

# 2008 Finansal Piyasa Krizinin Kökenleri\*

**Anna J. Schwartz**

National Bureau of Economic Research

*Çeviren: Ünsal Çetin*

Liberal Düşünce, Yıl 17, Sayı 65, Kış 2012, s. 139-144.

2008 finansal piyasa krizine katkıda bulunan faktörleri tarif ederek başlayacağım. Krizi meydana getiren meşum tesirleri engelleyebilecek olan politikaları önererek bitireceğim.

## Finansal Krize Katkıda Bulunan Faktörler

Küresel finansal krizin doğuşunda en azından üç faktör önemli tesir ifa etmiştir.

### Faktör Bir: Genişleyici Parasal Politika

Kredi akımlarının kesilişi için aslî zeminin izi konut fiyat şişmesinden doğan varlık fiyat balonuna kadar sürülebilir. Bir varlık balonuna cinnet (mania) olarak işaret etmek bir klişe hâline gelmiştir. Bununla birlikte, bu klişe, sıradan insanların arzu hedefi hâline gelen herhangi bir nesnenin aç gözlü alıcılarına dönüşme nedenini bulanıklaştırır. Bir varlık şişmesi, fâiz oranlarını

---

\* Anna J. Schwartz, "Origins of the Financial Market Crisis of 2008," *Cato Journal*, cilt 29, no. 1, Kış 2009, ss. 19-23.  
© Copyright, The Cato Institute 2009. *Cato Journal*'ın izniyle yayınlanmıştır. Metnin orijinali için bkz. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj29n1/cj29n1-2.pdf>

düşüren ve, varlığı elde etmek üzere, borçlanmayı basiret sınırlarının ötesine doğru ayartan genişleyici bir parasal politika tarafından yaygınlaştırılır.

Fed 2001 itibariyle gereğinden fazlaca uzun süre yer açıcıydı, ve parasal politikayı sıkılaştırmak için yavaş kaldı, ki Haziran 2004'e kadar sıkılaştırmayı ertelemiş ve sonra aylık 25 baz puan artışa Ağustos 2006'da son vermişti. 10 Ağustos 2007'de başlayan ve 22 Ocak 2008'de benzeri görülmemiş bir 75 baz puanlık indirim ile hız kazanan fâiz oranı indirimleri, planlı bir FOMC toplantısından bir hafta önceki planlanmamış bir video konferansı toplantısında duyuruldu. 2004'teki oran artışları gereğinden daha azdı ve gereğinden önce sona erdi. Bu konut fiyat balonu için parasal politika sahnesi idi.

Konut fiyat balonu vakasında, hükümet, konut mülkiyetinin bireyler ve ailelerin refahı için faydalarını dinî bir eda ile dile getirerek, konut talebini teşvik edici bir rol oynadı. Kongre ayrıca bu seferberlikte ufak bir oyuncu olmaktan daha fazlası idi. Fannie Mae ve Freddie Mac hükümet destekli teşebbüsler olarak yaratılmıştı. 1992'den başlayarak, Kongre Fannie Mae ve Freddie Mac'i düşük ve orta gelirli borçlanıcılara giden ipotek alımlarını artırmak üzere zorladı. 1996'da, Konut ve Şehir Gelişimi Dairesi (Department of Housing and Urban Development – HUD) Fannie ve Freddie'ye açık bir hedef verdi: İpotek finansmanlarının %42'si, ikamet bölgelerindeki ortalama gelirin altında gelire sahip olan borçlanıcılara gitmek zorundaydı. Bu hedef 2000'de % 50'ye ve 2005'de % 52'ye artırıldı. HUD, 1996 için, Fannie ve Freddie tarafından yapılan bütün ipotek alımlarının % 12'sinin “özel ucuz” (special affordable) krediler olmasını şart koştu, ki bu tür krediler, tipik olarak, kendi bölgelerinin ortalama gelirinin % 60'ından daha az gelire sahip borçlanıcılara verilir. Bu rakam, 2000'de % 20'ye ve 2005'te % 22'ye artırıldı. 2008 hedefi ise % 28 idi. 2000 ve 2005 arasında Freddie ve Fannie bu hedefleri her yıl için tutturdu, ve konutları % 10 peşin ödemedenden daha azı ile satın alan borçlanıcılara verilen subprime (ikincil/riskli) ve değişken oranlı kredilerin pek çoğunu içeren, yüz milyarlarca dolar değerinde krediyi finanse etti. Fannie ve Freddie ayrıca, para kazanmak ve HUD'un ucuz konut hedeflerine yardımcı olmak üzere, kendi portföyleri için yüz milyarlarca dolar değerinde subprime menkul kıymeti satın aldı. Fannie ve Freddie subprime menkul kıymetler için talebin önemli katılımcılarıydı. Kongre, Fannie ve Freddie'yi hem yatırımcılarına hem de politik sınıfa hizmet etmek üzere tasarlamıştır. Fannie ve Freddie'nin fakir insanlar arasında konut mülkiyetini artırmak amacıyla daha fazlasını yapmasının talep edilişi, Kongre ve Beyaz Saray'ın, en azından kısa vadede, düşük gelirli için konutu bütçe dışından sübvansetmesine izin verdi. Ne yazık ki, bu strateji politik sürecin ve bu krizin çözümü için önerilerin kalbinde yer almaya devam etmektedir.

(Roberts 2008). Fannie ve Freddie, kampanya bağışlarını meclis üyelerine doğru genişleterek, politik bakımdan aktif oldu.

### Faktör İki: Kusurlu Finansal Yenilikler

Kredi krizinin doğuşuna tesirde bulunan ikinci bir faktör, menkul kıymetleştirme, türevler ve fâizi açık artırmayla belirlenen menkul kıymetler (auction rate securities/müzayede oranlı menkul kıymetler) gibi yatırım araçlarındaki yeniliklerin, piyasaların bu araçların tasarımındaki kusurların farkına varmasından önce benimsenmesi idi. Bunların her birindeki temel kusur fiyatlarını belirlemenin güçlüğü idi. Menkul kıymetleştirme, ipotek kredisinin geleneksel “ipoteği elinde tutmak için kredi aç” modelinin yerine “ipoteği menkul kıymetleştirip elden çıkarmak için kredi aç” modelini ikame etti. Eklenen bankacılık yenilikleri, bilhassa da türev endüstrisinin dikkat çeken uygulamaları, ipotek kredilendirmesinin sorunlarını daha kötü hâle getirdi. Bunu, türevlerin temel özelliği olan riski, ne bu araçların tasarımcısının ne de alıcısının bu araçlarca dayatılan riskleri açıkça anlayamayacağı kadar karmaşık hâle getiren yönlere doğrultarak yaptı. Riskli ihtimallerin (contingencies) türev sahipleri üstlendikleri şeyleri fark etmediler. İpoteğe dayalı menkul kıymetlere ilâveten türevlerin de fiyatlandırması zordu, ki bu piyasaların uzmanlaşmadığı bir sanattır. İpotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, ipotek endüstrisinden ticarî bono ihracına, öğrenci kredilerine, kredi kartı alacaklarına ve diğer kredi kümelerine doğru yayıldı. İpoteklerin bir havuzu tarafından teminatlandırılan, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin tasarımı, havuzun menkul kıymetlere değer kazandıracağını varsaymıştı. Bununla birlikte, havuz değişen nitelikteki ipoteklerin bir tasnifi idi. Tasarımcılar havuzun nasıl fiyatlandırılacağına dâir bir kılavuza sahip olamadılar. Kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetin fiyatını belirleyeceğini iddia ettiler. Ancak, kredi derecelendirme kuruluşları bu görev için bir formüle sahip değildiler. Bu kuruluşlar karmaşık menkul kıymetlerin derecelerini âdeta bu kıymetler sıradan ticarî bonoları gibi, ve havuzdaki bireysel ipotekleri incelemeksizin tayin ettiler. Derecelendirmeler menkul kıymetlerin değerini aşırı yüksek göstermeye meyletti ve temeli itibariyle keyfî idiler. Menkul kıymetleştirme olmasaydı, subprime ipoteklere bağlı menkul kıymetlere akılsızca garanti veren, bono ihraççıları da dâhil, kredi piyasası çöküşünün bütün çevresel farklı oyuncularını istismar ettikleri ikincil rollerin içine çekilmiş olmayacaklardı.

Menkul kıymetler ve bankacılığın denetleyicileri, ipotek kredilerinin yatırımcılara menkul kıymet olarak yeniden satımı amacıyla paketlenmesinin, hem yatırımcılar hem de ipotek borçlanıcıları için bir tehlike olduğunu biliyorlardı, fakat kenarda durdular ve, bu uygulamalar ortaya çıkıp ipotek piyasasını dönüştürdüğü, süreci durdurmak için bir girişimde bulunmadılar.

### Faktör Üç: Finansal İşlemlerin Çöküşü

Kredi krizinin doğuşuna yol açan üçüncü bir faktör bazı finansal araçlar için piyasaların çöküşü idi. Özellikle önemli bir araç, fâiz oranının periyodik olarak müzayedelerle yeniden belirlendiği, uzun vadeli bir araç olan müzayede oranlı menkul kıymetlerdi. Bu araç 1984’de, uzun vadeli fonlamaya ihtiyaç duyan borçlanıcılar için, uzun vadeli borçlanmaya bir alternatif olarak meydana çıkmıştı. Ama kısa vadeli bir menkul kıymet olarak işlev görür. 2007’de, vadesi gelmemiş müzayede oranlı menkul kıymetler 330 milyar dolara tekbül etti. Normalde, periyodik müzayedeler bonolara yaklaşık olarak nominal değerinde işlem gören kısa vadeli bir varlığın likiditesini sağlar. Müzayede oranlı menkul kıymetlerin başlıca ihraççıları belediyeler, hastaneler, müzeler, öğrenci kredisi finansman birimleri, ve borsaya kote edilmiş olmayan mutual fonlardı. Bir müzayede başarısızlığa uğradığında, satılacak menkul kıymetlerin sayısından daha az fiyat teklifçisi vardır. Bu olduğunda, menkul kıymetler bir ceza oranı üzerinden, tipik olarak devletin azamî oranından veya bir libor artı spread üzerinden fiyatlandırılır. Bu, yatırımcının kendi parasını geri alamadığı, ve ihraççının borçlanmak için daha yüksek bir oran ödemek zorunda kaldığı anlamına gelir.

Başarısız müzayedeler kredi piyasası krizi öncesinde seyrekti. Müzayedeleri gerçekleştiren bankalar, bir müzayede başarısızlığını engellemek üzere, kendi sermayelerini enjekte edebilirlerdi. 2007 Sonbaharı’ndan başlayarak, bu bankalar, subprime ipotek piyasası çöküşünün bir sonucu olarak, kredi zararları ve ipotek zararlarını tecrübe ettiler. Ve müzayedeleri başarısızlıktan âzade tutmak üzere kendi paralarını taahhüt etmek için çok daha az istekli hâle geldiler. 2008 Şubatı itibariyle, bu tür başarısızlık korkuları yatırımcıları fonlarını müzayede oranlı menkul kıymet piyasasından geri çekmeye yöneltti. Borçlanma maliyetleri oranı başarısız müzayedelerin ardından keskin şekilde yükseldi. Temeli itibariyle türdeş müzayede oranlı menkul kıymetler için sonuçlanan farklı oranlarla birlikte, piyasa kargaşaya düştü. Farklı sektörler müzayede oranlı menkul kıymet piyasasının başarısızlığınca baskı altına alınmıştır (*Chicago Fed Letter*, 2008).

Bu aracın tasarımındaki kusur onun piyasa çöküşü tarafından açığa serilmiştir. Borçlanıcıya uzun vadeli ama borç verene kısa vadeli olarak görünen bir fonlama aracı bir hayaldir. Bir taraf için uzun vadeli olan bir fonlama aracı karşı taraf için de uzun vadeli olmak zorundadır. Müzayede oranlı menkul kıymetler piyasası, menkul kıymetleştirmeyi icat eden beyin fırtınasına benzer şekilde, yaratıcılığın başka bir örneğidir. Her ikisi de parlak bir yenilik olarak görüldü. Menkul kıymetleştirme fiyatlaması güç ürünleri doğurmuştur. Müzayede oran-

lı menkul kıymetler, tasarımıındaki zatî kusura karşı ayakta kalamazdı. İkisi de kredi piyasası işlemleri için felâket olduklarını kanıtlamıştır.

## Kredi Piyasası Çöküşünü Doğuran Üç Faktörün Bir Tekrarından Nasıl Kaçınmalı

Bahsettiğim ilk faktör hususunda –konut fiyatı balonunun yayılımındaki genişleyici parasal politikanın rolü hususunda– Alan Greenspan’ın argümanına cevap vermeme izin verin. Bu argümana göredir ki, hiçbir merkez bankası varlık fiyat balonuna son veremezdi, çünkü, şayet bunu yaparsa, ekonomi, bir demokraside halkın arkasında durmayacağı bir resesyonun içine çekilir (Greenspan, 2008: 523). Bu argüman aldatıcıdır. Greenspan, Fed’in, fâiz oranlarını ipotek kredilendirmesi ve borçlanmayı risksiz gösteren ve konut fiyat artışlarının teşvik eden seviyelere düşürmeyen, daha az genişleyici bir parasal politikayı neden gerçekleştiremediğini bize açıklamaz. Şayet parasal politika daha kısıtlayıcı olsaydı, konut varlık fiyat balonundan kaçınılabilirdi.

Kredi piyasası çöküşüne yol açan bahsettiğim ikinci faktör kusurlu olan yatırım araçlarındaki yeniliklerin olgunlaşmadan kabulü idi, öncelikle yeni araçları fiyatlandırmanın zor olması nedeniyle. Kredi piyasaları, eğer doğru bir fiyat muhtemel bir borçlanıcının portföyüne dâhil ettiği varlıklara tayin edilemezse, normal surette işlev göremez. Yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile kredi tahsisinin bu yaratıcı yöntemlerinin dağıtımındaki hizmetlerin pek çok satıcısı için kârlı olan diğer yeni tür varlıkları benimsemesinden çıkarılacak ders, baştan sona test edilmemiş yeniliklere karşı ihtiyatlı olmaktır.

Kredi piyasasının kendisiyle mücadele ettiği son faktör seçili yatırım araçlarının ticaretindeki, onların zayıflıklarını ortaya çıkaran çöküştür. Yatırımcıların sonuç olarak tecrübe ettiği kayıplar, bu piyasaları, sükûnet kredi piyasasına bir bütün olarak dönünceye ve kusurlar düzeltilinceye kadar işlemekten alı koyacaktır.

## Sonuç

Daha çok kargaşa yine de kredi piyasalarını hırpalayabilir. Bankaların ve diğer finansal firmaların sermaye değerlerindeki düşüş uğraşılacak şey olarak kalmaktadır. Müflis firmalar vergi ödeyenlerin fonlarıyla yeniden sermayeye kavuşturulmamalıdır. Bu kurumların portföylerinin incelenmesi için sistematik bir sürece, hangilerinin iflâs etmiş olduğunun teşhis edilebilmesi amacıyla ihtiyaç vardır.

## Kaynaklar

Chicago Fed Letter (2008) "Navigating the New World of Private Equity: A Conference Summary." No. 256 (Kasım).

Greenspan, A. (2008) *The Age of Turbulence*. New York: Penguin Group.

Roberts, R. (2008) "How Government Stoked the Mania." *Wall Street Journal* (3 Ekim). 2008.