

PAPER DETAILS

TITLE: KÜRESEL FINANS KRIZİNİN NEDENLERİ

AUTHORS: Mehmet Ali POLAT

PAGES: 177-195

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/460647>

KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN NEDENLERİ

Mehmet Ali POLAT¹

ÖZET

ABD’ de ortaya çıktıktan sonra hızla diğer ülkelere de sıçrayan küresel finansal krizin temelinde büyük bir gayrimenkul ve kredi balonu yatmaktadır. Konut balonu oluşmadan önce mortgage kredilerinin büyük bölümünü, prime mortgage denen ve geri ödeme gücü yüksek olan kişilere verilen krediler oluşturmaktaydı. Ancak konut fiyatları artmaya başlayınca, subprime mortgage (eşik altı ipotekli konut kredisi) denilen ve ödeme gücü daha düşük kişilere kullandırılan kredilerin oranı hızla artmaya başlamıştır. ABD’deki finansal sistem kaynaklı olarak ortaya çıkan ve hızla diğer ekonomilere de yayılan küresel mali krizin olumsuz etkileri, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren yıkıcı bir şekilde ortaya çıkmıştır. 2008 küresel krizi, ABD’ de düşük faiz ortamında ödeme gücü yetersiz kişilere özensiz biçimde verilen konut kredilerinin (mortgage) ev fiyatlarında artışa sebep olması; sonrasında ise FED’ in faizleri artırması sonucu değişken faizle kullandırılan konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan problemler ile ortaya çıkmıştır. Konut kredilerinin menkulleştirilerek türev ürünlere çevrilmesi ve finansal kurumların risk kontrolünde gerekli özeni göstermeden bu ürünlere yatırım yapması, krizin boyutunu daha da arttırmıştır. Aslında küresel kriz, konut kredisinin kendisinden çok, konut kredisine dayalı türev ürünlerin meydana getirdiği bir krizdir. Yani, sorunun kaynağını, üzerine türev ürün inşa edilmiş olan mortgage kredilerinin hızlı bir şekilde el değiştirmesi oluşturmıştır. Birçok ülkenin banka portföylerinde, ABD’deki finans piyasalarına ait sorunlu hisse senetleri ve türevlerini bulundurması, bu sorunlu varlıkların değerlerinin düşmesiyle birlikte krizi daha küresel hale getirmiştir. Çalışmanın amacı, finans krizinin temel nedenlerini literatürdeki görüşleri de dikkate alarak incelemektir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Faiz Oranları, Konut Kredileri, Menkul Kıymetleştirme.

REASONS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS

ABSTRACT

A large real estate and credit bubble lies on the backbone of the global financial crisis that has rapidly spread to other countries since it emerged in the US. Much of the mortgage lending before the housing bubble was formed was the loans given to people called prime mortgages and those with high repayment power. However, as housing prices began to rise, the rate of loans called subprime mortgages (less than sub-prime mortgage loans) and used to lower-paying people began to increase rapidly. The adverse effects of the global financial crisis that emerged from the financial system in the US and rapidly spread to other economies have been destructive since the last quarter of 2008. The 2008 global financial crisis has led to an increase in home prices in mortgages, which are given in sloppy manner to people with insufficient pay in the low interest environment in the US; followed by problems with the repayment of the housing loans extended by the floating interest rate that the FED increased interest rates. The fact that housing loans are converted into derivative products and that financial institutions invest in these products without the necessary consciousness for risk control has further increased the size of the crisis. In fact, the global crisis is a crisis brought about by mortgage-based derivative products rather than the housing credit itself. In other words, the source of the problem was the swift change of mortgage loans, on which the derivative was built. Many countries have troubled stocks and derivatives in the banking portfolios of the US financial markets, making the

¹ Doktora Öğrencisi, Uludağ Üniversitesi, mmpol@mynet.com

crisis more global, with the value of these troubled assets falling. The aim of the study is to examine the main causes of the financial crisis taking into account the opinions of the literature.

Keywords: Financial Crisis, Interest Rates, Mortgages, Mortgage Securitization.

1. GİRİŞ

Dünyanın en büyük ekonomisi konumundaki ABD’ de, 2007 yılında başlayan subprime² kredi krizinin temeli 2000’ li yıllara dayanmaktadır. ABD’ de, 2000 yılında yüksek teknoloji şirketlerine ait olan hisse senetlerinin oluşturmuş olduğu balon patlamış ve ardından da 11 Eylül 2001’ de ikiz kulelere saldırı gerçekleştirilmişti. Bu olayların neticesinde yaşanan 2001 ve 2002 yılları ekonomik durgunluğu, FED’ in, kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesine neden olmuştur. FED, 2001 yılında % 6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını, ekonomiyi canlandırmak amacıyla 2003 yılına kadar % 1 seviyesine indirmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi, “değişken faizli” ipotekli konut kredileri (mortgage) için uygulanan faiz oranlarının da düşmesine yol açmıştır. Düşük faiz oranlarının bir sonucu olarak konut satın alma maliyetleri düştüğü için konuta olan talep daha da artmıştır. Bu bağlamda konut fiyatları da artmaya başlamıştır. Bu dönemde artan konut fiyatları, konutu önemli bir yatırım aracı haline dönüştürmüştür. Finans kuruluşları ise böyle bir ortamda, düşük faiz oranlarının etkisiyle daha çok risk almaya başlamış ve daha fazla kar elde edebilmek amacıyla ellerindeki aşırı likiditeyi³ düşük gelirli hane halklarına da eşik altı ipotekli konut kredisi (subprime mortgage) olarak pazarlamaya başlamışlardır. (Alantar, 2008: 2 ; Hedlund ve Kahn, 2009: 2-3 ; Tucker, 2008: 3 ; Boeri ve Guiso, 2007: 38-39). Nitekim, 2001 – 2006 yılları arasında kullandırılan eşik altı ipotekli konut kredilerinin hacmi 2,5 trilyon doları aşmıştır (Gorton ve Metrick, 2012: 430).

Bu sürecin bir sonraki aşamasında ise, bankalar, 2000’ li yılların başından itibaren daha fazla finansman elde edebilmek amacıyla hacmi önemli miktarda artmış olan riskli subprime ipotekli konut kredilerini, teminatlı borç senetleri haline getirip menkul kıymetleştirmeye başlamışlardır⁴ (Mishkin, 2011: 55). Faiz oranlarının düşük olması sebebiyle geleneksel yatırım araçlarındaki düşük getiri, yatırımcıları,

² ABD’ de alt gelir grubuna kullandırılan ve geri ödenmeme riski yüksek olan kredileri tanımlayan “subprime” terimi, dilimizde “eşik altı” olarak adlandırılmaktadır.

³ Küresel likidite, 2000 – 2006 yılları arasında giderek artmıştır. Artan likidite, finans kuruluşlarının işi ve geliri olmayanlara bile kredi vermesine yol açmıştır (Alantar, 2008: 2). Yatırım fonları; gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ve egemen ülke fonları; petrolün de içinde bulunduğu emtia ticareti yapan ülkelerdeki yatırımcılar, yüksek küresel likiditenin arkasındaki üç aktördür. Bu aktörler, 2000 yılından itibaren 11,5 trilyon dolara ulaşan varlıkları ile küresel finans sistemini yönlendirmeye başlamış ve yüksek miktarda tasarruf fazlası sisteme girmiştir (T.C. Chicago Başkonsolosluğu, 2008: 2).

⁴ Menkul kıymetleştirme; likit olmayan varlıkların (ipotekli konut kredileri, otomobil kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı borçları, kurumsal krediler...) teminatlı borç senedi haline getirilip alım satıma konu olabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir (Mishkin, 2011: 255).

bankalarda satılan bu yeni menkul kıymetleri alarak daha çok gelir elde etmeye yönlendirmiştir⁵(Boeri ve Guiso, 2007: 39).

Kredi veren kuruluşların çıkarmış olduğu menkul kıymetlerin faiz oranı Amerikan hazine bonosu faizinin oldukça üzerinde olduğu için, riskli enstrümanlara yatırım yaparak yüksek getiri sağlamaya çalışan yatırımcılar bu menkul kıymetlere büyük ilgi göstermişlerdir. Bu mekanizma ile konut kredileri, yatırımcılara uzun vadeli bir enstrüman olarak satılmıştır (Stein, 2010: 41). Bu bağlamda da, konut kredileri, menkul kıymet şeklinde yeni bir yatırım aracına çevrildiği için bankaların kredi vermek için ihtiyaç duydukları fonlama yeniden sağlanmıştır. Menkul kıymetleştirme ile mortgage kredisi kullananların ödediği faiz giderinin büyük bir kısmı menkul kıymete yatırım yapan yatırımcılara faiz geliri olarak transfer edilmektedir. Bu sistemde krediyi veren finansal kurumlar, hem bilançolarında taşıdıkları faiz riskini azaltmakta hem de çıkardıkları menkul kıymetlerden aracılık ve komisyon gelirleri elde etmektedirler. 2004 yılında FED' in, hane halkı gelirlerinin satın alamayacağı şekilde artan konut fiyatlarının şişirdiği ekonomiyi rahatlatmak ve artmakta olan enflasyon oranını düşürmek için faiz oranlarını yükseltmesi krize giden yolun başlangıç noktası olmuştur. FED, 2004 – 2006 yılları arasında faiz oranlarını 17 defa artırmıştır; 2004 yılında %1 olan faiz oranları 2006 yılında % 5,25' e kadar çıkmıştır. Merkez Bankası' nın müdahalesi sonucunda konut balonu patlamış ve 2006 yılında zirve yapan konut fiyatları düşmeye başlamıştır (Hedlund ve Kahn, 2009: 5; Bianco, 2008: 5). 2007' nin başlarından itibaren geri ödenemeyen kredi sayısı artmaya başlamıştır. Ekim 2007 itibariyle geri ödenemeyen subprime kredi sayısının, toplam subprime kredi sayısına oranı %16 olmuştur. Ocak 2008 itibariyle ise subprime konut kredilerinin %24' ü hacize konu olmuştur. Bu oran subprime dışındaki ipotekli krediler için %3,7' ye ve tüm ipotekli krediler için de %7,3' e yükselmiştir. 2007 yılında haciz edilen konut sayısı 2006' ya göre %79 artarak 1,3 milyona ulaşmıştır (Sapir, 2008: 90). Subprime kredi borçluları borçlarını geri ödeyememeye başlayınca subprime kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerleri düşmüştür. Ağırlıklı bu ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin teminat olarak gösterilmesiyle ihraç edilen teminatlı borç senetlerinin de değerleri düşmeye ve teminatlı borç senedi piyasasında likidite azalmaya başlamıştır. Teminatlı borç senetlerinin değerlerinin keskin bir şekilde düşmesiyle birlikte yatırımcılar teminatlı borç senetlerini orijinal değerlerin % 20' si ile %40' ı arasındaki fiyatlarda satmak zorunda kalmışlardır. Güvensizliğin artmasıyla gelecekteki muhtemel kayıpları dikkate alan bankalar birbirlerine borç vermeyi durdurmuş ve tüm kredi piyasası daralmaya başlamıştır. Teminatlı borç senedi piyasasında likiditenin azalması ve piyasanın gerilemeye başlamasıyla da, ipotekli konut kredisi veren kuruluşlar bu kredileri yatırım bankalarına satamamaya başlamışlardır. Bu gelişmelerin paralelinde, 2007' nin üçüncü çeyreğinden itibaren teminatlı borç senedi ve devlet garantisi taşımayan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı bıçak gibi kesilmiştir (Hedlund ve

⁵ Subprime ipotekli konut kredilerinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde 2001' de 87,1; 2002' de 122,7; 2003' te 195; 2004' te 362,63; 2005' te 465 ve 2006' da 448,6 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymet (mortgage backed security-MBS) ihraç edilmiştir. 2001' de kullanılan subprime konut kredisi tutarının %46' sı kadar menkul kıymetleştirilme yapılmışken, bu oran artarak 2006' da %75' e ulaşmıştır (Ashcraft ve Schuermann, 2008: 2).

Kahn, 2009: 6 ; Crouhy, Jarrow ve Turnbull, 2008: 3 – 4). Bu dönemde sadece riskli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değil, az riskli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerleri de düşmeye başlamıştır (Sapir, 2008: 94).

2. LİTERATÜR TARAMASI

Robert Kuttner (2013: 1 – 4)’ e göre; konut kredilerinin spekülasyona dönüştürülmesine izin verilmesi, Moody’ s ve Standard & Poors gibi regülasyona tabi olmayan bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının bono derecelendirmesi yapmasına izin verilmesi, eşik altı kredilerin denetlenmesinde zaaf gösterilmesi, aşırı kaldıraç sınırlamada başarısızlık, çıkar çatışmalarını gözetim altında tutmada başarısızlık, hedge fonları⁶ ve girişim sermayesinin regüle edilmesinde başarısızlık ve GSA’ nın yürürlükten kaldırılması, 2008 finans krizine yol açmıştır.

Roubini ve Mihm (2012: 69 – 94)’ e göre; finansal yenilikler ve menkul kıymetleştirme, kredi derecelendirme kuruluşları, ahlaki tehlike, de – regülasyon, GSA’ nın yürürlükten kaldırılması ve gölge bankacılık sistemi, küresel finansman ve kaldıraç, 2008 küresel krizine yol açmıştır.

Stiglitz’ e göre (2012: 39)’ e göre; kendi kısıtlamalarından kurtulup, aşırı likidite ve düşük faiz oranları içinde boğulmuş bir piyasanın, bol miktarda riskli subprime kredilendirme sonucu oluşmuş küresel bir gayrimenkul balonu ile birleşmesi küresel krizin en önemli nedenlerindendir.

Mishkin (2011: 257 - 258)’ e göre, finansal yeniliklerin finansal sistemi daha verimli hale getirme potansiyeli bulunmaktadır. Ancak, bu krizde subprime mortgage için yapılan finansal yenilikler, yıkıcı bir etkiye neden olmuştur.

Hevner (2009: 135)’ e göre, krizin temelinde düşük gelirli ve zayıf kredi geçmişine sahip hane halklarına verilen yüksek riskli subprime ipotekli konut kredileri (subprime mortgage loan) bulunmaktadır.

Alantar (2008: 1) ; Swan (2009: 127)’ a göre özensizce verilen konut kredileri, aşırı menkul kıymetleştirme, yetersiz şeffaflık, kredi derecelendirme kuruluşlarının yetersizlikleri ve düzenleyici ve denetleyici kuruluşların doğru zamanda müdahalede bulunamaması sonucunda ABD’ de ortaya çıkan subprime kredi krizi, zamanla küresel bir finansal krize dönüşmüştür.

Boeri ve Guiso (2007: 38)’ ya göre, ikincil piyasada riskli subprime kredilerle bağlantılı menkul kıymetlere talep arttığından dolayı ipotekli konut kredisi veren finansal kuruluşlar, kredi başvurusunda bulunanların kredi geçmişlerine çok fazla dikkat etmemeye başlamıştır; dolayısıyla da, piyasada zayıf kredi geçmişine sahip

⁶ Genel olarak, "hedge fon" terimi, geleneksel olarak karmaşık ve zengin yatırımcılarla sınırlı olan, yatırım stratejilerini gerçekleştirmek için bir takım kaldıraç kullanan, kayıt dışı yatırım havuzlarını tanımlamak için kullanılan özel yatırım ortaklıklarını ifade eder. Hedge fonları yatırım fonu değildir ve bu nedenle de çok sayıda yönetmeliklere tabi değildir (Becker ve Doherty – Minicozzi, 2000: 3).

borçluların sayısı her geçen gün artmıştır. Bu durum, krizin ortaya çıkmasında ve derinleşmesinde etkili olan unsurların başında gelmektedir.

Yatırımcıların daha yüksek risk karşılığında daha yüksek getiri talep etmeleri, teminatlı borç senetlerinin (CDO: Collateralized Debt Obligation) hacmini de artırmıştır (Crouhy, Jarrow ve Turnbull, 2008: 5). Subprime kredi krizinin başlamasında en önemli unsurlardan biri olarak kabul edilen teminatlı borç senetleri, önemli bir türev menkul kıymet türüdür. İpotekli konut kredileri, otomobil kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı borçları, kurumsal krediler gibi birçok farklı varlık bir araya getirilir ve farklı sınıflarda oluşturulmuş teminatlı borç senetleri çıkarılır (Rosen, 2007: 3 ; Tucker, 2008: 3 ; Crouhy, Jarrow ve Turnbull, 2008: 6). Subprime kredilerin yaygınlaşmasıyla birlikte teminatlı borç senetleri, ağırlıklı olarak subprime kredilerin karşılığında çıkarılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dayalı olarak ihraç edilmiştir. Teminatlı borç senedi ihracı, özellikle 2004' ten itibaren artmaya başlamıştır. 2004 yılında 157 milyar dolarlık teminatlı borç senedi çıkarılmışken, bu tutar 2006' da 559 milyar dolara yükselmiştir (Abrahams ve Mingyuan, 2009: 223 – 224).

Görüldüğü üzere, literatürde, 2008 küresel krizinin nedenleri ile ilgili yapılan çalışmalar, genel olarak benzer nedenlere dayanmaktadır. Çalışmada, literatürdeki düşünceler dikkate alınarak 2008 finansal krizinin genel nedenlerinden bahsedilmiştir.

3. KRİZİN NEDENLERİ

3.1 Küresel Finansman, Kredi Patlaması ve Konut Fiyatı Balonu

ABD' nin sürekli artan cari açığının ve diğer ülkelerde oluşan tasarruf fazlalığının⁷ neden olduğu küresel ekonomik dengesizlik, krizin yaşanmasında etkili olan en önemli faktörlerden biridir. Küresel finansmanın yol açtığı kredi bolluğu, krizin en önemli tetikleyicileri arasındadır (The FCIC, 2011: 417 – 418).

1990'ların sonundan itibaren özellikle Çin, gelişmekte olan diğer Asya ülkeleri ve Ortadoğu' nun petrol üreten ülkeleri⁸, büyük tasarruflar oluşturmaya başlamışlardır. Yatırım arayışındaki bu tasarruf havuzu, soluğu ABD' de almış ve ülkeyi kendi imkanlarının üzerine taşımıştır ki; yurtdışından düşük faiz oranları karşılığında gelen ucuz para, kredi patlamasına yol açmıştır. Bir yandan ABD' deki genişletici para politikaları diğer yandan da küresel likidite arzı sayesinde ucuz ve kolay sağlanan kredi imkanı, ipotekli konu kredilerinde hızlı bir artış yaratarak konut sektöründeki talebi arttırmıştır. Bu da konut fiyatlarındaki ani yükselişi körüklemiş ve konut fiyat balonuna, dolayısıyla da yaygın, finansal ve ekonomik zararlara neden

⁷ 1990' larda pek çok gelişmekte olan ülke finansal kriz yaşamıştır. Bu ülkeler, daha sonra toparlanma sürecine girip ihtiyatlı davranarak rezerv biriktirmeye başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkelere oluşan bu küresel sermaye, gelişmiş olan ülkelere akmaya başlamıştır. Sözkonusu sermaye akımları, ABD gibi gelişmiş ülkelerin cari ve bütçe açıklarını finanse etmiştir; ancak, likidite fazlalığına yol açtığı için konut balonunun da oluşmasına neden olmuştur (Alantar, 2008: 2).

⁸ Petrol fiyatlarındaki artış, petrol ihraç eden ülkelerin gelirlerini daha da arttırmıştır.

olmuştur (Mishkin, 2013: 236 – 237 ; Roubini ve Mihm, 2012: 89 – 90 ; The FCIC, 2011: 418).

Artan konut fiyatları, borçluların, evlerinin değeri arttığında daha büyük krediler ile evlerini yeniden finanse edebileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, yükselen konut fiyatları sayesinde, sözkonusu borçluların, krediyi ödemek için evlerini satmaları mümkün olduğundan, temerrüte düşme ihtimallerinin de düşük olduğu varsayılmıştır. Bu kredilerden gelen gelir akımlarına dayanan menkul kıymetlerin büyük getiriler sağlaması da, yatırımcıları memnun etmektedir. Bu yüzden, eşik altı kesime de kredi vermede ani bir artış yaşanmıştır.(Krugman ve Wells, 2011: 407).

Konut fiyatlarının 2006 yılındaki zirve değerinin ardından düşüşe geçmesiyle birlikte finansal sistemdeki çürüme gün yüzüne çıkmaya başlamıştır. Konut fiyatlarındaki düşüş, birçok riskli borçlunun ipoteklerinin batık durumda olduğunu görmesine yol açmıştır. Çünkü, konutun değeri, ipoteğin değerinin altına düşmüştür. Ödenemeyen ipotekler hızla yükselmiş ve sonunda milyonlarca ipotek hacze düşmüştür (Mishkin, 2013: 237).

3.2 Geleneksel Bankacılığın Gerileyişi ve Gölge Bankacılık

Bankaların geleneksel finansal aracılık rolü⁹; kısa vadeli mevduat ihracı ile toplanan fonların, uzun vadeli kredi olarak verildiği ‘ ‘ kısa dönemli borç al ve uzun dönemli borç ver ‘ ‘ şeklinde ifade edilen varlık dönüşüm sürecidir. ABD’ de, finans dışı borç alıcıların en önemli fon kaynağı olan ticari bankaların önemi 2000’ li yıllarda azalmaya başlamıştır. Ticari bankaların toplam finansal aracılık varlıkları içerisindeki payı 1960 – 1980 arası dönemde % 40 iken, 2005’ in sonunda % 30’ lara düşmüştür. Görülmektedir ki, bankaların geleneksel finansal aracılık rolü, yani, mevduatla topladıkları fonları kredi olarak verme işlevleri artık finansal sistemde önemini kaybetmeye başlamıştır (Stiglitz, 2012: 149 ; Mishkin, 2011: 257).

⁹ Bankalar, kısa vadeli parayı ödünç alırlar. Bunlar, genelde mudilerin bankaya borç verdiği mevduatlardır. Bu mevduatlar, bankanın yükümlülüklerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Mudiler, her an paralarını geri isteyebilirler; bankalar bu paraları geri vermek dışında bir seçeneğe sahip değildirler. Bankalar da kendilerine verilen bu mevduatları, ipotek kredisi ve diğer uzun vadeli yatırımlar şeklinde ödünç verirler. Bu bağlamda bankalar, mevduatları, ödünç olarak alınmış para ile oluştururlar, ardından da mevduatları, kredi olarak verirler ve işlettikleri faiz üzerinden kendilerine kar sağlarlar. Bankaların yükümlülükleri, mevduat şeklinde likittir; varlıkları ise, genellikle ticari kredi, tüketici ve konut kredisi şeklinde hemen nakde dönüştürülecek durumda olduğu için likit değildir. Diğer bir ifadeyle, likit olan mevduatlar, hemen nakde dönüştürülecek likit olmayan yatırımlara çevrilmiştir. Bankaların likit olan kısa vadeli yükümlülükleri (bilançonun pasif tarafı) ile likit olmayan uzun süreli varlıklarının (bilançonun aktif tarafı) vadeleri birbirinden farklıdır. Bu farka ‘vade uyumsuzluğu’ denir. Bu farklılık, bütün mudiler aynı anda paralarını geri almak için bankaya hücum etmedikleri sürece, sorun teşkil etmemektedir. Ancak, ‘büyük buhran’ döneminde paniğe kapılmış mudiler aynı anda bankalara hücum ederek buhranın oluşmasına neden olmuşlardır. Bu durumdaki bir bankanın varlıklarını, yani ipotek ve diğer kredilerini satması sözkonusu olabilecektir. Fakat, bankacılık sistemini genel bir panik sarmışsa, tüm bankalar aynı şeyi yapmaya çalışacaktır. Dolayısıyla, bu satışlar, bankalara normal zamanlarda olabileceğinden çok daha küçük bir nakit getirecektir. Bu bağlamda, likidite hücumuna maruz kalan bankaların hızlı bir şekilde temerrüde düşmeye geçtikleri gözlenecektir (Roubini ve Mihm, 2012: 85).

Bankalar, mevduatlarının kısa vadeli, plasmanlarının uzun vadeli olması nedeniyle temerrüde düşme tehlikesi ile karşı karşıya kalabilirler. Bu durumda, iki enstrüman, bankaların imdadına yetişebilmektedir. Bunlardan biri nihai kredi mercii olan FED; diğeri de mevduat sigortasıdır. Bankalara yönelen bir hücum durumunda bir yandan FED, bankaların mudilerine ödeme yapabilmeleri için yeterli nakite erişmelerini sağlayarak varlıklarını yok pahasına satmalarını engellemektedir; diğeri yandan da mevduat sigortası, banka likit bulamazsa hatta borçlarını ödeyemez hale gelirse bile mudilere paralarını geri alma güvencesi vererek, bankalara hücumu daha yolun başında önlemektedir. Ancak, bu iki enstrümanın katılımcı bankalar için bir maliyeti de bulunmaktadır. Bankalar, subjektif risk sorunundan kaçınmak için özerkliklerinin bir kısmından vazgeçmek ve bir maliyet ödemek zorunda kalmışlardır. Buna ilave olarak, Basel I ve Basel II gibi uluslararası düzenlemeleri de eklersek, ticari bankaların altında sıkı bir güvenlik ağı kurulduğunu görürüz (Roubini ve Mihm, 2012: 86 – 87).

Basel I' in aksine, Basel II' deki tavsiyelerin tümü uygulanmamıştır. Çünkü, artık, bankacılık sisteminde herkes istikrar ve güvenlik aramıyordu. Özellikle 1980' lerden sonra finansal hizmetler sektörüne giren çok sayıda kişi, bankacılık sektöründe güvenlik ağı oluşturulmadığı takdirde çok daha fazla para kazanabileceğini fark etmiştir (Arıkan, 2008: 23). Düzenlemelerin dışında kalarak da bankacılık yapmanın yolları vardı ama diğeri yandan da sıradan bankalara sağlanan koruyucu önlemlerin dışında kalmak gerekiyordu. Böylece daha fazla kar elde etmek üzere, kasten düzenlemelerden kaçınma anlamına gelen “düzenleyici arbitraj” kullanılmaya başlanmıştır. Bu arayış gölge bankacılığın yükselmesine neden olmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 88).

Gölge bankacılık sistemi; banka olmayan ama banka gibi görünen, faaliyet gösteren, borç alıp veren, yatırım yapan ve diğeri her yönden banka gibi hareket ettiği halde, hiçbir zaman bankalar gibi düzenlenip denetlenmeyen finansal kuruluşlardan oluşmaktadır. Mevduat bankaları ve gölge bankaların farklılıklarına rağmen, her iki tip banka da banka hücumlarına maruz kalmaktadırlar. Çünkü, gölge bankaların çoğunun tek bir ortak özelliği vardır, o da vade uyumsuzluğudur. Çoğunlukla kısa vadeli likit piyasalardan borçlanmakta sonra da uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Vade ve likidite dönüşümü yapan banka dışı finansal kuruluşlar olarak tanımlanan gölge bankalar, ticari bankalara hücum durumunda olduğu gibi, onlarla aynı kırılganlığı taşımaktadırlar. Yani, bankalara hücum sözkonusu olduğunda, yüz yüze geline aynı kırılganlığı taşımaktaydılar. Panik vurduğunda, geleneksel bankalar ve gölge bankalar, kısa vadeli kredilerini yenileyememiş, likit olmayan hale gelmişlerdir. Gölge bankalar, bu halleriyle krizin merkezinde yer almışlardır. ABD' de konut balonu patladığında, bankaların ve banka dışı finansal kurumların zararları finansal sistemde yaygın iflaslara yol açmıştır (Krugman, 2015: 146 – 147 ; Roubini ve Mihm, 2012: 87 – 88 ; Krugman ve Wells, 2011: 407 – 408).

Krugman (2015: 148 – 149)' a göre, küresel krizin merkezinde, finansal savunmasızlığa yol açtığı için gölge bankacılık sistemi bulunmaktadır. Geleneksel bankaların yaptığı her şeyi yapan ve krizlerde bankalar gibi kurtarılması gereken söz

konusu bu karanlık finans kuruluşları da, bankalar için oluşturulmuş kurallara tabi olup, finansal güvenlik ağının içinde yer almalıydılar.

3.3 Finansal Yenilikler ve Menkul Kıymetleştirme

Başka endüstrilerde olduğu gibi finans endüstrisi de, ürünlerini satarak kar elde eden şirketlerden oluşmaktadır. O halde, finansal kurumların da karını maksimum kılmak için sürekli olarak yenilik sürecine ilişkin gelişmeleri takip etmesi şarttır. Finansal kurumlar, yeni iktisadi çevrede ayakta kalabilmek için finans mühendisliği olarak adlandırılan, müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılayan ve kar getiren yeni ürün ve hizmetleri araştırmaya ve geliştirmeye mecburdurlar (Mishkin, 2011: 250).

2000' li yılların başından itibaren bankalar, daha fazla finansman elde edebilmek amacıyla, etkinliklerinin ve kar kaynaklarının en önemli girdisi olan konut kredisi alacaklarını, dünyadaki kurumsal yatırımcılar ve fon kuruluşları (özellikle de olası zararlara karşı tedbirli kabul edilen fon kuruluşları: hedge fonlar ve off shore) için ilginç ürünlere dönüştürmeye ve en riskli alacakları, bilançolarında kalıcı kılmamak amacıyla farklı yollar denemeye başlamışlardır. Bankalar, böylece ellerindeki en riskli alacaklarını, özellikle de ödeme gücü düşük olanlara verilen kredileri, risklerine göre ayırıp paketler halinde gruplandırmışlardır: Gayrimenkul ipotekli menkul kıymetler (residential mortgage – backed securities) grubu; bazı tüccarların kayıp para olarak adlandırdığı en riskli anapara (equity) grubu; orta (mezzanine) grup (AAA). Bankalar, bu şekilde gruplandırdıkları paketleri, piyasada satışa sunmaktadırlar. Daha somut bir ifadeyle, likit olamayan finansal varlıklar (mortgage kredisi, otomobil kredisi, kredi kartı alacakları...), alım satımına konu olabilir sermaye piyasası menkul kıymetlerine dönüştürülmektedir. Bu sürece, menkul kıymetleştirme denmektedir (Attali, 2015: 48 – 49 ; Mishkin 2011: 55 ; Lucas, Goodman ve Fabozzi, 2006: 7).

Menkul kıymetleştirme öncesindeki uygulama, geleneksel konut kredisi sistemi idi. Bu sistemde konut kredisi veren bankalar, “’oluştur ve elde tut (OTH: Originate to Hold)” modelini izlemekteydiler. Bu işlem, konut alıcısı ile kredi veren banka arasında gerçekleşmekte ve ipotek kredisini oluşturan banka, ipoteği elinde tutmaktaydı. Banka, krediyi verir sonra da borçludan anapara ve faiz ödemelerini tahsil ederdi. Menkul kıymetleştirme adı finansal yenilik sonucunda, bu sistem, önemli bir şekilde değiştirilmiştir. Menkul kıymetleştirme sürecinin başlangıcı, 1970’lerde mortgage taksit ödemelerinin belirli bir havuzda toplanmasına kadar uzanır. 1970’ lerde Devlet İpotek Ulusal Birliği (Ginnie Mae: Government National Mortgage Association) ipotekli kredilerin bir kısmını gayrimenkul ipotek garantili menkul kıymetler şeklinde satışa çıkarmıştır. Yani, ilk kez , ipoteğe dayalı menkul kıymet (MBS: Mortgage – Backed Security) çıkarılarak “’oluştur ve dağıt (OTD: Originate to Distribute)” modeline geçilmiştir. Oluşturulan bu ipotek bir havuzda toplanmış, sonra da bu havuza dayalı bonolar ihraç edilmiştir. Sonuç olarak, ipotek ödemelerini tahsil etmek için 30 yıl beklemek yerine, bonoyu satın alanlardan toplu bir tutar tahsil edilmiştir. Bonolara yatırım yapanlar ise karşılığında, binlerce konut sahibinin yapmış olduğu ipotek ödemelerinin belirli bir tutarını gelir olarak elde etmişlerdir. Menkul kıymetleştirme sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar bir

havuzda toplanıp, piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüştürülmüştür (Roubini ve Mihm, 2012: 71 ; Papadatos, 2009: 175)

Menkul kıymetleştirme, uzun bir süreçten oluşmaktadır. Yatırım bankaları, bankalardan gelen ipotekli konut kredilerini, kredi kartı borçlarını, öğrenci kredilerini ve kurumsal kredileri, teminatlı borç senetleri (CDO: Collateralized Debt Obligations) şekline getirip yeni menkul kıymetlere dönüştürmüşlerdir. Teminatlı borç senetleri henüz 1987’de piyasada yer bulmaya başlamasına rağmen, 1998 yılına gelindiğinde yıllık ihraç 100 milyar doları bulmuştur. 2005 itibarıyla, 1.1 trilyon dolara ulaşan CDO’ lar, en hızlı büyüyen yatırım aracı haline gelmişlerdir. Bu büyüme, CDO’ ların yöneticiler ve yatırımcılar açısından ne denli popüler olduğunun en somut ispatıdır (Lucas, Goodman ve Fabozzi, 2006: 3).

Menkul kıymetleştirme, ilk başlarda, en çok krediye değer, düşük riskli ve birincil (prime) kişilere verilen ipotekli konut kredileri ile sınırlıydı. Bu durumda konut balonu sözkonusu değildi. Ancak, konut balonunun oluşmasından sonra, en az krediye değer, eşik altı, yüksek riskli ve ikincil (subprime) kişilere verilen ipotekli konut kredilerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Dolayısıyla, menkul kıymetleştirmenin kapsamı büyük ölçüde genişlemiştir. CDO’ nun yatırım aracı olarak bu denli popüler oluşu, bankaların, konut kredileri arzını sınırsızca genişletmesinin de önünü açmıştır. Artık, geleneksel konut piyasası talebinin doymasıyla bankalar, geçmişte kredi vermedikleri eşik altı (subprime) borçlulara da kredi vererek risk almaya başlamışlardır.

Yatırım bankalarının, üstlenebileceklerinden çok daha fazla risk altına girmelerine neden olan diğer faaliyetleri ise kredi takas sözleşmeleri (CDS: Credit Default Swaps) yapmış olmalarıdır. Bu sözleşmeler; borcun alacaklı tarafının bankaya düzenli bir ödeme yapması halinde, borcun borçlu tarafından ödenmemesi durumunda banka tarafından alacaklıya ödeneceğinin taahhüt edildiği bir dayanaktır. Bu sözleşmeler görünürde çok karlıdır. Çünkü, borç ödendiği sürece hiç bir işlem yapmadan düzenli olarak elde edilen bir gelir söz konusudur. Ödenmediği takdirde ise (ki bu ihtimal göz önünde bulundurulmadığı için küresel kriz sürecinde ortaya çıkmıştır) yatırım bankası, borcunun borcunu ödemeyi taahhüt ettiği için, hesapta olmayan bir giderle baş başa kalmaktadır (Santos, 2009: 150).

CDO’ ları bankalardan alan yatırımcılar, bu menkul kıymetleri alırken onların güvenilirliğinden emin olmak istemekteydi. Nitekim, kredi derecelendirme kuruluşları burada devreye girerek sözkonusu menkul kıymetlerin güvenilirliğini belgelemekteydi. American Uluslararası Grup (AIG: American International Group) ise, kredi temerrüt takası (CDS: Credit Default Swap) olarak adlandırılan özel bir türev ürün olan sigorta satmaktaydı. Bu borç senetlerinin geri ödenmemesi ihtimali bağlamında geleneksel olarak bankalar kredi operasyonlarını sigortalatmak zorunda oldukları için, CDS’ ler, son derece karmaşık CDO’ ları satın alan yatırımcılar tarafından alınmayı gerektirmekteydi. CDS’ lerin çekiciliği de bu gerçekte yatmaktadır ki, bu durum, daha fazla kredi verilmesini mümkün hale getirmektedir (Stiglitz, 2012: 270 – 272 ; Attali, 2015: 48 – 50). Olağanüstü kazanç vaadi taşıyan bu menkul kıymetlendirilmiş türev ürünler; Bear Stearns, Merrill Lynch, Citigroup, Lehman Brothers, AIG gibi ticari bankalar ve olası zararlara karşı tedbirli fonlar

(hedge fonlar) tarafından yeni finansal ürünlerden pay kapma yarışı içinde olan tüm finans kuruluşlarına satılmışlardır. CDS' lerin asıl genişlemesi, 1998 yılında, JP Morgan Chase¹⁰ in türev ürün uzmanlarının, American International Group (AIG) adlı devasa şirketi, CDS' leri CDO' lar için yazmaya ikna ettiklerinde başlamıştır (Gowan, 2009: 14).

Yatırım ve ticaret bankalarının türev varlıkları alıp sattıkları işlemlerin ne kadar genişlediğini görmek için, faiz oranı ve döviz türevlerinin işlem gördüğü "Tezgah Üstü" (OTC: Over The Counter) piyasaların Haziran 2007 yılı itibariyle 400 trilyon dolarlık tutara ulaştığını görmek yeterlidir (Santos, 2009: 150).

Menkul kıymetleştirme olarak bilinen süreç içerisinde bu mortgagelar parçalara ayrılıp tekrar tekrar paketlenmiş ve ülkedeki her bankaya ve yatırım fonuna aktarılmışlardır. Bankalar ya da olası zararlara karşı tedbirli fonlar (hedge fonlar) da riskleri anlayacak ya da kavrayacak bilgiye sahip değillerdi (Attali, 2015: 51). İskambil kağıtlarından yapılma bu evler sonunda çöktüğünde, çok önemli kurumlardan bazılarını da beraberinde çökertmiştir: Lehman Brothers, Bear Sterns ve Merrill Lynch. Ancak, bu eziyet, ülke sınırları içinde de kalmamıştır. Dünyanın her köşesine satılmış çok sayıda menkul kıymetleştirilmiş mortgage, Norveç' ten Bahreyn' e ve Çin' e kadar pek çok banka ve yatırım şirketi için tehlikeli bir hale gelmiştir (Stiglitz, 2012: 144 – 145).

3.4 Glass – Steagall Yasası (GSA)' nın Yürürlükten Kaldırılması ve Dev Finans Şirketlerinin Kurulması

1929 Büyük Buhranı' ndan sonra finansal sisteme getirilmiş olan regülasyonlar, 1980 yılından itibaren ya hafifletilmiş ya da kaldırılmıştır. Bunlardan en dikkat çekenini ise daha önce açıklanan 1933 tarihli GSA' dır. GSA, ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında kesin bir ayırım yapmış ve faaliyet alanlarını kalın çizgilerle belirlemiştir; bu bağlamda da, ticari bankaların menkul kıymetler endüstrisi ile riskli ortaklıklar kurup spekülasyon işlemleri yapmasını engellemiştir (Carpenter, V. Murphy ve M. Murphy, 2016: 5 ; Roubini ve Mihm, 2012: 243). Geleneksel ticari bankacılık ve menkul kıymet faaliyetlerinin sınırlarını belirleyen 1933 tarihli GSA ile kurulmuş olan güvenlik duvarı, 1980' lerde erimeye başlamıştır; en sonunda da 1999' da kabul edilen Gram – Leach – Bliley Yasası (GLBA: Gram – Leach – Bliley Act) ile tamamen ortadan kaldırılmıştır (Carpenter, V. Murphy ve M. Murphy, 2016: 15).

Robert Kuttner (2013: 1 – 4)' e göre, GSA'nın 1999 yılında yürürlükten kaldırılması, 2008 Küresel Finansal Krizi' ni tetiklemiştir¹¹. Yatırım bankaları ile

¹⁰ JPMorgan Chase & Co., ABD merkezli uluslararası bankacılık ve finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren bir şirkettir. 2000 yılında Chase Manhattan Corporation'un, J.P. Morgan & Co. ile birleşmesiyle kurulmuştur. Şirket, ABD'nin en büyük bankasıdır ve toplam malvarlığı bakımından dünyanın altıncı büyük bankasıdır (https://tr.wikipedia.org/wiki/JPMorgan_Chase).

¹¹ Bariyerlerin yıkılması, mevduat sigortası ve nihai kredi merci desteğine erişimi olan bankaların, bankacılıktan daha ziyade kumar oynamayı andıran riski yüksek faaliyetlerde bulunması anlamına gelmekteydi. Bu, finansal sistem ve ekonomi için genelde kötü bir uygulamaydı. Bu konuda, Keynes' in 1936' da yapmış olduğu tespit şu şekildedir: "Bir ülkenin sermaye gelişimi bir kumarhanenin yan işleri haline geldiği zaman, iş muhtemelen kötü yapılmış demektir." (Roubini ve Mihm, 2012: 244).

ticari bankalar iki ayrı kategoridir ve birbirleri ile örgülü bir ilişki içinde bulunmamaları gerekir. GSA'nın bu açık hükümlerine rağmen, 1980'li yılların başında, GSA'nın zımni olarak delinmesine ve yatırım bankaları ile ticari bankaların birbirine daha fazla benzemesine izin verilmiştir. 1999'a kadar Citigroup hızlı davranarak, içinde ticari banka, yatırım bankası, hisse senedi brokerliği ve sigorta şirketi bulunan bir 'süpermarket' oluşturduğunda, GSA'nın içi öylesine boşaltıldı ki pratik olarak yürürlükten kalkmış oldu. GLBA ise sadece GSA'yı yasal olarak sonlandırmış oldu. Ticaret ve yatırım bankaları arasındaki ayırımın ortadan kaldırılmış olması, finansal ekonominin reel ekonomiye finansman sağlama fonksiyonunu ikinci plana itti ve finansal sisteme spekülasyon hakim oldu. Spekülasyondan orta sınıf istifade etti ve giderek zenginleşti, ancak 2008 krizinin doğurduğu finansal risk vergi ödeyenlerin üzerinde kalmıştır.

GLBA'nın yürürlüğe girmesinden sonra ticari bankalar, yatırım bankaları ve sigorta şirketleri birlikte hareket edip mega tekelleşme¹² girişimlerine başlamışlardır. Bunun sonucunda da, batmasına izin verilemeyecek büyüklükte¹³ dev finans şirketleri kurulmaya başlanmıştır. Batmasına izin verilemeyecek kadar büyük finansal kuruluşlar, büyük ve karmaşık olmaları ve finansal sistemde yer alan diğer kuruluşlarla olan bağlantıları nedeniyle iflas durumuna yaklaşmaları halinde, sistemik riske yol açmaktadırlar. Bu bağlamda, bu dev finans şirketlerine, iflas olasılığı halinde kamu kaynakları kullanılarak sermaye desteği sağlanmaktadır. Sözkonusu kuruluşlara yönelik olarak alınan tedbirler sayesinde, büyük ve sistemik önemi bulunan kurumların olası iflası ile reel ekonomi üzerinde oluşabilecek olumsuz etkiler önlenebilmektedir. Ancak, batmalarına izin verilmeyeceğini bilmek, bu finans şirketlerini daha fazla risk alması yönündeki ahlaki tehlike güdüsü ile teşvik etmiş ve finansal sistemin kırılganlığını arttırmıştır. Böylelikle de, bütün bu süreçler bir araya gelerek 2008 küresel finansal krizi ortaya çıkmıştır (TCMB, 2013: 123 ; Stiglitz, 2012: 54).

8 Ekim 1998'de, bankacılık devi Citicorp ile finans şirketleri grubu Travellers Group'un birleşmesiyle Citigroup adlı dev finans şirketi kurulmuştur. Citigroup, Forbes Global 2000¹⁴ verilerine göre dünyanın en büyük şirkettir. Citigroup, küresel kriz sırasında çok büyük kayıplar yaşamış olduğu halde, Kasım 2008'de ABD hükümetinin büyük bir teşvik paketiyle kurtarılmıştır. 2008 yılında küresel finans krizi sırasında, yatırım bankaları Bear Stearns, Lehman Brothers ile sigorta şirketi AIG de büyük kayıplar yaşamıştır. FED ve ABD Hazinesi, aynı şekilde bu finansal kurumlara da fon sağlamıştır. Bu tarz finans kuruluşları, iflas durumuna yaklaşmaları

¹² 2007 yılı itibariyle ABD'de en büyük beş ticari banka ile en büyük beş yatırım bankasının varlıkları toplamı, ABD'nin 2007 GSYİH'sinin % 80'ine ulaşmıştır. Bunun nakdi karşılığı da 11,4 trilyon dolardır. Bu büyüklükteki bir finansal güç de yasama organı üzerinde, oluşturduğu lobi faaliyetleri ile baskı kurmuştur (Bocutoğlu, 2014b: 26).

¹³ Finansal birleşmelerin bir sonucu olarak bankaların ölçekleri artmış ve daha büyük finans kurumları haline gelmişlerdir. Bu büyük kurumların iflası durumunda, finansal sistemin sistematik risk ile karşılaşacağı beklenen bir gerçektir. Sistematik riskin piyasalara vereceği zarar da dikkate alındığında, bu büyük finans kurumlarının ayakta kalması zorunludur. Finansal birleşmeler sonucu oluşan bu büyük kurumlar "iflas edemeyecek kadar büyük" olarak nitelendirilmiştir (Mishkin, 2011: 283).

¹⁴ Forbes Global 2000, Forbes dergisi tarafından hazırlanmış, dünyanın en büyük 2000 şirketinin sıralı bir listesidir.

halinde sistemik riske yol açıp ülke ekonomisinde krize neden olabilecekleri için, bunlara, kamu kaynakları kullanılarak hükümet tarafından sermaye desteği sağlanmıştır; böylece, batmalarına izin verilmemiştir (The FCIC, 2011: 260 – 262, 280 – 283, 299 – 300, 353).

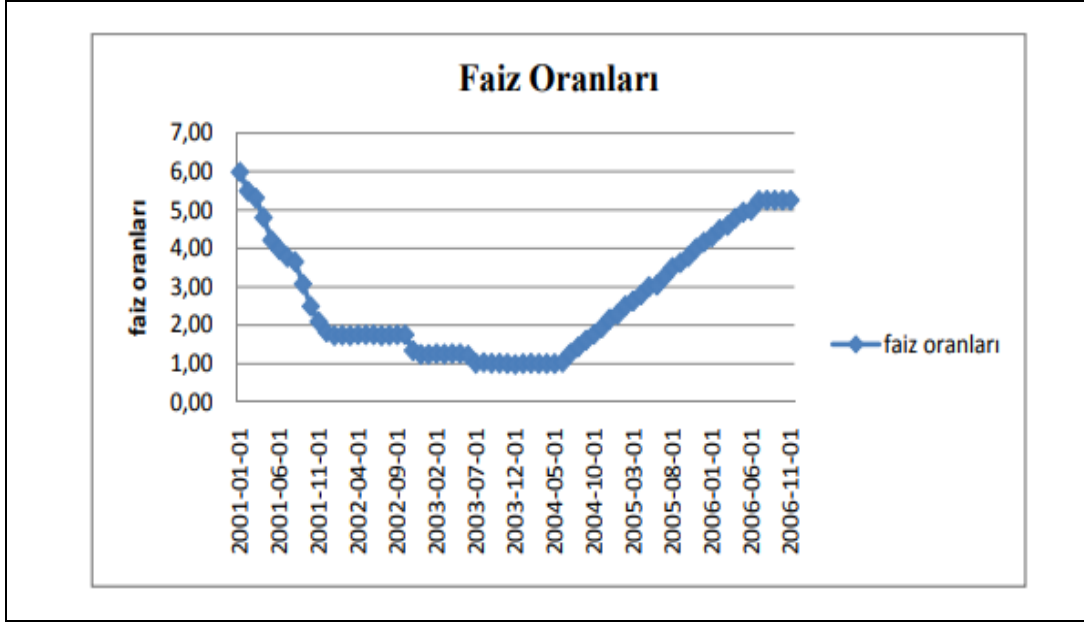
3.5 FED’ in Gevşek Para Politikası ve Düşük Faiz Oranları

1997 – 1998 yıllarında, ABD’ deki insanların finans piyasalarında gördüğü en dikkat çekici durum, hisse senedi alan herkesin çok para kazandığı idi. O yıllarda, insanlar, daha fazla satın aldıkça, hisse senedi fiyatları da artıp balon gibi şişmeye başlamıştır. Böylece de, borsaya daha fazla fon akmıştır. Hisse senedi fiyatlarında doruk nokta, 2000 yılının ortalarıdır (Stiglitz, 2012: 132 – 133).

Hisse senedi balonunun şişmesinin ardından konut balonu da şişmeye başlamıştır. FED Başkanı Greenspan, regülasyonlardan ve piyasalara devlet müdahalesinden hoşlanmadığı için, serbest piyasa ekonomisini ve düşük faiz politikasını savunmuştur. Başkanlığı döneminde izlediği düşük faiz politikası, konut balonunun oluşmasında önemli bir rol oynamıştır. 2003’de ABD faiz oranları; kısmen FED politikası yüzünden ve kısmen de diğer ülkelerden özellikle Çin’den gelen büyük miktarda sermaye girişi nedeni ile tarihi düşük seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu düşük faiz oranları, konut piyasasında bir patlama yaşanmasına yol açmış, bu da ABD ekonomisinin 2001 resesyonu sonrası yaşanan durgunluktan çıkmasına yardımcı olmuştur. Fakat, konut piyasasında patlama yaşanırken, finans kuruluşları giderek artan riskler¹⁵ almaya başlamışlardır. Bu riskleri almalarının nedeni ise, FED’in aksi bir durumda kendilerini nasıl olsa kurtaracağı düşüncesi idi. Yani, traderlar, FED’in sürekli genişletici para politikası uygulayıp balonları şişireceğini ve balonlar patladıktan sonra da yatırımları kurtarmaya koşacağını bilmekteydiler. ‘Greenspan Putu’ denen bu olgu, geniş ölçekte bir ahlaki tehlikeye neden olmuştur (Bocutoğlu, 2014a: 93).

¹⁵ Dönemin FED başkanı Greenspan da risk alınmasını desteklemiştir. 2004’te yaptığı konuşmasında ”Konut sahipleri geçen on yılda sabit faizli mortgagelar yerine, değişken faizli mortgagelar almış olsaydılar onbinlerce dolar kazanmış olurlardı” demiştir. Karşılayabilecekleri en büyük mortgageları almaları için, yapılan resmi çağrıya uyan kişiler, birden bire bütçelerini aşan ödemelerle karşılaşmışlardır. Hepsi de evlerini satmaya çalışınca, konut fiyatları düşmüştür. Sonucunda da konut sahipleri mortgagelarını ödeyemez hale gelmişlerdir (Stiglitz, 2012: 156 – 157).

Grafik 1: 2001 – 2006 yılları arasında ABD faiz oranları (Effective Federal Funds Rates)



Kaynak: Economic Resarch Federal Reserve Bank of St. Louis.

Greenspan, yüksek riskli kredi vermedeki artışın iyi bir gelişme olduğuna inanıyordu. ABD’ de regülasyonların devamlı olarak azaltılmasında Greenspan ve ekibinin önemli derecede payı bulunmaktadır (Stiglitz, 2012: 262 – 264 ; Bocutoğlu, 2014a: 93 – 95).

Hanelerin ve şirketlerin borçlanmasına dayalı gidişatın devamlılığı için faiz oranlarının düşük olması gerekir. Amerikan Merkez Bankası da bu yönde karar almıştır. Greenspan’ ın alındığında herkes tarafından alkışlanan önemli kararının uzun vadede aslında bir facia olduğu ortaya çıkmıştır. Alınan karar; şirketlere, yatırım fonlarına ve kişilere daha fazla kredi alma imkanı sunmuştur. Bu zenginlik etkisi, zaten borç içindeki bir hanenin daha fazla borçlanmasına, daha fazla tüketmesine ve böylece de edinilmiş varlıkların fiyatlarının yükselmesine imkan tanır. Bu olay, sadece ABD’ ye özgü bir durum değildir. Mekan fark etmeden her zaman gerçekleşmesi beklenen bir durumdur (Attali, 2015: 47).

Önce hisse senetlerinde, ardından da konutta ortaya çıkan iki varlık balonu sırasında FED başkanlığı yapan Greenspan’ ın, bu konuda ne kadar başarısız olduğu, görevinden ayrılmasından sonra açığa çıkmıştır (Krugman 2010: 129). Küresel krizin patlak vermesi ile birlikte Greenspan, hedef tahtası haline gelmiştir. Kriz patlak verdiğinde FED başkanı Bernanke idi. Bernanke de, krizin ardından finansal balonu sürdürmüştür. Piyasalar kötüye gittiğinde FED’in müdahalesini gerektiren Greenspan katkısı, yerini Bernanke katkısına bırakmıştır. Bu katkı, balonu daha da şişirmiş ve aşırı risk iştahını kabartmıştır. 2007 yılı yaz aylarında sorunların ilk işaretleri belirdiğinde, FED ve Avrupa Merkez Bankası piyasalara çok yüksek miktarda likidite sağlamıştır. Ağustos’un ilk iki haftasında Avrupa Merkez Bankası 274 milyar dolar civarında, FED ise 2007 Ağustos başında 38 milyar dolar parayı piyasaya sürmüştür. Kriz patlak vermesi ile birlikte FED, piyasaları likiditeye boğmuştur. Bu sayede, faiz oranlarını sıfıra yakın seviyeye çekmiştir. Burada niyet, işlerin daha kötüye gitmesini, finansal sistemin çöküşünü engellemektir. Düşük faiz oranlarının ekonomiye yeniden

hareket kazandırmaması hiç şaşırtıcı olmamıştır. Çünkü, şirketler, ucuz maliyetli para bulmuş olmalarına rağmen, yatırım yapmaya yanaşmamışlar ve parayı ellerinde tutmuşlardır. Diğer yandan bankalar da elde ettikleri ucuz maliyetli parayı ellerinde tutmuşlar, beklenildiği gibi piyasaya yeni kredi olarak sunmamışlardır (Stiglitz, 2012: 221 – 222).

3.6 Kaldıraç Kullanımı

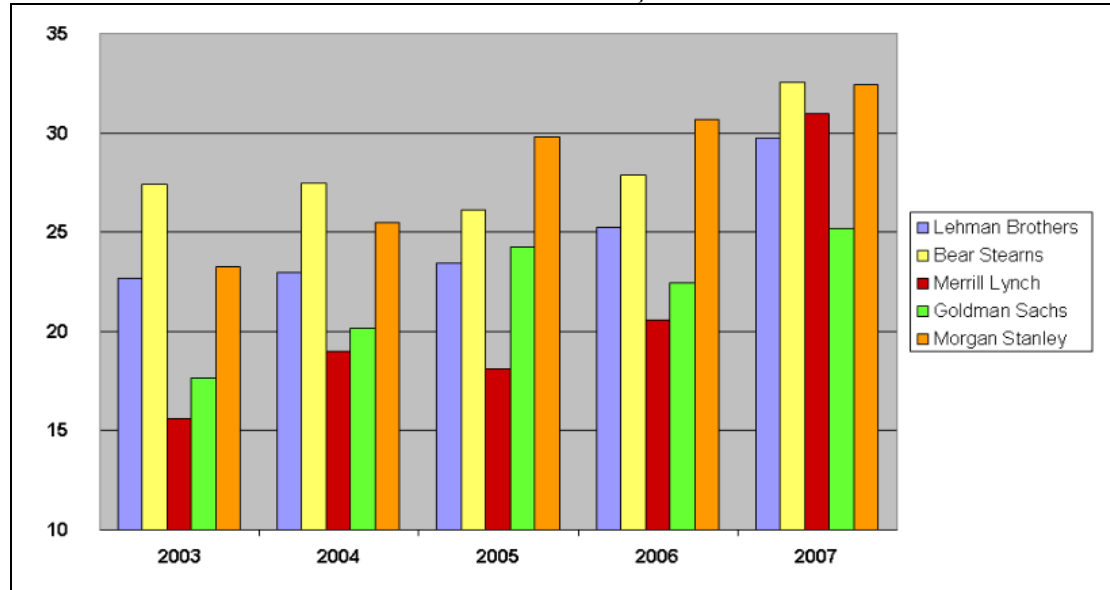
Kaldıraç, bir finansal kuruluşun, yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finanse ettiği anlamına gelmektedir. Yani, borcun, yatırımın tamamlayıcısı olarak ne oranda kullanıldığını ifade etmektedir. Borç ve kaldırıca ne kadar ağırlık verilirse finansal sistem de o kadar kırılgan hale dönüşmektedir. Bir ekonominin oyuncularının, faaliyetlerini finanse etmek amacıyla borçlanmaya yönelmeleri, onların iflasa yatkın hale geldiğini göstermektedir. Kaldıraç kullanımı ile küresel kriz arasında bağlantı olduğu bilinen bir gerçektir (Attali, 2015, 47 – 48).

Çoğu kriz, belirli aktif varlıkların fiyatının, gerçek değerinin çok üzerine yükseldiği bir süreçten sonra başlar. Bu süreç sırasında oluşan balonlar, aşırı borçlanmayla el ele ilerler. Çünkü, yatırımcılar, yükselişten pay alabilmek için genellikle borçlanırlar. Varlık değerlerinin hızla artması, yani balonun oluşması, kredi arzındaki aşırı artışla doğru orantılıdır. Bu durum, finansal sistemin yeterince sıkı bir düzenlemeye tabi tutulmadığını, hatta merkez bankasının gevşek bir para politikası uyguladığını göstermektedir. Kredi giderek ucuzlayıp bollaştıkça, talep gören varlığın satın alınması giderek kolaylaşmaktadır. Talebin artarak arzın üstüne çıkması sonucu, fiyatlar yükselmektedir. Balonun merkezindeki varlıklar, tipik olarak teminat olarak gösterilebildiği ve teminatın fiyatı yükselmeye devam ettiği için, her geçen gün daha fazla borçlanılabilme imkanı doğmaktadır. Başka bir ifadeyle, kredi alanlar kaldıraçın gücünden yararlanabilmektedir. Fakat, balona konu olan varlık grubunun arzının talebi aştığı noktada, balonun büyümesi durmaktadır. Fiyatların yükselmeye devam edeceğine olan inanç yok olmakta ve konut fiyatları düştüğü için borçlanmak giderek zorlaşmaktadır. Yüksek getiri amacıyla genellikle türev piyasalarda yüksek kaldıraçlı işlem yapan serbest fonlar, sahip oldukları fon tutarının oldukça üstünde yatırım yaptıkları için piyasanın olumlu gittiği durumda amaçladığı yüksek getiriye ulaşırken, piyasalarda negatif gelişmelerin olduğu dönemlerde ise büyük zararlar etmektedir. Konut kredisi kaynaklı olarak piyasalarda meydana gelen negatif gelişmeler, konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerde büyük pozisyon taşıyan serbest fonları ciddi zararlara uğratmıştır. Bu süreç ABD’ de yeni konut arzı, talebi aştığında başlamıştır. Fiyatlar yükseldiğinde inşa edilmiş olan çok sayıda konut talep bulamaz hale gelmiştir. Çünkü, aşırı yüksek fiyatlar ve yükselen ipotekli konut kredisi faizleri, alıcıların bu piyasaya daha fazla gömülmesini engellemiştir (Colander, Föllmer, Haas, Goldberg, Juselius, Kirman, Lux ve Sloth, 2009: 12 – 13 ; Roubini ve Mihm, 2012: 25 – 27).

İnsanlar ve şirketler, fiyatların bundan sonra yükselmeyeceğini, borçlanmanın giderek zorlaştığını anlamışlardır. Çünkü, balon, kolay paraya, yani, borçlanmaya(kaldıraç) ihtiyaç duyar. Borçlanma sağlanamazsa fiyatlar düşmeye başlar. Borç, fiyatların düşmesiyle birlikte daha da bulunamaz hale gelir (Roubini ve Mihm, 2012: 26 – 27).

Grafik 2’ de de görüldüğü üzere, 2003 – 2007 yılları arasında ABD’ de beş büyük yatırım bankasının (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs ve Morgan Stanley) finans sistemindeki kaldıraç oranları ürkütücü boyutlara ulaşmıştır. Yatırım bankalarının kaldıraç oranı 33’ e 1 seviyesine kadar yükselmiştir. Yani, bankanın kullandığı paranın sadece 33’ te 1’ i kendi sermayesinden oluşmaktadır. Bu da, varlıklarındaki yüzde üçlük bir değer kaybının iflas etmelerine yol açabileceğini göstermektedir. Söz konusu bankalar, varlık değerlerinin yükseldiği durumlarda, buna cevap olarak bilanço boyutlarını arttırmışlar ve daha fazla kaldıraç kullanarak daha fazla borçlanırlar hale gelmişlerdir.

Grafik 2: 2003 – 2007 Dönemi Yatırım Bankaları Kaldıraç Oranları



Kaynak: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/9/9f/Leverage_Ratios.png

Aşırı yükseliş çöküşe dönüştüğünde, balonun kökenindeki varlık fiyatının düşmesi, panikle yapılan teminat tamamlama çağrısını tetiklemekte, kredi kullananlardan ek teminat ya da nakit talep edilmektedir. Bu da kredi kullananları, bazı mal varlıklarını yok pahasına elden çıkarmaya zorlayabilir. Kısa sürede varlık arzı talebin çok üstüne çıkmakta, fiyatlar daha da düşerek ve kalan teminatın değerinin dibe vurmasına yol açmaktadır. Bu da ilave teminat tamamlama çağrısını ve riski azaltma çabalarını harekete geçirmektedir. Çıkış için hücum sırasında herkes daha güvenli ve daha likit varlıklara yönelmekte ve balonun odağındaki varlıktan uzak durulmaktadır. Panik başladığında, balon sırasında fiyatların asıl değerinin üzerine çıkışı gibi, çöküş sırasında da fiyatların asıl değerinden oldukça altına indiği görülmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 27).

Bu süreç, 2007 ve 2008’ de tam anlamıyla gerçekleşmiştir. Ev sahipleri, ipotekli konut kredilerini ödeyemedikçe, bu kredilerden türetilmiş olan menkul kıymetlerin değeri hızla düşmüş ve çöküş başlamıştır. Yüksek borçlu finansal kurumların uğradığı zararlar, onları maruz kaldıkları riski azaltmak için harekete geçirmiştir. Bankalar, kredi vermeyi durdurmuşlar ve böylelikle bütün ekonomiye yayılan bir likidite ve kredi krizi sorununu tetiklemişlerdir. Finansal sistemdeki güven çöküşü finansal firmaların büyük zararları ile birleşince ciddi bir ters kaldıraç

döngüsüne (varlıktan paraya geçerken kredilerin geri çağırılması) ve tüm ekonomide bir kredi krizine yol açmıştır. Bireyler ve kurumlar mevcut kredilerini yenileyememiş, yeniden finanse edememiş, mal ve hizmetlere çok daha az harcama yapar hale gelmişlerdir. Dolayısıyla ekonomi küçülmeye başlamıştır. Finansal krizi başlatan şeyler reel ekonomiye de yayılmış, çok yönlü zarara neden olmuştur.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Temmuz 2008’ de FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), Indymac Bankası’ na el koymuştur ki, bu finansal kuruluşun iflası ülke tarihinin en büyük ikinci iflası olarak kayıtlara geçmiştir. Freddie Mac ve Fannie Mae’ nin hisse senetlerinin %70’ lere varan oranlarda düşmesi ise krizi iyice derinleştirmiştir. Nitekim, bu bağlamda, Eylül 2008’ de hükümetin bu iki kuruluşa el koyması güven ekonomisinden paniğe geçişi başlatmıştır. Eylül 2008’ de mali kriz, hızını daha da artırmaya başlamıştır. Bu ay içinde Merrill Lynch, Bank of America tarafından satın alınmıştır; FED, ABD’ nin en büyük sigorta şirketi olan AIG’ ye mali yardımda bulunmuştur; 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers iflas etmiştir. Yatırım bankalarının zor duruma düşmelerine, özellikle sermayelerine göre çok fazla borçlanmaları, ipotekli konut kredileriyle bağlantılı riskli menkul kıymetlere büyük yatırımlar yapmaları ve etkin risk yönetimi uygulamaları yapmamaları neden olmuştur (Richards, 2008: 11, 16, 17, 21 – 26 ; Stiglitz, 2012: 49 – 50, 77 – 78).

Sonuç olarak, konut kredisi ile ev alan kişiler kredilerini ödeyemedikçe bu kredilerden türetilmiş olan menkul kıymetlerin değeri hızla düşmüştür. Oluşan kriz ortamı nedeniyle bankalar, kredi akışını yavaşlatmışlardır. Böylece, tüm ekonomiye yayılan bir likidite sorunu meydana gelmiştir. ABD finansman sisteminin yanında, Avrupa’ nın büyük finansal kuruluşlarının da bu tarz türev ürünlere yatırım yapması, krizin, ABD ölçeğiyle sınırlı kalmayıp Avrupa’ nın dev ekonomilerine sıçramasına yol açmıştır.

KAYNAKÇA

- ABRAHAMSON Clark – Mingyuan Zhang (2009), *Credit Risk Assessment: The New Lending System for Borrowers, Lenders, and Investors*, John Wiley & Sons, New York.
- ALANTAR Doğan (2008), *Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme*, Maliye Finans Yazıları, Sayı 81.
- ARIKAN Ahmet Naci (2008), *Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz Ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler*, Ümit Ofset, Ankara.
- ASHCRAFT Adam – Til Schuermann (2008), *Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports, No. 318.
- ATTALI Jacques (2015), *Kriz ve Sonrası: 2008 Krizinin Üzerinden Ufka Bakarken*, Ekslibris Yayıncılık, Yayın No: 9, İstanbul.
- BECKER Brandon – Colleen Doherty – Minicozzi (2000), *Hedge Funds in Global Financial Markets*.http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/WilmerHale_Shared_Content/Files/Editorial/Publication/Markets.pdf.(11.11.2017).
- BIANCO Katalina (2008), *The Subprime Lending Crisis*, CCH, Amsterdam.
- BOCUTOĞLU Ersan (2014a), *ABD’ de 1933 Glass – Steagal Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Küresel Finansal Krizini Tetikledi mi?: Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme*, Bankacılar Dergisi, 90, ss. 83 – 111.

- BOCUTOĞLU Ersan (2014b), *Hukuk ve İktisat İlişkileri İçin Bir Örnek Olay Olarak Glass – Steagall Yasası İle 2007 Küresel Finansal Krizi Bağlantısı*, Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Kongresi, Antalya.
- BOERI Tito – Luigi Guiso (2007), *The First Global Financial Crisis Of The 21st Century*, Felton, Andrew ve Reinhart, Carmen (edt.), *The Subprime Crisis: Greenspan’ s Legacy*, CEPR, London, ss. 37-39.
- CARPENTER David H. – Edward V. Murphy – M. Maureen Murphy (2016), *The Glass Steagall Act: A Legal and Policy Analysis*, Congressional Research Service, 7 – 5700. <https://fas.org/sgp/crs/misc/R44349.pdf> (28.11.2017).
- COLANDER David – Hans Föllmer – Armin Haas – Michael Goldberg – Katarina Juselius – Alan Kirman – Thomas Lux – Brigitte Sloth (2009), *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics*, Kiel Working Papers 1489, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, Germany.
- CROUHY Michel – Robert A. Jarrow – Stuart M. Turnbull (2008), *The Subprime Credit Crisis Of 07*, <https://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/bank-research-conference/annual-8th/turnbull-jarrow.pdf> (26.11.2017).
- GORTON Gary – Andrew Metrick (2012), *Securitized Banking and The Run on Repo*, *Journal of Financial Economics* 104, ss. 425 – 451.
- GOWAN Peter (2009), *Crisis in the Heartland Consequences of the New Wall Street System*, *New Left Review*, Issue 55, ss. 49 – 72.
- HEDLUND Erik – Hashim Kahn (2009), *The Subprime Crisis*, Chalmers University of Technology, Gothenburg.
- HEVNER Leland B. (2009), *Adding a Real Estate Component to Your Portfolio – Considering a Truly Unique Asset*, Chapter 8, *The Perfect Portfolio, A Revolutionary Approach to Personal Investing*, John Wiley & Sons, Inc., ss. 135 – 157.
- KRUGMAN Paul (2010), *Crises*, <https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>.
- KRUGMAN Paul – Robin Wells (2011), *Makro İktisat*, 2.Baskıdan Çeviri, Ankara: Palme Yayıncılık : 592, Ankara.
- KRUGMAN Paul (2015), *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, 7. Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul.
- KUTTNER Robert (2013), *Seven Deadly Sins of Deregulation and Three Necessary Reforms*, *The American Prospect*. [http://prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms\(10.10.2017\)](http://prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms(10.10.2017)).
- LUCAS Douglas J. – Laurie S. Goodman – Frank J. Fabozzi (2006), *Collateralized Debt Obligations: Structures And Analysis*, Second Edition, Wiley Finance, USA.
- MISHKIN Frederic (2011), *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadi*, 8. Baskıdan Çeviri, The Addison – Wesley Series in Economics.
- MISHKIN Frederic (2013), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 10 th Ed., Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited.
- PAPADATOS Demophanes (2009), *Günümüz Kapitalizmde Merkez Bankacılığı: Enflasyon Hedeflemesi Ve Finansal Krizler*, Finansallasma Ve Kapitalizmin Krizi, Yordam Kitap, 2009.
- RICHARDS Dan (2008), *Subprime Mortgage Crisis*.[http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf\(03.12.2017\)](http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf(03.12.2017)).

- ROSEN Richard J. (2007), *The role of securitization in mortgage lending*, Chicago Fed Letter, Number 244, The Federal Reserve Bank of Chicago.
- ROUBINI Nouriel – Stephen Mihm (2012), *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*, Pegasus Yayınları: 422, 1. Baskı, İstanbul.
- SANTOS Paulo L. Dos (2009), *Günümüz Kapitalizmde Bankacılığın İçeriği Üzerine, Finansallaşma Ve Kapitalizmin Krizi*, Yordam Kitap, 2009.
- SAPIR Jacques (2008), *Global Finance In Crisis*, Real – World Economics Review, No.46, ss. 82 – 101.
- STEIN C. Jeremy (2010), *Securitization, Shadow Banking & Financial Fragility*, Dædalus Fall 2010, ss. 41 – 51.
- STIGLITZ Joseph E. (2012), *Serbest Düşüş: Amerika, Serbest Piyasalar ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü*, Çeviri: Banu Özgün, Gündoğan Yayınları, İstanbul.
- SWAN Peter L. (2009), *The political economy of subprime crisis: Why subprime was so attractive to its creators*, European Journal of Political Economy, No. 25, ss. 124-132.
- TCMB (2013), *Finansal İstikrar Raporu*, TCMB Yayınları, Ankara.
- T.C. CHICAGO BAŞKONSOLOSLUĞU TİCARET ATEŞELİĞİ (2008), *Küresel Finansal Krizin Nedenleri Ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu*, [\(12.11.2014\)](http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf).
- THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (2011), *Final Report of The National Commission on The Causes of The Financial and Economic Crisis in The United States*, The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition.
- TUCKER Michael (2008), *The Development And Evolution Of The Subprime Mortgage Crisis*, E – Journal Of Business and Economic Issues, Vol.3, No 2.