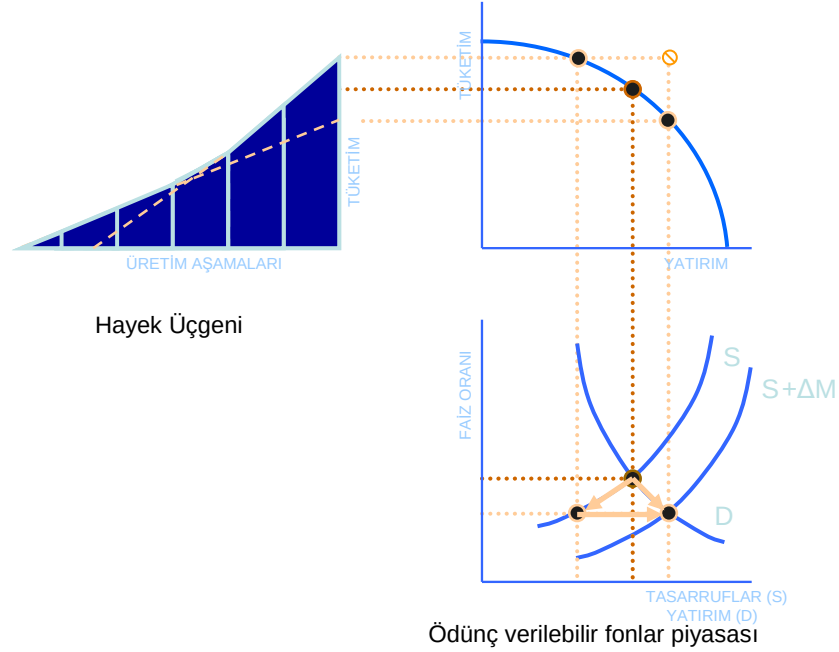
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

oldukça felsefî, matematikten uzak farklı bir bakış açısı var, bu yüzden bu ilginin sınırlı kaldığını görüyoruz. Son dönem Avusturya okul iktisatçılarından Roger Garrison, Hayek'in konjonktür teorisini yeniden ele alıp, geliştiriyor ve genel bir Avusturyacı konjonktür teorisi inşa ediyor.

Günümüzde Avusturyacı Konjonktür Teorisi (AKT) yaşanan krizi önceden tahmin etmesi, küresel krizin çıkış ve yayılışını bütüncül bir teorik çerçeve içinde sunması ve çözüm önerilerinin farklılığı ile ön plana çıkıyor. Daha 2004 yılında yapılan çalışmalarda, bu gidişatın bir küresel krize doğru yöneldiği yönünde uyarıcı çalışmalar literatürde yer alıyor. AKT'de içsel dalgalanmanın temel nedeni, doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki uyumsuzluk. Doğal faiz oranı aslında paranın kullanılmadığı reel bir ekonomide yaratılan sermayenin beklenen getirisiyle ilişkili ama basitçe faizin uzun dönem denge seviyesi olarak da görülebilir. Piyasa faizi ise daha kısa dönemli bir faiz oranı olarak alınıyor ve ödünç alınan fon için ödenen bir fiyat oluyor. Hem piyasa faizi hem de doğal faiz oranı aslında dalgalanmakta ve bunların arasındaki uyumsuzluk “iktisadi dalgalanmalar” dediğimiz, iktisatta ekonomik faaliyetlerde ortaya çıkan genişleme ve daralma dönemlerini oluşturuyor. Avusturya okulunun bakış açısında bu genişleme ve daralma dönemleri normal, kendiliğinden ortaya çıkan ve daralma dönemleri ekonomideki yanlış yönlendirilmiş yatırımları sektörden uzaklaştıran, ekonomiyi temizleyen, taze kan pompalayan bir durum içeriyor.

Ama Merkez Bankaları'nın işe bulaşması, piyasa faiz oranlarını doğal faiz oranlarının altına uzun dönemli ve etkili bir biçimde düşürmesi olayı bozuyor ve bir krizi veya bugün yaşadığımız küresel kriz gibi bir krizi tetikleyebiliyor. Bu yapay ve düşük bir faiz oranı oluşturmaktadır. Yapay düşük faiz oranı yatırımcılar ve tüketicilere farklı sinyaller göndermekte. Şöyle ki; düşük faiz oranında tasarruf oranları düşmekte ve harcamalar artmakta, ekonomi gelişme dönemine girerken düşük tasarruf oranlarına, buna karşın yüksek yatırımlara sahip.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

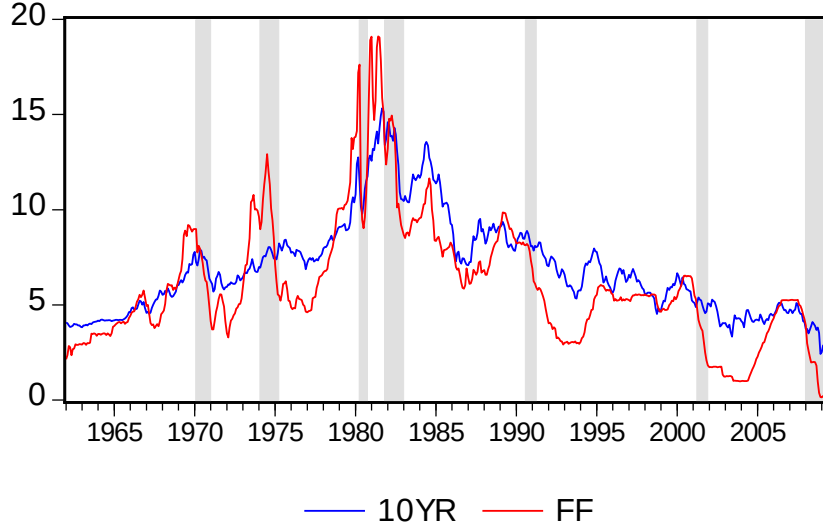


Şekil 1. AKT'nin İşleyiş Mekanizması

Sunumdaki grafik, AKT'nin işleyiş mekanizmasını oldukça açık biçimde gösteriyor. Çok kısaca bakarsak, öncelikle Hayek üçgenini söylemek istiyorum. Üçgenin yatay kenarı üretim aşamalarını gösterirken, dikey kenarı tüketim değerini gösteriyor. Üretim aşamaları, üretimin ilk aşamalarından son aşamalarına kadar özetle; maden, enerji, imalat sanayi daha sonrasında hizmetler, pazarlama, reklam ve sonuçta tüketimde kişinin eline geçen nihai mal. Faiz oranındaki bir düşme, tüketimi artırıyor. Üçgenin dikey kesimini yani eğimini yükseltiyor. Aynı zamanda, faiz oranının düşmüş olması yatırımları da artırıyor, üretimin daha dolambaçlı bir hale gelmesine neden oluyor. Burada şu noktaya dikkat çekmek istiyorum. Avusturya Okulu'nda sermaye Neo-klasik büyüme teorilerinde olduğu gibi sadece bir tek "K" olarak modellenmiyor. Şöyle ki heterojen sermaye söz konusu, yani sermaye üretimin aşamaları olarak düşünülüyor ve sadece tek bir sermaye olarak üzerinde durulmuyor. Burada bir tutarsızlık oluyor. Siz yeterli tasarrufunuz olmadığı halde daha büyük, daha çok zaman alan yatırımlara girişiyorsunuz ve bir noktadan sonra bu ekonomide

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

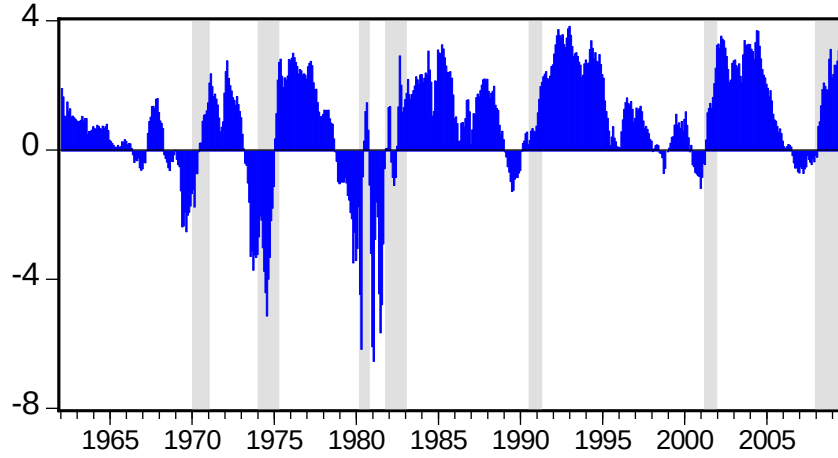
sürdürülemez bir büyümeyi doğurmuş oluyor; o noktada ise bizim yaşadığımız kriz ortaya çıkıyor.



Şekil 2. ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili ve Federal Fonların Faiz Oranları

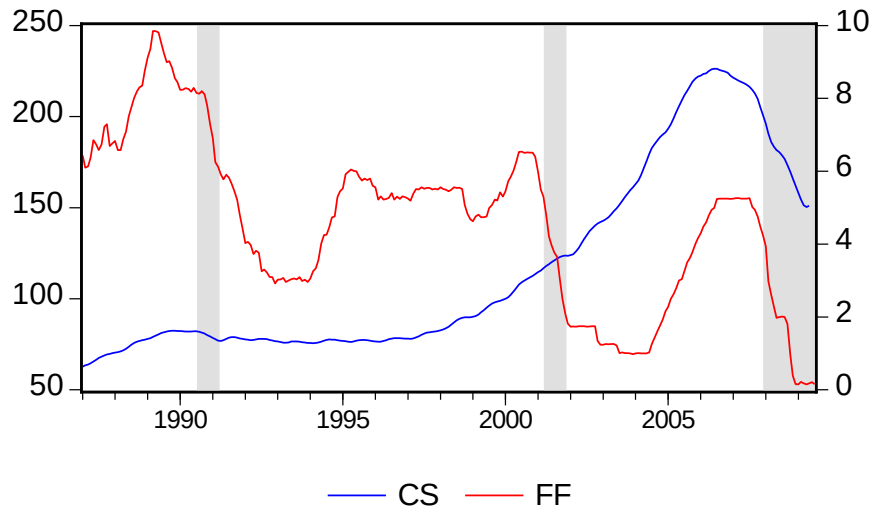
Şekil şunu göstermekte: kırmızı olan FED'in federal fon faizleri, mavi olan da ABD 10 yıllık hazine tahvili. 10 yıllık hazine tahvili uzun dönem faiz oranı olarak kabul ettik. Piyasa faizi olarak da federal fon faiz oranlarını düşünebilirsiniz. FED 2001 daralmasından kaçmak için faiz oranlarını %6,51'den kısa sürede %2'nin altına daha sonra da 2003 Aralıkta %1'in altına düşürüyor. Sonra da enflasyon tehlikesi nedeniyle yükseltmeye başlıyorlar ve oyunun kuralları bozuluyor.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



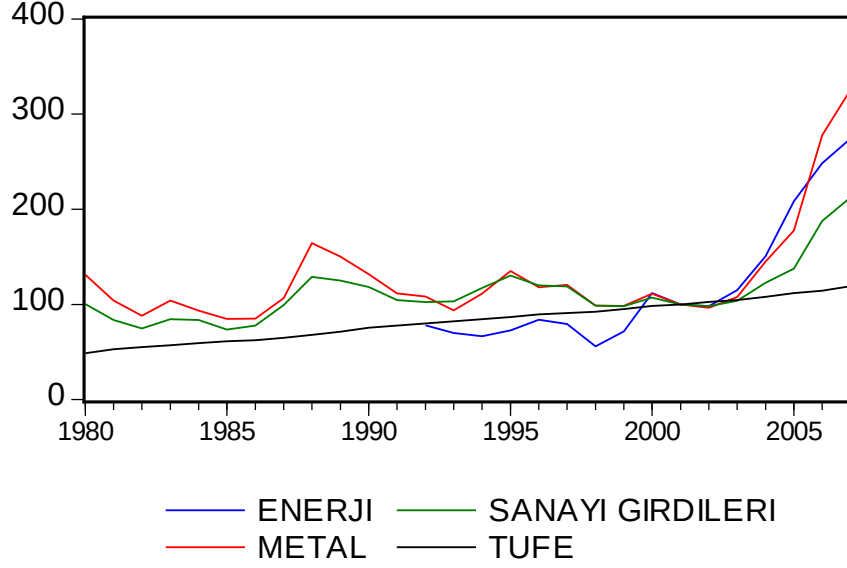
Şekil 3. 10 Yıllık Hazine Tahvili ile Federal Fonların Faiz Oranları Arasındaki Fark

Bu ikisi arasındaki farka baktığımızda az önce teori kısmında anlattığım piyasa faizleriyle doğal faiz oranları arasındaki farkın (spread), 2001 daralmasından sonra ciddi anlamda arttığını görüyoruz.



Şekil 4. Case-Schiller Konut Fiyat Endeksi ve Federal Fonların Faiz Oranı

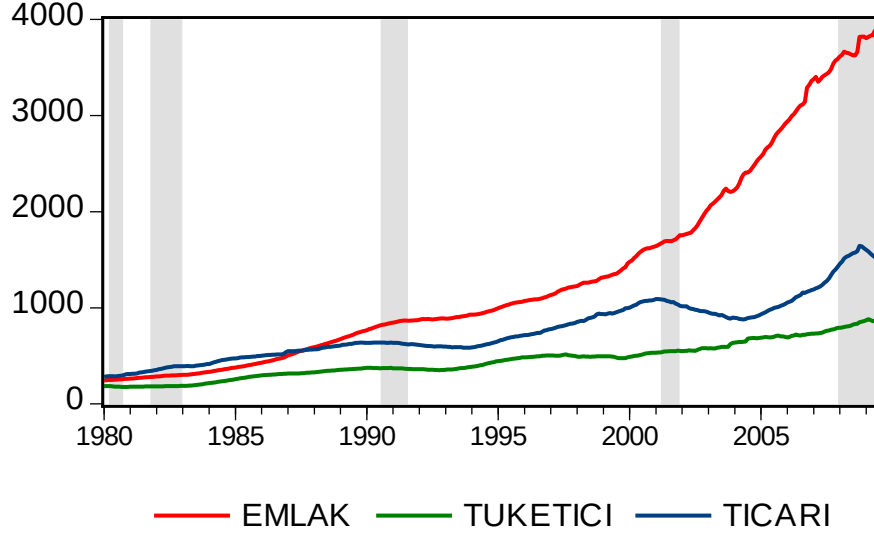
Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



Şekil 5. Çeşitli Emtia Fiyatları ve TÜFE Endeksi

Aynı şekilde bu süreçte konut fiyatları da 2001'den sonra 2007'nin sonuna kadar %83 artmış durumda. FED'in faiz oranlarındaki düşmeye karşın, konut fiyatlarındaki artışı açık şekilde görebiliyoruz. Bu sadece konut fiyatlarını arttırmıyor. Şöyle ki şekilde düz çizgi TÜFE'yi göstermekte. Enerji, metal sanayi girdilerini görüyorsunuz. 2001'den sonra geçmiş trendlerine çok aykırı bir biçimde enerji metal sanayi girdilerinin arttığını görüyoruz. Avusturya Okulu fiyatlar genel seviyesine odaklanmıyor, genişleme dönemlerinde fiyatlar genel seviyesindeki artışın gerekli olduğunu düşünmüyor veya genişleme dönemlerindeki enflasyonun normal olduğuna katılmıyor. Bunun en tipik örneğini 1929 Büyük Bunalımı olarak gösteriyor. Nitekim az önceki grafikte ABD'ye TÜFE için baktığımızda 1981–2001 dönemi ortalaması %3,5 iken 2002–2007 ortalama TÜFE endeksi %3 olmakta. Diğer bir tabir ile uyarıcı gösterge olarak fiyat endeksini almak uygun olmamakta. AKT ekonomik yapıyı analiz etmek için daha çok nispi fiyat hareketlerine vurgu yapıyor.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



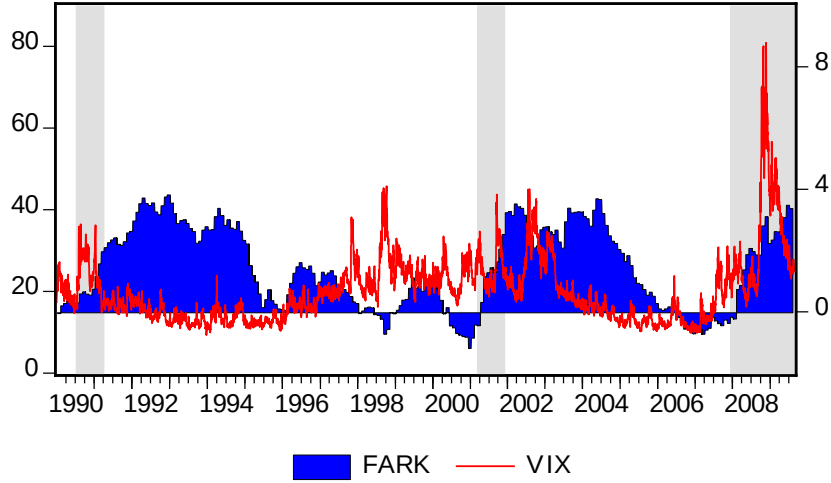
Şekil 6. ABD Emlak, Tüketici ve Ticari Kredilerinin Gelişimi (Milyar \$)

ABD’de ticari bankalar tarafından verilen emlak, tüketici ve ticari kredilerin gelişimine bakıldığında, emlak kredilerindeki artışın tarihsel eğilimi olan 1980–2001 dönemine uygun hareket etmediği açıkça görülmektedir. 2001 sonu itibariyle yaklaşık 1,7 trilyon dolar olan emlak piyasası kredi hacmi, 2007 sonunda yaklaşık 3,6 trilyon dolara ulaşarak, kısa sürede iki kat artmıştır. Yapay düşük faizin tetiklediği kredi genişlemesi ile yaratılmış sürdürülemez büyüme inşaat sektöründe olduğu gibi devamlı artan talep ve fiyatlar ile bağlantılı olarak, enerji sektörü, madencilik sektörü, gemi inşa sanayi gibi üretimin ilk aşamalarındaki diğer sektörlerde de yeni yatırımlara gidilmesini hızlandırmıştır. Bu ortamda şirketler normal büyüme şartlarına göre çok da kârlı olmayan projeleri de yatırım planlarına dâhil etmişlerdir.

Burada şöyle bir soru akla geliyor: Bu doğal faiz ile piyasa faiz oranı arasındaki fark eğer bu krizleri tetikliyorsa, ABD’de önceki dönemlerde de benzeri farkların olduğu fakat bu derece bir küresel krizin tetiklenmediği veya bu kadar ciddi bir daralmanın olmadığı görülüyor. Aynı şekilde FED faiz oranları 2001’den sonra ciddi şekilde düşüp, emlak fiyatları artmış olmakla birlikte, örneğin 1992–93 yıllarında da FED’in faiz oranlarını düşürdüğü ancak emlak fiyatlarının buna çok

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

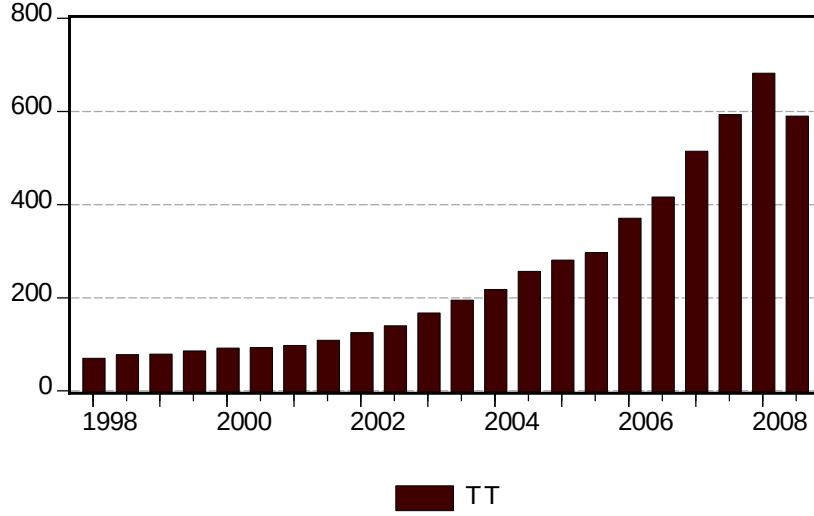
kısmı bir tepki verdiği hatta yükselmediği görülüyor. Benzer bir soru işareti fiyatlarda da karşımıza çıkıyor. Sanayi, enerji, metal fiyatları TÜFE'nin üstünde daha önce de artmış fakat hiçbir dönem 2001 sonrası kadar fiyat artışı olmamış. Benzer bir şey yine emlak kredileri için geçerli. 2001 sonrasında emlak kredilerinde geçmiş trendinden ayrı bir artış görüyoruz.



Şekil 7. 10 Yıllık Hazine Tahvili ile Federal Fonların Faiz Oranları Arasındaki Fark (FARK) ve VIX Endeksi

Peki, bunun cevabı ne? Bunun cevabı bizim burada tartıştığımız, konuştuğumuz finansal mimari, finansal yapı türev araçlar. Bunun ortaya koyduğu düşük riskler sonucunda paketlenen bu paketlerin, dünyaya dağılmış olması ile ortaya koyduğumuz bu piyasa ile doğal faiz oranı arasındaki farkı birlikte gördüğümüzde de, bu farkın açıldığı yani likiditenin bollaştığı durumlarda risk algısının azaldığı görülmekte; nitekim 2004–2006 dönemlerinde risk algısı gerçekten çok düşük bir noktaya gerilemiş. Aslında Avusturya Okulu'na göre baktığımızda risk azalmıyor, risk artıyor demek bu. Eğer siz bu kadar likidite bolluğu yaratır ve fiyatlar üzerinde, yatırım ve tüketim üzerinde aslında olmaması gereken bir baskı oluştursanız, ölçüm ve algı anlamında riski belki minimize etmiş olursunuz ama aslında çok daha genel, büyük bir krizi tetiklemiş olursunuz diyebiliriz.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi



Şekil 8. Toplam Türev (TT) Piyasası (Trilyon \$)

Peki, toplam türev araçlara baktığımızda 2001 yılında dünya GSMH'nin 2,98 katı; fakat 2008 yılında 11,25 katı, çok ciddi bir artış söz konusu. Peki, çözüm önerisi olarak Avusturya Okulu iktisatçıları ne diyorlar? Kısaca bakarsak şöyle diyorlar örneğin: Eğer hükümet ekonomiyi mümkün olduğu kadar çabuk biçimde iyileştirmek istiyorsa çözümü basittir. Harcamaları kısın, vergileri kısın. Para arzı artışını durdurun ve her üç günde bir kuralları değiştirmekten vazgeçin. Fakat bu çözüm politikacıların cömert kurtarıcılar olarak görünmelerine izin vermediğinden dolayı benimsenmeyecektir. Bir başka Avusturya Okulu iktisatçısı deflasyon korkusuna dikkatleri çekmektedir. Ve bu korku Merkez Bankalarının fiyatların düşmesini önlemek amacıyla sisteme müdahalesi sonucunu doğurmaktadır. Emlak fiyatları, tarım ve emtia fiyatları ve diğer tüm fiyatlar ücretlerin düşmesini engellemek için gösterilen çaba ekonomik iyileşmenin de engelleyicisi konumundadır. Bu durum deflasyon etkisi ile düşen harcama seviyesine uygun biçimde tüketim mallarının ve üretim faktörlerinin fiyatlarının düşmesini ve böylece ekonomik iyileşmeyi engellemektedir. Örneğin petrol fiyatlarındaki düşme insanların harcama kapasitelerinin artmasına yardımcı olmuştur. Ekonomik iyileşmenin biran önce gerçekleşmesi ancak fiyat ve ücretlerin herhangi bir müdahaleye maruz kalmadan düşmelerine izin verilerek gerçekleştirilebilir. İşte bu durumun, düşen fiyatların deflasyonun çaresi olduğu da anlaşılacaktır deniliyor.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

Genel değerlendirme ve sonuçlara bakarsak; federal fonların faiz oranının 2002–2004 döneminde tarihsel geçmişindeki en düşük oranına inmesini sağlayan FED küresel krizin temel sorunlusu konumundadır. Bugün belki konuşuyoruz hükümetler, kurtarma, maliyet politikası vs. ama krizin sorumlusunun hükümet olduğunu göz ardı etmemek gerekiyor; özellikle FED olduğunu. 2001 daralma döneminden kaçma ve destekleme gibi bir noktadan tüm dünyayı uçurumun kenarına getirdiğini düşünmek gerekiyor. Geçmiş dönemlerde yaşanan kredi genişlemesi olgusunun bu krizde ilk defa küreselleşen finans piyasalarında yaratılan türev araçlarla da bu derece desteklenmesi yapay faiz oranının piyasalar üzerindeki bozucu etkisini daha da artırarak, bu dengesizliğin kısa sürede bir küresel kriz niteliğine kavuşması sonucunu doğurmuştur. Artık geldiğimiz iletişim çağında para arzı, paranın kullanımı, kredi gibi noktalara çok daha fazla dikkat etmemiz gerekiyor. Avusturya Okulu İktisatçılarına göre bugün anlattığım Ortodoks bakış açısı altında aslında paranın kâğıt olmaktan çıkarılıp, altına veya madeni bir şeye bağlanması gerekiyor. FED’in de lağvedilmesi gerekiyor. Bir başka sonuç; yaratılan risk modellerinde üst düzey malların fiyat değişimlerinin, nispi fiyatların ve faiz oranlarının önemli göstergeleri olarak ele alınması ve modellerde iktisadi dalgalanmanın risk yaratan yapısının da göz önünde tutulması önem arz etmektedir. Ekonomiler daralma ve genişleme dönemleri yaşıyorlar. Her zaman genişleme döneminde kalacakmışız gibi kısa dönemli bir bakış açısıyla hareket edilmemesi, özellikle genel fiyat endeksinin istikrar arz ettiğinin düşünülmemesi, zaten bunu konuştuk fiyat istikrarı finansal istikrar değildir diye. Çünkü sistemde fiyat bilgiyi taşır ve o fiyat bilgisine göre insanlar yatırım, tüketim veya tasarruf kararlarını alırlar. Belki bu nispi fiyatlar üzerine bir model de oluşturulabilir ve çok da hızlı bir öncü gösterge olabilir. Bunların da risk modellerinde kullanılması önem arz etmektedir.

Avusturyacı iktisatçılara göre maliye politikasının ekonomik krizden çıkış için agresif şekilde kullanılması özel sektör için yarattığı finansman sorunu nedeniyle büyümeyi, gelecekle ilgili belirsizliği artırarak piyasanın istikrarını olumsuz etkilemektedir. Bu tip derin kriz dönemlerinde uygulanması gereken maliye politikası; gereksiz harcamaların kısılması ve vergilerin düşürülmesidir. Avusturya Okulu, Maliye politikasının vergi düşürülerek yapılmasını öneriyor. Avusturyacı iktisatçılar uygulanan para politikasını da eleştirmektedirler. Genişletici para politikası fiyat ve ücretlerin serbestçe düşmesi önünde engel oluşturarak ekonominin iyileşme süresini uzatmaktadır. Şekillerde gördüğünüz

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

gibi tekrar bir fark açılıyor, Avusturya okuluna göre bu yeni bir balonu, yeni bir şişmeyi tetikleyebilir; ama bunun tetiklenmesi için ekonominin bir miktar büyümeye geçmesi, yatırımın tekrar dönmeye başlaması gerekiyor. Hatırlarsanız krizden önce örneğin gemi inşaat sanayinde mükemmel talep vardı, çok iyi kredi alıyorlardı, kapasiteler yüzde yüzdü. Bu üretimin ilk aşamalarıydı. Orta aşamalarından çok ciddi üretim faktörü talep ettiler, fiyatlar yükseldi ve istikrarsız büyüme, önü görmeden, riskleri değerlendirmeden büyüme sonucunda şuanda çok kötü bir durumdalar. Dünya da aslında benzer bir sürece gidiyor. Çok mükemmel büyümeler gibi bir şey beklemekten ziyade sürdürülebilir büyüme düşünülmeli, özellikle maliye politikasının yanlış kullanılması nedeniyle önümüzdeki yıllarda gelişmiş ülkeler büyüme oranları %2 gibi oranlarda olduğunda çok iyi ne güzel büyümüşüz diyeceklerdir.

Sonsöz

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yanılgılar ve Gerçekler adlı bu derleme kitapta küresel kriz bağlamında risk olgusunu çeşitli yönleriyle tartışıldı ve şu temel tespitler yapıldı:

- 1) Küresel krize neden olan faktörler arasında
 - aşırı risk iştahı,
 - firma yöneticilerinin alınan risklerden etkilenmemesi,
 - karmaşık türev ürünlerin varlığı ve bu ürünlerin değerlerini mali tablolara yansıtmak muhasebe sisteminin yetersizliği,
 - tüketicilerin yaşam seviyesinin üstünde yaşama isteği nedeniyle aşırı borçlanması,
 - bankaların bu yapıya kontrolsüz ve denetimsiz bir şekilde aracılık etmeleri
 - risklerin öngörülemezliğivardır.
- 2) Küresel kriz ile birlikte risk yönetimi hakkındaki yargılar değişmiştir. Risk yönetimi bağlamında dikkate alınması gereken etmenler arasında aşağıdaki tespitler vardır:
 - Yeni enstrümanlar riski artırıcı değil azaltıcı olmalıdır
 - Risk iştahının kontrol edilme gerekliliği vardır
 - İstismar riski (moral hazard) kavramı yeniden gözden geçirilmelidir
 - Finansal sistemde yapısal değişikliklere ihtiyaç vardır
 - Otorite ve kurumların görev ve sorumlulukları yeniden tanımlanmalıdır
 - Hukuksal düzenlemeler yetersizdir

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi

- Risk yönetimi ilkeleri kurumsal olarak bütünsel benimsenmelidir
 - Risk ihtiyacının çok hızlı değişebildiği dikkate alınmalıdır
 - Nitel ve nicel düzenlemeler bir arada koordine edilmelidir
 - Düzenleme ve denetimden sorumlu tüm kurumlar koordineli hareket etmelidir
 - Firmalarda iç ve dış raporlama sistemleri gözden geçirilmeli, gerekli düzenlemeler zaman geçirmeden yapılarak uygulamaya konmalıdır
 - Türev ürün değerlemelerinde gerçek değer (fair value accounting) esasları benimsenmeli ve şeffaflık ve anlaşılabilirlik temel muhasebe ilkeleri olarak risk yönetimine dâhil edilmelidir
- 3) Gelecek risklerin öngörülmesinde geçmiş deneyimler önemlidir. Bu deneyimler sadece sayısal verilerden değil, nicel deneyimlerden de oluşur
- 4) Finansal krizin reel ekonomiye etkisi göz ardı edilmemelidir. Finansal sisteme gerektiğinde kamu otoritesi müdahale edebilmelidir; çünkü kriz özellikle bizim gibi gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dengelerini daha güçlü şekilde etkileyebilmektedir
- 5) Ne tür yeni hukuksal düzenlemelere ihtiyaç olduğu iyi tespit edilmelidir. Piyasanın gerçekten bu düzenlemelere ihtiyacı olup olmadığı tespit edilmelidir.
- 6) Tarihsel verileri temel alan risk öngörü ve modelleme teknikleri yetersiz kalmaktadır. Yeni modellere ihtiyaç vardır.
- 7) Firmalar kriz döneminde pazarlama stratejilerini gözden geçirmeli, özellikle krizden az etkilenen pazarlar seçilmeli, farklı pazarlar seçilip risk dağıtılmalı, halkla ilişkilere önem verilmeli ve maliyeti azaltıcı tanıtım kanalları seçilmelidir.

Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yanılgılar ve Gerçekler adlı konferansımız çerçevesinde elde ettiğimiz bu sonuçların daha da derinleştirilmesine ihtiyaç vardır. Önümüzdeki yıllarda aynı konuda tekrarlayacağımız konferanslarla Risk Yönetiminin önemini kamuoyu ile daha detaylı paylaşmak arzusundayız.