

## Menkul Kıymetleştirme Şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac Nasıl Kurtarılabilir?<sup>1</sup>

Hüseyin YILMAZ \*

### ÖZET

*Fannie Mae ve Freddie Mac ABD'nin devlet destekli teşebbüslerinden ikisidir. Görevleri konut finansman piyasasında likiditeyi artırmaktır. Bu iki şirket kredi kuruluşlarından ipotekleri satın alarak menkul kıymetleştirme yaparak piyasada satmaktadır. Kalitesiz ipotek krizinden sonra bu iki şirketin finansal güçleri azalmıştır. Konut sahiplerinin taksitlerini ödememesi nedeniyle alacaklarını tahsil edememişlerdir. Konut sahiplerinin ödemelerini yapamamalarının nedeni konut fiyatlarının düşmesidir. İki şirketin borsa değerleri düşmeye başlamış ve hala devam etmektedir. Bu iki şirket Eylül 2008 de devlet tarafından kurtarmak amacıyla devralınmıştır. Hazine bunlara finansal olanaklar sağlamış, piyasa fiyatlarını stabilize etmek için menkul değerlerini satın almaya başlamıştır vb. Bu iki şirket henüz içine buldukları zor durumdan kurtarılamamıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** Fannie Mae, Freddie Mac, Kalitesiz İpotek Krizi, Finansal Kriz

**JEL Sınıflandırması:** G01, G21,G34, K23,L32,N22

### *How Can The Securitisation Companies Fannie Mae and Freddie Mac be Rescued?*

#### **ABSTARCT**

*Fannie Mae and Freddie Mac are two Government Sponsored Entrepreneurs in the U.S.A. Their mission is to increase the liquidity at the housing financing market. They buy mortgages from the credit institutions, securitise them, and sell in the markets. After the subprime mortgage crisis, the two entrepreneurs' financial powers decreased. They could not collect their receipts because the homeowners could not pay their payments. The homeowners could not pay because of decreasing home prices. The two company's market values started to decrease and they are still continuing to be so. In September 2008, they were taken over by the government to be rescued. The U.S Treasury provided them financing via buying their securities. They could not be rescued from the hardships they met yet.*

**Key Words:** Fannie Mae, Freddie Mac, Subprime Mortgage Crisis, Financial Crisis

**JEL Classification:**G01, G21,G34, K23,L32,N22

<sup>1</sup> Bu çalışma Marmara Üniversitesinin düzenlediği “Uluslararası Finans Sempozyumu 2009” başlıklı bilimsel etkinlikte sunulan ve sempozyum kitabında yayınlanan “Finansal Krizin Fannie Mae ve Freddie Mac’e Etkisinin Giderilmesi Çabalarına Yönelik Bir İnceleme” başlıklı çalışmanın genişletilmiş versiyonudur.

\* Yrd. Doç. Dr. Hüseyin Yılmaz, Bilecik Üniversitesi, İ.İ.B.F, hyilmaz64@yahoo.com

## 1. Giriş

2007 Ağustos ayında başlayan kalitesiz ipotek krizi Amerikan finans sektöründe önemli derecede yıkım yaratmıştır. Sektörde birçok işletme iflas etmiş, birçok işletme başka işletmelere devredilmiş ve bazıları da devlet tarafından devralınmıştır. Fannie Mae ve Freddie Mac 7 Eylül 2008 de devlet tarafından devralınmıştır.

Bu çalışmada Fannie Mae ve Freddie Mac'in niçin devlet tarafından devralındığı kısaca açıklandıktan sonra bu iki şirketin kurtarılması ve kendi kendine yeterli, finansman gereksinimini piyasa koşullarında sağlayabilir ve krizden önce olduğu gibi ikincil ipotekli konut finansman piyasasında menkul kıymetleştirme, garanti ve yatırım yaparak likiditeyi geliştirme gibi sosyo- ekonomik bir işlevi yeniden yerine getirebilir duruma gelebilmesi için ne gibi çalışmalar yapıldığı ve yapılmakta olduğu saptandıktan sonra ulusal düzeyde ve iki işletme düzeyinde başka neler yapılması gerektiği sorgulanmaya çalışılacaktır.

## 2. Fannie Mae ve Freddie Mac'in Kısaca Tanıtımı

### 2.1.Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)

Fannie Mae, ipotekli konut kredilerinin alınıp satıldığı ikincil ipotekli konut finansmanı piyasasında likidite ve stabiliteyi desteklemek amacıyla Amerikan Kongresi tarafından 1938 yılında imtiyaz verilen devlet destekli bir girişim (GSE) dir (US Securities and Exchanges Commission,Fannie Mae,2008:1). 1929 bunalımından sonra Amerikan yönetimi finans sistemini korumak amacıyla SEC ( Menkul Değerler ve Borsalar Komisyonu) ve FDIC (Federal Mevduat Sigorta Şirketi)'i ve ulusal bir ipotekli konut finansman piyasası oluşturmak amacıyla ise Fannie Mae'i oluşturmuştur (The Economics, 2009b).

Şirket, birincil ipotekli konut piyasasında kredi veren kuruluşlar tarafından açılan kredileri ikincil piyasada alınıp satılan ipoteğe dayalı menkul değer (MBS) olarak menkul kıymetleştirir. Şirket aynı zamanda ikinci konut finansmanı piyasasında ipotekli menkul değerlere yatırım yapmaktadır. Bu yatırıma kendi ihraç etmiş olduğu MBS'ler de dahildir. Şirket aynı zamanda konut arzını artırıcı diğer yatırımlar da yapabilir. Ancak, birincil ipotekli piyasada tüketiciye doğrudan kredi veremez. Devletin düzenleme ve gözetimine tabidir. Düzenleyici kuruluşlar Federal Konut Finansmanı Bürosu (FHFA), Konut Edindirme ve Kentsel Gelişim Departmanı (HUD), Menkul Değerler ve Borsalar Komisyonu (SEC) ve Hazine Departmanıdır. Şirkete ABD kongresi tarafından imtiyaz verilmesine, bir A.B.D devlet acentesi tarafından koruma (conservatorship) altına alınmasına, ve A grubu imtiyazlı hisse senetlerini ve adi hisse senetlerini satın alma hakkı veren Varant'larının Hazine Departmanının elinde olmasına karşın Amerikan devleti tarafından şirketin menkul değerleri ve diğer tahvilleri Amerikan devletinin garantisi altında değildir. Şirketin adi hisse senetleri New York Borsası'nda FNM sembolü ile işlem görmektedir. Şirketin sabit getirili menkul

değerleri tezgah üstü piyasada alınıp satılmaktadır (US Securities and Exchanges Commission, Fannie Mae ,2008:1).

Şirketin adi hisse senedi borsa fiyatının 12 Kasım 2008 sonu itibariyle son 30 iş günü ortalama kapanış fiyatının 1\$'ın altında kalması nedeniyle şirket New York Borsası listesinden çıkarılmıştır. Şirket, New York Borsası yönetiminden 11 Mayıs 2009'a kadar hisselerinin 1 \$'a yükselmesi için süre istemiş ve bu süre içinde hazine onayına bağlı olarak hisselerine ters hisse bölünme işlemi yapmayı planladıklarını bildirerek hisselerinin Şubat 2009'dan itibaren tekrar listelenmeye başlamasını sağlamıştır (US ,Security and Exchange Commission, Fannie Mae, 2008:31). Ancak şirket ters bölünme işlemini henüz tamamlamamış, bu yönde kamuoyuna yeni bir bilgi ulaşmamıştır.

## **2.2.Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)**

Freddie Mac 1970 yılında ipotekli konut finansman piyasalarını stabilize etmek ve ev sahipliğini artırmak ve konut kiralarının ucuzlatılması amacıyla Amerikan Kongresi tarafından kurulmuştur. Yasal görevi Amerikan konut piyasasına likidite, stabilite ve düşük faizli kredi koşulları sağlamaktır. Şirket görevini ipotekli konut kredilerini kredi kuruluşlarından satın alıp ipoteye dayalı menkul değer (MBS) şeklinde menkul değerleştirme yaparak ve ikincil konut kredisi piyasasında konut finansmanına dayalı menkul değerlere yatırım yaparak yürütür. Şirket ipoteye dayalı menkul değerleri ve ipotekli kredileri satın almakta, bunları faiz oranını ve diğer piyasa risklerini sermaye piyasalarında borca dayalı çeşitli finansal enstrümanlar ihraç ederek ve türev kontratları yaparak yönetmektedir (US ,Security and Exchange Commission, Freddie Mac, 2008:1).

## **3. Kalitesiz İpotek Krizinin Fannie Mae ve Freddie Mac'e Etkisi**

### **3.1 Kalitesiz İpotek Krizi**

Federal Konut Girişimleri Gözetim Ofisi (OFHEO) tarafından yapılan hesaplama göre 2001 ve 2005 yılları arasında ABD'de konut fiyatları ortalama olarak her yıl %54.4 artmıştır. 1998'den 2007 Mart ayına kadar konut fiyatları ortalama olarak her yıl iki haneli oranlarda artmıştır. Ağustos 2007'de konut fiyatları sabit kalmış, Eylül 2007 de ise düşüş eğilimine girmiştir. S&P' Case-Shiller U.S Ulusal 3. üç aylık konut fiyat indeksinde 2007 3. üç aylık verilere göre %4.5 düşüş gözlemlenmiştir. Bu düşüş 1988 de hesaplanmaya başlayan indeks bağlamında rekor olmuştur. Kalitesiz ipotek kredilerini kullanan kişilerin ödemelerini düzenli olarak yapmalarının konut fiyatlarındaki artışlara bağlı olması nedeniyle bazı kredi kullanıcıları borç ve anapara taksitlerini ödemede güçlük çekmeye başlamışlar, bu nedenle kalitesiz ipotek kredisi sağlayan finansal kuruluşlar finansal sıkıntılar yaşamaya başlamışlardır (Gorton,2008: 21-21).

Taylor'a göre 2007 yılında A.B.D' de ortaya çıkan finansal krize FED, Fannie Mae ve Freddie Mac neden olmuş ve Bush yönetimi soruna yanlış teşhis koymuş ve bu yanlış teşhis nedeniyle devlet devralması gerçekleştirilmiştir. Devralma ile sorun daha da kötüleşmiştir (Henderson,2009). Soros<sup>2</sup> globalleşmenin diğer ülkelerden A.B.D'ye tasarrufların akışını hızlandırdığını, bu durumun Amerikan finans piyasalarında sofistike ürünlerin geliştirilmesine ve kredi koşullarının hafifletilmesine yol açtığını, böylece finansal sistemin kendisini riske attığını belirtmektedir (Soros,2008a). Soros'a göre kriz finans sisteminin kendisi tarafından yaratılmıştır. Konut balonu patlamış ve subprime krizi ortaya çıkmıştır (Soros,2008c).

The Economist (2009c) Amerikan devletinin Fannie Mae ve Freddie Mac'i konut sahipliğini artırmak için kurduğunu ancak bu amaca ulaşıldıktan sonra konut edindirme lobisinin tüm çabasını bu kuruluşları kendi çıkarlarına göre yönetmeye harcadıklarını, sadece yüksek miktarda devlet yardımı ile çöküşlerinin önlenemediğini savunmaktadır.

Reinhard and Rogoff (2008:3) 2007 krizinin kökenlerini özellikle kredi değerliliği düşük olan kredi kullanıcılarının ödeme sorunlarından aldığını, ödeme yetersizliğinin finans sektörüne etkisinin riskin etkin bir şekilde dağıtımını amacıyla yararlanılan karmaşık paketleme teknikleri nedeniyle önemli derecede arttığını, risk azatımı amacıyla oluşturulan finansal araçların finans sektörünü şeffaf olmayan bir duruma getirdiğini ve konut fiyatlarının düşmesi ile sektörün likiditesinin iyice azaldığını savunmaktadırlar.

Kriz serbest piyasa ekonomisinin her zaman doğru yönlendirme yapmadığını veya yatırımcıların etkin kararlar alabilmesi için gerekli bilgiyi üretmediğini göstermektedir (The Economist (2009b) ve krizle birlikte finans sistemi işlevini yerine getirememeye başlamıştır (The Economist, 2009a).

Fannie Mae ve Freddie Mac'in krizle doğrudan ilgili olan ipotekli finans şirketleri olmaları krizden önemli derecede etkilenmelerine neden olmuştur.

### **3.2. Krizin Fannie Mae ve Freddie Mac'e Etkisi**

#### **3.2.1. Krizin İki Şirketin Finansal Yapılarına Etkisi**

Fannie Mae ve Freddie Mac'in finansal yapılarının açıklanması amacı ile borç/aktif, özsermaye/aktif, kısa vadeli borç/aktif, uzun vadeli borç/aktif ve borç/özsermaye rasyoları hesaplanarak Tablo 1'de verilmektedir.

---

<sup>2</sup> George Soros ,”Soros Fund Management” adlı yatırım şirketinin başkanıdır. Uluslararası borsa spekülörü olarak tanınmaktadır.

**Tablo 1: Fannie Mae ve Freddie Mac'in Finansal Yapıları**

Şirket	31.12.04	31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.3.09
Borç/Aktif						
-Fannie	0.96	0.95	0.95	0.95	1.02	1.02
-Freddie	0.96	0.97	0.97	0.97	1.04	1.01
Özsermaye/Aktif						
-Fannie	0.04	0.05	0.05	0.05	(0.02)	(0.02)
-Freddie	0.04	0.03	0.03	0.03	(0.04)	(0.01)
Kısa V.B/Aktif						
-Fannie	0.32	0.22	0.21	0.28	0.39	0.33
-Freddie	0.34	0.35	0.35	0.37	0.51	0.50
Uzun V.B/Aktif						
-Fannie	0.64	0.74	0.75	0.67	0.63	0.69
-Freddie	0.62	0.62	0.61	0.59	0.52	0.51
Borç/Özsermaye						
-Fannie	0.25	0.20	0.29	0.29	Anlamsız	Anlamsız
-Freddie	0.25	0.30	0.29	0.29	Anlamsız	Anlamsız

Not: Tablodaki değerler FannieMae ve Freddie Mac'in finansal tablolarından alınarak hesaplanmıştır.

Tablo 1'de görüldüğü gibi işletme aşırı derecede kaldıraçla çalışmaktadır. En son borç/aktif rasyosu 1.02 olarak hesaplanmıştır. İşletmenin borçları aktiflerini aşmaktadır. Bu işletmeler kriz öncesi dönemde de yaklaşık % 95 kaldıraçla çalışmaktadır. Bu durum işletmenin finansal kaldıraç derecesini yükselterek ortakların kar paylarını yükseltme açısından olumlu olmasına karşın borcun finansal riski yükseltmesi nedeniyle kalitesiz ipotek krizi ile birlikte bu iki işletme likidite sorunları yaşamaya başlamışlardır. Ayrıca iki işletmenin kısa vadeli borçları yükselmesine karşın uzun vadeli borçları azalmaktadır. Vade yapısı finansal riski artırma yönünde gelişmektedir.

Fannie Mae net karını artırarak otofinansman yoluyla sermayesini artırmaktadır. Bu durum Tablo 2'de görülmektedir.

Tablo 2'de görüldüğü gibi işletmelerin her ikisinin de karları azalarak zaman içinde zarar etmeye başladıkları ve zararlarının da artarak devam ettiği görülmektedir. Bu iki işletme zarar ederek öz kaynaklarını tüketmeye devam etmişler, 2008 sonu itibarı ile de öz kaynakları tükenmiştir. Krizin etkisi somut olarak iki işletmeye de yansımıştır. İşletmelerin zararlarının artarak devam etmesi de işletmelerin etkin yönetilemediği ve devralma sonunda da henüz maliyet ve gider etkinliğine kavuşamadığı şeklinde algılanabilir.

**Tablo 2: Fannie ve Freddie'nin Net Karları ve Değişimi**

	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.3.2009
Net Kar (Milyon\$)						
- Fannie	4.967	5.861	3.584	(2.563)	(58.708)	(23.185)
- Freddie	2.603	2.113	2.327	(3.094)	(50.119)	(9.851)
Değişim Oranı (%)	----	18.00	(38.85)	Zarar	(22.91)kat3	Anlamsız
-Fannie	----	(18.82)	10.13	Zarar	(16.20) kat4	Anlamsız
-Freddie						

Not: Tablodaki değişim oranları FannieMae ve Freddie Mac'in finansal tablolarından alınarak hesaplanmıştır.

### 3.2.2. Krizin Borsa Değerine Etkisi

Kalitesiz ipotek krizinden 12 Haziran 2009 tarihine kadarki süreçte Fannie Mae ve Freddie Mac hisselerinin borsa fiyatları ve işlem hacimleri Tablo 3'de verilmektedir.

**Tablo 3: Kalitesiz İpotek Krizinden Sonra Hisse Fiyatlarında Düşüş**

Tarih	Fannie Mae		Freddie Mac	
	Kapanış fiyatı	İşlem Hacmi	Kapanış fiyatı	İşlem Hacmi
15 Ağustos 2007	59,22	9,386,800	60.28	4.588.300
31 Ağustos 2007	63,23	13,331,000	61.61	8.374.400
31 Aralık 2007	38,85	14,014,800	34.07	12.431.800
5 Eylül , 2008	7,07	83,613,900	5.10	85.500.000
Devralma günü Eylül 7, Pazar				
Eylül 8, Pazartesi	0.73	585,901,400	0.88	370.053.100
30 Eylül 2008	1,53	168,449,000	1.71	139.734.500
31 Ekim 2008	0.93	47.057.500	1.03	35.032.100
30 Kasım 2008	1.16	42.352.100	1.18	21.528.500
31 Aralık 2008	0.76	35.805.000	0.73	19.921.300
31 Ocak 2009	0.60	16.162.300	0.59	9.785.500
28 Şubat 2009	0.42	16.689.600	0.42	9.412.300
31 Mart 2009	0.70	47.246.500	0.76	23.699.200
30 Nisan 2009	0.78	27.833.100	0.79	13.383.800
31 Mayıs 2009	0.73	22.161.500	0.80	10.357.900
12 Haziran 2009	0.66	10.702.263	0.70	4.772.987

**Kaynak:** <http://finance.yahoo.com>

<sup>3</sup> Fannie Mae'nin zararı 22.91 kat artmıştır.

<sup>4</sup> Freddie Mac'in zararı 16.20 kat artmıştır.

Fannie Mae ve Freddie Mac hisselerinin New York Borsasında oluşan borsa fiyatlarına bakıldığında Ağustos 2007 de karşılaşılan kalitesiz ipotek krizinden sonra düşüş eğilimine girdiği Eylül 2008 de Hazine devralmasından sonra da düşüşün daha hızlı bir şekilde devam ettiği görülmektedir.

Fannie Mae'nin 15 Ağustos 2007 de 59.22 US\$ olan hisse değeri 12 Haziran 2009 itibarı ile 0.66 US\$ olarak gerçekleşmiştir. Değer kaybı %98.89 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyatta 52 hafta içindeki değişim aralığı 030-25.99 olarak gerçekleşmiştir.3 aylık ortalama işlem hacmi 31.258.700 olarak gerçekleşmiştir. 12 Haziran 2009 itibarı ile piyasa kapitalizasyonu 729.050.000 \$ değerindedir (finance.yahoo.com).

İşlem hacminde de önemli düşüşler yaşanmıştır. 2008 Eylül sonu itibarı ile işlem hacmi 168.901.400 olmasına karşın 12 Haziran 2009 tarihindeki işlem hacmi sadece 10.702.263 olarak gerçekleşmiştir. Bundan da yatırımcı ilgisinin azalması sonucu çıkarılabilir.

Freddie Mac'in 15 Ağustos 2007 de 60.28 US\$ olan hisse değeri 12 Haziran 2009 itibarı ile 0.70 US\$ olarak gerçekleşmiştir. Değer kaybı %98.84 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyatta 52 hafta içindeki değişim aralığı 0.25-24.23 olarak gerçekleşmiştir. 3 aylık ortalama işlem hacmi 15.276500 olarak gerçekleşmiştir. 12 Haziran 2009 itibarı ile piyasa kapitalizasyonu 453.750.000 \$ değerindedir (finance.yahoo.com).

İşlem hacminde de önemli düşüşler yaşanmıştır. 2008 Eylül sonu itibarı ile işlem hacmi 139.734.500 olmasına karşın 12 Haziran 2009 tarihindeki işlem hacmi sadece 4.772.987 olarak gerçekleşmiştir. Bundan Freddie Mac hisselerine de yatırımcı ilgisinin azalması sonucu çıkarılabilir.

Tablo 4'de verilen piyasa kapitalizasyonu değerleri ile karşılaştırıldığında Fannie Mae ve Freddie Mac'ın hisse değerlerindeki düşüşün aşırı derecede fazla olduğu görülebilir. Tabloda iki şirketin piyasa kapitalizasyonu değerlerindeki Ekim 9 2007- Eylül 12 2008 değişimi finans sektöründeki piyasa kapitalizasyonu değişimine göreceli olarak verilmektedir.

**Tablo 4: Fannie Mae ve Freddie Mac'in Piyasa Kapitalizasyonunun Değişimi**

	Ekim 9, 2007		Eylül 12, 2008		Değişim (%)
	Piyasa kapitalizasyonu	Finans Sektörünün piyasa kapitalizasyondaki payı (%)	Piyasa Kapitalizasyonu	FinansSektörünün Toplam piyasa kapitalizasyonundaki payı (%)	
Finans sektörü	19.1 Trilyon\$	20.4	15.1 Trilyon\$	16.9	-20.945
Fannie Mae	64.8 Milyar\$	-	0.7 Milyar\$	-	-98.9
Freddie Mac	41.5 Milyar\$	-	0.3 Milyar\$	-	-99.3

**Kaynak:** The New York Times, "A Year of Heavy Losses", September 15, 2008, [www.nytimes.com/interactive/2008/09/15/20080916-treemapgraphic.html](http://www.nytimes.com/interactive/2008/09/15/20080916-treemapgraphic.html) (6.4.2009)

Tablo 4'de görüldüğü gibi finans sektörünün piyasa kapitalizasyonu içindeki payı azalmıştır. Bu durum ekim 2007-Eylül 2008 arasında finans sektörü hisse değerleri toplamının toplam ABD hisselerine göre daha fazla düştüğünü göstermektedir. Finans sektörü kapitalizasyon değerinin %20.94'ünü kaybederken, Fannie Mae ve Freddie Mac kapitalizasyon değerlerinin sırasıyla %98.9 ve %99.3'ünü kaybetmişlerdir. Piyasadaki yatırımcıların iki şirketi algılaması finans sektörüne göre çok daha olumsuz olmuştur. Kalitesiz ipotek krizi sonrası maksimum bir değer ile devralma sonrası minimum bir değeri içeren bu karşılaştırmada ilgili tarihler arasında piyasa kapitalizasyonu değerlerinde düşüşün çok daha yüksek olması devralmanın yatırımcı algılamasını olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir.

#### 4. Fannie Mae ve Freddie Mac'in Kurtarılması Çalışmaları

##### 4.1. Devralma

Federal Konut Finansmanı Bürosu (FHFA)'e göre Amerikan Hazinesinin devralma işleminden önce Fannie Mae ve Freddie Mac'in piyasada 5.4 Trilyon \$ ipotekli konut kredisine dayalı menkul değeri (MBS- mortgage based security) ve tahvili işlem görmekte idi. Bu rakam A.B.D'nin yatırımcılarda bulunan sermaye piyasalarında işlem gören devlet tahvili ve hazine bonusu tutarına veya başka bir deyimle A.B.D'nin finans piyasalarına olan borcuna eşit bir rakamdı. 2008 başlarında Fannie ve Freddie'nin menkul değerlerinin pazar payı yeni ipotekli finans kağıtlarının %80'ini aşmakta idi. Fakat Eylül 2008 itibarıyla bu oran azalmıştır. 2007 yılındaki kalitesiz ipotek krizi sırasında bu iki şirket ipotek piyasasına likidite sağlamada önemli rol oynamışlardır. Misyonlarını yerine getirirken sermayelerini artırabilmişler ve koruyabilmişlerdir. Ancak, sonraki süreçte piyasa koşullarında bu denge kaybolmuştur. Konut fiyatları, karlar, ve sermayenin aşınmaya devam etmesi bu iki şirketin

<sup>5</sup> Bu rakam yazar tarafından hesaplanmıştır.



misyonlarını yerine getirme yeteneklerini de azaltmıştır. Özellikle sermayelerinin faaliyetlerini yürütürken oluşan zararlarını absorbe etme yeteneği kuşkulu duruma gelmiştir. Cari kapitalizasyon değerlerinin azalması, cari piyasa koşulları, finansal performanslarının düşmesi, normal uygulama ve fiyatlarla<sup>6</sup> finansman gereksinimlerini karşılama yeteneklerini kaybetmeleri ve ülkedeki ipotekli konut finansmanı piyasasını destekleme bakımından kritik önem taşımaları iki şirketin devlet tarafından devralınmasına neden olmuştur (Federal Housing Finance Agency,2008:1-5). İki şirketin finansal problemlerinin fazla olması, yönetimlerinin operasyonel düzeyde hatalar yapması, ekonomi ve finans sistemi için vazgeçilemez düzeyde önemli olmaları, kalitesiz ipotek krizinden doğrudan etkilenmeleri gibi nedenler devlet tarafından koruma altına alınmalarına veya devralmalarına neden olmuştur.

Timothy Geithner<sup>7</sup> Fannie Mae ve Freddie Mac'in devralınmasının şirketleri stabilize etmek amacıyla istisnai durum olduğunu, yönetim ve yönetim kurullarının değiştirildiğini, devralmanın bu iki şirketi daha güçlü ve hesap verebilir duruma getireceğini, gerekirse gelecekte de devralma yapılabileceğini, “tek standart, tek ilke” kuralının uygulandığını ve en kısa sürede iki şirketin durumlarının düzeleceğini belirtmiştir (Forbes, 2009).

## 4.2.Devralma Sonrasında Yapılan Normalleştirme Çalışmaları

### 4.2.1. Kar Payı Ödemelerinin Durdurulması

Devralma sırasında yapılan açıklamada adi ve imtiyazlı hisse senedi kar payı ödemelerinin durdurulacağı, bunun iki şirketin 2 milyar \$ üzerinde sermayesini koruyacağı belirtilmiştir (Federal Housing Finance Agency,2008:7).

Fannie Mae yetkilileri 10 Eylül 2008'de yaptığı basın açıklamasında 2008 yılı 3. üç aylık dönemde önceden planlanan kar payı ödemesinin 30 Eylülde gerçekleştirileceğini, ancak bundan sonra şirketin devlet tarafından devralınması nedeniyle hiçbir adi ve imtiyazlı kar payı ödemesi yapılmayacağını bildirmiştir (Fannie Mae, 2008).

Fannie Mae ve Freddie Mac'in 2004 yılından itibaren elde ettikleri hisse başına kar ve ödedikleri nakit kar payları aşağıdaki Tablo'da görülmektedir.

**Tablo 5: Hisse Başın Karlar ve Nakit Olarak Dağıtılan Kar Payları**

		2004	2005	2006	2007	2008
	HBK <sup>8</sup>	4.95	6.04	3.65	(2.63)	(24.04)
	Dağıtılan HBK	2.08	1.04	1.18	1.90	0.75
	Dağıtım oranı (%)	42.02	17.22	32.33	(72.24)	(3.12)

<sup>6</sup> Fiyat kelimesi faiz oranını belirtmektedir

<sup>7</sup> Timothy Geithner A.B.D'nin Hazine Müsteşarıdır.

<sup>8</sup> Hisse Başına Kar

Freddie	HBK	3.47	2.82	3.01	(5.37)	(34.60)
	Dağıtılan HBK	1.20	1.52	1.91	1.75	0.50
	Dağıtım oranı(%)	34.58	53.90	32.26	(18.62)	(1.45)

**Kaynak:** US Security and Exchange Commission,(2008), “Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:0-50231, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae): 80; US Security and Exchange Commission,(2008), “Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:000-53330, Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac):58

Tablo 5’e bakıldığında 2007 ve 2008 yıllarında iki işletmenin de zarar etmelerine karşın kar payı dağıttıkları görülmektedir. Ancak 2008 yılında Fannie Mae zararının %3.12, Freddie Mac ise zararının %1.45’i oranında kar dağıtımını gerçekleştirmiştir. 2008 yılında Fannie Mae hisse başına 50 cent, Freddie Mac ise 75 cent kar payı dağıtmıştır. Bu tutarlar 2004 yılından itibaren her iki şirketin de minimum kar payı tutarlarıdır. Bu ödemelerin gerek şirket kararları gerekse kar payı politikası ve piyasa koşulları açısından önemli olduğu düşünülebilir.

İki şirketin 2007-2008 yıllarında 3 aylık hisse başına nakit kar payı ödemeleri aşağıda Tablo 6’da görülmektedir.

**Tablo 6: 2007-2008 Yılları 3 aylık Dönemler İtibariyle Kar Payı Ödemeleri**

Ödeme dönemi	Fannie Mae	Freddie Mac	Ödeme dönemi	Fannie Mae	Freddie Mac
2007/1	0.40 \$	0.50	2008/1	0.35	0.25
2007/2	0.50	0.50	2008/2	0.35	0.25
2007/3	0.50	0.50	2008/3	0.05	0.00
2007/4	0.50	0.25	2008/4	0.00	0.00

**Kaynak:** US Security and Exchange Commission,(2008), “Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:0-50231, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae): 76; US Security and Exchange Commission,(2008), “Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:000-53330, Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac):54

Tablo 6’da görüldüğü gibi her iki işletmenin son iki yılda üç ayda bir dağıttığı kar payları aşamalı olarak azaltılarak son dönemde sıfırlanmıştır. Bu durum, öz kaynakların korunmasına ve kar payı ödenmesi amacı ile gereksinim duyulacak fonların dışsal kaynaklardan finansman maliyeti karşılığı elde edilmesine karşı bir önlemdir ve hisse senedi yatırımcısının kar payı statüsünün konumu gereği işletmelerin bir hakkıdır.

#### 4.2.2 Politik Faaliyetlerin Durdurulması

Devralma sırasında yapılan açıklamada lobi faaliyetleri dahil tüm politik faaliyetlerin durdurulduğu belirtilmiştir (Federal Housing Finance Agency,2009:8). Bu, iki işletmenin ilgili giderlerinin azalmasına ve karlarının artmasına veya zararlarının azalmasına katkı sağlayacaktır.

#### 4.2.3 Faiz Oranlarında Düşüş

Fannie Mae Şubat 2009'da yeniden finanse ettiği ipotekli kredi hacminin 41 Milyar \$'a ulaştığını, bu rakamın Ocak ayının yaklaşık üç katı olduğunu açıklamıştır. Açıklamada konut sahiplerinin düşük faiz oranlarından ve daha yüksek kredi limitlerinden yararlandıkları belirtilmiştir (Zibel,2009).

İpotekli kredi faiz oranlarının tarihsel görünümü Tablo 7'de görülmektedir.

**Tablo 7: Faiz Oranlarının Tarihsel Gelişimi**

Yıl	İpotekli kredi faiz oranı (%)	Baa9 tahvil faizi	3 ay vadeli hazine bonusu	10 yıl vadeli devlet tahvili	Ay/2009	İpotekli kredi faiz oranı (%)	Baa tahvil faizi	3 ay vadeli hazine bonusu	10 yıl vadeli devlet tahvili
2004	5.84	6.39	1.39	4.27	Ocak	5.06	8.14	0.12	2.52
2005	5.87	6.06	3.15	4.29	Şubat	5.13	8.08	0.31	2.87
2006	6.41	6.48	4.72	4.79	Mart	5.00	8.42	0.25	2.82
2007	6.34	6.48	4.41	4.63	Nisan	4.81	8.39	0.17	2.93
2008	6.04	7.45	1.46	3.67	Mayıs	4.86	8.06	0.19	3.29

**Kaynak:** US Department of the Treasury,2009c, “ US Economic Statistics- Monthly Data”, [http://www.ustreas.gov/offices/economic-policy/macroecon/monthly\\_economic\\_data.pdf](http://www.ustreas.gov/offices/economic-policy/macroecon/monthly_economic_data.pdf), 6/8/2009

Tablo 7'de görüldüğü gibi yıllık bazda ipotekli konut kredisi faiz oranlarının 2004 yılından itibaren sürekli yükseldiği, 2007 yılından itibaren düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. 2007 yılı ağustos ayında krizin ortaya çıkmasından sonra FED'in benchmark faiz oranı indirimleri sürecinin başlaması ipotekli kredi faiz oranlarını da düşürmeye başlamıştır. Bu nedenle, 2007 yılı sonu itibariyle ipotekli konut kredisi faiz oranı %6.34 den %6.04'e gerilemiştir. Sonraki süreçte Amerikan devletinin kriz ile ilgili aldığı önlemler faiz oranının 2009 Mayıs Ayı sonu itibarı ile %4.86'lare kadar gerilemesine katkıda bulunmuştur.

<sup>9</sup> “Baa” tahvil derecesi orta düzeyde iyi şirket tahvillerini açıklayan bir derecedir. Kaynak: <http://en.wikipedia.org>.

#### 4.2.4 Hazine Yardımı

Hazine Müsteşarı Geithner 12 Şubat 2009 da yaptığı açıklamada Fannie Mae ve Freddie Mac'a yapılacak hazine yardımı miktarının şirket başına 100 Milyar \$'dan 200Milyar \$'a yükseltildiğini, amacın işletmelerin net değerlerinin pozitif hale getirilmesi olduğunu, bu iki şirketi desteklemeye devam edeceklerini ve Kongrenin bu iki şirkete bir misyon yüklediğini, ödemenin Konut Edindirme ve Ekonomik İyileşme Kanununa (Housing and Economic Recovery Act) göre yapıldığını belirtmiştir (US Department of the Treasury, 2009a).

Fannie Mae ve Freddie Mac Mart 2009'da devralma fonu dışında hazineden 46 Milyar \$ yardım almıştır. 2008 Ekim ayından itibaren alınan hazine yardımı tutarı 59.8 Milyar \$'a ulaşmıştır (Crutsinger,2009).

Federal Konut Finansmanı Bürosu Direktörü Lockart 8.5.2009 tarihinde Fannie Mae için Hazine'den 19 milyon \$ hazine yardımı talep etmiştir. Fannie Mae yetkilileri bu yardımın da yeterli olmayacağını önümüzdeki dönemlerde de şirketin para kaybetmeye devam edeceğini tahmin ettiklerini belirtmişlerdir. Önceki birkaç üç aylık dönem zararlarının gelecekteki vergi avantajlarının kaybedilmesinden kaynaklanmasına karşın 2009 1. üç aylık dönem zararının şirketin kredi portföyünden kaynaklandığını bildirmişlerdir (Desmond, 2009c). Çünkü, bu iki şirket misyonları ve faaliyetleri gereği portföy yatırımı da yapmaktadır. Finansal kriz nedeniyle finans sektöründeki iflas, birleşme ve devralmalar finansal yatırım talebinin azalmasına yol açarak finansal ürün fiyatlarında düşüş baskısı oluşturmaktadır. Bu durum şirketin kurtarma çabalarını olumsuz yönde etkilemekte ve sonuca ulaşmayı geciktirmektedir. Tedaviye devam ederken hastalığa yol açan virüs hasta üzerinde olumsuz çalışmasına devam etmektedir. Hazine yardımlarına uzun süre gerek duyulacağı açıkça ortadadır. Bunun kamu finansmanına olumsuz etkileri de ayrı bir sorundur.

#### 4.2.5 FED'in İpoteğe Dayalı Menkul Değer (MBS) ve Tahvil Satınalma Programı

Mart 2009'da FED, Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından garanti edilen ipotekli konut kredisine dayalı menkul değer satın almak için bir plan hazırlayacağını, bu menkul değerlerin tutarının 750 Milyar \$ olacağını ve toplam tutarın 1.25 Trilyon \$'a ulaşmış olacağını, ayrıca Fannie Mae ve Freddie Mac tahvilleri alımını da 200 Milyar \$'a çıkaracağını açıklamıştır (Paradis and Read, 2009). Hazine Müsteşarı Geithner MBS ve tahvil satın alımının amacının piyasada likidite yaratmak ve stabilize oluşturmak olduğunu belirtmektedir (US Department of the Treasury, 2009a).

Bernanke'ye göre (Augstums and Aversa,2009) FED'in Fannie Mae ve Freddie Mac'in ihraç etmiş olduğu ipotekli konut kredisine dayalı menkul değer (MBS) satınalma programı 30 yıl vadeli ipotekli kredilerin faiz oranının Nisan 2009 itibariyle rekor düzeyde

düşmesine yardımcı olmuştur. Tablo 7’de görüldüğü gibi bu oran Mayıs ayı itibarı ile %4.86 düzeyine düşmüştür.

Bernanke<sup>10</sup> (Zumbrun, 2009) kredi piyasalarında bankacılık sektörü ile ilgili önemli kaygılar olduğunu ve ipotekli konut kredi faiz oranlarının düşük olmasına karşın ipotekli konut kredisi faaliyetlerinin önemli ölçüde devletin Fannie Mae ve Freddie Mac’ı desteklemesine bağlı olduğunu belirtmiştir.

Menkul Değerler Endüstrisi ve Finansal Piyasalar Derneğinin Hazine Borçlanma Tavsiye Komitesi’nin Amerikan Hazine Departmanına gönderdiği rapora göre FED ve Hazine Departmanının temsilciye dayalı olarak ihraç edilmiş ve piyasada dolaşan ipoteğe dayalı menkul değerleri satın alması bu menkul değerlerin alım satım fiyat farkını (spread) ve mutlak getirilerini olumlu yönde etkilemiştir (US Department of the Treasury, 2009b). Bu durum, devlet devralmasının finans piyasalarının ve konut finansmanı piyasalarının düzenli çalışmasına ve işlevini yerine getirmesine katkısını göstermektedir. Ancak pür liberal ekonomiyi benimseyen bu ülkenin uygulamada ne düzeyde çelişkili olduğu ayrı bir tartışma konusu olabilir. Bu tartışma Finans kapital tartışmalarına kadar gidebilir.

4 Haziran 2009 ‘da FED piyasalardan Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen 25.83 Milyar \$ değerinde tahvil satın almıştır (Leong,2009a). 5 Haziran 2009’da ise yine FED, piyasalardan Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Konut Kredi Bankaları sistemi tarafından ihraç edilen 4.4 Milyar \$ değerinde tahvil satın almıştır (Leong,2009b). Bu da alımların devam ettiğini ve muhtemelen devam edeceğini göstermektedir. Piyasaların henüz bağımsız bir şekilde çalışmadığını, devlet desteğine gereksinimin sona ermediğini göstermektedir. Ayrıca söz konusu konut finansman şirketlerine yatırımcı güveni düzeyinin yetersiz olduğu algılaması yapılabilir. Bu, şirketlerin yönetimi ve devlet devralmasına olumsuz yaklaşım olarak da yorumlanabilir. Tablo 3’de verilen borsa fiyat ve işlem hacmi verileri de bu düşünceleri destekler niteliktedir.

Ancak, Hazinesinin tahvil ve MBS alımları piyasadaki likidite ve stabilitenin geliştirilmesi açısından önemlidir. Piyasalara güven vermesi, krizin aşılması konusunda devletin ciddiyeti, devletin finansal açıdan güçlü olduğu imajı oluşturması ve devletin yatırımcılara öncülük etmesi piyasalardaki güveni artırma potansiyeli olan etkenler olarak değerlendirilebilir.

#### **4.2.6.Piyasalardan Finansman Çabaları**

Fannie Mae ve Freddie Mac’in piyasalardan finansman çabaları sırasıyla Tablo 8 ve Tablo 9’da verilmektedir.

<sup>10</sup> Ben Bernanke Amerikan Merkez Bankası FED’in başkanıdır.

**Tablo 8: Devralma Sonrası Süreçte Fannie Mae'in Tahvil İhracı ve Koşulları**

İhraç tarihi	Vade (Yıl)	Faiz oranı (%)	İhraç fiyatı (%)	İhraç tutarı (Milyar \$)
12.9.2008	2	2.876	99.959	7.000
11.12.2008	5	2.875	99.857	3.000
9.1.2009	3	2.000	99.983	6.000
5.2.2009	5	2.750	99.921	7.000
27.2.2009	2	1.750	99.897	15.000
13.3.2009	5	2.750	99.625	9.000
3.4.2009	3	1.875	99.874	4.000
9.4.2009	2	1.375	99.759	6.000
15.5.2009	5	2.500	99.855	5.000

Kaynak: [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com)

Tablo 8'de görüldüğü gibi işletme kısa ve orta vadeli ve primli tahvil ihracı gerçekleştirebilmiştir. 2009 yılında ihraç edilen 2 ve 3 yıl vadeli tahvillerin faiz oranları düşük olmasına karşın 5 yıl vadeli tahvilin faiz oranı %2.5 ve işletme açısından iskonto oranı %0.145 olması nedeniyle %2.645 olarak gerçekleşmiştir. Bu faiz oranı finans piyasalarının Fannie Mae'ye yeterince güvenmediği şeklinde algılanabilir.

Freddie Mac'in devralma işleminden sonra yapmış olduğu tahvil ihracı ve koşulları Tablo 9'da verilmektedir.

**Tablo 9: Devralma Sonrası Süreçte Freddie Mac'in Tahvil İhracı ve Koşulları**

İhraç tarihi	Vade (Yıl)	Fa.iz oranı (%)	İhraç fiyatı (%)	İhraç tutarı (Milyon \$)
9.10.2008	5	4.125	101.722	1.000
10.10.2008	2	2.875	99.858	4.000
2.12.2008	5	4.125	105.646	1.000
8.1.2009	2	1.5	99.873	3.000
8.1.2009	5	2.5	99.437	3.500
19.2.2009	3	2.125	99.636	10.000
27.3.2009	10	3.75	99.727	3.000
27.3.2009	2	1.625	99.953	5.000
4.22.2009	2	1.625	100.567	1.000

Kaynak: [www.freddiemac.com](http://www.freddiemac.com)

Tablo 9'da görüldüğü gibi 2 yıldan 10 yıla kadar vadeli tahvil ihracı primli ve iskontolu ihraç fiyatları ile gerçekleştirilmiştir. Vade yapıları faiz oranlarını düşük veya yüksek olmasını etkilemiştir. Şirket 2 yıl vadeli tahviller için %1.5-%2.875 arasında faiz yükümlülüğüne girerken 5 yıl vadeli tahviller için %2.5-%4.125 faiz yükümlülüğü altına girmiştir. Şirket 2009 Şubat ayında %2.125 faiz oranıyla 3 yıl vadeli ve 2009 mart ayında %3.75 faiz oranından 10 yıl vadeli tahvil ihraç etmiştir. İhalelerde oluşan prim veya iskontolar faiz oranları ile bağlantı kurularak da açıklanabilir. Örneğin 5 yıl vadeli tahvil

ihracı faiz oranı %2.5 iken iskontolu ve faiz oranı % 4.125 iken primli olarak gerçekleştirilmiştir. Yatırımcılar faiz gelirlerini iskontolu alış yoluyla yükseltmeye çalışmışlardır. Tahvil faiz oranlarını yorumlarken FED'in benchmark faiz oranını ve enflasyon oranlarını da dikkate almak gerekir.

#### 4.2.8.Yapılan Diğer Çalışmalar

Kongre Bütçe Ofisine (CBO) göre Fannie Mae ve Freddie Mac A.B.D ulusal bütçesine 2009 yılında 52 Milyar \$ , 2010-2019 yılları arasında ise (her yıl) 28 Milyar \$ ek maliyet gerektirmektedir (Yost, 2009). Finansal sektörün stabilizasyonu ve kredi piyasalarında engellerin azaltılması amacıyla Amerikan devleti önemli derecede çaba göstermektedir. Amerikan Hazine Departmanı yetkilileri Obama yönetiminin ilgilileri daha fazla sorumlu tuttuğunu, Geithner'in önemli kongre üyelerine hazine departmanının krizle ilgili aldığı önlemleri açıklayan 6 sayfalık mektup gönderdiğini belirtmişlerdir.(Kuhnhen,2009). Geithner Senatoda Finansal Hizmetler Alt komitesinde yaptığı açılış konuşmasında Fannie Mae ve Freddie Mac 'ın krizden çıkış sürecinde ve kriz dönemi sonrasında faaliyetlerine hangi statüde devam etmesi gerektiği konusunda çalışmaların devam ettiğini, konunun incelendiğini belirtmiştir (US Department of the Treasury 2009d). Gerçekten, statü değişikliği bu iki şirketin faaliyetlerine daha az sorun ile devam edebilmesi açısından oldukça yararlı olabilir. Finans piyasalarındaki gizli devlet desteği algılaması, hazinenin daha düşük koşullarda finansman sağlamada garanti vb. destekleri, lobi faaliyetleri konusunda sorumsuz davranışlar, muhasebe yolsuzlukları yoluyla yatırımcıların ve devletin yanıltılması gibi sorunların azaltılması ve hatta tamamen yok edilmesi mevcut GSE (devlet destekli teşebbüs) statüsü dışında bir statüye geçilmesi ile çözümlenebilir.

#### 4.3. Çözüm İlişkin Görüşler ve Sorunlar

Robert Mc Cullough<sup>11</sup> emlak piyasasının ürünleştiğini (menkul kıymetleştiğini), bu piyasanın kaos olmaması gereken varlık sınıflarından birisi ve ulusal ekonominin temeli olduğunu ve aile sayısını artırmaya katkı sağladığını, bu nedenle emlaka bağlı menkul değerlerin alım satımının hisse senetleri gibi olmaması gerektiğini savunmaktadır. Mc Collough konut piyasasının konut sahiplerinin ev alarak tamir edip iki sene içinde tekrar başka bir müşteriye sattığı bir ortam haline geldiğini, fakat bu kişilerin oyun içinde iken dramatik fiyat düşüşlerine yakalandığını ve konut fiyatlarının tekrar yükselmeyeceğini, bu tür yükselişlerden kar elde etmek isteyenlerin Wall Street'de çalışmalarını tavsiye ettiğini belirtmiştir. Randy Frederick<sup>12</sup> Fannie Mae ve Freddie Mac'in devlet tarafından devralınması ile gizli desteğin açık hale geldiğini, devralmanın olağan bir kamu bürokrasisi olduğunu, bu işletmelerin yöneticilerinin Fannie Mae ve Freddie Mac hisselerine sahip olmadıkları süreç

<sup>11</sup> Robert Mc Cullough ,Woodbine Associates Şirketinde Sabit Getirili Menkul Değerler Araştırma Müdürüdür.

<sup>12</sup> Randy Frederick,Charler Schwab İşletmesinin türev ürünlerden sorumlu yöneticisidir.

devralmanın onlar için sorun olmadığını, hisse senedi sahibi iseler geri gelmeyen zararlara katlanacaklarını belirtmektedir. Frederick, bu iki şirketin iflas etmesine izin vermenin devletin konut sahiplerine yardım çabalarını engellemek anlamına geleceğini, sorunun bundan sonra bu iki konut finansmanı şirketinin devlet kurumu olarak mı kalacağı yoksa halka açık şirket olarak mı faaliyetlerine devam etmeleri gerektiğinin saptanması olduğunu ve birçok konut sahibinin taksitlerini ödemeye ve vadelerini genişletmeye çalıştıklarını ve Fannie Mae ve Freddie Mac'in ne olacağına çok fazla önem vermediklerini savunmaktadır (Zendrian, 2009).

Gerçekten yatırımcıların tutumları, bu iki şirketin menkul değerlerine yatırım kamuoyunun bakış açısı ve toplumsal işlevlerinin göz ardı edilmesi çöküşte önemli olmuştur. Bu tutumların değişmesi sorunun çözümüne katkıda bulunacaktır. Bu şirketlerin devletle bağlantılarının daha net olarak belirlenmesi, ya tamamen Ginnie Mae gibi kamu kuruluşu haline getirilmesi veya tamamen özel şirket haline getirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde yatırımcıların gizli devlet desteği algılaması yanlışlara yol açarak iki şirketin değerlendirilmesinde temel analiz göz ardı edilmeye devam edecektir. Dolayısıyla bu işletmelerin değerleri volatil olmaya ve sistemik risk oluşturmaya devam edecektir.

Kredi Koşullarını Değiştirme (Making Home Affordable) başlıklı konut sahiplerinin ipotekli kredi taksitlerini ödeme açısından kolaylık sağlamayı amaçlayan programın faiz oranı değiştirme veya uygun sabit faiz oranı ile taksit ödeme şeklinde olan kısmı sadece Fannie Mae ve Freddie Mac'in ipotek kredilerini satın alarak menkul değere dönüştürdüğü kredileri içermektedir. Programın bu kısmına başvuru 2010 Haziran ayına kadar geçerlidir. Bu iki şirket 31 Milyon konut kredisini menkul kıymetleştirmiştir (Zibel, 2009a). Programa başvuruların belirli koşulları kapsamına karşın sonuç olarak belirli sayıda başvuru olacağı ve bu iki konut finansman işletmesinin faiz geliri kaybına neden olacağı açıktır. Zaten negatif özsermaye ile çalışan bu iki şirketin bu programdan olumsuz yönde etkileneceği ve normalleşme sürecinin uzayacağı söylenebilir. Kanımızca, şirketler bu durumun olumsuz etkilerini faiz ödemelerini piyasa koşullarına uygun faiz oranı ile yaparak azaltmaya çalışmalıdırlar. Bu da yatırımcıların güvenine bağlıdır.

Kredi koşullarını değiştirme programına Mayıs 14 2009 itibarı ile 55.000 başvuru yapılmış, kaç adedine olumlu yanıt verildiği yetkililerce açıklanmamıştır Devlet bu programı uygulayan finansal kurumlara yardım edecektir. Şu ana kadar Aurora Loan Services, Wells Fargo ve JP Morgan Chase dahil 14 finansal kurumla devlet arasında programın uygulanması ile ilgili anlaşma imzalanmıştır. Programdan yararlanan ipotekli konut sahibi başına finansal kuruma ödeme yapılacaktır. Cecela<sup>13</sup> programın çok karmaşık olduğunu ve düzeltmeler yapılması gerektiğini ve Temmuz veya Ağustos aylarından önce yüksek miktarda başvuru beklemediğini belirtmektedir. Birçok konut danışmanı programın yavaş yürümesi ile ilgili eleştiriler yapmaktadır. Bir devlet yetkilisi 4 milyona yakın ipotekli konut kredi borçlusunun

<sup>13</sup> Guy Cecela ipotekli konut konularında ticari yayıncılık yapmaktadır..



programdan yararlanma başvurusu yapacağını, Zandi<sup>14</sup> ise başvuru sayısının devlet yetkilisinin tahmininin yarısından daha az olacağını tahmin etmektedir (Zibel,2009c). Fannie Mae ve Freddie Mac başvuru sayısına ve devletin başvuru sayısına göre yapacağı destek tutarına göre programdan etkilenecektir. Bu konuda bir belirsizlik vardır. Bu durum bu iki şirketi kurtarma çalışmalarını etkileyecektir. Olumsuz yönde etkilemesi olasılığı vardır.

Desmond (2009b) programla ilgili olarak bir Fannie Mae yetkilisinin programın işletmeye, faaliyet sonuçlarına, finansal duruma ve net değere önemli olumsuz etkileri olacağını, bir Freddie Mac yetkilisinin ise programın hazineden alınan yardımı azaltma amacından sapmaya yol açacağını, işletmeyi kısa ve orta vadeli değil uzun vadeli karlılık amacına yönelteceğini savunduğunu belirtmektedir. Desmond, programın Fannie Mae ve Freddie Mac'e maliyetinin diğer ipotekli finans kurumlarından daha yüksek olacağını, aylık tahsilatlar azaldığında Fannie Mae ve Freddie Mac'in de yatırım fonlarına ve yabancı bankalara ödeyeceği faiz miktarını azaltacağını savunmaktadır.

Freddie Mac yetkilileri tahmin edilebilir gelecekte negatif nakit akım beklentisi içinde olduklarını, sermaye yapısı ve uzun vadeli finansal sürdürülebilirlikte önemli derecede belirsizlik beklediklerini, finansman sağlamada sorunlar yaşandığını belirtmektedir(Desmond ,2009a).

Konut finansman piyasası eleştirmenleri Fannie Mae ve Freddie Mac'in portföylerinde yatırım amacıyla bulundurulmuş ipotekle dayalı menkul kıymetleri satmaları ve böylece bilançolarını hafifletmeleri gerektiğini belirtmektedirler (Moyer, 2009). Bilançolarına bakıldığında ipotekle dayalı menkul değer yatırımlarının artarak devam ettiği görülmektedir.

**Tablo 10: Fannie Mae ve Freddie Mac'in İpotekli Menkul Değer Yatırımları (Milyon\$)**

Şirket	2004	2005	2006	2007	2008
Fannie Mae	389.651	362.479	378.687	396.516	412.142
Freddie Mac	653.261	710.346	703.959	720.813	804.762

**Kaynak:** US Security and Exchange Commission,(2008), "Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:0-50231, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae): 81; US Security and Exchange Commission,(2008), "Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:000-53330, Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac):58

Tablo 10'da görüldüğü gibi iki işletmenin portföy yatırımları kalitesiz ipotek krizi döneminden önce ve sonra sürekli artış eğilimi göstermektedir. Bu yatırımlara devam etmeleri gerek misyonları ve gerekse kriz sonrası devlet tarafından ulusal düzeyde yapılan krizden çıkış çalışmalarında yararlanılan bir araç olmaları nedeniyle doğal olarak karşılanabilir.

<sup>14</sup> Mark Zandi Moody's de konut uzmanı olarak çalışmaktadır.

Soros bundan sonra bu tür krizlerin olmaması için belirli bir noktadan sonra konut balonunun büyümesine izin verilmemesi, bu konuda regülasyonlara gidilmesi, global finansal sistem için uluslar arası regülasyonların olması ve regülasyonlarda aşırıya gidilmemesi gerektiğini savunmaktadır (Soros,2008c) Soros'un görüşleri krizden sonra tekrar kalitesiz ipotek krizi olmaması için proaktif görüşler olarak değerlendirilebilir.

## 5. Sonuç

Fannie Mae ve Freddie Mac'in kurtarılarak işlevlerini daha sağlıklı ve sisteme zarar vermeksizin yürütebilmeleri A.B.D açısından son derece önemlidir. Fannie Mae ve Freddie Mac iflaslarına izin verilmeyecek kadar büyük (too big to fail) olarak nitelendirilmektedir. İki şirket hareket halinde iken tamir edilmeye çalışılan arabaya benzetilebilir. Ancak bu şekilde bir çalışma sosyo ekonomik sistem için çok önemlidir. Kurtarma çalışmalarında yatırımcı desteği çok önemlidir. Borsa verileri yatırımcı algılamasının olumlu olduğu sinyali vermemektedir. Kar payı dağıtımı ve politik faaliyetlerin durdurulması iki işletmenin özkaynaklarını korumaya yönelik önlemlerdir. Ancak yatırımcıları ve ortakları iki işletmenin faaliyetlerini desteklemeye devam edip etmeyecekleri konusunda olumsuz yönde etkileyip etkilemediği başka araştırmaların konusudur. Hisse fiyatlarının düşüşü ile sermaye kazançlarının zaten yok olması ile moralleri bozulan iki şirketin hisse senedi sahipleri 2009 yılından itibaren kar payı kazançlarından da yoksun bırakılmıştır. A.B.D koşullarında bazı yatırımcıların tek kazançlarının hisse senedi kar payı ve sermaye kazancı olduğu dikkate alındığında söz konusu kişilerin bu iki şirkete ne düzeyde olumlu yaklaşabilecekleri sorgulanabilir.

İki işletmenin finansal yapıları sürekli olarak borç ağırlıklıdır. Hatta krizden sonra borçları aktiflerini aşmaktadır. Bu yapının mutlaka değiştirilmesi gerekmektedir. Bunun için hukuksal yapılarında düşünülen statü değişikliğinin bir an önce gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Çünkü, bu gelişme finans piyasalarında şirketlere karşı güveni artırarak iki şirketin ihraç etmiş olduğu hisse senedi, tahvil ve MBS değerlerinde iyileşme sürecine girilmesi potansiyeli taşımaktadır.

Kamu imtiyazının olmaması şirketlerin ve yatırımcıların iki şirkete bakış açılarının disipline edilmesine katkıda bulunabilir. Bu durumda, iki işletmenin konut finansman piyasasında üstlendikleri sosyal işlevin yürütülüp yürütülememesi sorunu gündeme gelmelidir. Konut kredi sistemi tarafından düşük gelir gruplarına açılan kredilerin başka kanallar tarafından açılmasına devam edilip edilmeyeceği yeni sistemin başarı ve toplumsal desteğine etkileyecektir.

Amerikan ekonomisinin krizden çıkışı için yeni önlemler alınmalıdır. A.B.D'nin ticaret açıkları azaltılarak dışarıya giden paranın bir kısmı ulusal ekonomiye kazandırılmalıdır. Uluslar arası ilişkilerde yöntem değişikliğine gidilerek savunma

harcamaları azaltılmalı ve bu kaynak ekonomiye kazandırılmalıdır. Devlet sosyal işlevini piyasa güçlerine devretmeyi bırakarak gerektiğinde düşük gelir grupları için ürün ve hizmet üretimi yapmalıdır. Bu önlem kapitalizmden sapma ve sosyal devlet anlayışına yaklaşma olarak nitelendirilebilir. Menkul kıymetleştirme, türev ürünler ve hedge fonu uygulamaları finans piyasalarını kumar alanına çevirmektedir. Bu konuda daha sıkı düzenlemelere gidilmesi deregulasyon uygulamasına zıt olmasına karşın sistemdeki risklerin elimine edilmesi, spekülasyon ve manipülasyon beklentilerinin kırılması açısından yararlı olabilir. Fannie Mae ve Freddie Mac'in işlevleri ayrılarak birisinin tamamen özel sektöre satışı ve diğerinin de tamamen devlet işletmesi haline dönüştürülmesi yoluyla düşük gelirli insanların konut sahibi olmaları ve diğer insanların konut sahibi olmaları ayrıştırılabilir. Böylece düşük gelir gruplarının bazı insanların ve kurumların piyasa oyunlarına alet olmaları da önlenebilir.

### KAYNAKLAR

- Augstums I. M. and J. Aversa. (2009), "FED Extremely Uncomfortable About Bailouts", [www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/03/ap6256156.html?loomia-ow](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/03/ap6256156.html?loomia-ow) ( 10.4.2009)
- Bond credit rating (2009), <http://en.wikipedia.org/wiki/Bond-credit-rating> (24.5.2009)
- Crutsinger M. (2009), " Federal Budget Deficit Sets March Record \$192.3B", [www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/10/ap6279987.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/10/ap6279987.html?partner=alerts) ( 14.4.2009)
- Desmond M. (2009a), "UnsteadyFreddie",<http://www.forbes.com/2009/03/11/freddie-mac-earnings-markets-equity-mortgages-subprime.html> (9.6.2007)
- Desmond M. (2009b), "Fannie and Freddie's Backdoor Bailouts", [www.forbes.com/2009/05/01/fannie-mae-freddie-mac-mortgage-modifications-business-wall-street-mortgage.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/2009/05/01/fannie-mae-freddie-mac-mortgage-modifications-business-wall-street-mortgage.html?partner=alerts) (20.5.2009)
- Desmond M.(2009c), "Fannie Helps, And Losses Grow", [www.forbes.com/2009/05/08/fannie-mae-earnings-business-washington-fannie-mae.html?partner=contextstory](http://www.forbes.com/2009/05/08/fannie-mae-earnings-business-washington-fannie-mae.html?partner=contextstory) (8.5.2009)
- The Economist (2009a), "The G20 and the World Economy :Be Bold", April 2 nd 2009,FromtheEconomistPrintEdition,[http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displayStory.cfm?story\\_id=13405306&subjectID=348936&fsrc=nwl](http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displayStory.cfm?story_id=13405306&subjectID=348936&fsrc=nwl) (19.4.2009)
- The Economist (2009b), "The Visible Hand", May 28 2009, FromtheEconomistPrintEdition,[http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displayStory.cfm?story\\_id=1374331&subjectID=348936&fsrc=nwl](http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displayStory.cfm?story_id=1374331&subjectID=348936&fsrc=nwl) (1.6.2009)
- TheEconomist (2009c), "PillingOn",May282009,FromtheEconomistPrintEdition, [http://www.economist.com / opinion/displaystory.cfm?story\\_id=13740170](http://www.economist.com / opinion/displaystory.cfm?story_id=13740170) (1.6.2009)

- Fannie Mae (2008), “News Release: Fannie Mae Permitted to Pay Third Quarter Preferred Stock Dividends”, September, 10, 2008, [www.fanniemae.com/newsreleases/2008/4473.html ?p=Media&s=News+Releases](http://www.fanniemae.com/newsreleases/2008/4473.html?p=Media&s=News+Releases).
- Federal Housing Finance Agency (2008) “Statement of FHFA Director James B. Lockhart”, September 7, 2008, [http://treas.gov/press/releases/reports/fhfa\\_statement\\_090708hp1128.pdf](http://treas.gov/press/releases/reports/fhfa_statement_090708hp1128.pdf)
- Forbes (2009) “Treasury Chief Puts Bank CEOs on Notice if Bailout”, [www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/05/ap6256642.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/05/ap6256642.html?partner=alerts) (14.4.2009)
- Forbes (2009), “Freddie Mac (NYSE:FRE) Balance Sheet Quarterly Data”, <http://finapps.forbes.com/finapps/jsp/finance/compinfo/FinancialIndustrial.jsp?tkr=FRE&period=qtr> (6.6.2009)
- Freddie Mac (2009), “Reference Notes Securities Issues by Issue Date”, [www.freddiemac.com/debt/data/cgi-bin/refnoteresults.cgi?order=ID](http://www.freddiemac.com/debt/data/cgi-bin/refnoteresults.cgi?order=ID).
- Gorton G.B. (2008), “The Subprime Panic”, NBER Working Paper Series No:14398, National Bureau of Economic Research, Cambridge, UK.
- Henderson D. R.(2009), “Taylor Rules: In a New Book, Economist John Taylor Explains the Cause of the Crisis”, [www.forbes.com/2009/03/23/getting-off-track-opinions-book-review-john-taylor.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/2009/03/23/getting-off-track-opinions-book-review-john-taylor.html?partner=alerts) (9.5.2009)
- Kuhnhehn J. (2009), “Oversight Panel Has Bailout Questions for Geithner”, [www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/21/ap6314853.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/21/ap6314853.html?partner=alerts) (21.4.2009)
- Leong R.(2009a), “US Banks Borrow More From FED in the Latest Week- Fed” Reuters, June 4, 2009, <http://www.reuters.com/article/marketsNews/idINN0461880820090604?rpc=44> (6.6.2009).
- Leong R. (2009b), “NY Fed Says Bought \$4.4 Bln of Agency Debt Friday”, Reuters, June 5, 2009, <http://www.reuters.com/article/marketsNews/idINNYE00260220090605?rpc=44> (6.6.2009)
- Moyer L.(2008), “U.S Bails Out Mortgage Giants”, [http://www.forbes.com/2008/09/07/fannie-freddie-bailout-biz-cx\\_lm\\_0907mortgage.html](http://www.forbes.com/2008/09/07/fannie-freddie-bailout-biz-cx_lm_0907mortgage.html) (8.6.2009)
- The New York Times (2008) “A Year of Heavy Losses”, September 15, 2008, [www.nytimes.com/interactive/2008/09/15/20080916-treemapgraphic.html](http://www.nytimes.com/interactive/2008/09/15/20080916-treemapgraphic.html)(6.4.2009)
- Paradis T. and M. Read (2009), “Stock Jump After FED Says it Will Buy Treasury”, [www.forbes.com/feeds/ap/2009/03/18/ap6185114.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/03/18/ap6185114.html?partner=alerts) (14.4.2009)
- Rainhart C.M. and K.S.Rogoff (2008), “Is the 2007 US Subprime Financial Crisis So Different? An

- InternationalHistoricalComparison”,5.2.2008,[http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/Is\\_The\\_US\\_Subprime\\_Crisis\\_So\\_Different.pdf](http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/Is_The_US_Subprime_Crisis_So_Different.pdf) (3.6.2009)
- Soros G.(2008a), “The Worst Market Crisis in 60 Years”, theFinancialTimes,January,23,2008,[http://www.ft.com/cms/s/0/1a7af090-c956-11dc-9807-000077b07658.html?nclick\\_check=1](http://www.ft.com/cms/s/0/1a7af090-c956-11dc-9807-000077b07658.html?nclick_check=1) (12.6.2009)
- Soros G. (2008b), “ A Danish Fix For the US Mortgage Crisis”, The Financial Times,August11,2008,[http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news\\_id=fto081120081434124994](http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto081120081434124994) (12.6.2009)
- Soros G. (2008c), “The Crisis What To Do About It ”, The New York Review of Boks, Vo. 55, No.19 (December4,2008),<http://www.nybooks.com/articles/22113> (12.6.2009)
- US Security and Exchange Commission (2008), “Form 10-K Annual Report Pursuent to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:0-50231, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).
- US Security and Exchange Commission (2008) “Form 10-K Annual Report Pursuent to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Fiscal Year Ended December 31,2008, Commission File Number:000-53330, Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)
- US Security and Exchange Commission (2009), “Form 10-K Quarterly Report Pursuent to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Quarterly Period Ended March 31,2009, Commission File Number:0-50231, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).
- US Security and Exchange Commission (2009), “Form 10-K Quarterly Report Pursuent to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the Quarterly Period Ended March 31,2009, Commission File Number:0-50231, Federal Home Loan Mortgage Association(Freddie Mac).
- US Department of the Treasury (2009a), “Statement by Secretary Tim Geithner On Treasury’s Commitment To Fannie Mae and Freddie Mac”, Pres Room ,February18, 2009 ,TG-32, <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg32.htm>
- US Department of the Treasury (2009b), “Report to the Secretary of the TreasuryFrom the Treasury Borrowing Advisory Committee of the Securities Industry and Financial Markets Association”, Pres Room ,April 20 ,2009 ,TG-111, [www.treas.gov/pres/releases/tg111.htm](http://www.treas.gov/pres/releases/tg111.htm).
- US Department of the Treasury (2009c), “ US Economic Statistics- Monthly Data”,[http://www.ustreas.gov/offices/economic-policy/macroecon/monthly\\_economic\\_data.pdf](http://www.ustreas.gov/offices/economic-policy/macroecon/monthly_economic_data.pdf), 6/8/2009. (8.6.2009)

US Department of the Treasury (2009d), "Treasury Secretary Timothy F. Geithner Opening Statement As Prepared For Delivery Senate Committee on Appropriations Subcommittee On Financial Services and General Government", Pres Room ,June 9,2009,TG-161,<http://www.treas.gov/press/releases/tg161.htm> (10.6.2009).

Yost P. (2009), "Agency Says Bailout Will Cost Taxpayers More",[www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/04/ap6256149.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/04/04/ap6256149.html?partner=alerts) (10.4.2009)

Zendrian A. (2009), "Married To Fannie and Freddie", [www.forbes.com/fannie-mae-freddie-intelligent-investing-mac.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/fannie-mae-freddie-intelligent-investing-mac.html?partner=alerts) (3.6.2009)

Zibel A. (2009a), "Obama Administration Launches Housing Plan", Associated Pres, March 3 2009, <http://abcnews.go.com/Business/wireStory?id=7004906> (6.6.2009)

Zibel A. (2009b), "Mortgage Rates Likely to Sink on FED Actions", Associated Pres, March 18 2009, [www.forbes.com/feeds/ap/2009/03/18/ap6185079.html?partner=alerts](http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/03/18/ap6185079.html?partner=alerts) (30.3.2009)

Zibel A. (2009c), "Gov't Expands Housing Plan, off to Slow Start", Associated Pres, May 14 2009, <http://www.forbes.com/feeds/ap/2009/05/14/ap6424904.html?partner=alerts> (7.6.2009)

Zumbrun J. (2009), "Bernanke :The End is Near", [www.forbes.com/2009/05/05/bernanke-congres-business-washjington-bernanke.html?partner=links](http://www.forbes.com/2009/05/05/bernanke-congres-business-washjington-bernanke.html?partner=links) (9.5.2009)

<http://finance.yahoo.com>

<http://www.fanniemae.com>

<http://www.freddiemac.com>