

KONUT BALONLARININ OLUŞUMUNDA FED'İN ROLÜ VE KÜRESEL KRİZDEN ÇIKARTILACAK BAZI DERSLER

Yrd. Doç. Dr. Cemil ERARSLAN*

Doç. Dr. Yüksel BAYRAKTAR**

ÖZET

ABD menşeli finansal krizin temelinde Amerikan bankalarının dağıttığı ölçsüz konut kredileri ve buna bağlı olarak konut fiyatlarında yaşanan aşırı artışlar yatmaktadır. Bu noktada özellikle, Amerikan bankalarının alt gelir gruplarına yönelik olarak 2000'li yılların başından itibaren açmış olduğu yüksek riskli konut kredilerinin (sub-prime mortgage) geri dönüşünde yaşanan sıkıntılar etkili olmuştur. Konut sektörüne yönelik olarak denetimsiz ölçüde sağlanan yüksek kredi politikasında, FED'in 2001-2005 döneminde politika faiz oranlarını düşürerek izlediği gevşek para politikasının büyük bir rolü olduğu ileri sürülebilir. Çünkü FED'in faiz oranlarını düşürmesi sonucunda, tüm finans kurumlarının elinde aşırı fon fazlası oluşmuştur. Finansal kurumların fon fazlaları ise, yüksek getiri vadeden konut kredilerine ve ikincil piyasalarda alım-satıma konu olan mortgage fonlarına yönelmiştir. Böylece mortgage fonlarının menkul kıymetleştirilmesi (securitization) sonucunda, konut fiyatları 2003-2006 döneminde aşırı ölçüde artmıştır. Konut balonlarının oluşmasına yol açan bu süreç, 2006 yılında konut fiyatlarının düşmeye başlaması ve sorunlu (toxic) mortgage kredilerinin ortaya çıkması ile tersine dönmüştür. Bu çerçevede çalışmanın amacı, FED'in küresel kriz öncesinde izlediği para politikalarının, ABD'de konut balonlarının ve finans piyasalarında yaşanan menkul kıymetleştirme olgusunun oluşumu üzerindeki etkisini ortaya koymaktır.

Anahtar Kelimeler: Konut Balonu, Mortgage Krizi, Finansal Kriz, FED

ABSTRACT

The basic reasons of financial crises that first appeared in US were the careless mortgage credits and thereby the surge in the home prices. Especially, the US banks started giving mortgage credits to the low income level groups bearing high risks. Eventually this highly risky group could not pay the loans back to the banks. It can be said that the low interest rate fallowed

* Kırklareli Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü.

** İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü.

by Fed during 2001-2005 was the main reason for the last financial crisis. Since the Fed maintained this low interest rate, all the banking system ended up with the excess reserves. This led the banking system to take higher risk and began to loan to the mortgage and sub-prime mortgage markets yielding high returns. Due to the securitization of mortgages, home prices went up significantly between 2003-2006. This created a bubble in the real estate market. The significant drop in home prices in 2006 and toxic mortgages burst this bubble in 2008. The purpose of this study, thus, is to analyze the effects of Fed's expansionary monetary policy practiced before the financial crisis on the securitization and the real estate bubble in US.

Keywords: Real Estate Bubble, Mortgage Crisis, Financial Crisis, FED

1. Giriş

ABD’de finansal krizin ortaya çıktığı 2007 yılının Ağustos ayına kadar, para ekonomisi literatüründe elde edilen kanıtlara güvenen politika yapıcılar, para politikası biliminin son derece iyi tanımlanmış olduğuna inanmaktaydılar. Diğer taraftan para politikası stratejilerinin bir çok unsuruna ilişkin olarak da merkez bankaları arasında genel bir konsensüs oluşmuştur. Bunda ise 1980’li yılların borç krizlerinden sonra OECD ülkelerinde uygulanan para politikalarının enflasyon oranlarını düşürmede, enflasyon değişkenliğini azaltmada ve hasıla dalgalanmalarını önlemede ki başarısı oldukça etkili olmuştur. Ancak 2007 yılında ABD’de başlayan finansal kriz -FED’in eski başkanı Alan Greenspan’ın ifadesi ile 21. yüzyılın ilk **kredi tsunami-si**- dünya ekonomisinde 1929 Büyük Buhranı’ndan beri iktisadi aktivitede ortaya çıkan en büyük daralmaya yol açmıştır. Böylece önceki dönemlerde ekonomik istikrarın sağlanmasında başarılı olan para politikalarına duyulan güven ciddi biçimde sarsılmıştır (Mishkin, 2010: 1).

Federal Reserve Bank (FED)’in 2000’li yıllarda uyguladığı para politikaları, ‘*Taylor Kuralı*’ olarak bilinen basit para politikası kuralı üzerine temellenmiştir. Taylor Kuralı ise, iki temel faktöre dayanmaktadır. Birincisi fiili enflasyon oranlarının, politika yapıcıların hedeflediği uzun dönemli enflasyon hedeflerinden sapma oranı ve ikincisi de reel GSYİH büyümesinin potansiyel GSYİH’den sapma oranıdır. Buna göre eğer fiili enflasyon oranları hedeflenen enflasyon oranlarını aşarsa veya reel GSYİH büyümesi potansiyel GSYİH’den daha yüksek çıkarsa, parasal otoriteler faiz oranlarını yükseltir;

tersi durumlarda ise düşürür. Ancak Taylor Kuralı birçok eksikliği de barındırmaktadır. Sözgelimi Taylor Kuralı birçok iktisadi değişkeni veri almakta (örneğin reel faizlerin negatif olamayacağı gibi), stok ve akım değişkenler arasındaki ayrımı dikkate almamakta, çıktı boşluğunun hesaplanmasında zorluklarla karşılaşmakta, enflasyon oranının hesaplanmasında çoğunlukla tüketici fiyat endeksini temel almakta ve düzeltilmiş çekirdek enflasyona pek yer vermemektedir. Bu bağlamda ABD'de 2002-2004 dönemindeki makro ekonomik koşullar, gevşek para politikalarının benimsenmesini mazur göstermesine rağmen, Taylor Kuralı'nı dikkate alarak politika oluşturan FED'in olması gerektiğinden daha gevşek bir para politikası izlediği ifade edilebilir (Bernanke, 2010: 4-8).

FED'in kriz öncesinde izlediği para politikasının, finansal krizde merkezi bir rolü bulunduğuna yönelik artan bir görüş birliği bulunmaktadır. FED'in 2000'li yılların ilk yarısında izlediği gevşek para politikası, ABD'de konut talebini artırmak suretiyle konut fiyatlarında aşırı bir yükselmeye (balona) yol açmıştır. Geçmiş yılların tutarsız para politikalarının oluşturduğu mali ve ekonomik streslerin büyük bir kaynağını kanıtlayan söz konusu balon, kaçınılmaz olarak finansal piyasalarda büyük bir çökmeye neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki balonları izleme, kontrol etme ve önleme rolü de bulunan FED ise, söz konusu rolü gerektiği gibi yerine getirememiştir. Diğer bir ifadeyle FED, izlediği politikalar ile finans ve konut piyasalarında balonların ortaya çıkmasını engellememiştir (Bernanke, 2010: 1-2).

Bu çerçevede çalışmanın amacı, FED'in küresel kriz öncesinde izlediği para politikalarının, ABD'de konut balonlarının ve finans piyasalarında yaşanan menkul kıymetleştirme olgusunun oluşumu üzerindeki etkisini ortaya koymaktır.

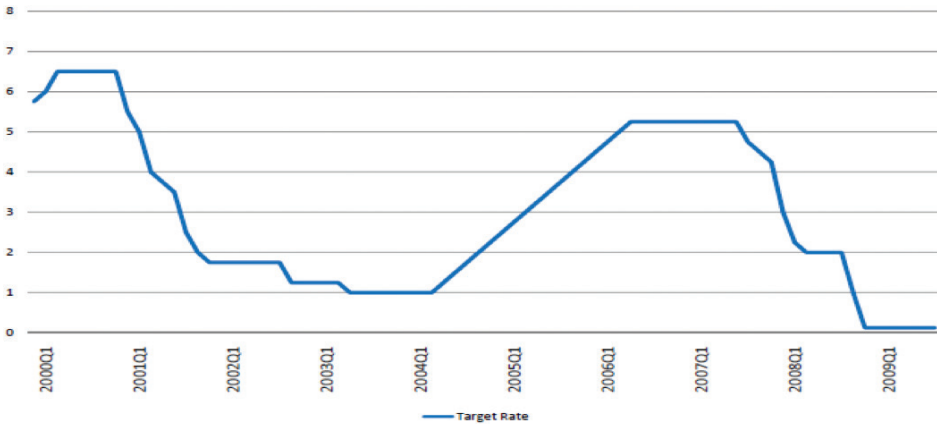
Çalışmada öncelikle FED'in finansal kriz öncesinde izlediği para politikaları ve bunun konut balonlarına nasıl yol açtığı açıklanacaktır. Daha sonra finansal piyasalarda ortaya çıkan menkul kıymetleştirme olgusuna ve FED'in finansal krizle mücadele sırasında toplam rezervleri ile bilanço yapısındaki değişikliklere yer verilecektir. Son olarak ise FED örneğinden hareket edilerek, küresel ekonomik krizlerden çıkartılacak bazı derslere değinilecektir.

2. Küresel Kriz Öncesinde FED'in İzlediği Para Politikası ve Konut Balonlarının Ortaya Çıkışı

Küresel kriz öncesinde FED, gevşek para politikası izleyerek 2001 yılında yaşanan resesyona etkilerini azaltmak istemiştir. Bunun için politika faiz oranlarını 2001-2004 döneminde sürekli azaltmıştır. Faiz oranlarındaki söz konusu azalma neticesinde, finansal kurumlar borçlanma maliyetleri düştüğü için fon fazlasına sahip olmuşlardır. Bunun üzerine artan likidite fazlalıklarını, konut kredilerine (mortgage) yönelmişlerdir. Ancak karlarını daha da yükseltmek isteyen Amerikan bankaları, yüksek risklerine rağmen daha yüksek kar vadeden konut kredilerini (sub-prime mortgage) ölçsüz biçimde dağıtmışlardır. Böylece ABD’de konut talebinde çok hızlı bir artış yaşanmaya başlamış ve bu da konut fiyatlarını 2003-2006 döneminde aşırı yükseltmiştir. Böylece ABD’de söz konusu dönemde çok ciddi konut balonları oluşmuştur.

Grafik 1’de FED’in 2000-2009 yılları arasında hedeflediği faiz oranları gösterilmiştir. Grafik 1, incelendiğinde FED’in, 2000’li yıllarda para politikasında yapmış olduğu değişiklikler daha iyi kavranacaktır.

Grafik 1: FED’in Hedeflediği Faiz Oranları (2000-2009)

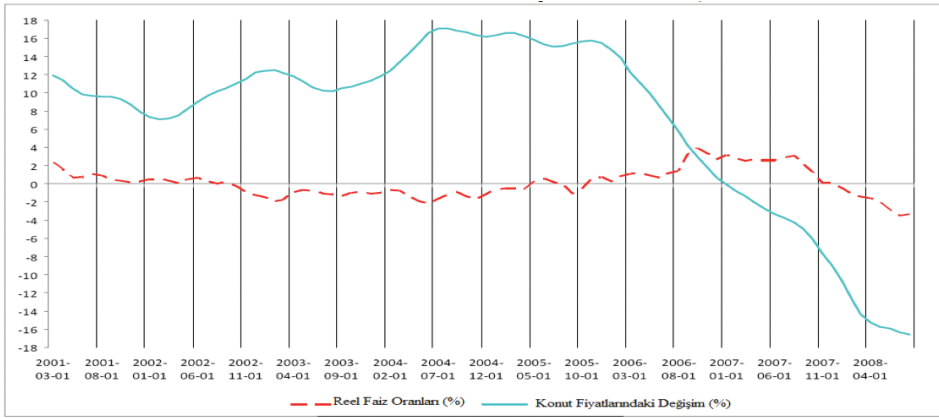


Kaynak: Ben S. Bernanke, “Monetary Policy and the Housing Bubble”, <http://www.iepecdg.com.br/uploads/artigos/100301abernanke.pdf>, January-2010, p.27.

Grafik 1'e göre FED, 2001-2004 döneminde faiz oranlarını azaltmış, fakat 2004 yılının ikinci yarısında artan enflasyon oranları ile mücadele etmek için para politikasında değişikliğe giderek tekrardan faizleri yükseltmiştir. FED'in para politikasını sıkılaştırarak, faiz oranlarını tekrar yükseltmeye başlaması ile birlikte, aşırı şişen konut fiyatları hızla düşmeye başlamıştır. Bu da mortgage fonlarına yatırım yapan bankaların, kredi geri dönüş oranlarında yaşanan sıkıntılar ve batık krediler nedeniyle 2007 yılında çok ciddi zararlar açıklamasına neden olmuştur. Böylece ABD finans piyasalarında, 2007 yılının ortalarında büyük bir finansal kriz ortaya çıkmıştır. 2007 yılında başlayan finansal kriz karşısında, FED faiz oranlarını tekrar düşürmek zorunda kalmıştır. Bu bağlamda FED'in 2000'li yılların başında izlediği aşırı gevşek para politikasının, Amerikan bankalarının denetimsiz ve kontrolsüz biçimde mortgage kredileri dağıtmasına yol açarak, ekonominin ciddi bir finansal krize sürüklenmesinde önemli bir rol oynadığı söylenebilir.

Grafik 2'de 2001-2008 döneminde, ABD'de reel faiz oranları ve konut fiyatlarının gelişimi gösterilmiştir. Böylece faiz oranlarındaki değişikliklerin, konut fiyatları üzerindeki etkisinin daha sağlıklı biçimde analiz edilmesine çalışılmıştır.

Grafik 2: ABD'de Reel Faiz Oranları ve Konut Fiyatlarının Gelişimi: 2001-2008

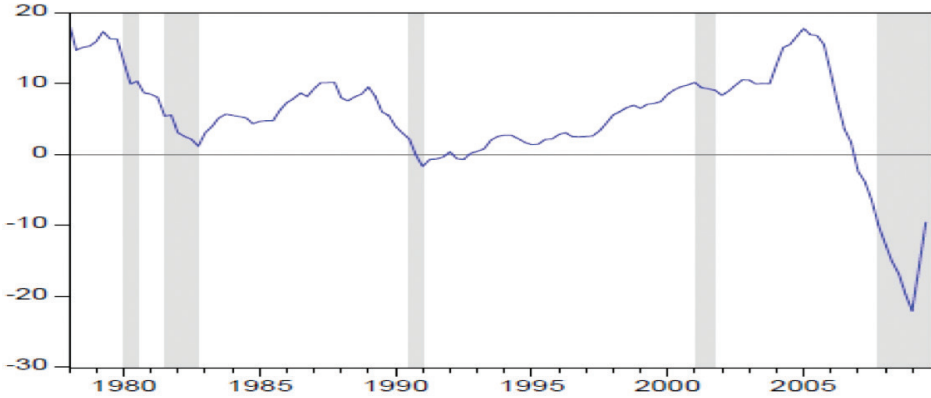


Kaynak: Michele Fratianni, "Financial Crises, Safety Nets and Regulation", <http://ssrn.com/abstract=1286903>, Erişim Tarihi: 24.09.09, p. 41.

Grafik 2 incelendiğinde ABD’de reel faiz oranlarının 2003-2005 döneminde negatif düzeylerde olduğu görülecektir. Bu da hiç kuşkusuz ki FED’in izlediği gevşek para politikalarının bir sonucudur. Reel faiz oranlarındaki düşüşler, konut edinme maliyetlerini azaltarak, konut talebinde büyük bir artışa yol açmıştır. Amerikan bankaları artan talebe cevap vermek amacıyla, reel faizlerin negatife döndüğü 2003 yılından itibaren verdikleri kredileri artırmış ve ikincil piyasalarda mortgage fonlarına önemli yatırımlar yapmışlardır (Fратиanni, 2009: 40-44).

Grafik 3’de ise, ABD’de konut fiyatlarının 1978-2009 yıllarında izlediği trend gösterilmiştir. Böylece ABD’de 2000’li yıllarda konut fiyatlarında meydana gelen etkileyici değişimler analiz edilmeye çalışılmıştır.

Grafik 3: ABD’de Konut Fiyatlarının Gelişim Trendi (1978-2009)



Kaynak: Ben S. Bernanke, “Monetary Policy and the Housing Bubble”, <http://www.iepecdg.com.br/uploads/artigos/100301abernanke.pdf>, January-2010, p.31.

Grafik 3’e göre ABD’de konut fiyatlarındaki artışlar, 2000’li yıllara kadar sınırlı düzeylerde kalmıştır. Ancak konut fiyatları, 2000’li yılların başında hızla artmaya başlamıştır. ABD’de 1990 ve 2000 yılları arasında ortalama olarak % 2-4 bandında kalan konut fiyatlarındaki artışlar, 2000-2003 yılları arasında % 7-9, 2004-2005 yıllarında ise % 12-18 arasında olmuştur. Bu rakamlar 2000-2005 döneminde, ABD’de konut fiyatlarında çok ciddi artışların yaşandığını ortaya koymaktadır. Konut fiyatlarında yaşanan söz konusu yüksek artışlar (balonlar), 2006 yılıyla birlikte tersine dönmüştür.

ABD'de 2006-2009 döneminde konut fiyatları, önceki dönemlerde hiç yaşanmadık biçimde hızla azalmıştır. Hatta finansal krizin en derinleştiği 2009 döneminde, konut fiyatlarındaki azalışlar % 20'yi bile aşmıştır (Bernanke, 2010: 30-33).

ABD'de 2007 yılında yaşanan finansal krizin arka planında, FED'in önce faizleri azaltarak, sonra da tekrardan artırarak izlediği tutarsız para politikaları bulunmaktadır. FED'in faizleri düşürmesi konut kredilerini artırmış, fakat faizleri tekrardan yükseltmesi ise batık kredilerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Üstelik Amerikan bankaları, konut kredilerini ödeyemeyen müşterilerinin konutlarına el koymasına rağmen, paralel olarak konut fiyatlarında meydana gelen düşme finansal kurumların zararlarının katlanarak artmasına yol açmıştır. Ancak Amerikan bankalarının yapmış olduğu bir başka önemli hata da, FED'in düşük faiz politikası sonucunda oluşan likidite fazlalıklarının mortgage fonlarının menkul kıymetleştirilmesine (securitization) yönlendirilmesidir. Daha önce açılmış olan mortgage fonlarının, ikincil piyasalarda yeniden alım-satıma konu olması olarak adlandırılan menkul kıymetleştirme süreci de, finansal krizin derinleşmesinde çok ciddi bir rol oynamıştır. İzleyen kısımda söz konusu menkul kıymetleştirme olgusu açıklanmaya çalışılacaktır.

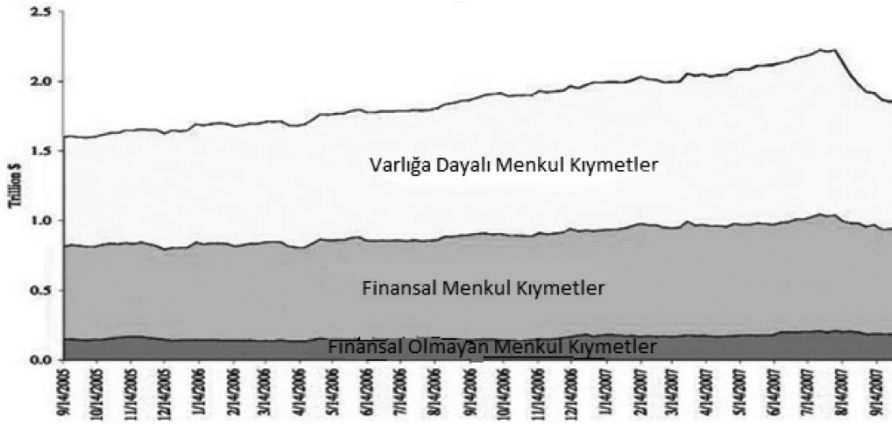
3. Finansal Krize Giden Süreçte Mortgage Fonlarının Menkul Kıymetleştirilmesi ve Finansal Kurumların Uğradıkları Kayıplar

FED'in 2000'li yılların ilk yarısında gevşek para politikası izlemesi sonucunda artan likidite bolluğu, Amerikan finans kurumlarını piyasaya yeni mortgage ürünleri sürmeye ve finansal yatırımlarının çoğunu mortgage fonlarına kaydırmaya yönlendirmiştir. Söz konusu menkul kıymetleştirme süreci, mortgage fonlarının piyasa değerlerinin reel değerlerinin üzerine çıkmasına yol açarak mortgage balonlarına neden olmuştur. Konut fiyatlarının 2006'da düşmeye başlaması ile birlikte, finansal piyasalarda başlayan sermaye çıkışları mortgage fonlarının reel değerlerini hızla düşürmüştür. Bu da ABD'de mortgage fonlarına yatırım yapan finansal kurumların zararlarının katlanmasına yol açmıştır.

Grafik 4, ABD'de 2005-2007 döneminde (aylık olarak) varlığa dayalı

menkul kıymetler ile diğer finansal ve finansal olmayan menkul kıymetlerin miktarını göstermektedir. Grafik 4'e göre kriz öncesi yıllarda ABD'de finansal kurumlar, önemli ölçüde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yapmışlardır.

Grafik 4: ABD'de Varlığa Dayalı, Finansal ve Finansal Olmayan Menkul Kıymetlerin Miktarı (2005-2007)



Kaynak: Charles W. Calomiris, "Not (yet) a 'Minsky Moment'", **The First Global Financial Crisis of the 21st Century**, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Edited by Andrew Felton and Carmen Reinhart, June-2008, p. 81.

Grafik 4'e göre ABD'de 2005-2007 döneminde varlığa dayalı menkul kıymetlerin miktarı yaklaşık olarak 1.6 Trilyon \$'dan 2 Trilyon \$'a yükselirken, finansal ve finansal olmayan menkul kıymetlerin miktarında ciddi bir değişim olmamıştır. Gerçekte ele alınan dönemde finansal menkul kıymetler 0.8 Trilyon \$, finansal olmayan menkul kıymetler ise 0.2 Trilyon \$ düzeyinde kalmıştır. Bu durum ise ABD'de 2005-2007 döneminde, finansal kurumların yoğun bir şekilde varlığa dayalı menkul kıymet ihracına yöneldiğini göstermektedir.

Finansal piyasalarda artan türev ürünler, konut talebinin yükselmesinde ve konut balonunun ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamıştır. Sözgelimi sadece ayarlanabilir oranlı mortgagelerin (ARM) bile birbirinden farklı 4 türü bulunmaktadır. Bunlar sadece faiz oranını içeren ARM, uzun dönemli amor-

tizasyonlu ARM, negatif amortizasyonlu ARM ve ödeme tercihli ARM'dir. Bu kadar geniş seçenekli mortgage ürünleri nedeniyle, ödünç alanlar konut alırlarken neredeyse hiç peşinat vermeden, borcun faiz oranından ziyade mortgage fonlarının türüne odaklanmışlardır (Bernanke, 2010: 15).

Tablo 1'de ABD'de 2000-2006 döneminde, söz konusu ARM ürünlerinin gelişimi gösterilmiştir.

Tablo 1: ABD'de Geleneksel Olmayan Mortgage Ürünlerinin Gelişimi (ARM'nin Yüzdesi Olarak, 2000-2006)

	Yalnızca Faiz Oranı		Vadeli Amortizasyon		Negatif Amortizasyon	Ödeme Seçenekli
	Subprime	Alt-A	Subprime	Alt-A	Alt-A	Alt-A
2000	0	3	0	0	-	-
2001	0	8	0	0	-	-
2002	2	37	0	0	-	-
2003	5	48	0	0	19	11
2004	18	51	0	0	40	25
2005	21	48	13	0	46	38
2006	16	51	33	2	55	38

Kaynak: Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble", <http://www.iepecdg.com.br/uploads/artigos/100301abernanke.pdf>, January-2010, p.34.

Tablo 1'e göre ABD'de 2000-2006 döneminde alternatifli mortgage ürünlerinin sayısında çok ciddi artışlar meydana gelmiştir. Örneğin ABD'de yalnızca faiz oranlı subprime mortgage oranları 2002'de % 2, 2003'de % 5 iken, 2005'de % 21 ve 2006'da ise %16 olmuştur. Yine faiz oranlı Alternatif-A Mortgage oranları da 2000 yılında % 3 iken, 2006 yılında % 51'e yükselmiştir. Aynı şekilde söz konusu dönemde ABD'de vadeli amortizasyon, negatif amortizasyon ve ödeme seçenekli alternatif mortgage ürünlerinde de çok büyük boyutlarda artışlar yaşanmıştır. ABD'de 2000'li yıllarda alternatifli mortgage ürünlerinin sayısında meydana gelen artışlar, konut balonlarının anlaşılması açısından oldukça önemli bir yere sahiptir.

Çünkü bu sayede gerçekte yeterli ödeme gücü olmayan kişiler bile, konut sahibi olmak için mortgage ürünlerine yönelik taleplerini yükseltmişlerdir. Finansal kurumlar da artan talebe cevap vermek için, daha fazla alternatifli mortgage ürünleri piyasaya sürerek müşteri çekme yarışına girmişlerdir. Bu da finansal kurumların müşterilerinin ödeme güçlerini çok fazla dikkate almadan, mortgage fonlarını gelişi güzel dağıtmalarına yol açmıştır. Böylece ABD’de 2005-2006 döneminde konut talebinde patlama meydana gelmiş ve konut fiyatları da hızla artmaya başlamıştır. Bu ise konut fiyatlarının daha da artacağına ilişkin beklentilerin güçlenmesine yol açtığından, mortgage ürünlerine yönelik talep genişleyerek 2007 yılının ortalarında başlayan finansal krize kadar devam etmiştir. Buna göre ABD’de konut fiyatlarında meydana gelen aşırı artışların (balonların), kendi kendini besleyen bir sürecin parçası olduğu ifade edilebilir. Söz konusu süreç ise, finansal kurumların yeterince denetlenmeyen biçimde dağıttığı mortgage fonlarının, piyasalarda aşırı iyimser bir beklenti oluşturarak konut fiyatlarını yukarı itmesine dayanmaktadır. Bu bağlamda FED’in 2000’li yılların ilk yarısında izlediği para politikasının, ucuz kredi bulmayı kolaylaştırarak dolaylı yoldan finansal kriz sürecini tetiklediğinden bahsedilebilir. Ancak özellikle mortgage fonlarının dağıtımı konusunda finansal piyasalarda yaşanan gözetim ve denetim eksikliği de, finansal krizin en başta gelen sebepleri arasında yer almaktadır (Bernanke, 2010: 15-16).

ABD’de yaşanan finansal kriz öncesinde finansal kurumlar faaliyetlerinin çoğunu “*Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Assest Backed Security-ABS)*”, “*Mortgage’a Dayalı Menkul Kıymet (Mortgage Backed Security-MBS)*” ve “*Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation-CDO)*” gibi menkul kıymetlere yönlendirmiştir. Çünkü söz konusu menkul kıymetler, bankaların başlangıçta müşteri potansiyellerini geliştirmelerini ve yüksek kar elde etmelerini sağlamıştır. Dolayısıyla ABD finans piyasalarında, 2005 yılından itibaren menkul kıymetleştirme (securitization) olgusu gittikçe yaygınlaşmıştır (Calomiris, 2008: 78-79).

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracının artması, “*menkul kıymetleştirme*” adı verilen sistemin işleyişi açısından bazı riskler taşımaktadır. Çünkü söz konusu sistemin işleyebilmesi, bankaların teminat olarak gösterdiği varlığa dayalı menkul kıymetlerden gelecek nakit akımlarında sıkıntı yaşanmamasına bağlıdır. Diğer bir ifadeyle bankaların gayrimenkul ipoteği olarak

verdikleri krediler karşılığında çıkardıkları menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılabilmesi için, kredi geri dönüşlerinde problem olmamalıdır. Ev veya otomobil kredisi alan müşteriler borçlarını ödeyemediğinde, bankalarda ihraç ettikleri menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini yerine getiremeyecektir. Krize giden yolda bu *zincirleme geri dönüş riskinin* anlaşılması önemlidir. Şöyle ki, ABD’de finansal kurumlar 2000’li yılların başından itibaren “*sub-prime*” olarak isimlendirilen *sabit bir geliri olmayan ve/veya düşük gelirli kimselere* yönelik “*ipotekli ev kredileri (mortgage)*” verme yarışına girmişlerdir. Çünkü söz konusu sub-prime mortgage’lar, yüksek risklerine karşılık sistemin işlemesi durumunda oldukça büyük karlar vaat etmektedir. 2000’li yılların başında konut talebinin artmasına paralel olarak konut fiyatlarında artış meydana gelmiştir. Bununla birlikte konut fiyatlarında oluşan artış trendinin 2006 yılından itibaren tersine dönmesi, konutların başlangıçta ipotek edilen değerinin altına inmesine yol açmıştır. 2007 yılına gelindiğinde kredi borçlarını ödeyemeyen müşterilerin gayrimenkullerine el koyan finansal kurumlar, konutların değerinin başlangıçtaki ipotek değerinin altına düşmesinden dolayı büyük zararlar açıklamaya başlamışlardır. Dolayısıyla zarar açıklayan finansal kurumların varlığa dayalı menkul kıymetler başta olmak üzere yükümlülüklerini yerine getirememesi, finansal piyasalarda topyekün bir krizin ortaya çıkmasına yol açmıştır (Schwarcz, 2008: 2-9).

Ancak ekonomik krizin boyutlarının büyük olması, finansal piyasalarda oluşan panik havasını dağıtmak için FED’in faiz oranlarını düşürmeye ve kredi verme standartlarını zorlaştırmaya dayalı politikasının yeterli olmasını engellemiştir. ABD’de faaliyet gösteren finans kurumlarının uğradıkları kayıplar incelendiğinde, ekonomik krizin derinliği daha iyi anlaşılabilir.

Tablo 2, ABD menşeli küresel finans kurumlarının, ekonomik kriz nedeniyle bilanço varlıklarında meydana gelen değer kayıplarını göstermektedir.

Tablo 2: ABD’de Finans Kurumlarının Varlık Değerlerinde Uğradıkları Kayıplar (2007-2008)

Küresel Finansal Şirketler	Bilanço Varlık Fiyatlarında Ortaya Çıkan Kayıplar (%)
PNC Financial Group	24.1
Regions Financial Corp.	72.5
Goldman Sachs	60.4
U.S. Bancorp	20.9
JP Morgan	34.3
Bank of America	71.4
Morgan Stanley	77.1
Lehman Brothers	99.9
Citigroup	85.9
National City Corp.	94.4
Merrill Lynch	86.3
Wachovia Corp.	89.5
Washington Mutual	99.9

Kaynak: Adrian Blundell-Wignall, Paul Atkinson and Se Hoon Lee, “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, **Financial Market Trends—OECD 2008**, p. 12.

Tablo 2’de ABD’de 2007 yılının ortalarında başlayan finansal krizin, küresel finans kurumlarını ne kadar derinden etkilediği açık biçimde görülmektedir. Tabloya göre finansal kurumların bilanço varlıklarında ortaya çıkan kayıplar % 20,9 ile % 99,9 arasında değişmektedir. *Lehman Brothers* ve *Washington Mutual* gibi kurumların bilanço varlıklarında % 99,9 gibi çok yüksek düzeylerde kayıplar ortaya çıkmıştır.

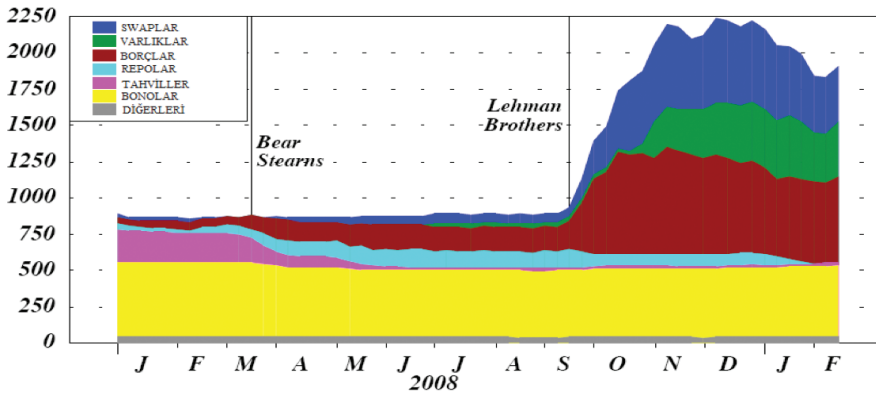
Amerikan hükümeti ve FED, finansal krizle mücadelede eşgüdümlü biçimde çalışmışlar ve finansal kurumları kurtarma operasyonları yapmışlardır. Bu amaç çerçevesinde mali açıdan zor durumda olan ve borçlarını çeviremeyen finansal kurumlara çok ciddi destekler sağlanmıştır. İzleyen bölümde finansal krizle mücadele politikaları çerçevesinde, FED’in bilanço yapısında ortaya çıkan değişiklikler ve yükümlülüklerindeki artışlar analiz edilecektir.

4. Finansal Krizle Mücadele FED'in Bilanço Yapısındaki Değişmeler ve Yükümlülüklerindeki Artışlar

ABD'de ekonomik krizden dolayı zor duruma düşen finansal kurumlara, hükümet tarafından kurtarma paketleri ile yardım edilmiştir. Bu bağlamda 2008 yılında hükümet tarafından 700 Milyar \$'lık bir kurtarma paketi açıklanmıştır. Bu paketin büyüklüğü, ABD'nin milli gelirinin % 5,1'lik kısmına tekabül etmektedir. Söz konusu kurtarma paketi bağlamında 14 Mart 2008'de *Bear Stearns*'a FED aracılığıyla 29 Milyar \$'lık sübvansiyon desteği sağlanmış, 7 Eylül 2008'de *Freddy Mac* ve *Fannie Mae*'ye 200 Milyar \$'lık kaynak aktarılmış, 15 Eylül 2008'de *Lehman Brothers* iflas korumasına alınmış ve 17 Ekim 2008'de *AIG* sigorta şirketi 87 Milyar \$ bedelle kamulaştırılmıştır (Furceri and Mourougane, 2009: 8-9). Dolayısıyla krizden çıkışta Amerikan hükümetinin açıkladığı kurtarma paketlerinin milli gelirine oranı göz önüne alındığında hem krizin hem de devlet müdahalesinin büyüklüğü açık biçimde görülebilir. Diğer bir ifadeyle krizden çıkmak için devletin görünen eli devreye girmiştir.

FED'in ekonomik krizle mücadele etmek için sorunlu varlıkları ve fonları satın alması sonucunda, bilanço yapısı önemli ölçüde değişiklik göstermiştir. Bu durumu FED'in 2008 yılı bilançosunun gösterildiği Grafik 5'de gözlemek mümkündür.

Grafik 5: FED'in 2008 Yılı Bilançosu

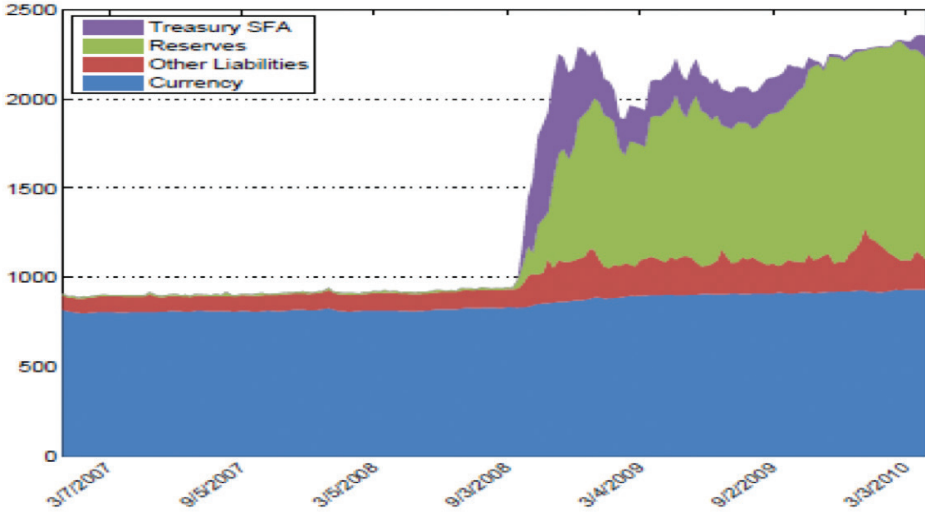


Kaynak: Kenneth N. Kuttner, "The Fed's Response to the Financial Crisis: Pages from the BOJ Playbook or a Whole New Ball Game?", **Working Paper Series**, No.282, May-2009, p. 31.

Grafik 5'e göre FED'in 2008 yılı bilançosunda en geniş yer kaplayan büyüklükler sırasıyla swaplar, varlıklar, borçlar, repolar, tahviller ve bonolardır. FED'in bilançosu içinde swapların, sorunlu varlıkların ve borçların payının yüksek olmasının temelinde, FED'in likidite hacmini genişletmeye çalışması, banka kurtarma operasyonlarına katılması ve sorunlu varlıkları satın alması yatmaktadır. 2008 yılının ortalarında FED'in bilançosunda sorunlu varlıklar ve borçlar yaklaşık olarak 800 Milyar \$ iken, aynı yılın sonunda sorunlu varlıklar 1500 Milyar \$'ı, borçlar ise 1250 Milyar \$'ı aşmıştır. Dolayısıyla FED'in finansal piyasalardaki panik havasını dağıtmak ve güveni yeniden tesis etmek amacıyla izlediği genişletici para politikasının, FED'in bilanço yapısında önemli değişimler meydana getirdiği ifade edilebilir.

Küresel ekonomik krizin FED'e yüklediği maliyetler, Grafik 6 yardımıyla açıklanabilir. Grafik 6'da FED'in 2007-2010 yılları arasındaki yükümlülüklerindeki değişimler gösterilmiştir.

Grafik 6: FED'in Yükümlülükleri (Milyar \$, 2007-2010)



Kaynak: Vasco Curdia and Michael Woodford, "The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy", **NBER Working Paper Series**, No.16208, July-2010, p.67.

Grafik 6'dan izlenebileceği gibi 2008 yılının Eylül ayına kadar FED'in toplam yükümlülükleri 1 Trilyon \$'ın altında kalırken, bu tarihten sonra söz konusu yükümlülüklerin miktarı 2 Trilyon \$'ı aşmıştır. 2008-2010 döneminde FED'in yükümlülükleri içerisinde ise en büyük pay sırasıyla hazine karşılıkları, rezerv borçları, diğer yükümlülükler ve nakit karşılıkları olmuştur. Bu ise FED'in söz konusu dönemde, bilanço yapısının ciddi biçimde değiştiğini göstermektedir. FED'in bilançosunun pasif tarafında meydana gelen önemli artışlar, FED'in piyasalara varlık alımı yönünde müdahale ettiğini ortaya koymaktadır.

FED'in gevşek para politikası uygulamasına rağmen, kredi standartlarının yükseltilmesi ve kredi maliyetlerinin artması nedeniyle, hane halkları ile firmaların yeni borçlar bulamamaları ve işsizlik oranlarının yükselmesi, birçok akademisyen tarafından para politikasının son finansal kriz karşısında etkin olamadığı şeklinde yorumlanmıştır. Ancak bu değerlendirmeler, 1929 Büyük Buhranı karşısında para politikalarının etkisizliğinin tartışıldığı erken dönem Keynesyen bakış açısıyla yapılmış yorumlardır. Buna göre bu yorumların doğru olması durumunda şu iki sonuç ortaya çıkacaktır. Birincisi para politikası etkin değilse, finansal krizle mücadelede para politikasının kullanılmasına gerek yoktur. İkincisi ise gevşek para politikası uygulamaları, parasal otoritelerin kredibilitelerini zayıflatır ve enflasyonu kontrol altına almayı zorlaştırır. Ancak bu sonuçların hiç birisi gerçekçi bulunmamıştır. Eğer parasal otoritelerin amacı, bir finansal krizin olumsuz etkilerini azaltmak ise, para politikası normal dönemlerde olduğundan daha genişletici bir şekilde uygulanmak zorunda olduğu ileri sürülmüştür. Çünkü finansal kriz nedeniyle ekonomide oluşan reel üretim kayıplarını telafi etmenin tek yolu olarak proaktif bir para politikasının benimsenip, parasal tabanın mümkün olduğunca genişletilmesi görülmüştür (Mishkin, 2009: 1-2). Bu bağlamda küresel ekonomik kriz sonrasında, FED'in izlediği para politikasıyla ilgili olarak yapılan değerlendirmeler ışığında, krizden çıkarılan derslerin ele alınması önem arz etmektedir.

5. Küresel Ekonomik Krizden Çıkartılması Gereken Bazı Dersler

Bernanke'ye göre, küresel ekonomik kriz oldukça komplekstir ve ondan çıkarılacak bir çok ders vardır. Ekonomik kriz hem özel sektörün hem de

finansal regülatörlerin, piyasaları izleme yeteneğini geliştirmesinin ve risk alma güdüsünü kontrol etmesinin zorunlu olduğunu ortaya çıkarmıştır. Diğer taraftan kriz, yalnızca finansal kurumların dikkatsizliğini ve regülasyonların zayıflığını değil, fakat aynı zamanda dünya çapında finansal regülasyonların mimarisinde önemli aksaklıkların bulunduğunu da göstermiştir. Dolayısıyla finansal piyasaların denetim politikaları ile uygulamaları daha fazla güçlendirilmeli ve finansal sistemde yapısal değişiklikler meydana getirecek reformlar için gerekli yasal düzenlemeler yapılması gerektiği üzerinde durulmaktadır (Bernanke, 2010: 1).

Son yaşanan finansal kriz, varlık fiyatlarındaki balonların ekonomi açısından ne kadar tehlikeli sonuçlara yol açabildiğini göstermiştir. Finansal kriz deneyiminden çıkarılacak dersler ışığında yaşanabilecek yeni krizleri önlemek için, politika yapıcıların finansal regülasyon sistemini güçlendirmeye odaklanması önemli bir mihenk taşıdır. Buna karşılık finansal istikrarın kalıcı olabilmesi için gerekli reformların yapılması gerekmektedir. Bu durumda para politikası araçlarının finansal istikrara yönelik olarak optimal biçimde nasıl kullanılacağına ilişkin tartışmalar da devam edecektir. Bu bağlamda Bernanke tarafından para politikası sadece finansal istikrarı destekleyici bir unsur olarak görülmekte ve asıl önemli olan faktör olarak ise, finansal gözetim ve denetim faaliyetlerinin standardize hale getirilmesi öne çıkmaktadır (Bernanke, 2010: 22).

Küresel ekonomik krizden çıkarılacak dersler, beş temel unsur olarak ele alınabilir: (Mishkin, 2010: 20-29)

i-) Finansal sektördeki gelişmeler, reel iktisadi aktiviteyi tahmin edildiğinden daha fazla etkiler: Küresel ekonomik kriz, finansal istikrarsızlıkların çok kısa süreler içerisinde reel ekonomiye bulaşarak kendisinden çok daha kötü bir dengeye sürüklediğini göstermiştir. Şöyle ki ekonomik krizin başlamasıyla birlikte iktisadi büyümedeki daralma, her geçen dönem giderek artmıştır. ABD’de 2008 yılında -% 1.3 olan reel üretimdeki düşüş, 2009 yılının ilk çeyreğinde -% 5.4, ikinci çeyreğinde ise -% 6.4 olmuştur. Bu da ABD’de işsizlik oranlarının % 10’nun üzerine çıkmasına yol açmıştır. Dolayısıyla iktisadi büyümenin istikrar kazanmasının ve işsizlik oranlarının azaltılmasının, büyük oranda finansal sektörün istikrarlı biçimde işleyişine bağlı olduğu ifade edilebilir. Bu nedenle bir ülkede politika yapıcıların en temel görevi, finansal piyasalardaki gelişmeleri takip etmek, finansal istikrarı

sağlamak ve buna ilişkin önlemleri zamanında almak olmalıdır.

ii-) Makro ekonomi doğrusal ilişkilere sahip değildir: 2007-2009 finansal krizi, makro ekonominin statik ve doğrusal değil, dinamik ve doğrusal olmayan ilişkilere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Makro ekonomide faaliyet gösteren sayısız üretici ve tüketici birim vardır. Bu da makro ekonominin belirsizliklere ve risklere sürekli olarak açık olduğu anlamına gelmektedir. Ancak politika yapıcıların cari durumdaki iktisadi ilişkileri donmuş kabul ederek almış olduğu kararlar ise, makro ekonomideki olumsuz gelişmelerle tersine dönebilmektedir. Bu durumda ise uygulanan politikaların hiçbir geçerliliği ve tutarlılığı kalmamaktadır. Bu noktada FED'in kriz esnasında izlediği tutum önemli bir örnek olarak gösterilebilir. Şöyle ki, ABD'de krizi önceden tahmin edemeyen FED, krizin başlamasıyla birlikte de piyasaya likidite pompalayarak ve politika faizlerini düşürerek, ekonomik istikrarı yeniden sağlayabileceğine inanmaktaydı. Buna karşılık varlık fiyatlarındaki şişmelerin yol açtığı belirsizlik ortamı nedeniyle, FED'in uyguladığı genişlemeci politikalar hiçbir işe yaramadığı gibi yatırımcıların korkularının daha da artmasını beraberinde getirmiştir. *Böylece finansal piyasalarda artan panik havası, bir süre sonra tersine bir feedback etkisi oluşturarak, tüketim ve yatırım harcamalarının sınırlandırmasına neden olmuş ve finansal krizin reel ekonomiye de bulaşmasına aracılık etmiştir.*

iii-) Faiz oranlarının sıfırlanması merkez bankalarının ekonomiyi etkileme gücünü sınırlar: Ekonomik krizin başlamasıyla birlikte tüm dünyada merkez bankaları, faiz oranlarını indirme yarışına girmiş ve nihayetinde faiz oranları sıfırlanmıştır. Ancak merkez bankaları ekonominin likidite hacmini genişletmek isterken, faiz silahını da kaybetmiştir. Faiz oranlarının merkez bankalarının ekonomiyi etkileme de kullandıkları en önemli araç olduğu dikkate alındığında, kriz devam ederken faizlerin sıfırlanması, merkez bankalarının yaşanan krize karşı bundan sonraki müdahale araçlarının ne olacağı sorusunu akla getirmektedir. Dolayısıyla merkez bankalarının faizleri sıfırlayarak, iktisadi birimlerin bekleyişlerini etkileme şanslarını azalttıkları ifade edilebilir.

iv-) Finansal krizden sonra ekonomik kayıpların yerine konulmasının maliyetleri oldukça fazladır: Finansal kriz sırasında tüm iktisadi birimler çok yüksek ekonomik kayıplarla karşı karşıya kalmışlardır. Dolayısıyla finansal kriz sonrasında söz konusu kayıpları gidermenin maliyetlerinin de

oldukça fazla olduğu ifade edilebilir. Şöyle ki finansal kriz, büyüme oranlarını düşürüp, kamu gelirlerini azalttığı gibi krizle mücadele etmek için yapılan kamu harcamalarını arttırmakta ve bu da kamu açıklarına yol açmakta, istihdam oranlarını ve kişi başına düşen milli geliri azaltmaktadır. Reinhart ve Reinhart (2010), küresel krizin başladığı 2008 yılı ile 2010 yılları arasında, gelişmiş ülkelerde kişi başına GSYİH'nın ortalama olarak % 82 oranında azaldığını ortaya koymuştur. Yine Reinhart ve Rogoff (2009)'un yapmış olduğu bir başka çalışmaya göre, finansal krizin etkilediği tüm ülkelerde kamu kesimi borçlanma gereği çok hızlı bir şekilde artmıştır. Sözelimi ABD gibi gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının GSYİH'a oranı % 10'u aşmıştır. Yine aynı çalışmaya göre yüksek bütçe açıklarını finanse etmek isteyen ülkeler, parasal tabanda aşırı genişlemeye gitmişlerdir. ABD'de parasal tabandaki genişleme oranı, Ağustos 2007 ile 2009 yılının sonu arasında % 144.6 olmuştur. Aynı dönemde sadece M2'deki artış ise, % 16'ya bulmuştur. Bu da enflasyon oranların da görece hızlı bir artışa neden olmuştur. Bütün bu gelişmeler tekrardan kriz öncesi makro ekonomik değerlere dönmenin, ülkelere çok ciddi maliyetler getireceği gibi çok uzun zaman alacağını da kanıtlamaktadır.

v-) Fiyatların ve hasılanın istikrarlı olması finansal istikrarı garanti etmez: Son yaşanan finansal krizden önce, akademisyenler ve merkez bankacıları arasındaki ortak kanı, fiyat istikrarı ile istikrarlı bir hasıla büyümesinin sağlanması durumunda finansal istikrarın da gerçekleşeceği yönündeydi. Bu görüş Bernanke, Gertler ve Gilchrist (1999) ve Bernanke ile Gertler (2001) tarafından yapılan akademik çalışmalarla da desteklenmişti. Buna göre para politikasının fiyat istikrarına yönelik olarak uygulanması durumunda, uzun dönemde reel büyümede ve varlık fiyatlarında da istikrar gözlenecektir. Diğer bir ifadeyle merkez bankalarının enflasyonla mücadeledeki başarısı, varlık fiyatlarında balonların yaşanmasını önleyecek, iş çevrimlerini azaltacak ve finansal kriz, riskini aşgariye indirecektir. Ancak 2007'de başlayan finansal krizin, Amerikan ekonomisini fiyat istikrarı sağlanmışken ve büyümede de istikrarlı bir trend gözlenirken yakalaması üzerine, kriz öncesinde oluşan geniş uzlaşma dağılmıştır. Yaşanan süreçten elde edilen deneyimler çerçevesinde, fiyat istikrarı ile büyümede (hasılda) istikrarın sağlanmasının önemli olduğu, fakat bunun bir finansal krizi önlemekte tek başına yeterli olmadığı şeklinde yeni görüşler ileri sürülmektedir. Nitekim küresel krizle mücadele etmek için tüm merkez bankalarının, enflasyonun yükseleceği

korkusuna aldırmaksızın genişlemeci para politikaları izleyerek, önceliği iktisadi durgunluğu yenmeye vermeleri de bu yeni görüşler çerçevesinde açıklanmaktadır.

Bu bağlamda son yaşanan küresel finansal krizin öğrettiği en önemli şeylerden biri, para politikası stratejilerinin temel çerçevesinin yeniden düşünülmesinin çok acil bir gereklilik olduğudur. Buna göre artık makro ekonomik politikalarda, finansal sektördeki gelişmelere çok büyük bir rol verilmelidir. Para politikasının belirlenmesinde kullanılan geleneksel çerçeve terk edilerek, finansal istikrarsızlıkların nasıl çözüleceğine odaklanılmalıdır. Bunun için ise parasal otoritelere büyük sorumluluklar düşmektedir. Parasal otoriteler, kredi koşullarını belirlemeli ve bankaların bunlara uyup uymadıklarını sürekli denetlemeli, finansal kurumlara ilişkin doğru bilgilere dayanan bir risk haritası oluşturmalı ve bunu devamlı güncelleştirerek kamuoyuna duyurmalı, bankaların aşırı riskli ödünç vermelerini engellemelidir. Diğer bir ifadeyle parasal otoriteler, bundan böyle düzenleyici (regülatör) rolüne soyunmalıdır. Çünkü küresel kriz, bize finansal sistem ile makro ekonomi arasında çok güçlü bir ilişki olduğunu hatırlatmıştır. Bu bağlamda para politikaları ile finansal istikrar politikalarının başarısı birbirlerine bağlıdır. Para politikaları, fiyat istikrarı da dahil olmak üzere başka hiçbir hedefle ilgilenmeksizin, önceliği mutlaka finansal istikrarı sağlamaya vermek durumdadır. Bu çerçevede parasal otoritelerinin uygulayacağı para politikası stratejisi de, “*esnek enflasyon hedeflemesi (flexible inflation targeting)*” olmalıdır. Söz konusu stratejiye göre, merkez bankaları eskiden olduğu gibi enflasyon hedefleri açıklamalıdır. Ancak söz konusu enflasyon hedefleri, tutturulması zorunlu nokta hedefler olarak değil, geniş bir bant içerisinde belirlenen ve ekonomideki gelişmelere göre gerektiğinde vazgeçilebilen hedefler olmalıdır. Bu bağlamda finansal piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak, gerektiğinde merkez bankaları enflasyon oranlarının artması pahasına para politikasında değişiklik yapabilmelidir (Mishkin, 2010: 46).

SONUÇ

Küresel kriz öncesinde FED, gevşek para politikası izleyerek 2001 yılında yaşanan resesyonun etkilerini azaltmak istemiştir. Bunun için politika faiz oranlarını 2001-2004 döneminde sürekli olarak azaltmıştır. Faiz oranlarındaki söz konusu azalma neticesinde, finansal kurumlar borçlanma maliyetleri düştüğü için fon fazlasına sahip olmuşlardır. Bunun üzerine artan likidite fazlalıklarını, konut kredilerine (mortgage) yöneltmişlerdir. Ancak karlarını daha da yükseltmek isteyen Amerikan bankaları, yüksek risklerine rağmen daha yüksek kâr vadeden konut kredilerini (sub-prime mortgage) ölçsüz biçimde dağıtmışlardır. Böylece ABD’de konut talebinde çok hızlı bir artış yaşanmaya başlamış ve bu da konut fiyatlarını 2003-2006 döneminde aşırı yükseltmiştir. Böylece ABD’de söz konusu dönemde çok ciddi konut balonları oluşmuştur.

FED, 2004 yılının ikinci yarısında artan enflasyon oranları ile mücadele etmek için para politikasında değişikliğe giderek tekrardan faizleri yükseltmiştir. FED’in para politikasını sıkılaştırması sonucunda aşırı şişen konut fiyatları hızla düşmeye başlamıştır. Bu da mortgage fonlarına yatırım yapan bankaların, kredi geri dönüş oranlarında yaşanan sıkıntılar ve batık krediler nedeniyle 2007 yılında çok ciddi zararlar açıklamasına neden olmuştur. Böylece ABD finans piyasalarında, 2007 yılının ortalarında büyük bir finansal kriz ortaya çıkmıştır. 2007 yılında başlayan finansal kriz karşısında, FED faiz oranlarını tekrar düşürmek zorunda kalmıştır.

Bu bağlamda FED’in 2000’li yılların başında izlediği aşırı gevşek para politikasının, Amerikan bankalarının denetimsiz ve kontrolsüz biçimde mortgage kredileri dağıtmasına yol açarak, ekonominin ciddi bir finansal krize sürüklenmesinde önemli bir rol oynadığı ifade edilebilir. Bunun dışında Amerikan bankalarının yapmış olduğu bir başka önemli hata da, FED’in düşük faiz politikası sonucunda oluşan likidite fazlalıklarının mortgage fonlarının menkul kıymetleştirilmesine (securitization) yönlendirilmesidir. Daha önce açılmış olan mortgage fonlarının, ikincil piyasalarda yeniden alım-satıma konu olması olarak adlandırılan menkul kıymetleştirme süreci de finansal krizin derinleşmesine yol açmıştır.

ABD’de yaşanan finansal kriz öncesinde finansal kurumlar faaliyetlerinin çoğunu “*Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset Backed Security-ABS)*”,

“*Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymet (Mortgage Backed Security-MBS)*” ve “*Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation-CDO)*” gibi menkul kıymetlere yönlendirmiştir. Çünkü söz konusu menkul kıymetler, bankaların başlangıçta müşteri potansiyellerini geliştirmelerini ve yüksek kar elde etmelerini sağlamıştır. Dolayısıyla ABD finans piyasalarında, 2005 yılından itibaren menkul kıymetleştirme (securitization) olgusu git-tikçe yaygınlaşmıştır (Calomiris, 2008: 78-79). Ancak FED'in 2005-2007 döneminde faiz oranlarını yükseltici bir strateji izlemesi sonucunda, konut fiyatları 2006'da düşmeye başlamıştır. Bu da finansal piyasalardan sermaye çıkışlarının yaşanmasına neden olarak, mortgage fonlarının değerlerini hızla düşürmüştür. Diğer bir ifadeyle ABD'de mortgage balonları, 2007 yılında patlamaya başlamıştır. Bu da ABD'de mortgage fonlarına yatırım yapan finansal kurumların zararlarının katlanmasını beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla varlık fiyatlarında meydana gelen balonların varlığı sonuçlar dikkate alındığında ne kadar tehlikeli olduğu da açık biçimde görülmüş olacaktır. Bu çerçevede finansal kriz deneyimi de dikkate alındığında finansal regülasyonun güçlendirilmesinin önemi ortaya çıkacaktır. Bununla birlikte politika yapımcıların fiyat istikrarı hedefi yerine, finansal istikrar üzerinde durması gerektiği ve finansal istikrarın kalıcı biçimde tesis edilebilmesi için gerekli reformların yapılması gerektiği de açıktır.

KAYNAKLAR

BERNANKE, Ben S. (2010). “Monetary Policy and the Housing Bubble”, <http://www.iepecdg.com.br/uploads/artigos/100301abernanke.pdf>, January-2010.

CALOMIRIS, Charles W. (2008). “Not (yet) a ‘Minsky Moment’”, **The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Centre for Economic Policy Research (CEPR)**, Edited by Andrew Felton and Carmen Reinhart, June-2008, (pp.77-83).

CURDIA, Vasco and Michael Woodford (2010). “The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy”, **NBER Working Paper Series**, No.16208, July-2010, (pp.1-80).

FRATIANNI, Michele (2009). “Financial Crises, Safety Nets and Re-

gulation”, <http://ssrn.com/abstract=1286903>, Erişim Tarihi: 24.09.09, (pp.1-44).

KUTTNER, Kenneth N. (2009). “The Fed’s Response to the Financial Crisis: Pages from the BOJ Playbook, or a Whole New Ball Game?”, **Columbia University in the City of New York, Working Paper Series**, No.282, May-2009, (pp.1-33).

MISHKIN, Frederic S. (2009). “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?”, **NBER Working Paper Series, No.14678**, 2009, (pp.1-15).

MISHKIN, Frederic S. (2010). “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, **ECB Central Banking Conference, Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis**, Frankfurt, November-2010, (pp.1-57).

SCHWARCZ, Steven L (2008). “Disclosure’s Failure in the Subprime Mortgage Crisis”, **American Law & Economics Association Annual Meetings**, No.18, 2008, (pp.1-17).

WIGNALL, Adrian Blundell, Paul Atkinson and Se Hoon Lee (2008). “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, **Financial Market Trends–OECD 2008**, (pp.1-21).