



BANKACILIK
DÜZENLEME VE DENETLEME
KURUMU

ABD Mortgage Krizi



BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU

Çalışma Tebliği

Sayı: 3 / Ağustos 2008

ABD Mortgage Krizi

Hazırlayanlar

Faruk DEMİR

Ayşegül KARABIYIK

Emine ERMİŞOĞLU

Ayhan KÜÇÜK

Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı

Çalışma Tebliğleri; BDDK Teşkilat Yönetmeliği'nin 18 inci maddesi çerçevesinde mali sektör, risk, makro ekonomi ve Kurumun faaliyet alanına giren diğer konularda yapılan araştırma ve analizleri içermektedir. Bu Tebliğ; BDDK'nın görüşlerini yansıtmaz, içinde yer alan bilgi ve verilere dayanarak verilecek kararların sonuçlarından BDDK ve yazarları sorumlu tutulamaz. Kaynak göstermek koşuluyla kısa alıntılar yapılabilir.

BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU

Atatürk Bulvarı No: 191 06680 Kavaklıdere, Ankara-Türkiye

STRATEJİ GELİŞTİRME DAİRE BAŞKANLIĞI

Telefon: (90 312) 455 65 29; Faks: (90 312) 424 08 74;

İnternet Sitesi: www.bddk.org.tr; E-Posta: ct@bddk.org.tr

Bu yayın tüm içeriği ile BDDK internet sayfasında yer almaktadır.
BDDK OFİSTEKNİK doküman merkezinde 800 adet basılmıştır.
Basım Tarihi: 5 Ağustos 2008; © 2008 BDDK

ABD Mortgage Krizi

Hazırlayanlar¹

Faruk DEMİR Ayşegül KARABIYIK
Emine ERMİŞOĞLU Ayhan KÜÇÜK

ÖZET

Bu Çalışma Tebliği, ABD Mortgage Krizinin; bir takım tarihsel nedenlerinin olduğu, mortgage ve likidite piyasalarında yoğunlaştığı, ortaya çıkan riskin yönetilebilmesi için olağanüstü çaba sarfedildiği ve gelecekte tarihin tekerrür etmemesi arzusuyla reform sürecine odaklanıldığı varsayımlarına dayanmaktadır. Tebliğde, ABD mortgage piyasasının işleyişinde güçlükler ve zayıflıklar bulunduğu, gelişmeler bir krizin emarelerini işaret ettiği, kriz yönetim sürecine ilgili bütün tarafların iştirak ettiği, güven erezyonunun tamiri ve itibar riskinin azaltılabilmesi için reform çalışmalarına yönelindiği tesbit edilmiştir. Krizin mikro sonuçları ayrı bir çalışma olacak kadar önemli olduğundan kapsam dışı bırakılmıştır.

ABSTRACT

This Working Paper, relies on USA Mortgage crisis has historical causes, majored on mortgage and liquidity markets, remarkable effort was spent to manage the emerging risk and reform process is focused to avoid recurrence of this situation assumptions. In this Paper, it is stated that there are challenges and weaknesses in the functioning of USA mortgage market. Also, developments in financial markets show the signals of a financial crisis. Moreover, all relevant parties contribute to crisis management process and tend to reform efforts to restore of the confidence erosion and decrease of reputation risk. Micro results of crisis have been excluded they are so much important to examine in a different study.

¹ F.Demir Daire Başkanı, A. Karabıyık Kurum Uzmanı, E.Ermişoğlu Bankacılık Uzman Yardımcısı, A. Küçük Bankacılık Uzman Yardımcısı

İÇİNDEKİLER

GRAFİKLER.....	ii
KUTULAR.....	ii
TABLolar.....	iii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	iv
GİRİŞ.....	1
1 ABD MORTGAGE PİYASASININ İŞLEYİŞİ VE ZAYIFLIKLARI	3
1.1 İlgili Taraflar Açısından İşleyiş ve Zayıflıklar	3
1.1.1 Borçlular Açısından.....	3
1.1.2 Kredi Verenler Açısından	5
1.1.3 Menkul Kıymet İhraç Edenler Açısından	6
1.1.4 Kredi Derecelendirme Kuruluşları Açısından	9
1.1.5 Yatırımcılar Açısından.....	10
1.2 Sorunlu Kredilerin Varlığı	15
1.3 Düzenleyici Yapının Dağınıklığı	20
1.3.1 Yasal Düzenlemelerdeki Karmaşıklık	20
1.3.2 İdari Yapıdaki Dağınıklık.....	23
1.4 Finansal Raporlama Sistemindeki Hatalar	28
2 ABD MORTGAGE KRİZİNİN GELİŞİM SÜRECİ.....	33
2.1 Ekonomik ve Finansal Gelişmeler	33
2.1.1 Ekonomik Göstergelerdeki Bozulma.....	33
2.1.2 Kredi Piyasasındaki Dalgalanma.....	36
2.1.3 Bankacılık Sistemi Göstergeleri.....	39
2.2 Mortgage Krizinin Nedenleri	45
2.2.1 Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması	45
2.2.2 Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması.....	49
2.2.3 Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar.....	50
2.2.4 Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık.....	53
2.2.5 Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi.....	54
2.2.6 Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar.....	55
2.3 Kriz Döneminin Temel Risk Göstergeleriyle Açıklanması	58
2.3.1 Kredi Riski Göstergelerindeki Değişim.....	59
2.3.2 Piyasa Riski Göstergelerindeki Değişim.....	60
2.3.3 Likidite Riski Göstergelerindeki Değişim.....	64
2.3.4 Operasyonel Risk Göstergelerindeki Değişim	69
3 ABD MORTGAGE KRİZİ YÖNETİM SÜRECİ	72
3.1 Para Politikası Uygulamaları	72
3.1.1 Faiz Kararları.....	72
3.1.2 Likidite Desteği.....	73
3.2 Maliye Politikası Uygulamaları	78
3.3 Yeniden Yapılandırma Kapsamında İcraları Önleyici Uygulamalar.....	78
3.4 Dalgalanma Saikiyle Yapılan Düzenlemeler.....	80
3.5 Denetim Sürecinin Sıkılaştırılması.....	83
4 YENİ FİNANSAL MİMARİ EŞİĞİNDE REFORM SÜRECİ.....	84
4.1 İdari Yapıyı Güçlendirici Reform Çalışmaları.....	84
4.1.1 Finansal Piyasalar Çalışma Grubunun Etkinleştirilmesi	85
4.1.2 Mortgage Kredi Verme Komisyonunun Kurulması	86
4.1.3 Likidite Desteğinin Kapsamının Genişletilmesi.....	86
4.1.4 Piyasa İstikrarını Düzenleyici İdarenin Kurulması.....	86
4.1.5 İhtiyatlı Finansal Düzenleyici İdarenin Kurulması.....	87
4.1.6 Ticari Faaliyetleri Düzenleyici İdarenin Kurulması	87
4.2 Piyasa Yapısını Güçlendirici Reform Çalışmaları	88
4.2.1 Mortgage Kredi Sürecinin İyileştirilmesi	88
4.2.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) Uygulamalarının Geliştirilmesi.....	91
4.2.3 Risk Yönetimindeki Zayıflıkların Giderilmesi.....	93
4.2.4 İhtiyatlı Düzenleme Politikaları.....	94
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	98
KAYNAKÇA	100

GRAFİKLER

Grafik 1 Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci.....	1
Grafik 2 Mortgage Piyasasının İşleyişi	3
Grafik 3 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sürecinin İşleyişi.....	7
Grafik 4 Düzenleyici ve Denetleyici Yapı.....	24
Grafik 5 ABD Mortgage Kredi ve Menkul Kıymetleştirme Piyasası Otorite Yapısı	25
Grafik 6 Mortgage Kredilerinin Gecikme ve İcraya Dönüşüm Zaman Çizelgesi.....	30
Grafik 7 Yıllık GSYİH Büyüme Oranı ve Fiyat Endeksleri	33
Grafik 8 FED Gösterge Faiz Oranlarının Gelişimi.....	34
Grafik 9 ABD Tüketici Güven Endeksi ile Aylık TÜFE Değişimi.....	35
Grafik 10 Kredi Türleri İtibarıyla Kredi Borcu Ödenmeme Oranı	39
Grafik 11 Varlıklardan Silinen Kredilerin Gelişimi	43
Grafik 12 Mortgage Piyasası Endeksleri	46
Grafik 13 Mortgage Piyasası Satın Alma ve Refinansman Endeksleri.....	46
Grafik 14 Mortgage Kredilerinin 30,60,90 Günlük Gecikme Grafikleri	47
Grafik 15 Temerrüde Düşen ve İcra Yoluyla Satışa Çıkarılan Mortgage Kredileri	49
Grafik 16 Mortgage Kredi Faiz Oranlarının Gelişimi	50
Grafik 17 Konut Fiyatları ile Kısa Vadeli Faiz Oranlarındaki Gelişim.....	51
Grafik 18 İnşaat Harcamaları, Bina İzin Sayıları ve Bina Satışları.....	52
Grafik 19 Global CDO Piyasası İhraç Verileri ve Gelişimi.....	55
Grafik 20 Subprime Mortgage Kredilerinin Risk Profili	56
Grafik 21 ABD Özel Sektör Tahvil ve CMBX Spreadleri	59
Grafik 22 ABD CDS Spreadleri	60
Grafik 23 S&P 500 ve VIX Endeksleri	60
Grafik 24 ABD Devlet Borçlanma Senetlerinin Verim Eğrileri ve MOVE Endeksi	61
Grafik 25 \$/€ ve \$/Yen Endeksi ile \$/ Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri	62
Grafik 26 Carry Trade ve Döviz Kuru Volatilite Endeksleri.....	63
Grafik 27 ABX Spreadleri ve Varlığa Dayalı Finansman Bonoları.....	65
Grafik 28 LIBOR Gecelik Faiz Swabı (OIS) – Hazine Gecelik Faiz Swabı (OIS)	65
Grafik 29 LIBOR Faiz Oranları	67
Grafik 30 Mortgage Finansman Endeksi ve Faiz Volatilitesi	67
Grafik 31 Sınıflandırılmamış Mortgage Dolandırıcılığıyla İlgili Şüpheli İşlemler.....	69
Grafik 32 Spekülatörlerin Konut Fiyatlarına Etkisi	70

KUTULAR

Kutu 1 Monoline ve Serbest Fonlar.....	11
Kutu 2 Kredi Türevleri	13
Kutu 3 Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle-SPV)	14
Kutu 4 Devlet Garantili/Sigortalı Krediler	18
Kutu 5 Prime, Alt A, Subprime Krediler.....	19
Kutu 6 Hükümet Tarafından Desteklenen Menkul Kıymetleştirme Kurumları.....	27
Kutu 7 İnşaat ve Konut Sektörü Göstergeleri	52
Kutu 8 Finansal Sistemdeki Zorluklarla Mücadelede Sağlam Düzenlemelere Dair Öneriler	85
Kutu 9 Şeffaflık ve Değerlemenin Geliştirilmesine Dair Öneriler.....	87
Kutu 10 Kredi Derecelerinin Rollerine ve Kullanımlarına Dair Değişiklik Önerileri.....	90
Kutu 11 Otoritelerin Risklere Karşılık Verebilmesini Güçlendirmesine Dair Öneriler.....	93
Kutu 12 İhtiyatlı Gözetimin Güçlendirilmesine Dair Öneriler	96

TABLolar

Tablo 1 Global Menkul Kıymetler Piyasası	8
Tablo 2 FED Tarafından Yapılan Kredi Piyasası Düzenlemeleri	21
Tablo 3 Subprime Pozisyon Zararının Kaydedilmesinde Kullanılan Standartlar	28
Tablo 4 ABD Kritik Göstergeleri	35
Tablo 5 ABD Kredi Piyasası Toplam Net Kredi Kullanımı	37
Tablo 6 ABD Kredi Piyasası Toplam Net Kredi Kaynağı	37
Tablo 7 Finansal Araçlar İtibariyle Kredi Arzının Dağılımı	38
Tablo 8 Ticari Bankaların Yapısı	39
Tablo 9 ABD Ticari Bankacılık Sistemi Karlı Banka Oranı	40
Tablo 10 Toplam Mortgage Piyasasının Dağılımı	40
Tablo 11 Bankaların Temel Bilânço Büyüklüklerindeki Gelişim	41
Tablo 12 Bankacılık Sektörü Sermaye Yapısı	41
Tablo 13 Ticari Bankacılık Sektörü Kredi Dağılımı	42
Tablo 14 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetlerin Dağılımı	43
Tablo 15 Bankacılık Sektörü Gelir Kalemleri	44
Tablo 16 Bankacılık Sektörü Türev Ürünlerdeki Gelişim	45
Tablo 17 Mortgage Kredileri Koşullarının Değişimi İçin Gelen Talepler	47
Tablo 18 Konut Mortgage Kredilerinin Gecikme Sayıları	48
Tablo 19 Konut Mortgage Kredi Koşullarının Değişim Sayıları	48
Tablo 20 İcra Yoluyla Satışa Çıkarılan Konut Sayıları	49
Tablo 21 Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler	53
Tablo 22 Vadesi Gelmemiş Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetler	53
Tablo 23 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi	54
Tablo 24 CDO Teminatlarının Dağılımı	55
Tablo 25 Toro Şirketi İhraç Edilen Sözleşmelerin Kredi Notu Gelişimi	57
Tablo 26 Subprime Mortgage Kredileri Risk Haritası	58
Tablo 27 \$/Yen Carry Trade İşleminde Doğan Kar/Zarar	63
Tablo 28 Global Bankacılık Sisteminde Riskler ve Olası Zararlar	68
Tablo 29 Sahtekarlık Türüne Göre ve İlgili Otoritelere Göre Hileli İşlemler	71
Tablo 30 Dalgalanma Döneminde FED'in Faiz Kararları	73
Tablo 31 FED'in Likidite Desteği Programlarının Özellikleri	74
Tablo 32 Vadeli İhale ve Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı Programı	76
Tablo 33 FED'in Çeşitli Dönemlerdeki Bazı Varlıklarının Gelişimi	77

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABS	Asset Backed Securities-Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
BBC	British Broadcasting Corporation - İngiliz Radyo Yayın Şirketi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BDDK-SGD	BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı
BoE	İngiltere Merkez Bankası
CCCS	Consumer Credit Counseling Services-Tüketici Kredisi Danışma Hizmetleri
CDO	Collateralized Debt Obligations-Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
CDS	Credit Default Swap-Kredi Temerrüt Swapları
CFTC	Commodity Futures Trading Commission- Vadeli Emtia Alım Satım Komisyonu
CLN	Credit Linked Notes -Kredi İlişkili Borç Senetleri
CLO	Collateralized Loan Obligation- Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri
CBO	Collateralized Bond Obligation- Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri
CMO	Collateralized Mortgage Obligation-Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülük.
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities-Ticari Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetler
CVIX	Currency Volatility Index-Döviz Volatilite Endeksi
GAO	Government Accountability Office-ABD Sayıştay
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association-Federal Ulusal İpotek Birliği
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation-Federal Mevduat Sigorta Şirketi
FED	Federal Reserve Bank - ABD Merkez Bankası
FFIEC	Federal Financial Institutions Examination Council-Federal Finansal Kurumları Denetleme Kurulu
FHA	Federal Housing Administration-Federal Konut Yönetimi
FHFB	The Federal Housing Finance Board-Federal Konut Finansmanı Kurulu
FHLB	Federal Housing Loan Bank-Federal Konut Kredileri Bankası
FICO	Fair Isaac Company
FSA	Financial Services Authority - İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu
GFSR	Global Financial Stability Report-Global Finansal İstikrar Raporu
GSE	Government Sponsored Entities-Konutlaşmada Hükümet Tarafından Desteklenen Kurumlar
HUD	Housing and Urban Development-İmar ve Şehircilik Geliştirme Dairesi
KDK	Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KİDMK	Konut İpotekine Dayalı Menkul Kıymetler
MBA	Mortgage Bankers Association - Mortgage Bankalar Birliği
MBS	Mortgage Backed Securities-İpotek Dayalı Menkul Kıymetler
MSHDA	Michigan State Housing Development Authority-Michigan Yerel Konut Geliştirme Otoritesi
	Yeniden Finansalama Sistemi
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OFHEO	Office of Federal Housing Enterprise Oversight-Federal Konut Piyasası Ofisi
RESPA	Real Estate Settlement Procedures Act- Gayri Menkul Yerleşme Prosedürü
RBA	Reserve Bank of Australia – Avustralya Merkez Bankası
RMBS	Residential Mortgage Backed Security-Konut Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymet
OTS	Office Thrift Supervision-ABD Tasarruf Kuruluşları Denetim Kurumu
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association-Menkul Kıymet Endüstrisi ve Finansal Piyasalar Birliği
SPV	Special Purpose Vehicle-Özel Amaçlı Araç
SPE	Special Purpose Entity-Özel Amaçlı Kuruluş
SIV	Structured Investment Vehicles-Yapılandırılmış Yatırım Araçları
TRS	Total Return Swaps – Toplam Getiri Swapları
VIX	Volatility Index-Volatilite Endeksi
WB	World Bank-Dünya Bankası

GİRİŞ

Son yirmi yılda finansal piyasalar çok büyük değişim geçirmiştir. Teknolojinin ilerlemesiyle birlikte bilgiye daha kolay ve ucuz ulaşılabilmesi, bilginin daha etkin kullanılabilmesini sağlamış, sayısal tekniklerle birlikte risk ve getiri beklentilerine göre birçok finansal ürün geliştirilmiştir. Ayrıca, finansal ürünlerdeki çeşitlilik risk tercihlerinin genişlemesine, katılımcı sayısının artmasına ve piyasaların büyümesine neden olmuştur. Özellikle banka odaklı finansal piyasalardan piyasa odaklı finansal piyasalara geçiş yapısal anlamda finans sektörünü değişime uğratmıştır. Her bilginin dikkatle ele alındığı, 24 saat sürekli işleyen ve coğrafi sınırları olmayan, odağında ise ABD piyasalarının olduğu bir piyasalar sistemi ortaya çıkmıştır. ABD’de yaşanan bir sıkıntı küresel sistem içerisindeki tüm piyasalara yansımakta, belli bir ülkeye has olayın etkisi aynen yaşanan krizde olduğu gibi, düşünüldüğünden çok daha büyük olabilmektedir.

ABD’de 2007 yılında yaşanan finansal dalgalanma büyük ve gelişmiş bir ekonominin bankacılık sistemini geçmişte emsali olmayan bir şekilde sıkıntıya sürüklemiş, başta denetleyici ve düzenleyici kurumlar olmak üzere herkesi nerede hata yapıldığı konusunda düşünmeye sevk etmiştir. Subprime mortgage kredilerinde geri ödemelerde yaşanan sorunlarla ortaya çıkan finansal dalgalanma, çok hassas dengeler üzerine kurulu ve birbiriyle ilişkili ABD piyasalarında büyük etki yaratmıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile kredi türev ürünlerinin risklerinin yanlış ölçülmesi, kimi zamanda finansal mühendislik teknikleri kullanılarak ölçülemez hale getirilmesi akabinde denetleyici yapının eksiklikleri finansal kurumları etkilemiş ve mortgage kredi krizi olarak adlandırılan durum küresel bir likidite krizine dönüşmüştür.

Grafik 1 Mortgage Kredi Krizinin Likidite Krizine Dönüşüm Süreci

2007 Temmuz	2007 Ağustos	2007 Eylül	2007/C4 ve Sonrası
Subprime/Kredi Krizi - Piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılmamasıyla şoka girdi - Subprime kredilerine dayalı finansal ürünler tekrar değerlendirildi - Yüksek profili olan yatırımcılar zarar kaydetti - Yatırımcılar risk ten kaçınmaya başladı - Kredi riskleri yeniden fiyatlandı - Yatırımcılar nakit varlıklarını sattı	Likidite Krizi - İlk kredi sorunları sonuçlarını göstermeye başladı - Risk iştahı azaldı - Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonusu almakta isteksiz davrandı - Kısa vadeli finansman talepleri oluştu - Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başladı 3 aylık LIBOR oranları yükseldi - Borçlanma maliyetleri etkilendi	Kredi ve Likidite Krizi Devam Ediyor - Likidite açığı devam etti - Bankalar hala kısa vadeli borçlanmaya devam etti ve dönem faizlerini yükseltti - Yeni kredi kullanıcıları için koşullar sıkılaştırıldı - Avrupa Merkez Bankası, FED ve BoE gecikmeli olarak acil likidite sağladı - FED faizleri %0,5 puan indirdi	- Yüksek dönem faizleri - Spekülatif davranışlar kredi kullananları olumsuz etkiledi - Tüketiciden kaynaklı riskler azaldı - Merkez bankası yardımlarını tahmin etmek kolaylaştı

Kaynak: Davidson, Weaver

Çalışma dört bölüm halinde tasarlanmıştır. Birinci bölümde, küresel finansal dalgalanmanın kaynağı olarak görülen ABD mortgage krizinde piyasa yapısı, tarafları ve denetim eksiklikleri ile izlenen politikalar sonucu ortaya çıkan sorunlar ele alınmıştır. ABD Mortgage Piyasası’nın tarafları, işleyişi ve otoriteleri hakkında bilgiler verilerek,

birincil ve ikincil piyasa bazında piyasa işleyişine ilişkin aksaklıklar üzerinde durulmuştur. Finansal piyasaların düzenleyici yapısı ile yasal düzenlenmelerdeki karmaşıklığın da vurgulandığı bu bölümde, gerçeğe uygun değerlendirme kapsamında finansal raporlama sisteminde ortaya çıkan hatalar da ele alınmıştır. Ayrıca, krizle birlikte ön plana çıkan monoline, özel amaçlı kurumlar, serbest fonlar, kredi temerrüt swapları, teminatlandırılmış borç, kredi, tahvil ve ipotek yükümlülüklerini kapsayan kredi türevlerinin tanım ve işleyişi de yer almıştır.

Krizin kaynağı olarak görülen mortgage piyasalarının sorunlu kredi yapısı ele alınarak, sabit ve değişken faizli mortgage krediler ile subprime, devlet garantili/sigortalı (ülkeye hizmeti geçen alt gelir grubu), alt A (orta gelir grubu) ve prime (üst gelir grubu) kredilerin tanım ve özellikleri ile subprime mortgage kredilerinin gelişimini destekleyen hükümet politikaları bu bölümde ele alınmıştır.

İkinci bölümde, ABD mortgage krizinin gelişim süreci, kredi piyasası ile ekonomi ve bankacılık sistemi göstergeleri esas alınarak değerlendirilmiştir. Mortgage kredilerinin yapısının bozulması, konut fiyatlarının seyri, bankalar arası piyasada yaşanan fonlama sıkışıklığı, CDS, CDO gibi kredi türev ürünlerinin ve kredi derecelendirme sisteminin rolü bu bölümde ele alınmıştır. Ayrıca krizin; piyasalardaki risk algılarına, kredi, likidite ve piyasa riskindeki gelişmelere etkisi ile kriz döneminin operasyonel risk açısından sonuçlarına bu bölümde değinilmiştir.

Dalgalanma sürecinde ABD otoritelerinin dalgalanmaya yönelik aldığı tedbirler tüm finans çevreleri tarafından dikkatle takip edilmiştir. Dalgalanmanın başında para politikası kararları ile tedbirler almaya çalışan ABD, bu önlemlerin yetersiz kalması, piyasalarda tedirginliğin devam etmesi, durgunluk ihtimalinin ortaya çıkması sebebiyle maliye politikası uygulamaları, yeniden yapılanma çalışmaları ve çeşitli düzenlemelerle de dalgalanmanın negatif etkilerini ortadan kaldırmaya çalışmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ilgili otoritelerin bu uygulama ve önlemlerinden bahsedilmektedir.

Çalışmanın son bölümünde ise dalgalanma sürecinde oluşan gelişmeler ışığında yeni finansal mimarinin nasıl şekilleneceği ele alınmaktadır. Başta ABD olmak üzere bu güçlüklerle maruz kalan bütün ülkeler, benzer olumsuzluklarla gelecekte karşılaşmak istemedikleri için bu süreci avantaja dönüştürücü köklü ve kapsamlı yapılanmalara girişmiş bulunmaktadırlar. Finansal dalgalanma sürecinde dile getirilen eleştirilerden bir tanesi, sermaye hareketliliği ve likiditenin artmasıyla oluşan yeni finansal ortama mevcut düzenleme yapısının ve hızının yetişememesi olmuştur. Nitekim ülkelerin düzenleyici otoriteleri, sorunun çözülmesi için dalgalanma başlamadan önce ısrarla yürüttükleri politikalarını değiştirmek zorunda kalmışlardır. Bu gelişmeler neticesinde özellikle ABD’de olmak üzere; düzenleyici ve denetleyici otoritelerin ve yeni finansal ortamın işleyişi sorgulanmaya başlanmış, çeşitli reform önerilerinde bulunulmuştur. Çalışmanın bu bölümünde başta ABD olmak üzere gelişmiş piyasaların yetkili idarelerin yapısı ile piyasa yapısını güçlendirici reform çalışmalarına değinilmiştir.

Söz konusu küresel finansal dalgamanmadan bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye’nin de etkilenmesi muhtemeldir. Umulur ki Türkiye’de de bütün ilgili taraflar gelişmelerden, çalışmalardan ve gelecek programlardan kendi hisselerine dersler çıkarabilsin.

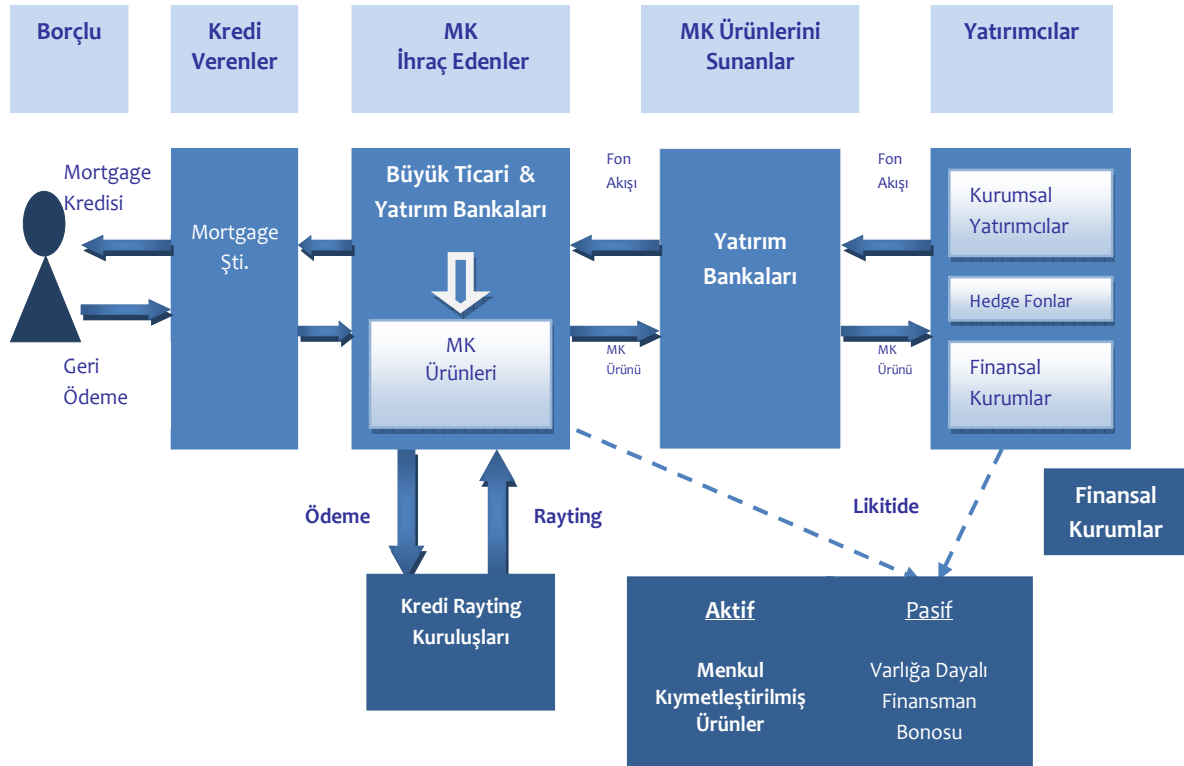
1 ABD MORTGAGE PİYASASININ İŞLEYİŞİ VE ZAYIFLIKLARI

2007-08 Küresel finansal dalgalanmanın kaynağı ABD mortgage krizidir. Piyasa yapısı ve denetim eksiklikleri ile izlenen politikalar sonucu ortaya çıkan sorunlar tahmin edilemeyen olumsuzluklara neden olmuştur. Bu bölümde öncelikle ABD Mortgage Piyasası'nın tarafları, işleyişi ve otoriteleri hakkında bilgiler verilerek piyasanın işleyişinde ortaya çıkan sorunlar ele alınacaktır.

1.1 İlgili Taraflar Açısından İşleyiş ve Zayıflıklar

Mortgage piyasası, mortgage kredisinin düzenlendiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Bu piyasanın, bireysel yatırımcıdan kurumsal yatırımcıya, yatırım bankalarından serbest fonlara kadar çok çeşitli katılımcısı bulunmaktadır.

Grafik 2 Mortgage Piyasasının İşleyişi



Kaynak: FSA

1.1.1 Borçlular Açısından

Mortgage piyasasında süreç, yatırımcının gayrimenkul almak amacıyla mortgage kredisi veren finansal kuruma başvuru yapması ve bunun üzerine kredi veren tarafından ekspertiz bedelinin tespiti ile kredi başvuru sahibinin ödeme kabiliyetinin doğru bir şekilde ölçülmesiyle başlamaktadır. Mortgage sisteminin temelini, bu işlem sonunda düzenlenen ipoteğe dayalı kredi sözleşmeleri oluşturmaktadır. Bu sözleşmelerin hazırlanması aşamasında yaşanacak sorunlar sistemin işleyişinde aksaklıklara neden olmaktadır.

Mortgage kredi piyasası, kredi kullanıcıları için değişken faiz oranlı, sadece faiz ödemeli, her şey dâhil, geleneksel mortgage kredileri gibi birçok kredi kullanım alternatifi sunmaktadır. Mortgage kredisi kullandıranların sundukları seçenekler tüketici açısından değil kullandıran açısından menfaatler içerdiğinden kredi kullanıcıları, kendileri için hangi kredi seçeneğinin uygun olduğu konusunda iyi düşünmelidir. Mortgage kredisi kullananlar ilk önce konut kredisi kullanılarak alınması planlanan konutta ne kadar süre için oturulacağı sorusuna da net yanıt verebilmelidir. Eğer uzun süre oturum yapılması planlanmıyorsa 30 yıl vadeli değişken faizli mortgage kredisi kullanımı akılcı bir yaklaşım olmayacaktır. Bu durumda sadece faiz ödemeli mortgage kredileri kullanımı bir alternatif olabilmektedir (ABD Mortgage Forum, 2008). ABD mortgage piyasasında bu temel hususlarda gereken özenin gösterilmediği ileri sürülebilir. ABD Hükümetinin subprime mortgage kredilerini teşvik etmesinin amacı, dar gelirli vatandaşları konut edindirmedir. Ancak, bu teşviği bir hak olarak değerlendirenler yoğun kredi talebinde bulunmuşlardır.

Kredi verenlerin kredi talebinde bulunanların geçmişini inceledikleri gibi kredi talebinde bulunanların da kredi verenlerin geçmişini dikkate almaları gereklidir. Kredi verenler faiz oranları hakkında bilgilendirme yaparken, kredi kullanımına ilişkin ücret ve masraflar hakkında açıklayıcı yeterli bilgilendirme yapmamıştır. Bu nedenle kredi talebinde bulunanlar kredi kullanımına ilişkin tüm detaylar hakkında sözlü değil yazılı olarak bilgi edinmeliydiler. Ayrıca, burada dikkat edilmesi gereken nokta ödenen peşinatlara göre değişkenlik gösteren faiz oranları ve aylık ödemelerdir. Verilen peşinatın az olması kredi kullanıcılarını daha yüksek bir oranda faiz kullanımına mecbur bırakmıştır. Önemli olan kredi kullanıcısının hangi riskleri kabul ettiğidir. Eğer alınacak riskleri karşılayabilecek kaynak ve istek varsa, değişken faizli mortgage kredisi alınarak daha düşük faiz oranı kabul edilebilir. Ancak, burada daha düşük bir faiz oranı olduğu için değişken faiz oranı tercih edilirken, aylık masraflar hesaplamaya dâhil edilmediğinden sabit oranlı mortgage kredilerine göre daha avantajlı olduğu kabul edilmiştir (ABD Mortgage Forum, 2008).

Sorunsuz işleyen bir kredi sistemi için, kredi verenin sadece kredi vermek amacıyla değil, finansal sistemin istikrarını koruyacak sınırlar dâhilinde kredi kullandırması ve kredi kullananın da ödemelerini zamanında ve aksatmadan yapması ön koşuldur.

ABD mortgage piyasasında özellikle subprime ve değişken faiz oranlı mortgage kredilerinin nakit akışlarının bozulması, bu piyasayla ilişkili menkul kıymet piyasalarını da etkilemiştir. Subprime kredilerin özü gereği riskli krediler grubunda yer almasına rağmen bu riskler yokmuş gibi bu tür kredilerin kullandırılmasıyla sistem sorun çıkarmaya başlamıştır. Riski yüksek kişilere daha yüksek faiz oranları ile mortgage kredisi kullandırılmış, faiz oranlarının yükselmesi ile faiz yükü artmış neticede faiz ve anapara ödemelerinde aksaklıklar baş göstermiştir.

Subprime mortgage kredileriyle başlayan kredi krizinin büyüyerek diğer kredi türlerini de etkisi altına alması, mortgage piyasasının tamamının etkilenmesine neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki balon artışlar piyasada asimetrik bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcılarının yanlış yönlendirilmesine yol açmış ve konut satın almanın bir yatırım aracı olarak algılanmasına neden olmuştur. Oysa ki ABD Hükümetinin amacı, düşük gelirli aileler ile azınlıklara konut edinme kolaylıkları sunmaktır. ABD Hükümetinin

yoğun desteği nedeniyle düşük gelirli gruplar konut alım satımı yoluyla kâr elde etme beklentisine girmiştir. Ancak, piyasada dengelerin bozulmasıyla kullanılan krediler karşılığında teminat olarak gösterilen konutların değeri düşmüş ve teminat sağlamada güçlükler yaşanmıştır.

1.1.2 Kredi Verenler Açısından

Mortgage piyasasının temelini oluşturan mortgage kredilerini ihraç eden kuruluşlar açısından ortaya çıkan temel sorun, bu kurumlarca düşük kredi standartlarının belirlenmesidir. Kredi verme standartlarının bankadan bankaya farklılık göstermesi kredi kullananların profilinin takip edilmesini zorlaştırmıştır. Mortgage kredi türlerini birbirinden ayıran temel özelliklerden biri kredi skorudur. Skorlama işlemleri bankalar dışında hizmet bedeli karşılığında finans şirketleri tarafından da yapılabilmektedir.

Kredi veren kuruluşların kredinin kullandırımına ilişkin değerlendirme sürecinde hassas davranmaması sistemi temelden sarsmıştır. Kredi skorlarının gerçeği yansıtmayan derecelendirme işlemi sonrasında verilmesi kredi kalitesinin bozulmasına ve kâr marjlarının azalmasına neden olmuştur.

Kredi veren kuruluşlar, karşılaştıkları riskleri bilanço dışına transfer etme konusunda abartılı davranmış, maruz kaldıkları riskleri kaydılaştırdıklarında ise bilançolarında önemli baskı oluşmuştur (IMF, 2008).

Kredi geri ödemelerinin kesilmesi nedeniyle menkul kıymet piyasasına fon akışı durmuş/yavaşlamış ve mortgage kredisi kullandıranlar tarafından konutlar geri alınmaya başlanmıştır. Ancak, sorunlu kredi sayısındaki artış nedeniyle konut piyasasında oluşan arz fazlalığı konut fiyatlarını düşürmüştü ve konut satışları da yapılamaz hale gelince likidite sorunu ortaya çıkmıştır.

2005-2006 yıllarında kredi döngüsünün doyum noktasına ulaşmasıyla birlikte, piyasada yatırım amaçlı kullanılabilecek büyük miktarlarda likiditenin varlığı dar kâr marjlarının oluşmasına yol açmış, agresif bir şekilde kredi kullandırımında artışa neden olmuş ve zaman zaman kredi kullandırımı ile bu krediler karşılığı alınan teminatlarda gevşek politikalar izlenmesi sonucunu doğurmuştur.

Bankalarca kullanılan kredilerin, bankaların hesaplarından çıkarak artan bir kompleks yapıya ve karmaşıklığa sahip başka ürünlere dönüşmesi durumunu ifade eden originate-to-distribute² modelinin efektif bir biçimde işlemesi; tüm piyasa oyuncularının risk yönetim politikaları ile kamuyu bilgilendirme konularında yüksek standartlara sahip olması ve ilgili risklerin ölçümü için güvenilir ve anlaşılır derecelendirmelerin var olması durumunda mümkündür (IIF, 2008). İhraççıların ve yatırımcıların teşvikleri birbirine yakın olduğunda ve piyasa fiyatlandırması ihraççıların daha özenli ihraç yapmalarını sağlayan teşviklerini güçlendirdiğinde originate-to-distribute modeli etkin şekilde çalışmaktadır (Kroznar, 2008). Ancak, bu şartlar son dönemde genel yapı itibarıyla sağlanamamıştır (IIF, 2008).

² Originate to distribute modeli, bankaların kredilerini bir paket haline getirip diğer yatırımcılara satması nedeniyle riskleri ekonomi geneline yaymaktadır. Tüm riskler, diğer bankalara, sigorta şirketlerine ve yüksek kaldıraçlı yatırımcılara transfer edilmektedir. Bu kuruluşlar, aynı zamanda yapılandırılmış finansal ürünlerin ve kredi türevlerinin en büyük alıcılarıdır. Yakından izlenememesi, şeffaf olmaması ve kısa vadeli fonlanıp uzun vadeli yatırımlara dayalı olması nedeniyle kuruluşlarda likidite sorununa yol açması modelin en önemli zayıflıklarıdır (TCMB,2008).

Mortgage piyasasında originate-to-distribute yaklaşımının büyümesi, mortgage krizine kadar ABD mortgage borçlanmalarının hızlı büyümesinde önemli bir rol oynamıştır. Bu büyüme subprime ve alt A mortgage kredilerine yoğunlaşırken mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymet ihraçları gerilemiştir. Mortgage kredilerindeki 2005 yılı ortalarından 2007 yılı ortalarına kadar devam eden sürekli büyüme, kredi verenlerin piyasada değişik seviyelerde kredi riski yaratmalarına neden olmuştur. Bu riskler arasında, kredi kullananın gelir belgelerindeki eksiklikler, çok yüksek borç değer rasyoları ve anapara ile faiz ödemelerinin gecikmesine sebep olabilecek geleneksel olmayan geri ödeme planları yer almaktadır. Değişik risklerin bulunduğu bu ortamda yatırımcılar kredi riski ile ilgili sıkıntılar yaşamıştır. Bu durum menkul kıymet ihraç edenlerin ihraçlarını sürdürmeleri için gerekli teşvikleri azaltmıştır (Kroznier, 2008).

1.1.3 Menkul Kıymet İhraç Edenler Açısından

Birincil piyasa ürünü olan mortgage kredilerinin ikincil piyasada işlem görmesine aracılık eden menkul kıymetleştirme süreci, gayrimenkul üzerine ipotek konulduktan sonra banka tarafından gayrimenkul bedeli karşılığında menkul kıymet ihraç edilmesi üzerine kuruludur. Banka tarafından kullanılan krediler aracı kurumlara ya da doğrudan olmak üzere yatırım amaçlı yerli/yabancı yatırımcılara uzun vadeli olarak satılmaktadır. Bu menkul kıymetler sistemin nasıl yapılandırıldığına bağlı olarak ya doğrudan yatırımcıya uzun vadeli olarak satılmakta ya da yatırımcı ile banka arasında kurulacak bir mortgage finansman kurumuna satılarak nakde çevrilmektedir. Bu şekilde gayrimenkuller, menkul hale getirilerek menkul kıymet ihracı ve dolaşımı kolaylaştırılmaktadır.

Sistem, mortgage kredisi kullanan tarafın faiz giderini, menkul kıymetleştirme sonucu ortaya çıkan menkul kıymeti elinde bulunduran tarafa faiz geliri olarak aktarmaktadır. Bu süreçte, finansal aracı kuruluşlar hem bilançolarındaki faiz riskini dağıtmakta hem de aracılık ve komisyon geliri elde etmektedirler.

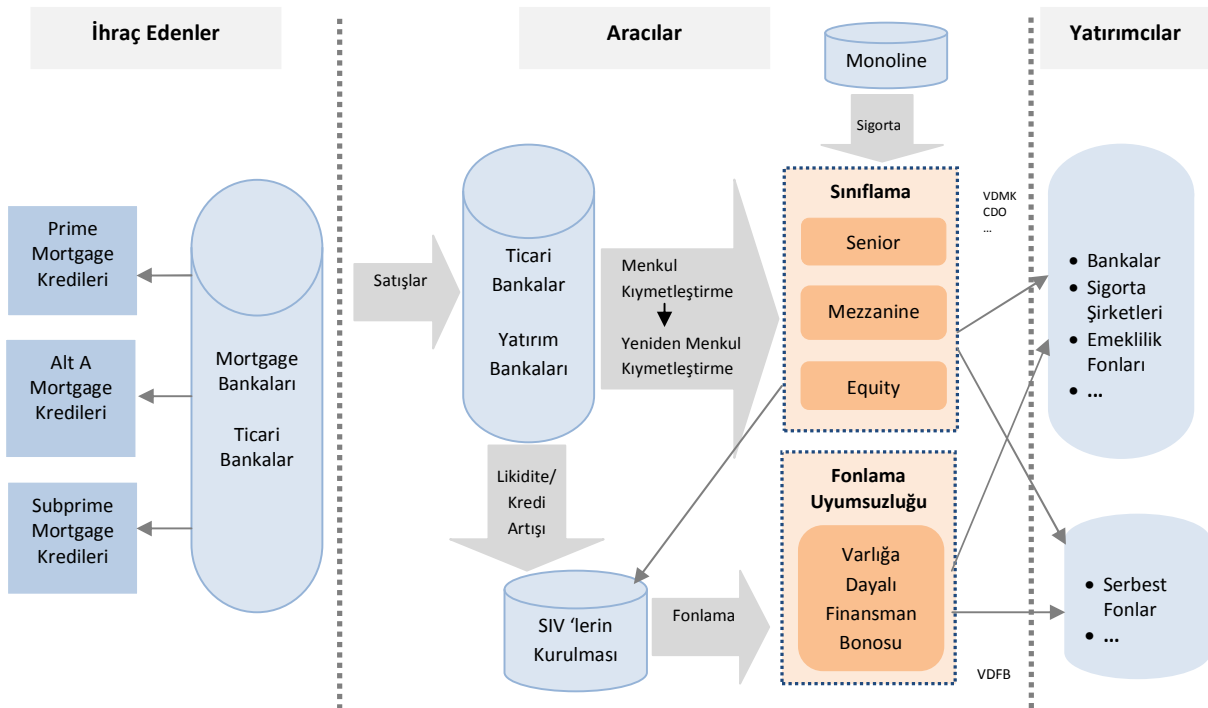
2006 yılında FED tarafından yapılan açıklamalarda, subprime mortgage piyasasında verilen kredilerin kalitesinin bozulduğu ancak bunun bir kriz olmadığı belirtilmiştir. Bu dönemde piyasalarda yaşanan gelişmeler paralelinde ek düzenlemeler getirilmesi ve gözetim yöntemlerinin tekrar gözden geçirilmesi konularında çalışmalar yapılması gerektiği gündeme getirilmiştir. Ancak, diğer yandan Başkan Bush'un politikalarıyla uyumlu olabilmesi için, subprime mortgage kredilerine sınırlandırma getirilmesi ya da refinansman olanaklarının kredi kullananların aleyhine çevrilmesi FED tarafından istenmeyen bir durumu oluşturmaktaydı. Düzenlemelerin piyasa koşullarına zarar vermeden gözden geçirilmesine karar verilmiş ve piyasanın kendiliğinden denge sağlaması beklenmiştir. Bu dönemde FED, zorunlu olmadıkça düzenleyici otoritelerin müdahalelerinin en son aşama olması gerektiğini savunmuştur (Bernanke, 2006). Kredi piyasasında bir daralma yaşanmaması amacıyla gerekli denetim ve düzenlemeler yapılmamış piyasanın kendiliğinden dengeye gelmesi yönündeki beklenti mortgage kriziyle sonuçlanmıştır.

Mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetleştirme sürecinde otoriteler, düzenlemelerde ve denetim kurallarında, derecelere atfettikleri önemin, yatırımcıların riskler hakkında bağımsız karar vermeleri ve kendilerine düşen gerekli özeni göstermeleri hedefleriyle

uyumlu olup olmadığını kontrol etmelidir. Otoriteler, piyasa veya ticari şirketlere dair risk endişelerini açıklamakta fakat bunlara karşı pozisyon almakta her zaman başarılı olamamaktadır. Bu nedenle, otoriteler risk değerlendirmeleri ve uluslararası politika geliştirme çalışmalarına öncelik vermeli, gerekli koordinasyonu sağlamalı ve piyasalarla olan iletişimin etkinliğini arttırmalıdır (FSF, 2008).

Denetçiler ve merkez bankaları finansal istikrar risklerinin değerlendirilmesi dâhil bilgi paylaşımı ve işbirliği içinde olmalıdır. Bilgi paylaşımı piyasanın zor durumda olduğu dönemlerde ivme kazanmalıdır. Merkez bankalarının piyasa likiditesi sıkışıklığını gidermesini kolaylaştırmak için büyük ölçekli bankalar likidite ile ilgili acil durum planlarını yetkili otoriteler ile paylaşmalıdır (FSF, 2008).

Grafik 3 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sürecinin İşleyişi



Kaynak: BOJ

ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır. Ancak, özellikle denetim eksikliği nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı konut edinme yerine konut spekülatoörlüğüne dönüşmüş ve sistem aksamaya başlamıştır. Bu amaçla konut alanların genel ekonomik görünüme bağlı sebeplerle temerrüde düşmesi, kredi ödemelerinin kesilmesine, ardından bu kredilere dayalı menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin durmasına sebep olmuştur. Sistemin temelinde sorunlar olmasına rağmen bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraçlarının devam etmesi menkul kıymet ihraç standartlarının kalitesini düşürmüştür.

Mortgage kredi sistemi içerisinde aracı kuruluşların hem kredi verme hem de bu kredileri menkul kıymete çevirme rolü vardır. Aracı kuruluşların menkul kıymetleştirme yoluyla faiz riskini transfer ederken yüksek aracılık ve komisyon geliri elde etmeleri bu kuruluşların yeni menkul kıymetleştirme iştahlarını arttırmıştır. Buna ek olarak finansal

kuruluşların kalitesiz kredi vermeleri sistemin hızlı ve dengesiz bir şekilde büyümesine neden olmuştur.

Global finansal piyasalardaki menkul kıymet piyasasının dünyadaki hacmine bakıldığında mortgage kredilerinin yarattığı domino etkisi görülmektedir. 2007 yılı itibarıyla menkul kıymet piyasa hacmi 149,1 trilyon dolardır. Varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının %60,8'sini oluşturan konuta dayalı menkul kıymetlerin %89,2'si ABD'de ihraç edilmektedir. Bireysel mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler piyasasında ABD'nin piyasa lideri olması nedeniyle yaşadığı tüm dalgalanmalar global piyasaları anında etkilemektedir.

Tablo 1 Global Menkul Kıymetler Piyasası

Piyasa Türü	Piyasa Araçları	Toplam (Trilyon \$)		Toplam İçindeki Payı (%)	
Hükümetler ve Bankalar	Para Piyasası	6.4		9,1	
	Devlet Borcu	25.8	70.7	36,5	47,4
	Banka Mevd.	38.5		54,4	
Şirketler	Şirket Tahvilleri	Yatırım Yapılabilir Sınıf (Investment Grade)	10.2	11.0	
		Yüksek Getiri	0.8		
	Şirket Kredileri	Yatırım Yapılabilir Sınıf (Investment Grade)	5.6	6.1	
		Kaldıraç	0.5		
	Özsermaye		50.6		
VDMK	Ticari MK VDMK		0.7		
	Konut MK VDMK	Avrupa	0.7		
		Kurumsal	4.0		
		ABD		6.5	
		Kurum. Olma.	Jumbo 0.5		
			Alt A 0.6	1.8	
			Subprime 0.7		
MK Dışındaki			3.5		
GLOBAL PİYASA			149.1		100,0

Kaynak: Bank of England

Aktiflerine menkul kıymetleştirilmiş ürünleri alan şirketlerin, piyasada sorunlar oluşmaya başladığında bu aktifleri finansman bonusu gibi kısa vadeli kaynaklarla finanse etmeye çalışmaları da kısa sürede yüksek meblağlarda zarar açıklamalarına neden olmuştur. Bu durumun en önemli nedeni finansal şirketler tarafından kullanılan standart risk hesaplama yöntemlerinin, yapılandırılmış kredi ürünlerinden kaynaklanabilecek kayıpların tahmin edilmesinde eksik kalmasıdır.

Piyasa katılımcıları aktiflerinde bulunan özellikle subprime mortgage kredileri ile bunlara dayalı menkul kıymetler için kullandıkları değerlendirme yöntemleri riske maruz değerlerin hesaplanmasında yetersiz kalmıştır. Bu nedenle, piyasa katılımcıları tarafından likidite uyumsuzluklarından kaynaklanabilecek potansiyel riskler için kısa dönemli fonlama imkânlarının iyi araştırılması gereklidir (IMF, 2008).

1.1.4 Kredi Derecelendirme Kuruluşları Açısından

Mortgage piyasalarında ürünlerin fiyatlaması konusunda en büyük sorumluluk kredi derecelendirme kuruluşlarına aittir. Kredi piyasalarından menkul kıymet piyasalarına kadar fiyatlama konusunun temelinde bu kuruluşların verdikleri kredi notları yer almaktadır. Kredi notları, risk-getiri düzeyinin belirlenmesinde tüm finansal aktörler için referans noktasıdır. ABD’de derecelendirme kuruluşlarının ürün yerine kurumsal bazda derecelendirme yaptıkları görülmektedir. Menkul kıymetleştirme havuzunu oluşturan ürünler yerine bu ürünleri ihraç eden kurumların derecelendirilmesi risklerin saklı kalmasına, ihraç edilen menkul kıymetin gerçek risklilik düzeyinin ortaya konulamamasına neden olmuştur.

Derecelendirme kurumları asimetrik bilgiyi engellemek için sistemde yer almaktadır. Eğer varlık yöneticisi yatırımcının fonlarını yüksek riskli varlıklara yatırmak isterse garantörlerin ve varlık sahiplerinin riskini sınırlar. Derecelendirme kurumları, yatırımcıların borç alanın borcuna ilişkin değişkenlerle ilgili bilgi eksikliklerini gidermeye yönelik yardımlarda bulunur. Bu kurumlar denetleyici kurumlar ve yatırım analistleri gibi eleyici bir rol üstlenmektedirler. Bununla birlikte derecelendirme kuruluşları diğer kurumlara göre daha kârlıdır, daha yüksek fiyat/kazanç oranına sahiptir ve çıkar çatışmalarını daha iyi çözümlemektedir (Portes, 2008).

Derecelendirme kuruluşlarının gelirlerini tahvil ihraç eden kurumlardan sağlamaları ve hizmetleri karşılığında yüksek ücretler almaları, verdikleri hizmet kalitesinin sorgulanmasına neden olmaktadır. Bu kuruluşlar, menkul kıymetleştirme işlemlerinde ve yapılandırılmış ürünlerin kullanımında yaşanan artışla yüksek gelirler elde etme imkânı sağlamışlardır. Bu menkul kıymetlerin sorunsuz krediler gibi derecelendirilmesi yatırımcı iştahlarını artırmış ve risklerin yayılmasına yol açmıştır. Neticede bireysel yatırımcıdan serbest fonlara kadar birçok yatırımcı aktifine mortgage kredilerine dayalı finansal araçları dâhil etmiştir.

Derecelendirme kuruluşları, faaliyetlerine ilişkin doğrulanabilir tarihsel veriler ile yatırımcıların bu verileri farklı derecelendirme kuruluşlarının verdikleri derecelerle karşılaştırabilmelerini sağlayacak şekilde ve derecelendirilen yapılandırılmış ürünlerin zararları ve nakit akışlarına ilişkin yeterli bilgileri yayınlamamaktadır. Bu kuruluşların standardize edilmiş periyodik yayınları bulunmamaktadır. Bununla birlikte derecelendirme faaliyetinde kullanılan temel metodolojilere ilişkin bilgiler de açıklanmamaktadır (CESR, 2008). Geleneksel borçlanma araçları ile yapılandırılmış finansal araçlara farklı derecelendirme sistemi oluşturulması uygun olabilir. Farklı derecelendirme notları, yapılandırılmış ürünlerin, stres dönemlerinde geleneksel ürünlerden daha oynak ve daha az likit oldukları konusunda yatırımcıya kolaylık sunabilir (IOSCO, 2008). Kredi derecelendirme kuruluşları, piyasada meydana gelen değişikliklere rağmen, kullandıkları metodolojileri ya da varsayımlarını değiştirmekte yavaş kalmaktadır. Ayrıca varsayımlarına ilişkin açıklamalarının yetersiz kalması da eleştiriye konu olan bir diğer husustur.

Menfaat ilişkilerinin ya da çıkar çatışmalarının güven bozmaması için derecelendirme şeffaflığının artırılması, bu amaçla bu kuruluşlar tarafından alınan ücretlere, ihraç edilen tahvillerin risklilik düzeyine ve diğer ayrıntılara ilişkin bilgilerin açıklanması yerinde

olacaktır (IIF, 2008). Halen, kredi derecelendirme kuruluşlarının yapılandırılmış finansmandaki önemine binaen kredi derecelendirme kuruluşlarının şeffaflığı ve piyasanın algılaması, bağımsızlık ve çıkar çatışmalarından kaçınılması, rekabet ve bu rekabetin, kuruluşların bağımsızlığına olan etkilerine ilişkin düzenleme çalışmaları devam etmektedir (IOSCO, 2008).

1.1.5 Yatırımcılar Açısından

Bankalar, monoline şirketleri, devlet destekli kuruluşlar ve serbest fonların da aralarında bulunduğu kurum ve kuruluşların kaldırıcı etkisi yüksek olan riskleri üstlenmeleri sonucunda yatırımcılar, piyasayı sorgulamadan ve kredi dereceleri hakkında yeterli bilgi sahibi olmadan kredi derecelerine güvenerek yatırımlarını gerçekleştirmiştir (IMF, 2008). Yatırımcılar, kendileri için önemli olan kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde finansal kuruluşların kredi ve piyasa riskleri nedeniyle maruz kaldıkları risk tutarları ve bilanço dışı risklerinin türü ve büyüklüğü hakkında da yeterli bilgi talebinde bulunmamıştır.

Yapılandırılmış finansal araçların karmaşık yapıda olmaları ve yatırımcıların bu araçların riskliliğine ilişkin yeterli analiz yapamamaları mortgage piyasasını, derecelendirmeye büyük ölçüde bağımlı hale getirmiştir. Yatırımcılar açısından derecelendirme, hem kolay bilgi kaynağı hem de standart bir değerlendirme olduğundan bilgi asimetrisini azaltan bir unsurdur. Ancak, yapılandırılmış araçlar için derecelendirmeler, piyasa değeri ya da likidite riskini değil, temerrüt olasılığını yansıtmak üzere tasarlanmıştır. Bir başka deyişle, yatırımcılar tarafından yalnızca bu derecelendirmelere göre yapılan risk değerlendirmeleri, söz konusu araçlarla ilişkilendirilen tüm riskleri içermemektedir (CESR, 2008).

Yatırımcıların derecelendirme sistemine aşırı güven duyması nedeniyle, yapılandırılmış finansal ürünler için derecelendirmede kullanılan varsayımlar ve risk parametrelerinin ağırlığına ilişkin daha yüksek derecede şeffaflığa ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak kriz döneminde yatırımcıların derecelendirme notlarına olan güvenin sarsılmıştır. Bir derecelendirme kuruluşunun aynı zamanda derecelendirdiği yapılandırılmış ürünün tasarımına ilişkin tavsiye vermesi yasaklanmak suretiyle, ihraççı ve derecelendirme kuruluşunun karşılıklı etkileşimi de engellenerek kamuoyunun güveni yeniden kazanılabilir. Bu hususta daha açık rehberlerin olması da bahsedilen faydayı sağlamada yardımcı olacaktır (IOSCO, 2008).

Yapılandırılmış finansal araçlar, yatırımcıların farklı risk tercihleri ve yatırım zamanı tercihlerinden faydalanmak üzere tasarlanmıştır. Bu araçlar bir anlamda belirli bir derece için tasarlanır, bu araçların derecelendirilmesi, bir sonuç değil, hedeftir. Bu açıdan geleneksel araçların derecelendirmesinden tam tersi bir şekilde derecelendirilirler. İhraççılar, yapılandırılmış finansal aracın ihraç edilmesinden önce, her bir diliminin hangi dereceye sahip olacağına karar verir ve dilimler bu kredi derecesine göre yapılandırılır. Burada nihai amaç, en yüksek dereceli dilimi maksimize etmek ya da yüksek bir dereceye ulaşacak şekilde varlıkların fayda/maliyet oranlarını minimize etmektir. Eleştiriler, niteliği itibarıyla tekrarlanan bir biçimde tehlike yaratan bu sürecin potansiyel çıkar çatışmalarını artıracığı yönündedir (IOSCO, 2008).

Kutu 1 Monoline ve Serbest Fonlar

Monoline: Finansal garanti veren sigorta şirketi olan monolineler, kredi kartları ya da mortgage kredileri gibi tek bir ürün üzerinde uzmanlaşarak, ürüne özel sigortalama hizmeti veren finansal kurumlardır. Monoline kuruluşları, borcun anapara ve faiz ödemelerinin garantilenmesi karşılığında borç ihraç eden kurumdan sigorta primi tahsil eder. Monoline kuruluşlarının en önemli özelliği AAA gibi yüksek kredi notuyla derecelendirilmeleridir (RBA, 2008).

Monoline kuruluşları, mortgage kredi piyasasında düşen konut fiyatları ve konut kredisi kullananların kredi riskleri sonucunda ortaya çıkan temerrütlere bağlı zararların tazminini sağlar. Monoline sigortaları bankalar, tasarruf kuruluşları ve Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet destekli kurumlar tarafından kullanılır. Bu kurumların büyük şube ağı olmaması nedeniyle yönetim ve işletme giderlerinin düşük olması ve sermaye piyasalarında kredilerini düşük maliyetle menkul kıymetleştirebilmeleri rekabet avantajı sağlar. Sermaye piyasalarının karmaşık yapısı, piyasa katılımcılarının sektör hakkında stratejik, taktik, hukuki ve teknik özellikleri hakkında detaylı bilgiye sahip olmalarını gerektirir. Monoline kuruluşları, hedef müşteri grubuna yönelik istatistikî modeller ile doğrudan pazarlama teknikleri kullanmaktadır. Monoline kurumları verdikleri hizmetle sermaye piyasası işlemlerine derinlik kazandırarak yatırımcılara ve ihraççılara finansal likidite ve güvence sağlar. Monoline kurumlarının sağladığı avantajlar (AFGI, 2008);

- Sigortalanan menkul kıymetin en kötü durumda bile yükümlüklerinin tam olarak yerine getirilme güvencesini verir.
- Kredi riski analizlerinde uzmanlık sağlar.
- Varlıkların değerinin düşmesine karşı teminatların kredi kalitesini sürekli denetler.
- Sigorta hizmeti sunmadan önce sigorta kapsamındaki ürünün yatırım yapılabilir olup olmadığını tespit etmek amacıyla kredi kuruluşlarının verdiği notlara ek olarak analiz ve inceleme yaparlar.

Monoline kurumlarının geleneksel sigortacılıktan farklı olan yönleri bono/tahvil ihraç eden kurumun borç ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda bu yükümlülükleri aynı şartlarda yerine getirmesi, kredi riski gerçekleşmeden önce riskleri takip etmesi ve oluşmasını engellemesidir. Klasik sigorta anlayışında zarar gerçekleştiği an karşılanır.

Monoline sigorta kuruluşları, yatırım yapılan menkul kıymeti sigortalamak suretiyle yatırımcılara katkıda bulunur. Tahvillerin ve yapılandırılmış ürünlerin riskini azaltmakta oldukça etkin kullanılmaktadır. Sermayelerinin yaklaşık 150 katı oranında sigorta sözleşmesi yaparak çok yüksek kaldıraçtan yararlanırlar. Monoline kuruluşları AAA kredi notu almaya yetecek kadar sermaye bulundurdıklarından teminat bildirmemektedirler. İlk başlarda belediyeler, hastaneler ve kâr amacı gütmeyen kuruluşların tahvillerinin sigortalanması amacıyla kurulan monoline kuruluşları bugün için 2,6 trilyon \$'lık sigorta büyüklüğüne ulaşmışlardır (Crouhy, 2008).

Son yıllarda monolinelerin büyümesine ivme kazandıran unsur menkul kıymetleştirmeler ve CDO'lar gibi yapılandırılmış ürünlerdir. S&P'ye göre monolineler 127 milyar \$'lık subprime kredilere dayalı CDO sigortalamışlardır ve krizle birlikte 19 milyar dolarlık kayıpla karşı karşıyadırlar. Mortgage kredilerinde geciken ödeme sayısının artmasıyla birlikte bu ürünler de değer kaybetmiştir (Crouhy, 2008).

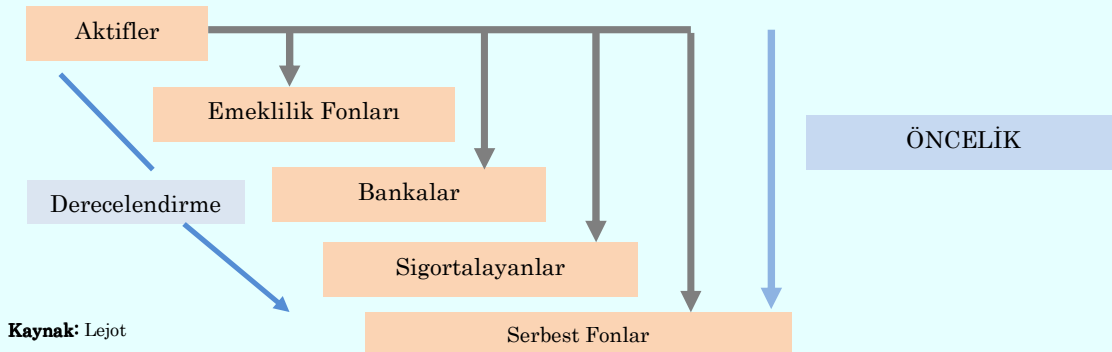
2007 yılı Kasım ayında portföyünde 6 milyar\$'lık subprime kredilerle ilişkili ürün bulunan CIFG iki Fransız bankasından 1,5 milyar \$'lık ek kaynak sağlamak zorunda kalmıştır. MBIA ve Ambac 2007'nin 3. Çeyreğinde toplam 8,5 milyar \$'lık varlık silmiştir. Bu ve benzeri gelişmelerin ardından monolinelerin yükümlülüklerini yerine getiremeyecekleri şeklinde düşünceler piyasada hâkim olmaya başlamış ve MBIA 4. Çeyrekte tekrar 3,5 milyar \$'lık kredi türevini portföyünden silmiş ve 2,3 milyar \$ zarar açıklamıştır. Fitch bu olayın akabinde Ambac, Security Capital Assurance ve

birkaç monoline şirketinin notunu AAA'dan AA'ya düşürmüştür. ACA ise iflas eden ilk monoline şirketi olmuştur. Monolinelerin AAA olan kredi notlarını koruyabilmek için ne kadar ilave sermayeye gereksinim olduğu tahmin edilememektedir (Crouhy, 2008).

Bir monolinenin kredi notu düşürüldüğünde sigorta şirketinin portföyünde olan tüm sigortalanmış ürünlerin de kredi notunun düşürülmesi gerekmektedir. Notu düşürülmüş bu ürünleri portföyünde bulunduran yatırımcılar da gerçeğe uygun değer muhasebesi gereği bu varlıkların değerini düşürmek zorundadır. Bu değer kaybı tam olarak kestirilememekle birlikte 200 milyar \$ olarak tahmin edilmektedir. Sadece ACA'nın iflasıyla bankalar 10 milyar dolarlık zarar açıklamışlardır. Bu krizin etkisiyle birlikte bankalar önlem olarak MBIA ve Ambac'a 15 milyar \$'lık kaynak sağlamışlardır. Bu şekilde MBIA ve Ambac'ın kredi notlarının korunması amaçlanmıştır (Crouhy, 2008). Monoline kuruluşları büyük zararları karşılayabilecek düzeyde sermaye bulundurmalıdır (Jaffee, 2006). Ancak, son finansal dalgalanmada zararları ödemek zorunda kalan monoline kuruluşları sermaye kaybına uğramışlardır. Finansal dalgalanmada zararların artması ve bu zararların tazmin edilmesinin gerekliliği, monoline kuruluşlarının kredibilitesinin düşmesine ve sigortacılık sistemine güvenin sarsılmasına yol açmıştır.

Serbest Fon (Hedge Fon): Hukuki olarak tanımlanmamış olsa da, özel kuruluş kapsamında olan, profesyonel yatırım uzmanlarınca yönetilen ve kamuya tam olarak açılmayan yatırım araçları havuzudur. İlk serbest fon Şubat 1949'da kurulmuştur. Serbest fonun yatırımcı profili gelir seviyesi yüksek (1 milyon dolar ve üzeri) bireysel ve kurumsal yatırımcılardır. Serbest fon yöneticileri genelde fonda pay sahibidir. Serbest fonlar sınırlı ortaklık ya da sınırlı sorumlu şirketler olarak kurulur ve çoğu durumda merkezleri ABD dışındadır (TPWGM, 1999).

Serbest fonların risk profili getiri, likidite, kaldıraç, volatilité, çeşitlendirme, risk faktör duyarlılığı, riske göre düzeltilmiş getiri, VAR, stres testleri ve performans değerlemeleri dikkate alınarak ölçülür (Horwitz, 2004). Serbest fonlar 1949'da ortaya çıkmasına karşın son yıllarda dikkat çekmesinin nedeni finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, teknolojinin ilerlemesi, ürün çeşitliliğinin fazlaşması, profesyonel portföy yönetim hizmeti sağlamaları ve özellikle son on yılda dünyada yatırımcıların risk iştahının artmasıdır. Risk iştahına bağlı olarak denetim sorunu olan serbest fonlar, portföylerine mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymet ve türev ürünlerini dâhil etmeleri nedeniyle finansal dalgalanmada önemli aktörler haline gelmiştir. Ayrıca, kriz döneminde denetimi yapılmayan, şeffaf olmayan serbest fonların da yer alması finansal piyasalarda ahlaki riziko (moral hazard)³ sorununu gündeme getirmiştir. Borç verenler, borç alanların yatırım projelerinin kalitesini belirleme güçlüğü yaşarlar. Borç alanlar, borç vereni zarara uğratabilecek, riskli faaliyetlerle uğraşma dürtüsüne sahiptirler (Mishkin, 1990). Kriz döneminde serbest fonlar güç ve prestijini artıran kârsız yatırım faaliyetlerine de girişmişlerdir. Yatırım yapanlar ise getirinin yüksek olması halinde sadece kendilerinin yararlanabildiği, zarar durumunda ise serbest fonların yüklendiği riskli projelere yatırım yapma eğiliminde bulunmuşlardır.



Kaynak: Lejot

³ Ahlaki riziko finansal işlem meydana geldikten sonra ortaya çıkan bir asimetric bilgi problemidir.

Kutu 2: Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle-SPV)

Özel Amaçlı Araç ya da diğer bir adıyla Özel Amaçlı Kurumlar (Special Purpose Entity-SPE), kredi veren kurumun oluşturduğu alacak havuzunu satın alarak veya devralarak bunlara bağlı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla kurulmuştur. Kredi veren kurumun, bilançosunda bulunan varlıklarını menkul kıymet haline dönüştürüp, bunları doğrudan satması söz konusu olmamaktadır (Gorton, 2005). Özel amaçlı kurumlar aslında varlıkları muhafaza etmek ve ilgili işlemleri yürütmek için kurulmuş birimlerdir ve bazı ülkelerde hukuken kabul edilmelerine rağmen bazı ülkelerde hukuki tabanı yoktur. Yasal bir SPV limited ortaklık, sınırlı sorumlu şirket veya anonim şirket olabilir. Bu kurumların nasıl kurulacakları ülkelerin yasal, vergi ve muhasebe uygulamalarına bağlıdır. Özel amaçlı kurumların güvence altına alma işleminin en olumlu tarafı, sistemin iyi bir şekilde çalışmasını sağlamak ve hem kredi veren kurumun hem de tüketicinin çıkarlarını güvence altına alacak bir güvenlik sistemini oluşturmaktır.

Bilanço dışı SPV'ler genelde aşağıda belirtilen özellikleri taşımaktadır(Gorton, 2005).

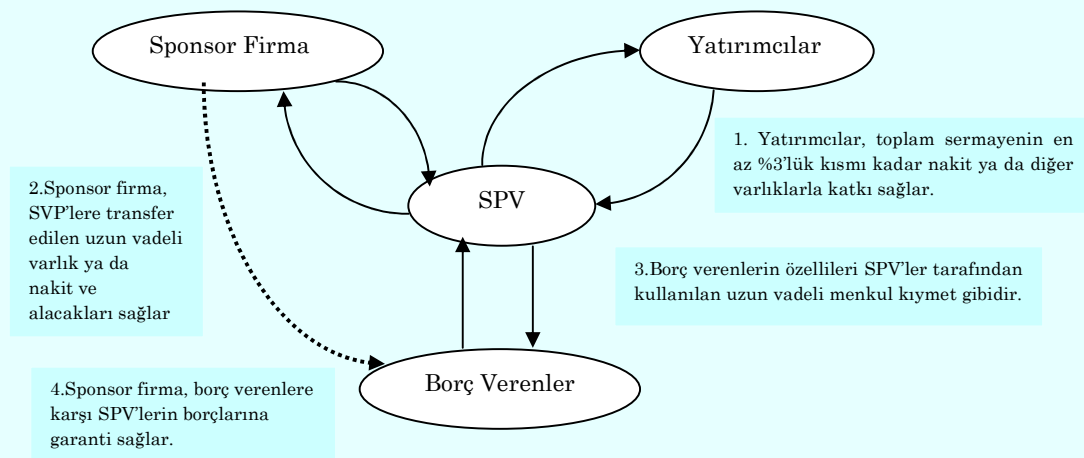
- Sermayeleri zayıftır.
- Bağımsız yönetim ve personeli yoktur.
- Yönetim fonksiyonları önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde yediemin tarafından (nakdin alımı ve dağıtımı) yerine getirilir.
- SPV bünyesindeki varlıklar hizmet düzenlemeleri çerçevesinde dağıtılır.
- Uygulamada iflas etmeyecek şekilde tasarlanmışlardır. Sponsor firmanın iflas etmesi SPV'yi etkilemez.

SPV tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin ise aşağıdaki özellikleri taşıması gerekir (Gorton, 2005).

- Kamuya ve halka arz edilebilmeli,
- Menkul kıymetin devrinin sınırlandırılması veya ücrete tabi olması,
- Yatırılan tutarı ve varlık içindeki payı göstermesi,
- Tasfiye halinde önceliklerinin belirlenmiş olması,
- Nama yazılmış olması, ciro edilebilir olmasının belirlenmesi.

Özel amaçlı kurumlar, varlıkları ve alacakları sponsor firmadan ayrılır, yani banka kapanırsa, tahvil veya poliçe sahipleri ev, araba veya diğer kredilerini bu birimlerden geri alabileceklerdir. Sponsor firma tarafından yaratılan değer öncelikle SPV'ye satılmaktadır. Bu satış işlemi bir başvuru niteliğinde değil gerçek bir satış niteliğinde olmalıdır. Bununla birlikte sponsor firma tarafından varlıkların bir kısmının ayrılması da mümkündür.

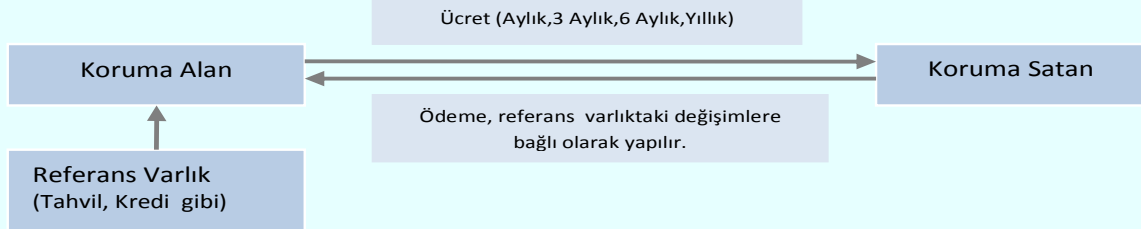
Özel Amaçlı Kurumun Oluşturulması



Kaynak: Feng, vd, 2006.

Kutu 3: Kredi Türevleri

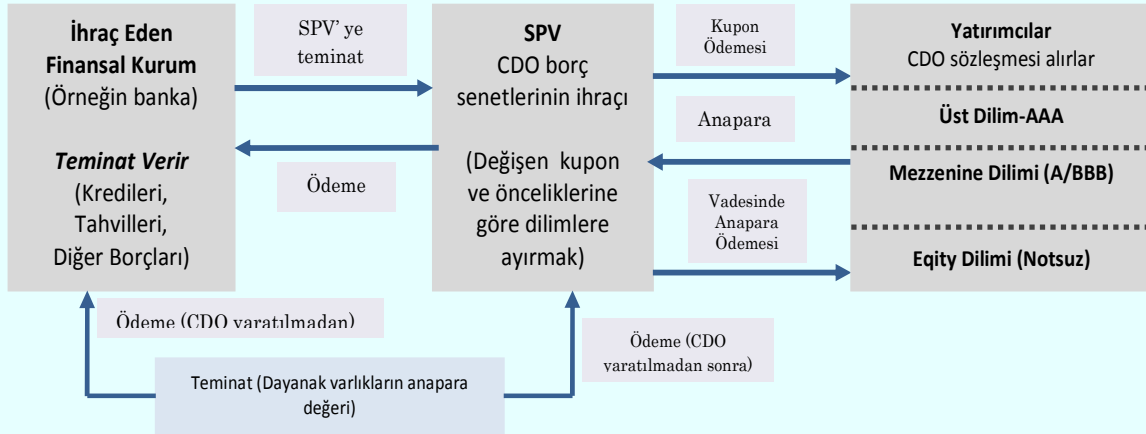
Kredi Temerrüt Swapları (Credit Default Swap-CDS): Taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. Bu açıdan bakıldığında sigorta poliçesi olarak değerlendirmek mümkündür. Burada sigorta edilen dayanak varlığın temerrüdüdür. Dijital CDS, sepet (basket) CDS, sıralı (n-th to default) CDS, öncelikli sepet (senior and subordinate basket) CDS gibi çeşitleri vardır (Chacko vd, 2006).



Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO): Varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracı olarak CDO'lar en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO, krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirir ve yatırımcılara sunar. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlar. CDO dayanak varlığın çeşidine göre isimlendirilebilir (Chacko vd, 2006).

Dayanak Varlık Türü	CDO Çeşidi
Kredi	CLO-Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri-Collateralized Loan Obligation
Tahvil	CBO-Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri-Collateralized Bond Obligation
Mortgage Kredisi	CMO-Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri-Collateralized Mortgage Obligation

Herhangi bir riskli borcun CDO'lara teminat olmasının dışında CDO'nun kendisinin de yeni bir CDO için teminat olması durumu CDO² olarak tanımlanmaktadır.



Kaynak: Chacko

Bir bankanın bilançosu ele alındığında kredi riskine haiz varlıklar dikkat çeker. Bankanın bilançosundan varlıkların kredi riskinin bir kısmını çıkarabilmek için CDS kullanılabilir. Ancak büyük bir borç havuzunun riski bilançodan uzaklaştırılmak isteniyorsa CDO kullanılacaktır. Bir CDO'da banka bir taraf ve kredi riskini almak isteyen yatırımcılar diğer taraftadır. CDO'da üçüncü bir taraf olan SPV (Special Purpose Vehicle-Özel Amaçlı Araç) veya diğer bir adıyla SPE (Special Purpose Entity- Özel Amaçlı Kuruluş) önemli bir role sahiptir. SPV sadece bu CDO işlemi için yaratılmış yasal bir tüzel kişiliktir. Sonuçta yönetimi, aktifleri ve pasifleri olan küçük bir şirkettir. Her ne kadar SPV, kredi riskini uzaklaştırmak isteyen banka tarafından kurulsa da banka ile yasal bağı yoktur. Pratik olarak SPV, bankanın bilançosundan kredileri devralır ve CDO'yu ihraç eder. Aktifleri riskli borçlardır, pasifleri de CDO teşkil etmektedir. Bankanın ve ihraç eden kurumların ayrılması kredilerin tekrar bankanın bilançosuna konsolide edilmesini engeller. Bu ayırım ayrıca CDO yatırımcısına da koruma sağlar. Banka iflas etse bile SPV faaliyetlerine devam edecek ve yükümlülüklerini yerine getirebilecektir (Chacko vd, 2006).

1.2 Sorunlu Kredilerin Varlığı

ABD mortgage piyasasında mortgage kredileri, ödeme şekline, faiz yapısına, kredi talebinde bulunanın kredibilitesine göre çeşitli ayrımlara tabi tutulmaktadır. İndirimli, yüksek ödemeli, balon ödemeli mortgage kredisi gibi birçok kredi türü mevcuttur. Ancak mortgage piyasalarının sorunlu kredi yapısını subprime mortgage kredileri ile değişken faiz oranlı mortgage kredileri oluşturmaktadır. Subprime mortgage kredileri, konut kredisi talebinde bulunanların özellikleri dikkate alınarak yapılan bölümlendirmenin içinde yer almaktadır. Ödeme yeteneğine göre yapılan ayrımın içinde,

- Subprime (alt gelir grubu),
- Devlet Garantili/Sigortalı (Ülkeye hizmeti geçen alt gelir grubu),
- Alt A (orta gelir grubu) ve
- Prime (üst gelir grubu)

krediler yer almaktadır. Bu ayrımın amacı, kredi talep eden kişinin dâhil olduğu gruba göre risklerinin belirlenerek, risk yapısına uygun faiz oranları üzerinden kredi kullandırmasıdır. Yapısı itibarıyla riskli kredi grubu içinde yer alan subprime kredilerine, ilk dönemlerde cazip faiz oranları ile kredi verilmeye başlanmış ve yatırımcı riskler konusunda yeterince bilgilendirilmemiştir. Subprime mortgage kredilerinde geri ödemelerin kesilmesinin temel nedenlerini (BBC News, 2007),

- Kredi kullanıcılarına göre kredi kullanım koşullarının belirlenmesi,
- Kredi geçmişi ölçülemeyen ve kötü olan kişilere kredi kullandırılması,
- Özellikle ödeme gücü/yeteneği düşük olan kredi kullanıcılarına yüksek ve değişken faizli kredi kullandırılması ve
- Ödeyemezsem satarım düşüncesi ile satın alınan konutların çıkan sorunlar nedeniyle aynı anda likiditeye çevrilmek istenmesi ancak piyasada konut bolluğu nedeniyle satışların yapılamaması,

olarak sıralamak mümkündür.

2008 Şubat ayı itibarıyla prime kredilerin %3,4'ü, alt-a kredilerin %1,5'i ve subprime kredilerin %21,5'i ödeme sorunuyla karşılaşmıştır. Bununla birlikte ödeme sorunu olan kredilere faiz yapısı itibarıyla bakıldığında sabit faizli kredilerin %3,5'nin, değişken faiz oranlı kredilerin ise %7,6'sının ödeme sorunu olduğu görülmektedir. Değişken faiz oranlı kredilerin oranının daha yüksek olmasının nedeni, yatırımcının kredinin ilk dönemlerinde sunulan avantajlı faiz oranlarının sabit kalacağı varsayımıyla yatırım kararı vermesidir. Ancak, sunulan avantajlı faiz imkânları ortadan kalkınca, gelir düzeyi aynı kalan yatırımcı tarafından kredi geri ödemeleri yapılamamaktadır. Mortgage kredilerini, kredi faiz oranlarına göre değişken oranlı krediler ve sabit faizli krediler olmak üzere temelde 2 gruba ayırmak mümkündür. (Bankrate, 2006).

Değişken faiz oranlı mortgage kredileri; (a) borcun ilk dönemlerinde daha düşük faiz oranı ve taksit miktarlarının olması, (b) kredi kullanıcılarına düşen faiz oranlarından yararlanma olanağı vermesi, (c) kredi kullanıcılarının düşük kredi taksiti ödemeleri nedeniyle tasarruf etmeleri ve daha fazla yatırım yapma imkânı sağlaması nedeniyle avantajlı görülebilmektedir. Diğer taraftan bu kredilendirmede; (a) faiz oranları ve geri

ödemelerin beklenenden fazla artması, (b) hemen hemen her durumda kredi kullanan kişinin başlangıçta yükümlü olunan faiz oranlarının bilinçli olarak düşük tutulması, (c) piyasadaki oranların tamamı değişmese bile geçerli olan sabit orandan yüksek bir orana göre ayarlama yapılması da dezavantajları oluşturmaktadır. Bu kredi türünde tüm ayarlamalar krediyi veren finansal kuruluşun inisiyatifinde olduğundan, bilginin şeffaf olmaması durumunda zarar görecektir taraf tamamen krediyi kullanan taraf olmaktadır.

Sabit faiz oranlı mortgage kredilerinin; (a) faiz oranları ve kredi taksit ödemeleri kredi süresince sabit olması, (b) enflasyon oranının artması ya da piyasalardaki mortgage oranlarının artmasından etkilenmemesi, (c) kredi kullanıcılarının istikrarlı bir finansal planlama yapmasına yardımcı olması ve kredi kullandırma koşullarının finansal kurum bazında değişiklik göstermemesi avantajlı yönleridir. Bununla birlikte bu kredilendirmede; (a) düşen faiz oranlarından yararlanmak için yeni bir mali plan gerektirmesi, (b) kredi kapatma gibi durumlarda kapanış cezasının ödenmesi ve (c) yeni bir mortgage finansman kurumuyla çalışılmak istendiğinde tüm işlemlerin tekrarlanması da dezavantajlarını oluşturmaktadır.

Mortgage piyasasının subprime mortgage kredileri ile değişken faiz oranlı mortgage kredileri odaklı olmasının temel sebebi hükümet tarafından alınan siyasi kararlardır. Söz konusu bu siyasi kararların temelini, ABD Başkanı George W. Bush'un seçim öncesi verdiği taahhütlerinin başında konut edinmeye dair bir takım kolaylıklar getirilerek, ulusal çapta, herkesi konut edindirmeye yönelik siyasi vaatleri oluşturmaktadır (Bush (1), 2002). Başkan Bush yönetimi, dar gelirli ailelerle azınlıkların konut edinmesini sağlayan sosyal politika anlayışını benimseyerek konut edinmeye ilişkin diğer vatandaşlarla olan farkı kapatmayı hedeflemiştir.

Düşük gelirli aileleri konut edindirebilmek için maliye politikası araçlarından vergi politikası etkin bir şekilde kullanılmıştır. 5 yılda yaklaşık 2,4 milyar \$ vergi indirimi sağlanarak 200.000 evin düşük gelirli aileler tarafından alınması hedeflenmiştir. Bununla birlikte hedefler arasına kompleks olan konut edinme prosedürlerinin kolaylaştırılması da alınmıştır (Bush (2), 2002).

2002 yılında 40.000 düşük gelirli ailenin konut sahibi yapılmasını hedefleyen Başkan Bush, Amerikan halkının konut sahibi olma rüyalarını gerçekleştirebilmek ve konut edinmeye ilişkin engelleri ortadan kaldırmak amacıyla, peşin ödeme zorluklarının aşılmasını sağlayan Amerikan Rüyası Peşin Ödeme Fonu Kanununu 2003 yılında imzalamıştır (Bush, 2003). Bu fonun amacı düşük gelirli ailelerin konut alabilmeleri için peşin ödemelerine katkı sağlamaktır.

Başkan Bush yönetimi konut edindirme projesinin ABD ekonomisini canlandırma, yeni iş sahaları açma, mal ve hizmet taleplerini destekleme ile ek refah sağlama gibi faydaları olduğunu düşünmekteydi. Hükümet, seçimlerin ardından konut sahipliği açısından Amerikan Rüyası'nın gerçekleşmesi için çalışmalarını⁴ hızlandırmıştır.

4 2002 yılında açıklanan 5,5 milyonluk azınlığın konut edindirme hedefine 2,3 milyon daha eklenerek hedef 7,8 milyona yükseltildi. Gelecek 10 yıl içinde bu hedefi yakalayabilmek için konu 2006 yılı bütçe programına alınmıştır. Bununla birlikte tek ailenin oturduğu konutlara vergi indirimi uygulaması ile peşinatsız mortgage ile ödeme teşvik programı kapsamında mortgage olmak üzere iki tür mortgage programı önerisi getirilmiştir. Bu düzenlemelerle, 200 milyon \$ üzerinde destek sağlanmıştır (Bush, 2005). 2006 Temmuz ayında 2006 Büyüyen Amerikan Konut Sahipliği Kanunu (Expanding American Homeownership Act of 2006) kabul edilmiştir.

ABD Hükümeti, 2007 yılı Ağustos ayında mortgage piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmalar karşısında son yıllarda önemli gelişmeler kaydedildiğini ve birçok ailenin mortgage kredileriyle konut sahibi olduğunu belirtmiştir. Bu gelişmelerle birlikte subprime mortgage kredileri nedeniyle ortaya çıkan dalgalanmada hükümetin sorumluluklarının olduğu kabul edilmiş ancak spekülörleri yakalamanın hükümetin görevi olmadığı ifade edilmiştir. ABD Hükümeti, ortaya çıkan dalgalanma karşısında Amerikalı ailelerin evlerini kaybetmemeleri ve konut edindirme projesine olan güvenin zarar görmemesi için bir takım önlemler⁵ almıştır (Bush (1), 2007). Ancak, alınan önlemler dalgalanma karşısında yeterli olmamış ve 2007 yılının ikinci yarısında icra yoluyla satışların artmasıyla ekonominin olumsuz etkilenmesi üzerine hükümet tarafından aşağıda belirtilen üç alanda yeni önlemler alınmıştır (Bush (2), 2007).

- Ağustos ayında açıklanan, mortgage piyasasına yönelik oluşturulan çalışma gurubunun adı Hope Now⁶ Alliance olarak belirlenmiştir. 24 saat hizmet verecek olan grubun iletişim bilgileri basına duyurulmuştur.
- FHA'nın ismi FHA Secure olarak değiştirilmiştir. Bu program ile konut sahiplerinin refinansmanına esneklikler getirilmesi amaçlanmıştır.
- Hükümet tarafından güvenilir ve adil bir mortgage sistemine yönelik şeffaflığı sağlayabilmek için koruma altına alınan kredi kullanıcılarının ilan edilmesine karar verilmiştir.

Mortgage piyasalarının ekonomiyi olumsuz etkilemesine rağmen ABD Hükümetinin konut edindirme projesi üzerindeki ısrarcı tavrının devam etmesi nedeniyle Başkan Bush tarafından 20 Aralık 2007 tarihinde mortgage borçlarına ilişkin af kanunu imzalanmıştır (Bush (3), 2007). ABD Hükümeti, 2008 yılı Ocak ayında ekonomik yavaşlamadan kötü etkilenecek ABD vatandaşlarına yardımcı olmaya ve ekonomik problemlere çare sunmaya ilişkin ilkeler belirlemiştir. 2008 yılı başlarına kadar ekonomide yaşanan gelişmeler olağan kabul edilirken 2008 Ocak ayında yavaşlamanın ilk sinyallerinin farkına varılarak eylem planı⁷ hazırlanmıştır (Bush (1), 2008).

ABD Hükümeti tarafından ABD vatandaşlarının konut sahibi olma hayallerini yerine getirebilmeleri için birçok çalışma⁸ yapılmaktadır. FHA iyi kredi geçmişine sahip olan

⁵ Hükümet tarafından alınan önlemler arasında ilk olarak FHA'nın (Federal Konut Yönetimi-Federal Housing Administration) sigorta sistemi, kredi şartları, peşin ödeme, refinansman konularında yenilenmesi ve geliştirilmesi, ikinci olarak vergi sisteminde değer kaybeden konutların vergilendirilmesinde değer kaybının dikkate alınmasını sağlayan hukuki düzeltmelerin yapılması, icra yoluyla satışların önüne geçilmesi ve Amerikalı ailelerin refinansmanı konusunda yardımcı olunabilmesi amacıyla bir çalışma grubunun kurulması ve mortgage sektöründe yaşanan problemlerin aşılabilesine yönelik şeffaflığın sağlanabilmesi yer almaktadır.

⁶ Hope Now ortaklığına destek veren kurum ve kuruluşlar, American Bankers Association, American Financial Services Association, American Securitization Forum, Assurant, Inc., Aurora Loan Services, Avelo Mortgage, LLC., Bank of America, CCCS Atlanta, Inc., Carrington Mortgage Services, Citigroup Inc., Consumer Bankers Association, Consumer Mortgage Coalition, Countrywide Financial Corporation, EMC Mortgage, Inc., Fannie Mae, The Financial Services Roundtable, First Horizon Home Loans and First Tennessee Home Loans, Freddie Mac, GMAC ResCap, Home Loan Services, Inc., Homeownership Preservation Foundation, HomeEq Servicing, Housing Partnership Network, The Housing Policy Council, HSBC Finance, Indymac Bank, JPMorgan Chase & Co, Litton Loan Servicing, MERS, Mortgage Bankers Association, National City Mortgage Corporation, Nationstar Mortgage, LLC., NeighborWorks America, Ocwen Loan Servicing, Option One Mortgage Corporation, PMI Mortgage Insurance Co., Saxon Mortgage Services, Securities Industry and Financial Markets Association, Select Portfolio Servicing, Inc., StateFarm Insurance Companies, SunTrust Mortgage, Inc., Washington Mutual, Inc., Wells Fargo & Company, and Wilshire Credit Corporation'dır. Hope Now ortaklığı verileri aylık olarak toplamaktadır.

⁷ ABD Hükümeti tarafından 22 Ocak 2008 tarihinde finansal okur yazarlıkla ilgili bir Tavsiye Kurulu oluşturulmuştur. Bu Kurul, iş uzmanlarını, gönüllü ve kar amacı gütmeyen organizasyon ve kurumları, ABD'lilerin gelecekle ilgili finansal durumları ile ilgili eğitebilmek amacıyla bir araya getirmiştir. HUD tarafından farklı dillerde 4 milyon adet ev ekonomisi broşürü dağıtılmıştır. Bu broşürde ABD'lilerin beş aşamada finans okur yazarı olmalarına ve ödeyebilecekleri bir konut satın alabilmelerine ilişkin bilgiler detaylandırılmıştır (Bush (1),2008). FHA Secure risk altındaki değişken faiz ayarlamasıyla yüzüze gelen ve daha ödenebilir kredilere hak kazanan 850 bin konut sahibine mektup göndererek uyarıda bulunmuştur. Bu mektupların 280 bini 2008 yılı Şubat ayında geri kalandı Mart ayında gönderilmiştir (Bush (1),2008). FHA Secure, 12 Şubat 2008 tarihinde LifeLine projesini tanıtmak amacıyla Hope Now ortaklığına katılmıştır. Bu katılım ile icra yoluyla satışların 30 gün süreyle durdurulması sağlanarak uzun dönemli çözümler araştırılmıştır. Bu proje ödemelerini çok fazla geciktirmiş ve konutlarını kaybetme riski altındaki konut sahiplerini hedeflemektedir (Bush (1), 2008).

⁸ ABD Hükümeti 13 Şubat 2008 tarihinde, iki tarafın da haklarını gözetin ve hem kredi kullananların hem de kredi verenlerin faydalanabileceği 150 milyar \$'lık bir ekonomik büyüme paketi imzalamıştır. Bu paket, bireyler için kişi başı 600 \$, evli çiftler için 1.200 \$, on

fakat yaptığı ödemelerde zorluk yaşayan konut sahipleri için FHA Secure programını oluşturmuştur. Buna ek olarak Hope Now ortaklığı kredi ödemelerinde zorlanan konut sahiplerini, konutlarını kaybetmemeleri için kredi verenlerle bir araya getirmektedir. Başkan Bush tarafından 2008 yılı Haziran ayı Ulusal Konut Sahibi Olma Ayı olarak belirlenmiştir. Ulusal Konut Sahibi Olma ayında ve yıl boyunca ABD vatandaşlarının finansal eğitim olanaklarından faydalanmaları özendirilmektedir (Bush (2), 2008).

ABD Hükümeti, konut piyasasında yaşanan dalgalanmanın ekonominin bütününe sirayet ettiğini 2008 yılının ilk çeyreğinde açık bir şekilde kabul etmiştir. Ancak, hükümet politikalarının konut piyasasına endeksli olması nedeniyle ekonominin büyümesini sağlamak için ABD vatandaşlarına vergi indirimleri ve şirketlerin yeni ekipman satın alabilmeleri için teşvikler içeren ekonomik canlandırma paketi oluşturularak, konut edinme projesinin zarar görmesi engellenmeye çalışılmıştır (Bush (3), 2008).

Kutu 4: Devlet Garantili/Sigortalı Krediler

Devlet garantili/sigortalı krediler, ipotekli kredi alması zor olan fakat garanti ya da sigorta ücretleri karşılığında birincil kredilerle rekabet edebilir faiz oranlarıyla verilen kredilerdir. Bu gruba giren mortgage kredileri aşağıda verilmektedir (Ginnie Mae, 2007):

Gazi İşleri Bakanlığı (Department of Veterans Affairs) tarafından garanti altına alınan mortgage kredileri (VA kredileri), özellikle Amerikan gazileri ile hizmet sektörü çalışanlarına yöneliktir ve genellikle uzun vadeli sabit faiz oranlı kredilerdir (15 ya da 30 yıllık). Toplam kredi miktarına göre finansman ücreti alınmaktadır. Ayrıca, bu finansman ücreti, gazinin durumu ve daha önce bu kredi türünü daha önce kullanıp kullanmadığına göre belirlenmektedir.

Kırsal Kesim Konutlaştırma Hizmeti (Rural Housing Service) tarafından sigorta edilen krediler, mortgage sigortası ve peşin ödeme gerektirmemektedir. Bu krediye başvuran kişilerin, sabit ve düşük geliri ve kabul edilebilir kredi geçmişi olmalı, kırsal kesimde ev satın alabilmeleri ve içinde yaşayabilmeleri için gerekli masrafları karşılayabilmelidirler. Bu birim ABD Tarım Bakanlığı'na bağlı olarak çalışmaktadır. Düşük gelirli kredi kullanıcıları için kredi garantisi vermektedir.

Federal Konut Yönetimi (Federal Housing Administration) tarafından sigorta edilen krediler (FHA loans), konut alıcılarının peşin ödeme ve alım satım giderleri yoluyla %3'lük bir katkıda bulunulmasını öngörmektedir. FHA kredilerinin önemli faydaları, satın alanın ilk ev alım satımı olmasını şart koşturması ve asgari gelir kısıtlaması olmamasıdır. FHA, bir kredinin sigortalanabilmesi için şart olan standartları belirlemektedir. Bu standartlar, mortgage sigortasının gerekli olmasını ve sigortaya konu olan gayrimenkulde sahibinin oturmasını kapsamaktadır. Federal Konut Yönetimi, ABD İmar ve Şehircilik Geliştirme Bakanlığı'na bağlıdır. Düşük peşin ödeme gerektiren mortgage kredileri dâhil olmak üzere çeşitli mortgage kredilerini sigortalamaktadır.

yedi yaşından küçük çocuklar için çocuk başına 300 \$ yardım içermektedir. Paket, mortgage kuruluşlarının işlerini geliştirmeleri ve yeni çalışan almaları konusunda teşvik etmektedir (Bush (1),2008). HUD konut sahiplerinin kredileri daha iyi anlamalarını ve 30 yıllık RESPA (Gayri Menkul Yerleşme Prosedürü- Real Estate Settlement Procedures Act) masrafları ile karşılaştırma yapmalarını sağlayacak yeni bir mortgage açıklama formu oluşturmuştur (Bush (1), 2008).

Kutu 5: Prime, Alt A, Subprime Krediler

Prime Krediler: Güçlü kredi geçmişi olan borçlulara rekabetçi faiz oranı ve ipotek süresi karşılığında verilen kredilerdir. Kredi geçmişi, kişilerin kredi skorlarını ortaya koymaktadır. Bu bilgiler içinde geciktirilmiş veya ödenmemiş faturalar, toplam borçlarının yapısı, maksimum limiti geçmesi ya da kredi kartı kullanımı yer almaktadır. Kredi skoru belirleme konusunda birçok model vardır. Ancak genellikle referans olarak FICO (Fair Isaac Company) tarafından geliştirilen model kabul edilmektedir. FICO skorları 400 ile 800 arasında değişmektedir (GMAC, 2008). Prime kredilerde kredi skorunun en düşük 680 puan olması ve Borç/Gelir Rasyosunun %80'inin üzerinde olması istenir. Bununla birlikte krediye ilişkin dokümantasyon sürecinin eksiksiz tamamlanması (tüm gelirlerinin belgelenebilmesi, ipotek gösterebilecek varlıklarının olması) gereklidir.

Alt A Krediler: Prime kredi borçlularına yakın bir kredi geçmişi olan, fakat varlıkları ya da gelirlerine ilişkin sınırlı belgelendirmeye sahip olması nedeniyle yüksek riskli özelliği olan borçlanıcılara verilen kredilerdir. Bu kredinin özellikleri;

- Geleneksel kurallara bağlı programları saf dışı bırakmasıdır.
- Kredi geçmişinde olumsuzluğu olmayan ancak özellikle gelirini belgelendirmede güçlük çeken kullanıcılar için sağlam belgelendirmeler sunması karşılığında verilir. Bu belgeler kredi talebinde bulunanın varlıklarına ilişkin bilgilerle gelir kaynaklarını gösteren bilgileri içermektedir.
- Borç/Gelir Rasyosu %80'in üzerinde olup da birincil derecede ipotek yaptıramayanlar tarafından kullanılır.
- Krediyi talep edenler yasal olarak ABD'de bulunup ABD vatandaşı olmayan kişilerdir.
- Kredi skorunun 620 – 680 puan aralığında olmasıdır.

Subprime Krediler: Kötü kredi geçmişi olması nedeniyle birincil piyasalardan yüksek ücret ve faiz oranları ile verilen kredilerdir. Bu kredinin verilebilmesi için başvuruda bulunan kişinin (Mortgagefit, 2008),

- Kredi raporunda daha önce icra satışı olmaması, hüküm giymemesi, son 5 yıl içinde iflas etmemiş olması ve 2 yıl bu durumdan çıkamaması,
- Kredi taksit ödemelerini ilk yılda 60 günlük dönemler halinde iki veya daha fazla ya da ilk iki yılda 120 günlük dönemler halinde bir veya daha fazla geciktirmesi,
- Tüketici Kredisi Danışma Hizmetleri'ne (CCCS) ya da benzeri kâr amaçlı olmayan kredi danışma servislerine kayıtlı olması,
- Geliri öncelikle nakit ya da şahsi çekle ödenmesi, tasarruf değeri oldukça düşük olması,
- Borç/Gelir Rasyosunun %45'in üzerinde olması (Kredi sağlamada aracılık eden kuruluşlar bu oranı %40 istemektedir),
- Serbest meslek çalışanı ise düzenli gelirinin olmaması ya da gelirini belgelemede zorluk çekmesi,

Subprime konut kredisi kullanabilmek için konutun değerinin aşırı düşük (25.000 \$'ın altında) olması ve kredi skorunun 620 puanın altında olması gereklidir. Bu krediler daha fazla risk içerdiği için diğer kredilere göre daha fazla peşin ödeme gerektirir. Bu kredi türü A- ve D aralığında derecelendirilmektedir. A- notu, standart geleneksel kredi olarak sınıflandırmaya yakın kredilere, D notu ise temerrüde düşen kredi kullanıcılarına verilir. Bu kredilere uygulanan faiz oranları, mevcut piyasa faiz oranlarından %1-5 oranında daha fazla olmaktadır. Bu uygulama, kötü kredi geçmişine sahip olanların bu kredi kullanma riskini önlemek içindir ve erken ödeme cezası ile balon ödeme uygulaması vardır.

1.3 Düzenleyici Yapının Dağınıklığı

1.3.1 Yasal Düzenlemelerdeki Karmaşıklık

ABD finans piyasalarında son yıllarda kredilerin esnek şartlarda verilmesi, mortgage krizini tetikleyen unsurlardan biri olmuştur. Hem düzenleyicilerin hem de risk yöneticilerinin bu uygulamaları görmezlikten gelmeleri sistem içinde sorunların domino etkisi yaratmasına neden olmuştur. Subprime mortgage kredi ihraç standartlarının düşmesi, kredi borçlularının temerrüde düşme olasılığının artışının nedenleri arasında yer almaktadır. Temerrüt miktarının artışı subprime mortgage kredilerinin bulunduğu portföylerin değerini düşürmüştür (Crouhy, 2008).

ABD finans piyasalarında otorite yapısının dağınık olması ve her düzenleyici ve denetleyici otoritenin kendine has düzenleme ve uygulamayı geliştirmesi hukuki yapının karmaşılaşmasına neden olmuştur. Ayrıca, uygulamada olan düzenlemelerin yerel ve merkezi düzenleme olarak ayrılması hukuki yapıyı daha da kompleks bir hale getirmiştir. Örneğin New Jersey, Utah, Colorado ve Oklahoma eyaletlerinde mortgage dolandırıcılığına ilişkin farklı kanunların uygulandığı görülmektedir⁹.

Bu kanunlar incelendiğinde farklı hükümler içerdiği görülmektedir. Georgia, New Jersey ve Oklahoma eyaletlerinde iki ya da daha fazla konut için mortgage borçlanma süresince bir ya da daha fazla yanlış beyanda bulunanlar, Colorado eyaletinde kredi kullananların en az iki kere konut mortgage kredi taahhüdünü yerine getirmeyenler hileli işlem yapmış sayılırken Utah eyaletinde hileli işlem yerine kanuna aykırı işlem tanımlaması kullanılmış ve en az 3 kere taahhütlerin yerine getirilmemesi durumu kanuna aykırı işlem olarak tanımlanmıştır (Prieston, 2006)

Eyalet bazında yapılan düzenleme hükümlerinin farklı içeriklerden oluşması, merkezi anlamda düzenlemelerin gözden geçirilmesini gündeme getirmiştir. Mortgage piyasalarının işleyişiyle ilgili olarak ABD’de de yürürlükte olan temel kanun ve düzenlemeler;

- Hileleri Durdurma Kanunu (Stop Fraud Act),
- Banka Gizliliği Kanunu (Bank Secrecy Act)
- Adil Kredi Raporlama Kanunu (Fair Credit Reporting Act-FCRA)
- Borçlanma Limitleri (Lending Limits)
- Finansal Gizlilik Hakları Kanunu (Right to Financial Privacy Act)
- 2002 Sarbanes-Oxley Kanunu (Sarbanes-Oxley Act of 2002)
- Amerikan Vatandaşlık Yasası (USA Patriot Act)
- Kredilerde Doğru Bilgilendirme Kanunu (The Truth in Lending Act-TILA)
- Konut Sahipliği ve Sermayeyi Koruma Kanunu (The Home Ownership and Equity Protection Act-HOEPA)
- Kredilerde Fırsat Eşitliği Kanunu (The Equal Credit Opportunity Act-ECOA)

⁹ Eyalet bazında yürürlükte olan kanunlar arasında Georgia Konut Mortgage Hileleri Kanunu (Georgia Residential Mortgage Fraud Act), Colorado Konut Mortgage Hileleri Kanunu (Colorado Residential Mortgage Fraud Act), New Jersey Konut Mortgage Hileleri Kanunu (New Jersey Residential Mortgage Fraud Act), Utah Konut Mortgage Hileleri Kanunu (Utah Residential Mortgage Fraud Act) ve Oklahoma Konut Mortgage Hileleri Kanunu (Oklahoma Residential Mortgage Fraud Act) yer almaktadır.

- 2007 İyi Niyetli Borçlanma ve Mortgage Reform Kanunu (The Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act of 2007)
- 2007 Ödünç Alanları Koruma Kanunu (Borrower's Protection Act of 2007)
- İflas Kanununda Değişiklikler (Bankruptcy Code Changes)
- Konut Mortgage Aracıları ve Kredi Düzenleyicileri Kanunu (Residential Mortgage Brokers and Loan Originators Act)
- 2008 Mortgage Borçları Af Kanunu (The Mortgage Forgiveness Debt Act of 2008)
- FED Düzenlemeleri (Federal Reserve Regulations)

Birincil ve ikincil piyasaları etkisi altına alan mortgage piyasasıyla ilgili olarak merkezi düzenlemeler arasında yer alan FED düzenlemeleri de finansal kurumları bağlayıcı niteliktedir. FED tarafından yapılan düzenlemeleri içeren el kitapları bulunmakla birlikte mortgage piyasalarını doğrudan ilgilendiren bir el kitabı henüz oluşturulmamıştır. Ancak, Tüketici ve Toplum İlişkileri El Kitabı (Consumer and Community Affairs Handbook) ile Menkul Kıymetleştirilmiş Kredi İşlemleri El Kitabı (Securities Credit Transaction Handbook) mortgage piyasasıyla ilgili düzenlemeleri içerdiğinden bankacılık sistemi tarafından yol gösterici niteliktedir.

Tablo 2 FED Tarafından Yapılan Kredi Piyasası Düzenlemeleri

A	FED Bankaları Kredi Verme Koşulları	Extensions of Credit by Federal Reserve Banks
B	Kredi Fırsat Eşitliği	Equal Credit Opportunity
C	Konut Mortgage Bildirisi	Home Mortgage Disclosure
F	Bankalararası Borçların Sınırlandırılması	Limitations on Interbank Liabilities
K	Uluslararası Bankacılık Faaliyetleri	International Banking Operations
N	Yabancı Bankalar ve Bankerlerle İlişkiler	Relations with Foreign Banks and Bankers
P	Tüketici Finansal Bilgilerinin Gizliliği	Privacy of Consumer Financial Information
R	1934 Sermaye Piyasası Kanunundaki Broker Tanımından Bankaların Çıkarılması	Exceptions for Banks from the Definition of Broker in the Securities Exchange Act of 1934
T	Broker ve Dealerların Kredi Kullandırması	Credit by Brokers and Dealers
U	Aracılar Hariç Kişiler veya Bankalar Tarafından Marj Hesabı Sahibi Olma veya Satın Alabilme Amacıyla Alınan Krediler	Credit by Banks or Persons other than Brokers or Dealers for the Purpose of Purchasing or Carrying Margin Stocks
V	Adil Kredi Raporlaması	Fair Credit Reporting
W	Üye Bankalar ile İştirakleri Arasındaki İşlemler	Transactions between Member Banks and Their Affiliates
X	Menkul Kıymetleştirilmiş Kredi Borçluları	Borrowers of Securities Credit
Y	Banka Holding Şirketleri ve Banka Denetimindeki Değişim	Bank Holding Companies and Change in Bank Control
Z	Kredi Kullandırmada Doğruluk	Truth in Lending
AA	Adil Olmayan ya da Aldatıcı Uygulamalar	Unfair or Deceptive Acts or Practices
DD	Tasarrufta Doğruluk	Truth in Savings
EE	Finansal Kurumlar İçin Koşulların Netleştirilmesi	Netting Eligibility for Financial Institutions

Kaynak: FED

Tartışmaya açık olmakla birlikte, 1930'lu yıllarda çıkarılan yasalar ABD'de bankacılık sistemini en katı biçimde düzenlemiştir. Piyasanın meşru işleyişini tehdit eden gereksiz, yük getiren ve hatta ters etki yaratan düzenlemeler kaldırılmakta, piyasalarda istismara ya da sömürüye yol açan gerçek hataları ortadan kaldırmak amacıyla düzenlemeler getirilmektedir (Santomero, 2001). Ancak, yine de yapılan düzenlemeler sistem içinde bulunan her otorite tarafından yapılabilmektedir. Bankacılık sisteminin düzenleyici ve denetleyici otoritesi olan FED tarafından yürürlüğe konulan düzenlemelerin yanında diğer bir otorite olan FDIC tarafından hazırlanan yasal düzenlemeler de bulunmaktadır.

- Ödeme Aktarımlı Sigorta (Pass Through Insurance-PTI)
- FDIC Tüketiciyi Koruma Kanunu (FDIC Consumer Protection Act)
- 1975 FDIC Acil Durum İskân Kanunu (FDIC Emergency Housing Act of 1975)
- 1980 Mevduat Kuruluşları Deregülasyon ve Parasal Kontrol Kanunu (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980)

2001 Mayıs ayında OTS tarafından çıkarılan Konut Sahipleri Kredi Kanunu, (Home Owners' Loan Act) 5 Haziran 2003 tarihinde güncellenmiştir. OTS tarafından düzenlenen ve 8 Mart 2007 tarihinde güncellenen İnceleme El Kitabının (Examination Handbook) krediler bölümünde 1–4 haneli ailelerin konut kredilerine, mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetlere, mortgage bankacılığına, Konut Mortgage Açıklama Kanununa, OTS mortgage düzenlemelerine ilişkin soru formları yer almaktadır. Bununla birlikte 15 Eylül 2000 tarihinde güncellenen OTS Net Portföy Değerleme Modelleri El Kitabının (The OTS Net Portfolio Value Model Manual) varlık ve kaynak metodolijileri ile finansal türevler ve bilanço dışı pozisyonların ayrıntılı olarak açıklandığı bölümlerde mortgage kredileri de ele alınmaktadır.

OCC tarafından da risk değerlemesine, sermaye gereksinimlerine, iç denetim ve gözetime, mortgage varlıklarına ilişkin hükümler içeren Mortgage Bankacılığı Denetçi El Kitabı (Mortgage Banking Comptroller's Handbook) çıkarılmıştır. Ayrıca, Konut Mortgage Kredilerine İlişkin Kamuoyuna Yapılan Açıklamalara dair (Home Mortgage Disclosure Comptroller's Handbook) yönelik Denetçi El Kitabı hazırlanmıştır (Temmuz 2005).

Yatırımcıların bilinçli seçim yapmalarına yardımcı olmak amacıyla düzenleyiciler, kredi dokümanları ve kamuoyu bilgilendirmelerinde daha fazla şeffaflık aramaktadır. Düzenleyiciler, ABD finans piyasası içinde yer alan düzenleme fazlalığının etkin bir şekilde uygulanıp uygulanmadığını da analiz etmelidir. Finansal piyasalardaki dalgalanmanın ardından kamuoyuna bilgilendirme yapma yükümlülükleri piyasadaki her iki taraf açısından da eleştirilmektedir. Kredi verenler kamuoyu bilgilendirme formlarının yapılmasının yüksek maliyetli olduğunu ifade ederken, tüketiciler ise bu bilgilerin tam ve doğru olmadığını, ayrıca anlaşılmasının zor olduğunu ileri sürmektedir. Yine de bu düzenlemeler doğru yönde atılmış adımlardır ancak, bunların geliştirilmesi ve anlaşılır hale getirilmesi için düzenleyiciler çalışmalarını sürdürmelidir (Santomero, 2001).

Düzenleyici otoriteler tarafından ele alınması gereken mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin ortaya çıkardığı problemleri bilanço dışı işlemlerin bankacılık sistemi otoriteleri tarafından düzenlenmesi, teminatların satışı, yatırımcının teminatlar üzerindeki haklarının yasal olarak tanınması, yerel yasal normlarla SPV'nin uyumluluğu, SPV'lerin iflas etmemeleri ve çeşitli aşamalarda işlemlerin vergiye tabi tutulması olarak sıralamak mümkündür (Thompson, 2004).

Kredi krizine önlem olarak, borçlanma standartlarını düzenleyen yeni kanunların çıkartılması gündemdedir. Bununla birlikte etkili uygulama mekanizmaları olmadan bu tür yeni uygulamaların yapılması bir anlam ifade etmemektedir. Uygulamadan sorumlu olanlar özellikle merkezi ve yerel ayırımına kadar açıkça uygulamaları tanımlamalıdır. Yapılandırılmış ürünleri satan finansal kurumların tutması gereken sermaye düzeyleri yeniden belirlenmelidir. Bu şekilde zararların dağıtılması mümkün olmakla birlikte yanlış fiyatlamının da önüne geçilebilecektir (Crouhy, 2008).

1.3.2 İdari Yapıdaki Dağınıklık

Finansal sistem içerisinde mevcut piyasalarda yaşanan bir aksaklık doğal olarak diğer piyasalara da sirayet etmektedir. Menkul kıymetler piyasasının, finansal piyasalar içindeki payının artmasıyla birlikte kredi türev ürünleri gibi yeni nesil finansal araçların kullanımı yaygınlaşmıştır. Bununla birlikte yatırımcı açısından bakıldığında da yüksek kaldıraç oranıyla çalışan yatırım şirketleri ile serbest fonların büyümeye başladığı görülmektedir. Herkesin ekonomik yapı içerisine dâhil edilmesine aracılık eden finansal piyasaların çeşitliliği ve derinliğinin sağladığı faydaları,

- Gerek bilgi gerekse fiyat açısından etkinlik getirmesi,
- Özellikle birincil piyasalarda kaynak bulunmasını kolaylaştırması,
- İkincil piyasalarda ise likidite sağlayarak alım satım sürecini artırması,
- Risk algılarına göre yatırım yapabilme imkânı sunarak, istenilen vadede kaynak bulma imkânı sağlaması,

olarak sıralamak mümkündür. Diğer taraftan, ekonominin etkin çalışmasında önemli bir role sahip olan bu piyasaların, aşırı büyümesi ve halen de büyümeye devam etmesi bunların denetim otoritelerinin kontrolü dışında kalmalarına yol açabilmekte, bu da finansal ve ekonomik sorunları büyütmektedir.

Birincil ve ikincil piyasalar içerisinde işlem gören yatırımcı ve yatırım aracı sayısının günümüz finans dünyasının ihtiyacına göre artması, beraberinde Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (CDO), Kredi Temerrüt Swapları (CDS), Kredi İlişkili Borç Senetleri (CLN), Toplam Getiri Swapları (TRS) gibi farklı ürünlerin, anlayışların ve kurumların ortaya çıkmasına neden olmuştur. ABD finansal sistemi içinde, çok çeşitli finansal kurum ve bu yapıya bağlı olarak çok sayıda otorite yer almaktadır. FED ve FED'e bağlı 12 eyalet merkez bankası olduğu dikkate alındığında oldukça büyük bir sistem olduğu ve bu derece büyük bir sistemin ise kontrol altında tutulmasının güçleştiğini görmek mümkündür.

Bu bölümde, yapılan bu eleştiri ve çözüm arayışlarının daha iyi anlaşılabilmesi için bankacılık sisteminden başlayarak finansal sistemin düzenleyici ve denetleyici yapısının karmaşıklığı vurgulanmaya çalışılacaktır.

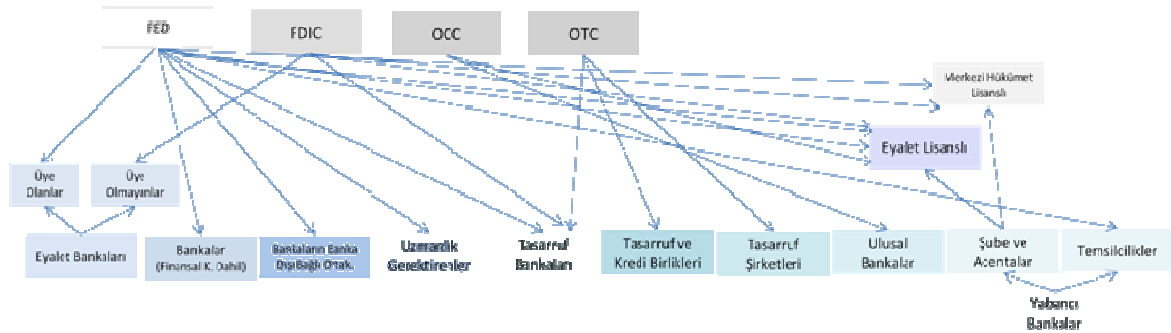
Gayrimenkul alıcıları ile mortgage borçlanma hizmeti veren kurumlar arasında düzenlenen ve birincil mortgage piyasasında işlem gören mortgage kredilerine aracılık eden kurumlar arasında(FannieMae(1), 2008);

- Mortgage bankacılık şirketleri (mortgage banking companies),
- Tasarruf ve kredi kuruluşları (savings and loan institutions),
- Tasarruf bankaları (savings banks),
- Küçük bankalar (community banks),
- Ticari bankalar (commercial banks),
- Kredi birlikleri (credit unions) ve
- Merkezi ve yerel konut finansman kurumları (state and local housing finance agencies),

yer almaktadır. ABD bankacılık sisteminde yer alan bu kurumların hepsi farklı bir düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından izlenmektedir.

ABD bankacılık sisteminde birincil otorite olan FED, tasarruf kurumları, yabancı bankaların şube ve acentelerini düzenleme ve denetim yetkisini OCC, FDIC ve OTS ile birlikte kullanmaktadır (FED, 2005). Bununla birlikte ulusal bankalar sadece OCC'nin, yatırım bankaları ve holding bankaları sadece FED'in, tasarruf bankaları ile tasarruf ve kredi birlikleri sadece OTC'nin denetimindedir. Bu yapı içerisinde yabancı bankaların temsilcilikleri ile şube ve acentelerinin farklı otoritelere tabi olmakla birlikte şube ve acentelerinde eyalet ve merkezi hükümet lisanslı olma durumlarına göre yeniden farklı bir yapıda düzenleme ve denetime tabidir. Aynı şekilde eyalet bankalarının üye olan ve olmayan bankaları da farklı otoritelerin sorumluluğundadır.

Grafik 4 Düzenleyici ve Denetleyici Yapı



Kaynak: FED

Birincil piyasada olduğu gibi ikincil piyasada işlem yapan çok sayıda yatırımcı bulunmaktadır (Fannie Mae(1), 2008);

- Hükümet tarafından desteklenen kurumlar,
- Fon yöneticileri,
- Yabancı merkez bankaları,
- Ticari bankalar,
- Emeklilik fonları,
- Sigorta şirketleri ve diğer finansal kurumlardır.

İkincil piyasada likiditenin sabit kalmasının sağlanması amacıyla birincil ve ikincil piyasa arasında dengeyi kuran ve mortgage kredisi ihraç eden kurumların bünyesinde bulunan SPV (özel amaçlı kurumlar) yer almaktadır. Mortgage piyasasının katılımcıları arasında birincil piyasa katılımcıları, ikincil piyasa katılımcıları, bu kurumlar arasındaki SPV'ler ve bu sisteme destek sağlayan kredi derecelendirme kuruluşları yer almaktadır. Ürün çeşitliliğinin arttığı göz önüne alındığında düzenleme ve denetim açısından oldukça dağınık bir yapının olduğu görülmektedir.

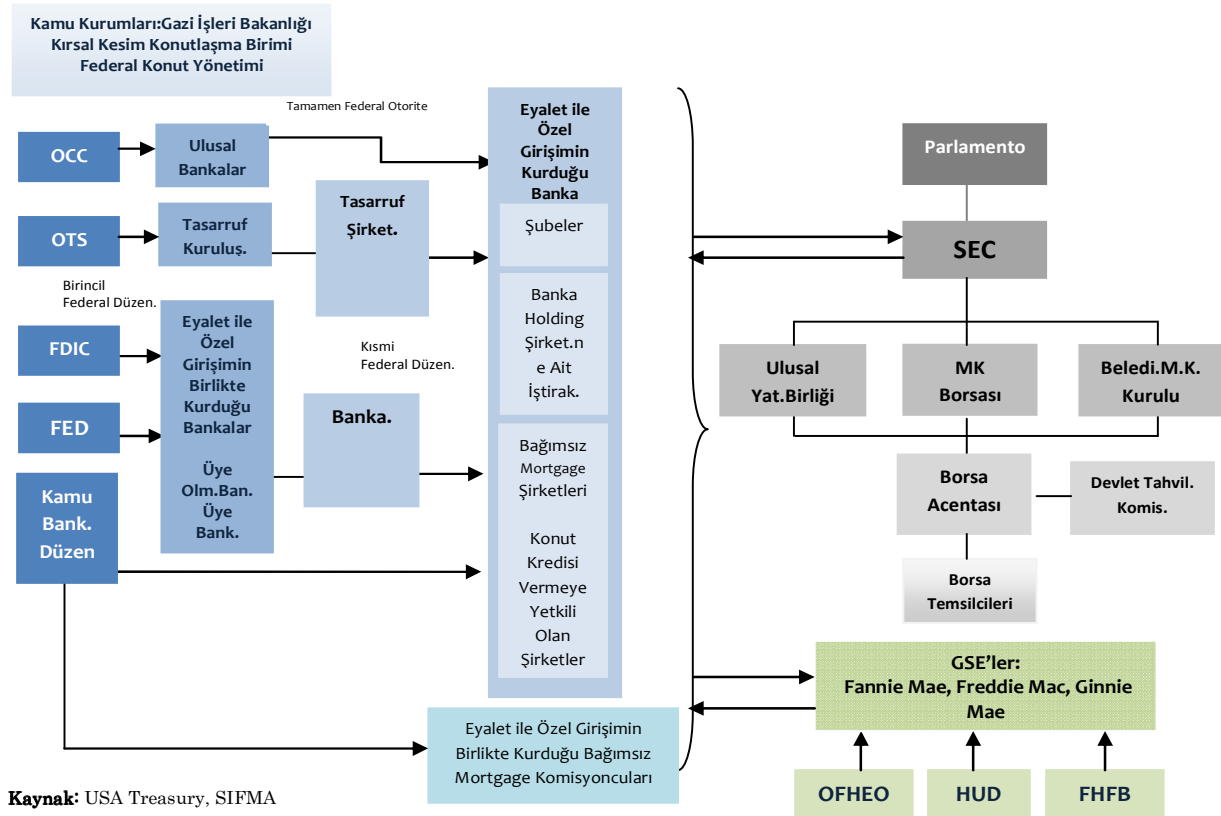
Birincil ve ikincil piyasadaki tüm bu katılımcılar ile bu katılımcıların bağlı oldukları otorite yapısına bakıldığında, mortgage piyasasının denetimi gün geçtikçe zorlaşmıştır. Finans sisteminin bu kadar karmaşık bir yapıda olması başta otorite boşluğu olmak üzere bir çok sorunu da beraberinde getirmiştir (Geithner, 2004).

- Az sayıdaki banka merkezli finansal kurumların sistemik önemleri gittikçe artmış,
- Banka dışı finansal kurumların, finans sektörü içindeki payı artmış, (2007 yılında bir önceki yıla göre %6,1 artış gerçekleşmiştir (Fed, 2008)),

- Konutlaşmada hükümet tarafından desteklenen kurumlar (GSE) büyümüş,
- Ödeme sistemleri yapısında değişiklikler olmuş,
- Risk yönetimi daha da karmaşık bir hale gelmiş,
- Küresel finansal bütünleşme genişlemiştir.

Yapının dağınıklığı, kredi veren kurumların alacak havuzlarına dayalı menkul kıymet ihraçları yapan özel amaçlı kurumların sistem içinde önemli bir paya sahip olmasını sağlamıştır. Bu durumun sakıncalarından biri de CDO gibi yeni ürünlerin artmasına ve risklerin denetlenemez seviyelere gelmesine neden olmasındır.

Grafik 5 ABD Mortgage Kredi ve Menkul Kıymetleştirme Piyasası Otorite Yapısı



Sistem içinde sorun teşkil eden Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Konut Kredileri Bankası (Federal Home Loan Bank System-FHLBank System) birer GSE kurumu olarak ulusal konut finansman sisteminde kritik bir öneme sahiptirler (Shear, 2008). Bu kurumların düzenleme ve denetleme yetkileri Federal Konut Piyasası Ofisi (Office of Federal Housing Enterprise Oversight-OFHEO), İmar ve Şehircilik Geliştirme Dairesi (The Department of Housing and Urban Development-HUD) ve Federal Konut Finansmanı Kurulu'nda (The Federal Housing Finance Board-FHFB) bulunmaktadır.

GSE'lerin düzenleyici ve denetleyici yapılarına bakıldığında iç içe geçmiş ve birbirinden bağımsız olmayan bir yapının olduğu görülmektedir. Temelde kredi riski, faiz oranı riski ve operasyonel risklerden kaynaklanan risklere maruz kalan GSE'lerin yükümlülüklerini merkezi hükümet açık bir şekilde garanti altına almamasına rağmen, Wall Street New York Finans Merkezinde genellikle finansal acil durumlarda yardım yapıldığına ilişkin

genel bir kanı vardır¹⁰. Bu anlayışın ortaya çıkaracağı riskleri minimize edebilmek için GSE'lerin düzenleyici ve denetleyici yapısının tek ya da melez bir düzenleyici yapıda birleştirilmesi yerinde olacaktır. Ancak, bu şekilde ortaya çıkan sorunların çözümüne ilişkin daha etkin adımlar atılabilir. Hükümet destekli kuruluşlar olmalarına rağmen mortgage piyasalarında yaşanan dalgalanmalardan sonra GSE'lerin operasyonel ve finansal açıdan ortaya çıkan değişiklikler karşısında tespit edilen eksik yönleri aşağıda belirtilmektedir (Shear, 2008).

- 2003'te başlayarak ilk önce Freddie Mac ve sonrasında Fannie Mae ilgili muhasebe standartlarını kötüye kullanmış ve gelir manipülasyonu yapmıştır. OFHEO, Fannie Mae ve Freddie Mac'ten sermaye iyileştirme planlarını geliştirmelerini ve her iki GSE kurumunun hala faaliyetlerinin iyileştirilmesini gerektiren düzenleyici sözleşmelere tabi olarak faaliyet göstermelerini gerekli bulmuştur.
- Bu kurumlarda operasyonel ve finansal riskleri yönetmek için kurumsal yönetim ve risk yönetim araçlarının uygulanmadığı tespit edilmiştir. 2004 yılında, FHFB, Chicago ve Seattle'de FHLBanks'larla çeşitli operasyonların geliştirilmesine yönelik denetim sözleşmeleri imzalamıştır. FHFB, 2007 Ocak ayında Seattle Bank ile imzalanan sözleşmeyi fesh etmiş, 2007 Ekim ayında da Chicago Bank ile ilgili sözleşmeleri imzalamıştır¹¹.

Fannie Mae, Freddie Mac veya FHLBank Sistemi mali yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kaldığında diğer finansal piyasa katılımcıları bu kurumların mali yükümlülüklerini karşılamaya tabi olduğundan GSE'ler, ABD finansal sisteminin istikrarı için potansiyel bir risk oluşturmaktadır. GSE'lerle ilişkili olan riskler finansal sistemde sistematik risk grubunda yer almakta ve risk derecesi bu kurumların mali yükümlülüklerini esas almaktadır. Kriz döneminde Fannie Mae ya da Freddie Mac ödemede acze düştüğünde, yatırımcılar piyasa riskini azaltmak istediklerinde bu kurumların mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetlere (MBS) bağlı olmayan yatırım pozisyonu almaları uygun olabilirdi (OFHEO, 2008). Ekonomik faaliyette bir gerileme olasılığında ise merkezi hükümetin faaliyetlerine güven duyulması da bankacılık kesiminin mali sağlığını azaltıcı bir etki yaratabilmektedir. Diğer taraftan, kriz döneminde mali açıdan zor durumda olan bir GSE ile türev ürün taraf sözleşmeleri, GSE'lerin yükümlülüklerini karşılayamaması durumunda büyük kayıpların önlenmesini sağlayabilirdi.

GSE'lerin güvenlik ve itibarlarının sağlanması ve misyonlarını tamamlayabilmeleri için otorite yapısında reform yapılması zorunlu hale gelmiştir. Mevcut bölünmüş otorite yapısı, bu büyük ve karmaşık finansal kurumların ve bunların misyonlarının izlenmesinde yetersiz kalmaktadır (Shear, 2008). Yeterli yetkilerin verildiği GSE'lerden sorumlu tek bir otoritenin kurulması, bu kurumların konutlaşma amaçlarını yerine getirmede daha etkin bir yöntem oluşturacaktır.

¹⁰Bu kanının oluşmasının nedeni, 1980 li yıllar boyunca merkezi hükümetin, faiz oranlarındaki keskin artışlar nedeniyle hem Faanie Mae hem de tarım arazilerinin değerindeki azalışlar nedeniyle diğer bir GSE olan Tarım Kredi Sistemine (Farm Credit System), yaşadıkları zorlukları aşabilmeleri için mali yardım sağlanmasıdır.

¹¹Dalgalanma nedeniyle sıkıntı yaşayan ve sistemi tehdit etmeye başlayan Freddie Mac ve Fannie Mae için Hazine ve FED tarafından ABD Başkanının talimatıyla hazırlanan plan 15.07.2008'de açıklandı. Plan 3 aşamadan oluşmaktadır. Öncelikli olarak kuruluşlara likidite desteği sağlanması, sonraki aşamada ise gerekirse hisse senetleri alınarak sermaye yapılarının güçlenmesi ve uzun vadede GSE'leri yeniden düzenleyecek kanunların çıkarılması öngörülmüştür.

Kutu 6: Hükümet Tarafından Desteklenen Menkul Kıymetleştirme Kurumları

Fannie Mae: 1968 yılında kurulan, yarı kamu kuruluşu olan Federal Ulusal İpotek Birliği (Federal National Mortgage Association) için kullanılan kısaltmadır. ABD Konut ve Kentsel Gelişim Bakanlığı (U.S. Secretary of Housing and Urban Development) ile ABD Hazine Bakanlığı (U.S. Secretary of Treasury) yönetmeliklerine tabi olarak faaliyette bulunan kurum, özel kişilerce özel bir şirket gibi yönetilmekte ve hisse senetleri New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. Fannie Mae belirli kural ve prensipler dâhilinde sözleşmeye dayalı mortgage konut kredisi satın almaktadır. Her ne kadar Fannie Mae onaylı sertifikalar faiz ve anaparanın zamanında ödenmesine ilişkin olarak teminat altına alınmış olsa da, söz konusu teminat ayrıca ABD Hükümeti tarafından da desteklenmektedir. Fannie Mae, sertifikalarının kredi kalitesinin AAA' ya eşdeğer olarak değerlendirilmesine yetecek ölçüde güçlü bir taahhüt seviyesine sahiptir.

Freddie Mac: Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren İpotekli Konut Kredisi Kuruluşu (Federal Home Loan Mortgage Corporation) için kullanılan kısaltmadır. Freddie Mac 1970'de Amerikan Kongresi tarafından verilen yetkiyle kurulmuştur. Bu kurum 1989'da Fannie Mae gibi özel bir kuruluş olarak yeniden yapılandırılmıştır. Bu kurumun kredi satın alma hususunda benimsediği kurallar Fannie Mae'nin benimsediği kurallara oldukça benzemektedir. Freddie Mac'in iki farklı kredi satın alma programı bulunmaktadır: (i) faiz ile anapara borcunun zamanında ödenmesini öngören Gold programı ile bağlantılı sağlanan teminatlar ve (ii) faizin zamanında, anapara borcunun ise nihai olarak ödenmesini öngören, standart Freddie Mac sertifikalarını destekleyen teminatlar. Freddie Mac teminatı ABD Hükümetinin doğrudan desteğine sahip değildir. Ancak, Freddie Mac, ABD Hükümetinden güçlü zımni bir taahhüt içermektedir ve Freddie Mac sertifikaları aynen Fannie Mae sertifikaları gibi AAA kredi notuna haiz yatırımlara eşdeğer nitelikte olarak değerlendirilmektedir.

OFHEO, HUD'un içinde bağımsız bir ofistir ve Fannie Mae ve Freddie MAC'ın kredi itibarı ve güvenliğine ilişkin düzenlemeleri yapmakla sorumludur. OFHEO, bu iki GSE kurumunu izleyen, işlemlerini denetleyen, bu kurumlara ilişkin sermaye yeterliliğini belirleyen kurallar koyup uygulamaya ilişkin tedbirler alan bir kurumdur. OFHEO'nin mali planları ve tahminleri, Başkan'ın bütçesinde yer almasına ve tahsis sürecine bağlı olmasına rağmen, bu kurum vergi gelirleriyle finanse edilmemektedir. HUD, Fannie Mae ve Freddie Mac'in konut edindirme görevlerini başarmalarını sağlamakla sorumludur.

Ginnie Mae: ABD Ulusal İpotek Kuruluşu (U.S. Government National Mortgage Association) ifade etmek için gündelik konuşmada kullanılan gayri resmi bir isimdir. Ginnie Mae tamamı Amerika Birleşik Devletleri hükümetine ait olan 1968 de kurulmuş bir resmi kurumdur. Ginnie Mae menkul kıymetleri, Federal Housing Administration (Federal İskân Dairesi) tarafından sigortalanmış olan ya da Veterans Administration (Emekli Askerler İdaresi) tarafından garanti verilmiş krediler havuzu ile desteklenmektedir. Teknik anlamda Ginnie Mae menkul kıymetleri, ipotek teminatlı krediler havuzunu oluşturan, Ginnie Mae tarafından onaylanmış ipotek alacaklıları tarafından ihraç edilmektedir. Ancak söz konusu menkul kıymetler, faiz ve borcun anaparasının zamanında ödeneceğine dair ABD hükümeti tarafından da desteklenen açık bir Ginnie Mae ödeme garantisi taşımaktadır. Bunun sonucu olarak da Ginnie Mae menkul kıymetleri AAA derecesine sahiptir.

FHLBank, Sisteminin itibarı ve güvenliğini sağlamanın yanında bu sistemin misyonunu gerçekleştirilmesine ilişkin düzenlemelerin yapılmasından sorumludur. Kurumun 5 üyeli kurulunun ABD Başkanıyla birlikte 4 üyesi, 7 yıllık hizmeti bulunanlar arasından Senato kararı ile belirlenmekte, 5. üye ise HUD'un sekreteridir.

1.4 Finansal Raporlama Sistemindeki Hatalar

Finansal dalgalanma sürecinde dile getirilen eleştirilerden bir tanesi finansal raporlama sistemine yönelik olmuştur. Eleştiriler, bozulmuş piyasa koşullarında gerçeğe uygun değer ile değerlemenin zorluğu ve kamuoyuna açıklama yükümlülüğünde gerekli özenin gösterilememesi olmak üzere 2 temel alanda yoğunlaşmıştır.

Gerçeğe uygun değer kavramı (fair value)¹², FAS'ın (Finansal Muhasebe Standartları Financial Accounting Standards) Gerçeğe Uygun Değerin Ölçülmesi başlıklı 157¹³ sıra nolu standardında ele alınmıştır. Alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul kıymetler, türev ürünler ile başlayan garantilerin muhasebeleştirilmesinde de gerçeğe uygun değer yaklaşımı kullanılmaktadır. Ancak, burada önemli olan bu standardın var olmasına rağmen subprime mortgage kredileri için bu ilkelerin zamanında ve yeterince uygulanmamasıdır.

Tablo 3 Subprime Pozisyon Zararının Kaydedilmesinde Kullanılan Standartlar

Yaklaşım	Standartlar
Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımı	FAS 159: Gerçeğe Uygun Değer Yönteminin Seçilmesi Halinde Pozisyonlar (Positions For Which Fair Value Option is Elected) FAS 115: Alım Satım Amaçlı ve Satılmaya Hazır Menkul Kıymetler (Trading Securities and Available For Sale Securities) FAS 133: Türevler (Derivatives) FIN 45: Başlayan Garantiler (Guarantees at Inception)
Gerçeğe Uygun Değer Olmayıp Değer Düşüklüğü Yazılması	Gerçeğe Uygun Değerin Yazılması: FAS 115 (Eldeki Vadeli Menkul Kıymetler) Gerçeğe Uygun Değer Dışında: FAS 5 (Yatırım Kredileri)

Kaynak: Ryan

Gerçeğe uygun değer yaklaşımı, birçok ülkenin finansal raporlama sisteminde zorunlu hale getirilmiş olsa da, gerçeğe uygun değer nasıl uygulanacağı konusunda herhangi bir rehber bulunmamaktadır. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu'nun bu konudaki çalışmaları sürmektedir. Ancak, mevcut durumda gerçeğe uygun değer nasıl uygulanacağı konusunda FASB'nin (Finansal Muhasebe Standartları Kurulu Financial Accounting Standard Board) 2004 yılında yayınladığı nihai taslak rehber olarak kabul edilebilir. Adı geçen taslak piyasa oyuncuları tarafından dalgalanma sürecinde yeterli bulunmamıştır. Nihai taslak'ta gerçeğe uygun değer hesaplanmasında belirlenen üç seviyede:

- Birinci seviyede aynı türdeki finansal varlıklar için gözlemlenen piyasa işlemleri,
- İkinci seviyede benzer türdeki finansal varlıklar için gözlemlenen piyasa işlemleri,
- Üçüncü seviyede ise bazı piyasa verilerini

temel olarak oluşturulan değerleme yöntemlerinin kullanılmasıyla ortaya çıkan değerler yer almaktadır. FASB işletmenin gerçeğe uygun değeri kullandığında finansal tablo dipnotlarında bu değer hangi seviye kullanılarak belirlendiğini ve eğer üçüncü seviye kullanılmışsa hangi değerleme modelinden yararlandığını açıklamasını zorunlu kılmaktadır (Demir, Bahadır, 2007)

¹² Gerçeğe uygun değer kavramı (fair value) bazı kaynaklarda makul değer olarak da ifade edilmektedir. Bu çalışmada dilbirliğinin sağlanması amacıyla Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun (TMSK) yayınladığı muhasebe terimleri kullanılmıştır.

¹³ FAS 157'ye göre gerçeğe uygun değer, değerlendirme tarihinde bir mali satarken ya da bir borcu piyasa katılımcıları arasında transfer ederken ödenen değer olarak tanımlanmaktadır.

FAS 157, en yüksekten en düşük güvenilir olana doğru sıralanan gerçeğe uygun değer ölçümlerinde kullanılan girdilerin sırasını belirtmektedir. Birinci seviye girdiler benzer ürünler için aktif piyasalardaki kote edilmiş piyasa fiyatlarıdır. Piyasa değerlerinin gerçeği yansıtmayacağı ya da muhasebe sisteminde kullanılması konusunda tereddütler olsa da, mark-to-market (piyasa fiyatları üzerinden düzenli kâr/zarar beyanı) ölçümlerinde kullanılan girdiler hemen hemen muhasebe sisteminde en çok kullanılan veriler olmaktadır (Ryan, 2008).

İkinci seviye girdiler doğrudan ya da dolaylı olmak üzere gözlemlenebilir piyasa bilgileridir. Bu girdilerin iki alt ayrımı bulunmaktadır. Bunların ilki ve genel olarak tercih edileni aktif piyasalardaki benzer ürünler ya da aktif olmayan piyasalardaki ürünler için kote edilmiş piyasa fiyatlarıdır. Gözlemlenebilir girdilerin ikinci alt ayrımı, verim eğrisi ve döviz kurları gibi değişkenlerdir. Bu girdiler, mark-to-market modeli ölçümlerinin elde edildiği piyasa bilgilerinden sağlanır ve doğrulukları kullandıkları modele göre değişkenlik gösterir (Ryan, 2008).

Dalgalanmanın olmadığı piyasa likiditesi durumlarında birçok subprime pozisyonu için ikinci seviye ölçümler kullanılarak gerçeğe uygun değer yaklaşımı ele alınmıştır. Örneğin subprime mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler, serbest piyasada nadir olarak alım satım yaparlar. Normal piyasalarda araçlar, genel olarak pazarlık yaparak en iyi fiyatı elde etmeye çalışırlar. Markit şirketi tarafından hazırlanan ya da diğer kaynaklardan elde edilmiş olan subprime portföylerinin fiyat/kazanç endekslerine dayanarak önerilen fiyatlar, subprime krizi sırasında şeffaflığını kaybetmiştir. Araçlar, dalgalanma sürecinde subprime pozisyonları için fiyat vermekten ve fiyat sormaktan kaçınmışlardır.

Üçüncü seviye girdiler ise gözlemlenemeyen ve firmalarca sağlanan tahmini bilgilerdir. Bu girdiler piyasa katılımcılarının kullanacağı varsayımları yansıtırken, piyasa tarafından büyük oranda düzenlenmemiş mark-to-market değerlendirmelerini ortaya çıkarmaktadır. Azalan fiyat saydamlığından dolayı, ikinci seviye girdiler kullanılarak gerçeğe uygun değer değerlendirmesine tabi olan subprime pozisyonları şimdi üçüncü seviye girdiler kullanılarak tekrar değerlendirilmelidir. Gerçeğe uygun değer değerlendirmelerindeki değişim, subprime dalgalanması sırasında fiyatlardaki saydamlığın bozulmasının kaçınılmaz sonucudur.

Subprime mortgage kredisi pozisyonları yönetim muhasebesi standartlarına göre açıklamaya tabidir. Subprime pozisyonları için FAS 157'ye göre üçüncü seviyede gerçeğe uygun değer ölçümleri için istenen açıklamalar, birinci ve ikinci seviyede gerçeğe uygun değer ölçümleri için istenen açıklamalardan çok daha detaylı bilgileri içermektedir. Özellikle üçüncü düzey ölçümler için, firmalar genellikle toplam kâr ve zararları (gerçekleşen ve gerçekleşmeyen), net alış, satış, ödeme ve devirlerden ayırarak, dönem başı ve dönem sonunda gerçeğe uygun değerlerinin sayısal mutabakatını vermektedir. Kâr ve zararların hangi kalemlerden kaynaklandığı gelir tablosunda açıkça belirtilmeli, ölçüm girdilerinin ve değerlendirme tekniklerinin niteliksel tanımları verilmelidir.

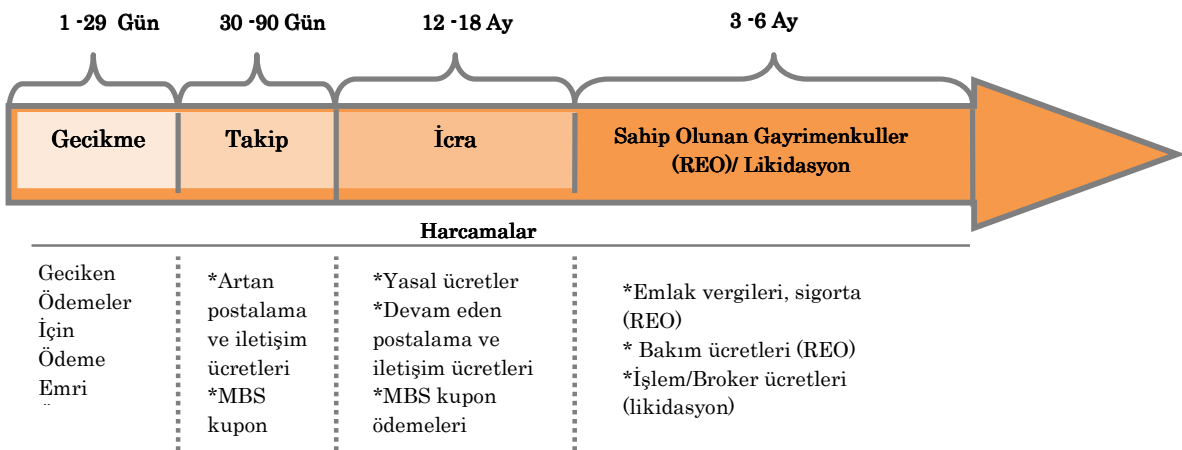
Mutlak Önemli Risk ve Belirsizliklerin Açıklanması ilkesi, 1 yıl ya da daha kısa bir sürede gerçeğe uygun değerlerin olası değişimlerinin finansal tabloları etkilemesi durumunda, değişimi yaratan ilgili hesaplar hakkında açıklama yapılmasını

gerektirmektedir. Yapılacak açıklamada, ilgili hesabın değişime duyarlı olmasına neden olan faktörlerin açıklanması teşvik edilmesine rağmen bu açıklama zorunlu değildir. Subprime mortgage krizi boyunca bu şekilde sayısal açıklamaların olmaması, üçüncü seviye gerçeğe uygun değerlerin belli bir şirket için yorumlanması ve şirketler arasında karşılaştırma yapılmasını zorlaştırmaktadır.

Subprime mortgage krizi sonrasında, finansal piyasa katılımcıları açısından oldukça önem kazanan şirket değerlemesi, mevcut finans teorilerinin geçerliliği konusunda şüphelere yol açmıştır. Etkin piyasa teorisine göre genellikle gerçeğe uygun değer yaklaşımı, bütün likit ve istikrarlı piyasaların yüksek dereceli olduğunu varsaymaktadır. Ancak, subprime mortgage krizinde de görüldüğü gibi piyasalar akademik anlamda olduğu gibi etkin değildir. Etkin piyasa teorisinin sınırlı olduğunu gösteren en güzel örnek JP Morgan Chase tarafından 236,2 milyon \$'a ya da hisse başına değeri 2 \$'a Bear Stearns şirketinin alınmasıdır (Whalen, 2008).

Subprime mortgage krizinde finansal tablolara ilişkin açıklamaların yetersiz kalması genel olarak iki nedenle açıklanabilir. İlk neden, MBS, CDO ve ABS CDO menkul kıymetlerine yatırım yapan kurumsal yatırımcıların, karmaşık menkul kıymetleştirme işlemlerinin değerlemesini yapabilecek personeli istihdam etmemeleridir. Karmaşık ürünlerin yapısı gereği güçlü matematiksel teorileri içermesi nedeniyle bu ürünlerden anlayan personelin istihdam edilmesi şirketlere oldukça maliyetli gelmektedir. Ayrıca, kredi veren kurumlar mortgage ödemelerinin zamanında yapılmaması sonucu kredinin bulunduğu aşamaya bağlı olarak ihbarname, postalama, yasal ücret gibi ek maliyetlere de katlanmaktadır. İcra yoluyla satış sonrası gayrimenkullerin krediyi veren kurumun bilançosuna devrolması sonrasında gayrimenkule ilişkin tüm vergi ve harcamalar kurumlar için maliyet unsuru olmaktadır. Gayrimenkullerin muhasebeleştirilmesinde doğru değerlendirme yönteminin kullanılmaması kurumların bilançolarında likit olmayan değerlerinin yüksek görünmesine neden olmaktadır.

Grafik 6 Mortgage Kredilerinin Gecikme ve İcra Dönüşüm Zaman Çizelgesi



Kaynak: Dresdner

İkinci neden ise yüksek aracılık maliyetleridir. MBS, CDO ve ABS CDO menkul kıymetlerinin oldukça karmaşık yapılarının yatırım değerliliğinin tespit edilmesinde, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bu menkul kıymetlerin tamamı yatırım yapılabilir olarak değerlendirilmekte ve bireysel yatırımcılar ise her bir yatırım için

sayfalarca hazırlanan finansal tablolara ilişkin açıklamaların okunmasına zaman ve çaba harcamamaktadır. Yatırımcıların çoğu zaman sabırsız davranarak aracılık maliyetlerini avantaj olarak değerlendirmeleri sonucu sadece kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarına güvenmeleri subprime mortgage krizinin ortaya çıkışını hızlandırmıştır (Schwarcz, 2008). Piyasa oyuncuları, bu sorunun ortadan kaldırılması için 7 numaralı Uluslararası Finansal Raporlama Standardı (Finansal Araçlar: Kamuoyuna Açıklama- Financial Instruments: Disclosures) ile Basel 2 nin Üçüncü Yapısal Bloğunu teşkil eden Piyasa Disiplini uygulamasının geliştirilmesini önermektedirler (European Banking Federation, 2008).

Dalgalanma sürecinde mevcut piyasa koşulları finansal araçları gerçeğe uygun değer ile değerlemenin zorluğunu ortaya çıkarmıştır. Bunun sebebi aktif piyasanın ortadan kalkmış olmasıdır. Gerçeğe uygun değer ile değerlemenin temelinde piyasa fiyatları ve piyasada karşılaştırılabilir göstergeler yer almasıdır. Fiyatlamamanın zorlaştığı, likiditenin ve güvenin kaybolduğu koşullarda değerlendirme yapmak da zorlaşmıştır. Ayrıca dalgalanma döneminde, gerçeğe uygun değerlendirme yönteminin kullanılmasının problemlerin derinleşmesine, gelecek döneme aktarılmasına yol açtığı da en çok dile getirilen eleştirilerden olmuştur. Gerçeğe uygun değer yaklaşımı, birçok ülkenin finansal raporlama sisteminde zorunlu hale getirilmiş olsa da, dalgalanma dönemlerinde nasıl uygulanacağı konusunda herhangi bir rehber bulunmamaktadır¹⁴.

Gerçeğe uygun değer yaklaşımına yöneltilen eleştiriler henüz bir değişiklik yapılmamasına rağmen otoriteler tarafından dikkate alınmıştır¹⁵. Finansal İstikrar Forumu IASB'yi söz konusu hususları gözden geçirmesi için çağrıda bulunmuştur. IASB de bünyesinde, büyük finansal kuruluşların, kredi derecelendirme kuruluşlarının, Finansal İstikrar Forumu ve FASB'in temsilcilerinden oluşan bir uzman danışma paneli kurmuştur. ABD'de mortgage krizi boyunca ortaya çıkan bir diğer önemli konu mortgage piyasası verilerinin zamanında ve ilgili otoriteler tarafından kamuya açıklanmamasıdır. Mortgage piyasasıyla ilgili özel kuruluşlar bir yana birçok kamu kurumunun raporlama ve veri açıklama sorumluluğunun bulunmasına rağmen bu sorumluluğun zamanında yerine getirilmemesi, başta FED olmak üzere otoriteler tarafından yapılan açıklamalarda özel şirketler tarafından hazırlanan verilerin kaynak gösterilerek kullanılması, çeyrek dönemler itibarıyla raporlama sisteminin önemli olduğu ABD'de özellikle 2007 yılına ilişkin raporlamaların zamanında yapılmaması, mortgage piyasasının anlaşılmasını ve analiz edilmesini imkânsızlaştırmış, sorunların zamanında tespit edilmesini engellemiştir. 2008 yılının ikinci çeyreğinin dahi geride bırakıldığı bu dönemde dahi toplulaştırılmış tarihsel verilere ulaşmak mümkün olmamaktadır. Örneğin FED New York¹⁶ tarafından hazırlanan ABD'deki Prime Olmayan (Subprime ve Alt A) Mortgage Kredilerinin Dinamik Haritası'nda (Dynamic Maps of Nonprime Mortgage Conditions in the United States) sadece 2008 Nisan dönemi verileri kamuya duyurulmaktadır.

ABD mortgage krizi kaynaklı finansal dalgalanma, kuruluşların kamuoyuna açıklama konusunda gerekli özeni göstermesi gerektiği ve bunun yatırımcılar, derecelendirme kuruluşları, finansal araçların değerlemesini yapan analistler gibi üçüncü taraflar

¹⁴ Gerçeğe uygun değer ile değerlendirme IASB bünyesinde IAS 39, FASB bünyesinde 157 nolu standart ile ele alınmaktadır.

¹⁵ SEC Mart 2008'de 30 finansal kuruluşa dalgalanma döneminde gerçeğe uygun değer yaklaşımını nasıl uyguladığına dair mektup göndermiştir.

¹⁶ ABD'deki Prime Olmayan (Subprime ve Alt A) Mortgage Kredilerinin Dinamik Haritası'na <http://www.newyorkfed.org/mortgagemaps/> web adresinden ulaşmak mümkündür.

açısından oldukça önemli olduğu hususunu gündeme getirmiştir. Dalgalanmanın temelinde yatan nedenlerden biri, kamuoyuna yapılan hatalı ya da eksik açıklamaların yatırımcılar tarafından veri kabul edilerek, varlığın daha menkul kıymetleştirme sürecinde iken bu hatayı giderecek daha sağlıklı yeni bir değerlemenin yapılmamasıdır.

Mortgage krizi sonrasında, gerçeğe uygun değer yönteminin ABD bankacılık sisteminin menkul kıymetleri üzerindeki etkisi belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. 2007 yılının ilk çeyreğinde, gerçeğe uygun değer yöntemini kullanan ticari bankaların işletme hesaplarında 70 milyar \$ tutarında artış meydana gelmiş, bankalar söz konusu varlıklarını artış sonrası yeniden sınıflandırma imkanı bulmuştur. ABD bankacılık sisteminin 2007 yılı Aralık ayında toplam türev ürünlerinin nominal değeri 166 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Türev ürünlerde gerçeğe uygun değer yöntemi kullanan bankaların, pozitif gerçeğe uygun değeri¹⁷ 1,902 milyar \$'a, negatif gerçeğe uygun değeri¹⁸ 1,869 milyar \$'a ulaşmıştır (FED (3), 2008).

17 Pozitif gerçeğe uygun değer: Türev ürünlerde karşı tarafın temerrüdü halinde bankanın karşılayacağı maksimum zarardır.

18 Negatif gerçeğe uygun değer: Türev ürünlerde bankanın temerrüdü halinde karşı tarafın karşılayacağı maksimum zarardır.

2 ABD MORTGAGE KRİZİNİN GELİŞİM SÜRECİ

Yaşanan kriz her ne kadar başlangıcında bir mortgage krizi olarak ortaya çıkmış olsa da takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. Bu bölümde, ABD’de genel ekonomi ve finansal piyasalardaki gelişmeler incelenecek, mortgage piyasalarında ortaya çıkan sorunlar tarihsel olarak ele alınarak risk algılarındaki değişime bakılacaktır.

2.1 Ekonomik ve Finansal Gelişmeler

2.1.1 Ekonomik Göstergelerdeki Bozulma

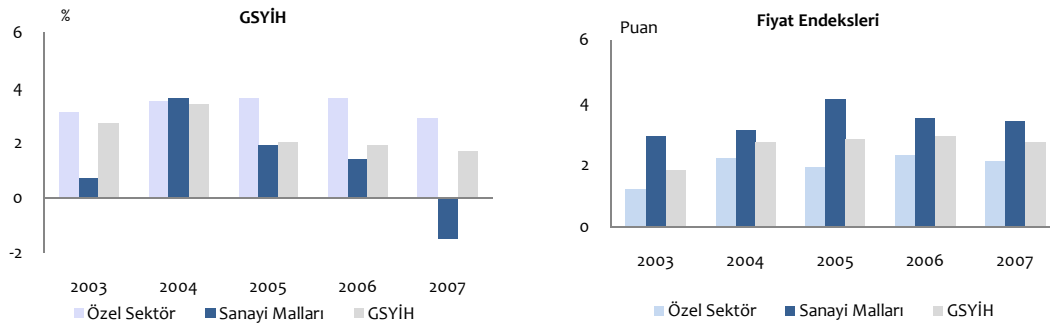
ABD’de, 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam 4 sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır (BEA, 2008).

Hizmetler sektöründe fiyatların artışı kamu sektörünün etkisiyle yavaşlamış ve bir önceki yıla göre artış hızı 2006 yılında %12,1 iken 2007 yılında bu oran %2,8 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün büyüme hızı 2007 yılında %4,2’den %3,2’ye gerilemiştir. Hizmetler sektörünün yavaşlamasının temel nedenleri arasında leasing ve gayrimenkul sektöründeki yavaşlama ile finans ve sigorta sektöründeki ekonomik bozulma yer almaktadır (BEA, 2008).

Üretim sektöründe sanayi mallarındaki katma değer fiyatlarında ortaya çıkan yavaşlamanın etkisiyle, GSYİH deflâtörü artış hızı 2007 yılında düşüş göstermiştir. Sanayi malları fiyatlarında, 2006 yılında %4,1, 2007 yılında ise %3,4 artış gerçekleşmiştir. FED daha önce %1,3-%2 arasında beklediği 2008 yılı tahmini GSYİH büyüme oranını Nisan ayında %0,3-%1,2 olarak revize etmiştir.

Ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olan reel sektör, mortgage krizinden olumsuz yönde etkilenmiştir. Özellikle mortgage piyasası ile ilişkili olan inşaat sektörünün katma değeri 2006 yılında talep daralmasıyla beraber %6 düşmüş, 2007 yılında krizin de etkisiyle %12 azalmıştır. Bununla birlikte krize rağmen büyümeye devam eden bilgi, iletişim ve telekomünikasyon sektörlerinin katma değeri 2007 yılında %13 oranında artmıştır. (BEA, 2008).

Grafik 7 Yıllık GSYİH Büyüme Oranı ve Fiyat Endeksleri¹⁹

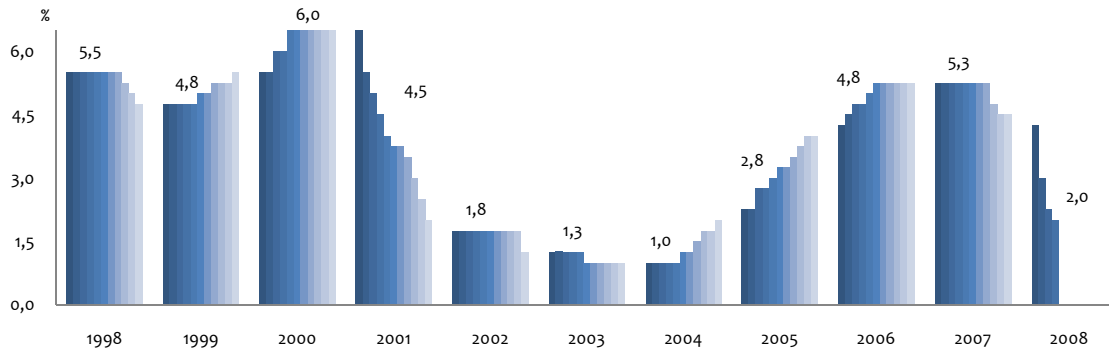


Kaynak: www.bea.gov

¹⁹ Endeks değerleri katma değer esaslıdır.

FED Eski Başkanı Alan Greenspan, 2002 yılında düşük enflasyon oranlarının da etkisiyle istihdama yönelik FED faizlerini % 1'e kadar düşürmüştür. 2002-2004 yılları arasında düşük faiz politikaları devam etmiştir. 2004 yılından itibaren düşük faiz oranlarının etkisiyle talep canlanması yaşanmış, petrol ve hammadde fiyatlarındaki hızlı artışla birlikte enflasyon baskısı başlamıştır. Petrol fiyatları 2002 yılında 20 \$ iken 2008'in ilk yarısı itibarıyla 130 \$'a yükselmiştir. Greenspan enflasyona, faizleri yükselterek müdahale ederken yerine seçilen Ben Bernanke faizleri % 5,25'e kadar yükseltmiştir. 2006 yılında yüksek faiz politikasıyla enflasyon % 2,5' e kadar düşürülmüş ancak 2007 yılında yüksek faize rağmen enflasyon baskı altında tutulamamış ve enflasyon oranı % 4,1'e yükselmiştir.

Grafik 8 FED Gösterge Faiz Oranlarının Gelişimi²⁰



Kaynak: <http://www.moneycafe.com/library/fedfunds.htm>

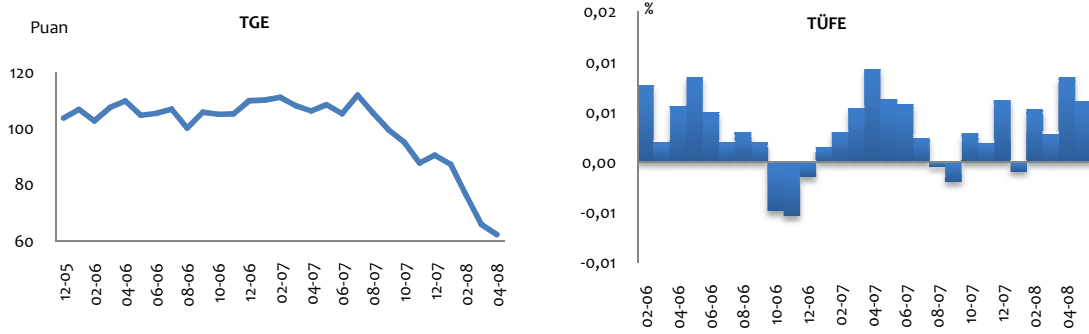
Otorite açısından bir politika aracı olarak görülen faiz oranlarındaki değişim kredi piyasasında daraltıcı bir etki yaratmıştır. Kredi piyasasında 2006 yılında %13,2 oranında bir artış sağlanırken, 2007 yılında bu oran % 4,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, Bush yönetiminin kredi piyasasını canlı tutarak ekonomik gelişmeye katma değer sağlama amacına uymamaktadır.

Tüketime dayalı bir yapıya sahip olan ABD ekonomisi için Tüketici Güven Endeksi (TGE) önemli bir göstergedir. Amerika halkının ABD ekonomisine olan güvenlerinin ve gelecek ile ilgili beklentilerinin göstergesi olan TGE, özellikle 2007 yılının Ağustos ayından itibaren beklentilerin hızlı bir şekilde tersine döndüğünü göstermektedir. Bu dönemde 111,9 olan TGE, 2008 yılının Mart ayında 49,6 puan gerileyerek 62,3'e düşmüştür.

Tüketimdeki canlılıkla ilişkili olan işsizlik verilerinin de 2007 yılı itibarıyla yükseldiği ve 2008 Nisan ayı itibarıyla %5,1'e ulaştığı da göz önüne alındığında TÜFE'nin artışıyla birlikte tüketici güven endeksinin düşmesi ABD ekonomisinin ciddi anlamda enflasyon sorunu ile karşı karşıya kaldığını ifade etmektedir. Aylık bazda açıklanan enflasyon verileri, ekonominin resesyona girmemesi için FED'in yaptığı faiz indirimleriyle beraber değerlendirildiğinde, enflasyon baskısının 2008'in ilk yarısında da devam ettiğini göstermektedir.

²⁰ Grafik üzerinde verilen değerler, her yılın Mayıs ayının faiz oranlarını ifade etmektedir.

Grafik 9 ABD Tüketici Güven Endeksi ile Aylık TÜFE Değişimi



Kaynak: Reuters

2006 yılında enflasyon verileri işsizlik ve sanayi üretimi ile birlikte ele alındığında resesyon beklentileri oluşmuştur. Sanayi üretim endeksinin artış hızı 2006 yılında %2,9'dan 2007 yılı sonunda %1,2'ye gerilemiştir. İşsizlik oranı ise 2007 sonunda % 4,4'ten %5'e yükselmiştir. FED 2008 yılı tahmini işsizlik oranını %5,2-%5,3 aralığından %5,5-%5,7 aralığına revize etmiştir. İşsizliğin ve enflasyonun aynı anda yükselmesi ve bununla birlikte dünyada özellikle hammadde fiyatlarındaki hızlı artış ve ülkede meydana gelebilecek bir talep daralmasıyla resesyonun ötesinde stagflasyon yaşanabileceği beklentileri güçlenmiştir. Bu dönemde FED, ekonominin büyüme hızının yavaşlamasıyla birlikte faiz indirimlerine yeniden başlamış, mortgage krizinin ortaya çıkmasının ardından 2008 yılında faizleri % 2'ye kadar düşürmüştür.

Ekonomik gelişmelere paralel olarak ABD dolarının değer kaybetmesi, küresel finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemektedir. Uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli iki etkeni faiz oranları ve göreceli döviz kuru değerleridir. Bu nedenle ABD'nin cari açığı ile bu açığın nasıl finanse edildiği piyasaları yakından ilgilendirmektedir. 2007 sonu itibarıyla ABD cari açık rakamı tarihinde en yüksek seviyeye ulaşarak, 811,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. GSMH'nin % 5,9'u olan cari açık değeri, Amerika gibi büyük bir ekonomi için bile oldukça yüksektir. IMF kriterlerine göre % 4'ün üzerindeki oranlar riskli olarak tanımlanmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 2004). Genel kabul görmüş teoriler çerçevesinde, bu kadar büyük bir cari açığın fonlanması doların değer kaybetmesiyle mümkündür.

Tablo 4 ABD Kritik Göstergeleri

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/Q1
Sanayi Üretim Endeksi	99,5	101,3	104,6	108,6	111,7	113,8	111,8
İşsizlik (Yüzde Değişim)	5,7	5,7	5,4	4,8	4,4	5,0	5,1
Enflasyon (%)	1,6	1,9	2,7	3,4	2,5	4,1	4,0
Cari Açık (Milyon \$)	384,6	459,4	522,1	640,1	754,9	811,5	
Cari Açık/GSYİH	3,7	4,2	4,5	5,1	5,7	5,9	

Kaynak: Reuters

Cari açık çok büyük bir sorun teşkil etmesine rağmen sürdürülebilmesinin nedeni, Uzak Doğu Asya ülkelerinin, başta ABD olmak üzere tüm dünya ülkelerine karşı sahip oldukları mutlak üretim üstünlükleri ile sağladıkları ticaret avantajı sayesinde biriktirdikleri döviz rezervleridir. ABD cari açığının en büyük fon kaynağı, biriken bu

döviz rezervleridir. Amerika'da özellikle mortgage piyasasında ihraç edilen tahvil ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin büyük kısmı bu ülkelerin portföyünde yer almaktadır. ABD toplam kredi piyasasında kredi taleplerinin dağılımı içinde yükselen piyasaların payı 2006 yılında %22 iken, mortgage krizinin etkisiyle 2007 yılının ikinci çeyreğinde %12'ye gerilemiş ve ekonomik göstergelerin iyileşmesiyle birlikte 2008 yılının ilk çeyreğinde %32'ye yükselmiştir (Detaylı bilgi 2.1.2 bölümünde verilmektedir).

Diğer taraftan serbest fonlar gibi büyük sermaye birikimleri, yüksek kâr arayışı içerisinde gelişmekte olan ülkelerde yatırımlara yönelmektedir. Yüksek reel faiz veren Brezilya, Türkiye, Güney Afrika ve Doğu Avrupa ülkelerine kısa vadeli sermaye hareketleri söz konusudur. Dünya piyasaları arasındaki yoğun ama hassas ilişkiler nedeniyle Amerikan ekonomisi ve buna bağlı olarak faiz ve döviz hareketleri yoğun şekilde takip edilmelidir.

2.1.2 Kredi Piyasasındaki Dalgalanma

ABD finansal piyasalarında yaşanan dalgalanmanın ve bu dalgalanma sonrasında uygulanan politikaların etkisiyle 2007 yılında toplam kredi piyasasında bir daralma olduğu görülmektedir. ABD'de 2007 yılında yaklaşık olarak net 4 trilyon \$ kredi kullanılmıştır. 2006 yılında net kredi kullanımı bir önceki yıla göre %13,5'lik bir artış gösterirken, 2007 yılında bu artış %4,6'ya düşmüştür. Bu durumun sebebi hane halkına yönelik kredilerdeki ciddi azalıştır.

Kredi piyasasındaki talep daralması çeyrek dönemler itibarıyla incelendiğinde, 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra, mortgage krizi ifadesinin başta FED olmak üzere piyasalarda kullanılmaya başlanmasıyla birlikte kredi piyasasının da eşanlı olarak tepki verdiği görülmektedir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinde %36,7 artış gösteren kredi kullanım oranı son çeyrekte %27,5 ve 2008 yılının ilk çeyreğinde %16 azalış göstermiştir.

ABD kredi piyasasında, ağırlıklı olarak yurtiçi finans dışı kurumların yer aldığı görülmektedir. Bu durum kredi piyasasının düzenleme ve denetim altında tutmayı zorlaştırmaktadır. 2006 yılı kredi taleplerinin %60,2'si yurtiçi finans dışı kurumlar tarafından yapılırken %6,6'si ABD dışından gelen taleplerden oluşmaktadır. Ancak, 2007 yılından itibaren doların değer kaybetmesiyle birlikte faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle yurtdışı kredi taleplerinin azaldığı görülmektedir.

Özellikle 2007 yılının son iki çeyreğinde %1'in altına düşen talepler, güven ortamının oluşturulması ve ekonomik göstergelerin iyileşmesiyle birlikte 2008 yılı ilk çeyreğinde artarak %8,9 seviyesine gelmiştir. Finans kurumlarının ağırlığının 2007 yılının üçüncü çeyreğinde arttığı görülmektedir. Bu artışın nedeni, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleştirilmiş ürünlere ilişkin ödemelerin, mortgage kredilerinin geri ödemeleriyle yapılamamasıdır. Kredi geri ödemelerinin kesilmesi nedeniyle özellikle ticari bankalar ve GSE'ler kredi kullanım taleplerini artırmışlardır.

Tablo 5 ABD Kredi Piyasası Toplam Net Kredi Kullanımı

%	Bir Önceki Döneme Göre Değişim							Aynı Dönem İçindeki Dağılım					
	2006	2007	2007				2008	2006	2007				2008
			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	
T.Net Kredi Talebi	13.5	4.6	-10.8	0.5	36.7	-27.5	-16.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Y.İç Finans.Dışı S.	3.8	1.5	-12.8	-9.0	30.6	-15.6	-11.8	60.2	62.2	56.4	53.9	62.7	65.4
Finans Sektörü	21.0	23.6	-7.8	10.6	68.0	-42.2	-36.6	33.2	34.1	37.5	46.1	36.7	25.7
Dünyanın Kalanı	147.0	-61.9	-2.9	67.2	-98.7	648.3	103.8	6.6	3.7	6.1	0.1	0.6	8.9

Kaynak: FED

ABD kredi piyasasında, 2007 yılında 4 trilyon \$ olan net kredi kullanımının kaynak yapısına sektörler itibarıyla bakıldığında, finans sektörü ile gelişmekte olan diğer ülke piyasalarına ilişkin payı ifade eden dünyanın geri kalan piyasalarının ağırlıkta olduğu görülmektedir. Diğer ülke piyasalarının 2007 yılının üçüncü çeyreğinde kredi arzı üzerindeki payı, faiz oranları, borsa oynaklığının artması ve doların değeriyle ilişkili olarak %11'e gerilemiştir. Kredi piyasasında ortaya çıkan dalgalanma nedeniyle kredi koşullarının sıkılaştırılması hem kredi arzının hem de piyasada borçlanma imkânının azalmasına neden olmuştur. Kredi piyasasında ortaya çıkan daralma ABD ekonomisinin büyümesi üzerinde olumsuz baskı yapmaktadır.

Tablo 6 ABD Kredi Piyasası Toplam Net Kredi Kaynağı

%	Bir Önceki Döneme Göre Değişim							Aynı Dönem İçindeki Dağılım					
	2006	2007	2007				2008	2006	2007				2008
			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	
T.Net Kredi Arzı	13.5	4.7	-10.8	0.5	36.7	-27.5	-15.7	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Y.İç Finans.Dışı S.	3.1	22.5	-54.8	109.5	240.2	-20.1	-296.9	7.6	2.4	5.1	12.7	14.0	-32.6
Finans Sektörü	14.5	5.2	-18.5	2.7	44.6	-39.3	33.8	70.3	70.1	71.7	75.8	63.4	100.6
Dünyanın Geri Kalanı	14.2	-3.3	32.2	-14.9	-32.2	42.2	19.3	22.1	27.5	23.3	11.5	22.6	32.0

Kaynak: FED

Kredi piyasasının fonlanması için ABD hükümeti, kriz dönemi olan 2007 yılında likidite sıkışıklığını gidermek için açık piyasa işlemleri kullanmıştır. FED, finansal karışıklığın çözümlenmesinde ilk olarak açık piyasa işlemleri, ikinci olarak da bankalarla müşterek olarak finansal bir kriz sırasında piyasalara ilave likidite sağlamak amacıyla tam teminat altına alınmış ticari bankalara ve diğer finansal kurumlara gecelik borç vermeyi tercih etmiştir (Mishkin, 2008). Bu nedenle 2007 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğinde açık piyasa işlemleri negatif değerdedir. FED, 2007 yılında sadece açık piyasa işlemleri ile değil aynı zamanda piyasayı fonlamayı azaltarak likit varlıklarını yüksek tutmayı hedeflemiştir.

FED, kredi kullanımını yaygınlaştırmak amacıyla iskonto penceresine de başvurmuştur²¹. Bu uygulamanın yaygınlaşması için 2007 yılında iskonto penceresi provizyonu 30 güne kadar indirilmiş ve borç alanın isteğine bağlı olarak yenilebilir olması için kolaylıklar getirilmiştir. Bununla birlikte, iskonto oranı, para piyasasındaki zorlukların aşılmasına yönelik bir araç olmasına rağmen etkin kullanılamamasının iki nedeni vardır. Bunlardan ilki, bankalar iskonto penceresinden borç aldığı anda bankanın finansal durumunun diğer finansal kurumlar tarafından kötü algılanmasına neden olacağından bankaların isteksiz

²¹ İskonto penceresi, açık piyasa işlemlerinden iki açıdan farklıdır. Bu farklardan ilki, açık piyasa işlemleri, piyasanın bütününe kısa vadeli kaynak sağlarken, iskonto penceresi ile borçlanmanın likiditeye gereksinim duyan kurumlara yapılmasıdır. İkinci fark, açık piyasa işlemleri ABD Hazinesi ile kurumlarının menkul kıymetlerine yönelirken, iskonto penceresi aracılığıyla borçların daha yaygın teminatlara karşı yapılmasıdır.

davranmasıdır. Bundan dolayı 2007 yılında iskonto penceresinden borçlanma orta seviyelerde kalmıştır. İkincisi, iskonto penceresi aracılığıyla borçlanma özellikle finansal piyasa riskleri devam ettiği sürece federal fon oranları hedeflerine yakın olma fırsatı sağlamaktadır (Mishkin, 2008).

Kredi piyasasında mortgage kredilerinin payı 2007 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki döneme göre %13,8 azalış gösterirken banka kredilerinin payı %201,1 ve diğer kredi ve avansların payı %1.253,2 oranında artış göstermiştir. Mortgage ürünlerinin gelişimi ise 2006-2008 dönemi boyunca her yıl bir önceki döneme göre azalarak seyretmiştir. Mortgage ipoteklerine dayalı finansal ürünlerin işlem hacmi krizin etkisiyle birlikte %41,2'lik azalışla 2008 yılının ilk çeyreğinde 581 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7 Finansal Araçlar İtibariyle Kredi Arzının Dağılımı

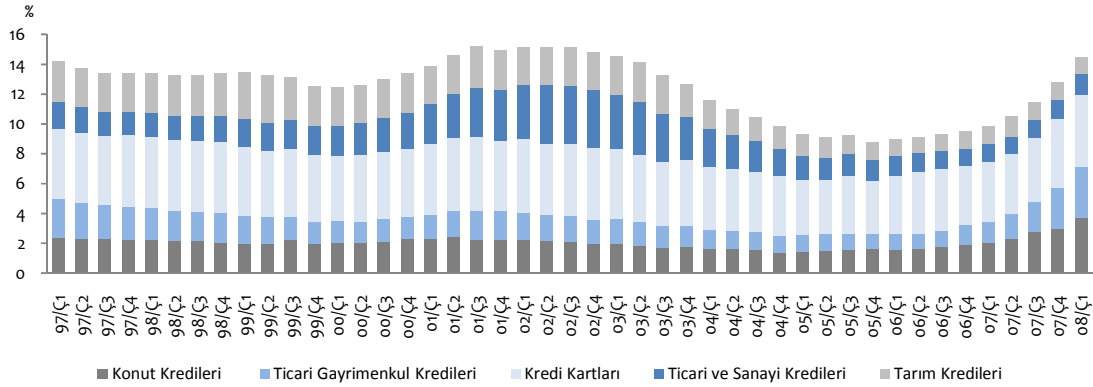
Finansal Araçlar	Kredi Arzının Dağılımı (Milyar \$)							Bir Önceki Döneme Göre Değişim (%)					
	2006	2007	2007				2008	2006	2007				2008
			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	
Toplam Kredi Piyasası	3,875	4,055	3,708	3,726	5,093	3,694	3,115	13.5	-6.2	0.5	36.7	-27.5	-15.7
Açık Piyasa Senedi	317	-169	233	426	-914	-422	78	29.4	-16.2	82.8	-314.6	53.8	118.5
Hazine Tahvilleri	184	238	328	-71	436	257	488	-40.1	141.2	-121.6	714.1	-41.1	89.9
GSE Tahvilleri	331	909	548	696	1,178	1,212	655	298.8	66.1	27.0	69.3	2.9	-46.0
Belediye Tahvilleri	177	215	249	248	166	199	153	-9.2	-1.6	-0.4	-33.1	19.9	-23.1
Şirket ve Yabancı Hisse Sn.	1,159	964	933	826	1,396	702	300	45.1	-39.4	-11.5	69.0	-49.7	-57.3
Banka Kredileri	123	330	120	182	548	471	458	-27.2	215.8	51.7	201.1	-14.1	-2.8
Diğer Kredi ve Avanslar	69	339	49	77	1,042	189	257	-20.7	-5.8	57.1	1,253.2	-81.9	36.0
Mortgagelar	1,410	1,092	1,134	1,206	1,039	988	581	-1.7	-6.9	6.3	-13.8	-4.9	-41.2
Tüketici Kredileri	104	138	115	138	202	99	146	9.5	5.5	20.0	46.4	-51.0	47.5

Kaynak: FED

ABD Hükümetinin tüketimi destekleyen politikaları ile aşırı tüketim eğilimi gösteren tüketicileri, kullanımı karşılığında ipotek gerektirmeyen kredi kartı borç ödemelerini geciktirmeye yöneltmiştir. Vergi sonrası gelirlerin ödenmemiş mortgage borçlarına oranı 1980 yılından itibaren giderek artmış ve %45 olan bu oran 2004 yılına gelindiğinde %90'ına ulaşmıştır. Mortgage borçlarını artıran nedenler arasında, konut sahipliğinin artması (aynı konut için kira ödemesi yerine mortgage kredi ödemesinin yapılması), faiz oranlarının düşmesi, vergi kanunlarının değişmesi ve konut değerlerinin artması yer almaktadır (Lehnert, 2005).

Yatırımcıların risk almadan kazanç elde etme isteği, maliyeti düşük, kolay kredi imkânlarına bağlı olarak tüketicilerin aşırı borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olarak sistemin kırılganlığını arttırmıştır. ABD'de subprime borçlularının ödeme güçlüğüne düşmesi ile tetiklenen kriz, bu kırılganlıklarla birlikte büyümüştür. Kredi piyasasında ortaya çıkan kriz mortgage kredileri üzerinde odaklansa da kredi kartı geri ödemelerinin belirgin bir sorun olarak sistem içinde yer aldığı görülmektedir.

Grafik 10 Kredi Türleri İtibariyle Kredi Borcu Ödenmeme Oranı



Kaynak: FED

2.1.3 Bankacılık Sistemi Göstergeleri

Bu bölümde, finansal kurumlar içinde mortgage piyasasının %75'ine hâkim olan, gözetim ve denetimi FDIC, FED ve OCC tarafından yapılan, 2008 yılı ilk çeyreği itibarıyla toplam sayıları 7.240 olan ABD ticari bankalar ele alınmaktadır. Amerikan Bankacılık Sisteminde gözetim ve denetim yetkileri farklı kurumlarda bulunmaktadır. Ticari bankaların 4.753'ü FDIC tarafından denetlenirken 1.605'i OCC tarafından ve 882'si FED tarafından denetlenmektedir. Ticari bankacılık sistemine, 1 Nisan–5 Haziran 2008 döneminde 18 yeni banka katılmış, 2 banka iflas ve 36 banka birleşme ya da kapanma nedenleriyle sistemden çıkmıştır. Sektörün 2005 yılında 1.868.156 olan tam zamanlı çalışan sayısı 2006 yılında %3,9 artarak 1.941.542'ye, 2007 yılında %0,8 artarak 1.956.929'a ulaşmıştır. İşsizlik oranındaki artışa %1,1 oranıyla bankacılık sektörü de dâhil olmuş ve 2008 yılının ilk çeyreğinde ticari bankacılık sektöründe çalışan sayısı 1.935.681'e düşmüştür.

Tablo 8 Ticari Bankaların Yapısı

2008 /Ç1 (Adet)	Tüm Kurumlar	Tasarruf Kuruluşları	Ticari Bankalar						
			Toplam	U.Arası Banka.	Tarım Bankaları	Kredi Kartı	Ticari	Mortgage	Tüketici
FDIC Güvencesinde	8,494	1,254	7,240	6	1,550	26	4,749	807	102
FDIC Denetiminde	5,176	423	4,753	0	1,071	10	2,960	330	53

Kaynak: FDIC

ABD Ticari Bankacılık sisteminde kâr eden kuruluşların oranı, 2001 yılında yaşanan internet şirketleri krizi ile ABD Dünya Ticaret Merkezi'nin ikiz kulelerine saldırısı sonrasında %56,3, 2003 yılında ABD'nin Irak'a müdahalesi nedeniyle %59,3 olarak gerçekleşmiştir. 2003 ortasından 2006 ortasına kadar Amerikan ekonomisindeki büyümenin konut sektöründeki canlılıktan kaynaklanması ve kredi piyasalarında oluşan spekülasyon yatırımların piyasadan çekilmesinin ardından, mortgage piyasasında ortaya çıkan kriz sonrasında kâr eden kuruluşların oranı; 2007 yılında %51,7'ye ve mortgage krizinin ikincil piyasalarda devam etmesi nedeniyle 2008 yılının ilk çeyreğinde %49,5'e gerilemiştir.

Tablo 9 ABD Ticari Bankacılık Sistemi Karlı Banka Oranı

%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/Ç1
Kar Etmeyen Kuruluşlar	7.3	8.1	6.6	6.0	5.9	6.3	7.5	11.1	12.9
Kar Eden Kuruluşlar	67.3	56.3	72.6	59.2	64.8	65.9	59.1	51.7	49.5

Kaynak: FDIC

ABD mortgage piyasasında 2000-2008 döneminde faaliyet gösteren kurumlar itibarıyla toplam mortgage kredilerinin; %35'i finans kurumları, %5'i federal kuruluşlar, % 50'si ipotekli konut kredileri fonu tarafından ve % 10'u bireysel ve diğer yollardan karşılanmıştır. 2001-2005 döneminde ortalama %12 artış gösteren mortgage piyasasının artış hızı 2006 yılında gerileyerek ortalamanın altında %9 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılının üçüncü çeyreğindeki artış oranı %9 olarak gerçekleşmiştir. Bireysel ipotekli konut kredilerinin toplam mortgage içindeki payı %75-78 aralığında değişim göstermiştir. Toplam mortgage piyasası içinde ipotekli konut kredileri önemli bir paya sahiptir. İkinci sırada mortgage piyasasının %16-17 pay ile ticari ipotekli krediler, %6 pay ile apartman ipotekli krediler ve %1-2 pay ile çiftlik arazisi ipotekli krediler oluşturmaktadır.

Tablo 10 Toplam Mortgage Piyasasının Dağılımı

Milyar \$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mortgage	6.820	7.497	8.323	9.395	10.665	12.096	13.500	14.557
B. Konut	5.204	5.640	6.437	7.228	8.271	9.374	10.444	11.136
Apartman	407	446	485	565	618	688	741	831
Ticari	1.166	1.282	1.381	1.508	1.680	1.933	2.207	2.473
Çiftlik	109	118	95	94	97	102	109	118
Finans Kurumları	2.619	2.791	3.090	3.388	3.927	4.397	4.781	5.051
Ticari Bankalar	1.660	1.790	2.058	2.256	2.596	2.958	3.403	3.633
Tasarruf Kurumları	723	758	781	871	1.057	1.153	1.074	1.095
Sigorta Şirketleri	236	243	250	261	273	286	304	323
Federal ve İlgili Kuruluşlar	341	373	434	424	440	452	463	620
İpotekli Konut Kredileri Fonu	3.161	3.616	4.033	4.457	4.966	5.791	6.507	7.200
Bireysel ve Diğerleri	699	716	767	972	1.211	1.372	1.488	1.474

Kaynak: FED.

ABD Bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğü 2008 yılının ilk çeyreğinde 11.495 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde aktif büyüklüğünün 2000 yılı sonuna göre %84, 2007 yılı sonuna göre %2,3 oranında arttığı görülmektedir. Aralık 2007 itibarıyla bankacılık sektörü %10,8 oranında büyümüştür. Sektördeki büyümenin en belirgin sebebi sektörün kredilerinin artmaya devam etmesidir. 2006 yılında kredilerin bilanço içindeki payı olan %59,3 oranı 2007 yılı ile 2008 yılı ilk çeyreğinde de aynı seviyede kalmıştır. Aynı dönemlerde, menkul değerler portföyünün bilanço içindeki payı %16,5'den %14,2'ye ve 2008 ilk çeyreğinde 13,9'a kadar gerileyerek 2000-2008 döneminin en düşük seviyesine inmiştir. Diğer taraftan, sektör bilançosunun pasif tarafında mevduatın bilanço içindeki payı 2007 yılında 2006 yılına göre 1,3 puan azalarak %65,4'e, 2008 yılı ilk çeyreğinde 0,7 puan azalarak %64,7'ye inmiştir. Buna ilaveten, özkaynakların payı ise hem 2007 yılında hem de 2008 yılının ilk çeyreğinde %10 ile aynı seviyede kalmıştır. Menkul kıymet portföyü payındaki azalışın nedeni ise menkul kıymet piyasalarında yaşanan değer kayıplarıyla ilişkilidir. Burada vurgulanması gereken toplam kredilerdeki artışın toplam mevduat ile paralellik arz etmesidir. Kredilerin finansmanı mevduatlar yolu ile sağlanmıştır.

Tablo 11 Bankaların Temel Bilânço Büyüklüklerindeki Gelişim

Milyar \$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/Ç1
Aktif									
Nakit D.&Alacak.	370	390	384	387	388	400	432	482	508
Menkul Kıymetler	1.079	1.173	1.335	1.456	1.551	1.572	1.666	1.591	1.599
Fed.Fon Satışları&T.Repo	280	318	312	332	385	443	530	646	713
Net Krediler	3.751	3.812	4.079	4.352	4.905	5.381	5.980	6.538	6.564
Duran Varlıklar	76	77	79	83	87	92	97	105	106
Ticari Amaçlı Alınip Satılan Varlıklar	304	303	397	449	504	499	620	868	1.002
Diğer	386	479	491	542	594	653	765	946	1.003
Toplam	6.246	6.552	7.077	7.601	8.414	9.040	10.090	11.176	11.495
Pasif									
Toplam Mevduatlar	4.180	4.378	4.690	5.035	5.593	6.073	6.731	7.309	7.433
Fed.Fon Alımları&Repo.	475	503	572	528	578	668	719	766	820
Özkaynak	530	594	647	691	850	912	1.030	1.144	1.158
Diğer	1.061	1.077	1.168	1.347	1.393	1.387	1.610	1.957	2.084
Toplam	6.246	6.552	7.077	7.601	8.414	9.040	10.090	11.176	11.495

Kaynak: FDIC

Bankacılık kesiminin özkaynakları aktiflerle orantılı olarak büyümesini sürdürmüştür. Özkaynak/aktif oranı istikrarını sürdürmüştür. 2005 yılından sonra özellikle yeni hisse senedi ihraçları artmıştır. Sektörün 2008 yılında sermaye yapısı, 2007 yılı ile aynı seviyede kalmıştır. 2007 yılında gerçekleşen zararlar dağıtılmayan kârların büyümesini durdurmuştur. 2008 yılının ilk çeyreğinde dağıtılmayan kârlar kalemi bir önceki döneme göre %1,9 oranında azalış göstermiştir. Emisyon primleri ise aynı dönemde %19,6 oranında artış göstermiştir.

Toplam risk ağırlıklı varlıklar kaleminde, subprime mortgage kredilerinde sorunların ortaya çıktığı 2006 yılından itibaren artış kaydedilmiştir. Bu kalem, 2007 yılının ilk çeyreğinde %10,1 artarken 2008 yılının ilk döneminde %11,8 oranında artış göstermiştir.

Tablo 12 Bankacılık Sektörü Sermaye Yapısı

	Milyar \$										Yüzde Değişim (%)	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/Ç1	2008/Ç1	2007/Ç1	2008/Ç1
Özsermaye	530	594	647	691	850	912	1,030	1,144	1,041	1,158	9.0	11.2
Öncelikli Pay Sen.	3	4	6	6	6	5	5	5	5	4	0.0	-20.0
Hisse Senetleri	31	30	30	30	30	32	34	36	34	36	6.3	5.9
Emisyon Primi	261	304	320	350	494	530	626	739	632	756	10.3	19.6
Dağıtılma.Karlar	236	255	291	305	321	345	365	363	369	362	7.6	-1.9
Tier 1 Sermaye	463	501	535	573	631	690	759	812	762	823	7.6	8.0
T.Risk Ağır.Var.	4,920	5,074	5,347	5,695	6,292	7,002	7,764	8,607	7,828	8,752	10.1	11.8

Kaynak: FDIC

ABD’de ticari bankacılık kesiminin 2000 yılında 3,7 trilyon dolar seviyesinde olan net kredi kullanımı 2007 yılında %74 artışla 6,5 trilyon dolara yükselmiştir. 2008 yılı çeyrek dönem itibarıyla net kredi kullanımı aynı seviyede kalmıştır. Bankacılık kesimi gayrimenkul sektörünün büyüklüğüne ve konut talebine bağlı olarak gayrimenkul kredilerini ciddi şekilde fonlamıştır. 2000-2008/Ç1 dönemi boyunca brüt krediler içinde en büyük paya her zaman gayrimenkul kredileri sahip olmuştur. 2000 yılında bu oran %43,8 iken 2006 yılı itibarıyla %57,4 ile bu dönemin en yüksek değerine ulaşmıştır. Mortgage

krizinin ortaya çıkmasının ardından 2007 yılı ile 2008/Ç1 döneminde bu oran %55 seviyesine gerilemiştir. Gayrimenkul kredilerinin artış hızı özellikle (2004 ve 2006 yılları) FED'in düşük faiz uyguladığı dönemde nispeten yüksektir.

Tablo 13 Ticari Bankacılık Sektörü Kredi Dağılımı

	Kredi Hacmi (Milyar \$)									Yıllık Değişim (%)		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/Ç1	2006	2007	2008/Ç1
Brüt Krediler	3.818	3.887	4.160	4.432	4.908	5.384	5.983	6.628	6.666	11,1	10,8	11,6
Net Krediler	3.751	3.812	4.079	4.352	4.831	5.312	5.912	6.538	6.564	11,3	10,6	11,2
Kredi Karşılıkları	64	72	77	77	74	69	69	89	102	0,0	29,0	47,8
Gayrimenkul K.	1.673	1.800	2.068	2.273	2.622	2.987	3.432	3.675	3.681	14,9	7,1	7,7
Tarım Kredileri	48	48	47	46	49	51	54	57	54	5,9	5,6	1,9
Ticari&Kurum.K.	1.052	981	911	869	908	1.020	1.140	1.370	1.404	11,8	20,2	19,9
Kredi Kartları	249	232	276	316	372	356	341	376	344	-4,2	10,3	10,6
Diğ.Bireysel K.	358	397	428	454	467	482	517	583	610	7,3	12,8	14,6
T.Diğer Krediler	438	429	430	473	491	488	499	568	576	2,3	13,8	17,6

Kaynak: FDIC

Gayrimenkul kredilerinin ardından ikinci sırada 2000 yılında %27,6 oranıyla ticari ve kurumsal krediler kullanılmıştır. Başkan Bush'un Amerikan Rüyası Peşin Ödeme²² uygulaması kapsamında konut kredilerini teşvik edici politikaları ile FED'in faiz politikaları sonrasında ticari ve kurumsal kredilerde yavaşlama kaydedilmiştir. 2003 yılından itibaren %20 seviyesinin altına düşen ticari ve kurumsal krediler, mortgage krizinin ardından konut kredilerinin avantajlı yönlerinin ortadan kalkması ve kredi koşullarının sıkılaştırılmasıyla birlikte yükselmeye başlamıştır. Bankalar, özellikle 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra sorunlu kredilerin artması nedeniyle tekrar kurumsal yatırımcılara yönelmiştir. Bireysel krediler ve kredi kartlarına bakıldığında artış hızı 2006 yılında yavaşlamış ancak, 2007 yılında yeniden yükselişe geçmiştir. Bu durum tüketim talebine dair bir işaret olarak algılanabilir.

Ticari bankaların portföyünde bulunan, mortgage kredileri teminat gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetlerin değeri bir önceki yıla göre 2006 yılında %9,7 oranında artmıştır. Bu artışın %11,4'ü menkul kıymet pay sertifikalarından, %6'sı CMO'lardan kaynaklanmaktadır. Bankalar, özellikle mortgage kredilerinden kaynaklanan risklerini dağıtmak amacıyla CMO'lara yöneldiğinden; 2007 yılında pay sertifikalarının portföy içindeki payı azalırken CMO'ların payında artış kaydedilmiştir.

Özellikle krizin piyasalara yansımaya başladığı 2007 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğinde CMO'ların payı, bir önceki döneme göre %6 seviyesinde artmıştır. 2008 yılının ilk çeyreğine bakıldığında mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet portföyünün toplam değerinin 1.020 milyar \$ olduğu görülmektedir. Bu portföyün %38,1'lik kısmını CMO'lar oluşturmaktadır. 2006 yılında portföy içindeki payları %32,5 olan CMO'ların, 2007 yılının ilk çeyreğine göre artış oranı %17,9'dur.

²² Sorunlu Kredilerin Yapısı bölümünde ele alınmıştır.

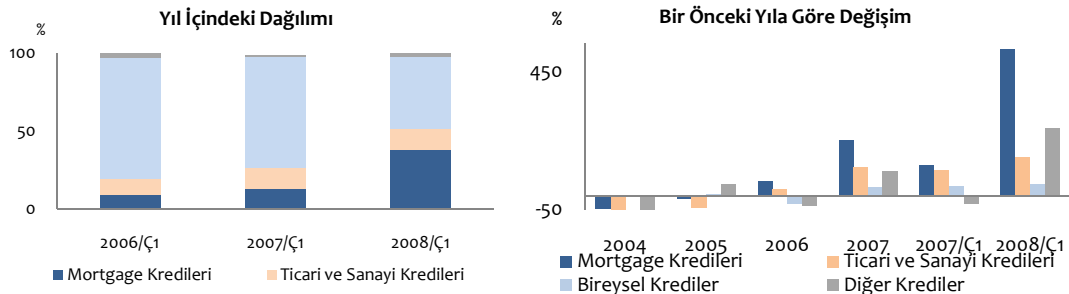
Tablo 14 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetlerin Dağılımı

	Milyar \$							Bir Önceki Yıla Göre Yüzde Değişim (%)						
	2005	2006	2007				2008	2005	2006	2007				2008
			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	Ç1			Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	Ç1
Toplam	897	984	990	984	965	971	1,020	1.9	9.7	0.6	-0.6	-1.9	0.6	3.0
Pay Sertifikası	595	663	660	644	604	589	631	-1.5	11.4	-0.5	-2.4	-6.2	-2.5	-4.4
Devlet İhraçları	576	637	638	623	580	569	611	-2.7	10.6	0.2	-2.4	-6.9	-1.9	-4.2
Özel Sektör İhraçları	19	26	22	22	24	20	20	58.3	36.8	-15.4	0.0	9.1	-16.7	-9.1
CMO	302	320	330	339	361	383	389	9.4	6.0	3.1	2.7	6.5	6.1	17.9
Devlet İhraçları	154	147	141	143	144	143	145	-4.3	-4.5	-4.1	1.4	0.7	-0.7	2.8
Özel Sektör İhraçları	148	174	188	196	217	240	244	28.7	17.6	8.0	4.3	10.7	10.6	29.8

Kaynak: FDIC

Son yıllarda bankalar bilânçolarında taşıdıkları kredi riskini menkul kıymetleştirme yoluyla sermaye piyasalarına aktararak dağıtmıştır. Ancak bu şekilde riskin başka yatırımcılara aktarılması, bankaların ve diğer finansal kuruluşların borç verme ölçütlerinde çok fazla esnek olmalarına neden olmakta ve bir bütün olarak finansal sistem üzerindeki riski artırmaktadır. Bu durum, kredi kalitesinin bozulması sonucu geri ödemelerin kesilmesi ile oluşan batık krediler dolayısıyla bilânçolardan varlıkların silinmesine neden olmaktadır.

Bankacılık sektöründe varlıklardan silinen kredilerin gelişimine bakıldığında, bir önceki yıla göre artışın %122 oranı ile en çok 2008 yılının ilk çeyreğinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu artışın içinde %531 ile en büyük paya mortgage kredileri sahiptir. 2007 yılında 38.122 milyon \$ olan net silinen aktif değeri 2008 yılının ilk çeyreğinde 15.722 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Mortgage kredileri nedeniyle yapılan net silinen aktif değeri 2007 yılında 8.004 milyon \$ ve 2008 yılının ilk çeyreğinde 5.985 milyon \$'dır. 2008 yılının ilk çeyreğinde net silinen aktif değeri, 2007 yılı değerinin %75'ine tekabül etmektedir. Mortgage krizinin etkilerinin piyasalara 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra yansması nedeniyle bilânço üzerindeki etkileri ancak 2008 yılında daha net bir şekilde ortaya çıkmaya başlamıştır. Varlıklardan silinen kredilerinin gelişimi içinde bireysel kredilerin payı azalırken mortgage kredilerinin payı hızlı bir artış göstermiştir.

Grafik 11 Varlıklardan Silinen Kredilerin Gelişimi**Kaynak:** FDIC

Bankacılık kesiminin toplulaştırılmış gelir tablosu incelendiğinde toplam faiz giderlerinin, 2000 yılında % 52,5 iken 2004 yılında en düşük seviyesi olan % 28' e gerilediği görülmektedir. Bush yönetiminin kredi kullanımını teşvik edici politikalarının

uygulanmaya başlamasıyla faiz giderleri 2007 yılında % 50,4'e yükselmiş ve 2008 yılı ilk çeyreğinde %45,9 olarak gerçekleşmiştir. Net Faiz Gelirleri 2004 yılında % 72 ile zirve yapmış 2007 yılında gerileyerek tekrar %50'nin altında kalmıştır. FED'in faiz politikalarıyla birlikte ekonomik göstergelerdeki iyileşmeyle net faiz gelirleri 2008 yılında tekrar %50 seviyesinin üstüne çıkmıştır. 2000-2003 dönemi boyunca net kârın faiz gelirine oranı artış eğiliminde iken 2004 yılında seviyesini korumuştur. Ancak 2005 ve 2008 dönemi boyunca bu oran düşme eğilimi göstererek mortgage piyasası krizi sonrasında zararların oluşmasıyla birlikte 2007 yılında %16,3 ve 2008 yılında %12,7 olarak gerçekleşmiştir.

Özet bir ifadeyle, ticari bankacılık kesimi 2000 yılından itibaren yükselişe geçerek 2003 ve 2004 yıllarında parlak bir dönem yaşamıştır. Bu dönemde sektör, yaşanan ekonomik ve siyasi dalgalanmalara rağmen verimliliğini ve kârlılığını koruyabilmiştir. Ancak, 2005 yılından itibaren emlak sektörünün canlandırılmasına yönelik politikalarla başlayan finansal piyasalardaki canlılığın 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren mortgage krizine dönüşmesiyle birlikte 2007 yılı ile 2008 yılı ilk çeyreğinde bankacılık sektörü düşüş göstermiştir. Bankacılık sektörü, kredi fonlama sıkıntısı çekmediği 2003-2004 ve 2005 yıllarında, mevduat faiz oranlarının düşmesiyle birlikte faiz giderlerinde azalış kaydetmiştir.

Tablo 15 Bankacılık Sektörü Gelir Kalemleri

Dikey Analiz (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1
Toplam Faiz Gelirleri	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Toplam Faiz Giderleri	52.5	46.7	33.8	28.5	28.0	38.1	48.0	50.4	45.9
Net Faiz Gelirleri	47.5	53.3	66.2	71.5	72.0	61.9	52.0	49.6	54.1
Şüpheli Kredi Zarar Karşılıkları	7.0	10.8	13.5	10.4	7.5	6.1	4.7	9.4	19.4
Toplam Faiz Dışı Gelirler	36.0	39.5	48.2	55.7	53.4	46.8	39.7	34.6	35.7
Ek Faiz Dışı Gelirler	22.6	24.7	31.1	36.6	34.7	30.2	25.1	22.8	23.6
Toplam Faiz Dışı Giderler	50.6	55.5	65.4	73.4	74.4	63.8	53.0	51.4	51.9
Maaş ve Personel Yan Ödemeleri	20.7	23.0	28.1	32.1	32.0	28.4	24.3	23.1	24.5
Bina ve Ekipman Giderleri	6.3	6.9	8.2	9.3	9.3	8.1	6.6	6.2	6.6
Ek Faiz Dışı Giderler	23.7	25.6	29.1	31.9	33.1	27.4	22.1	22.1	20.8
Vergi Öncesi Net Faaliyet Karı	25.9	26.5	35.5	43.5	43.4	38.7	34.0	23.4	18.5
Menkul Kıymet Kar/Zararları	-0.5	1.1	1.8	1.7	0.9	0.0	-0.3	-0.1	0.4
Gelir Vergisi	8.8	9.2	12.3	14.7	14.3	12.4	10.9	7.1	6.1
Olağandışı Kalemler Öncesi Gelir	16.5	18.5	25.1	30.5	30.0	26.3	22.9	16.3	12.8
Olağandışı Kar - Net	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.5	-0.3	-0.1
Net Kar	16.5	18.4	25.0	30.6	30.1	26.3	23.4	16.3	12.7

Kaynak: FDIC

Ticari bankacılık sektöründe türev işlemler hacmi, 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken 2007 yılı sonu itibarıyla 4 kattan fazla artarak 166,1 trilyon dolara ulaşmış, türev ürün kullanımı artmıştır. 2004, 2005 ve 2006 yıllarında artış hızı ivme kazanmıştır. Bu artış içerisinde tutar olarak en büyük pay faiz sözleşmelerine aittir. 2000 yılında 32,9 trilyon dolardan 2007 yılında 129,5 trilyon dolara yükselmiştir. Faiz oranı sözleşmeleri içerisinde en büyük pay ise tüm türev işlemlerinin %60'ının gerçekleştirildiği faiz swaplarıdır. Türev ürünler içinde en dikkat çeken grup kredi türevleridir. 2000 yılında sadece % 0,9 paya sahip olan kredi türevlerinin toplam içindeki payı 2007 yılında % 9,5'e yükselmiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinde de türev ürünlerdeki gelişim 2007 yılıyla paraleldir. 2007 yılında meydana gelen dalgalanmaya bağlı olarak bu ürünlerde ciddi zararlar yaşanmış, bu zararlar bankacılık sektörünün gelir tablosu ve bilançolarına yansımıştır.

Tablo 16 Bankacılık Sektörü Türev Ürünlerdeki Gelişim

(%)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1
TÜREVLER	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Kredi Türev SB	0.9	1.1	1.4	2.7	5.7	6.8	9.5	9.1
Faiz Oranı Söz.	84.1	85.9	86.7	85.5	83.0	81.3	77.9	78.1
Faiz Swapları SB	53.7	55.3	59.0	61.2	61.2	59.3	59.8	60.0
Faiz Fut.&Forw.Söz.	11.7	13.1	10.1	7.4	6.9	6.5	5.5	6.5
Opsiyon Söz.	18.7	17.5	17.6	16.9	14.9	15.5	12.6	11.9
Döviz Kuru Söz.	12.9	11.1	10.4	10.2	9.5	9.5	10.3	10.9
Döviz Swapları SB.	2.5	2.3	2.5	2.4	2.1	1.9	1.9	1.8
USD&Döviz Taah.	8.7	7.2	6.1	5.8	5.2	5.2	6.1	6.4
Opsiyon Söz.	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3	2.5	2.4	2.6
Emtia Söz.	2.1	1.8	1.5	1.6	1.8	2.4	2.2	1.9
Swapların SB.	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Futur.Forward Söz.	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Opsiyon Söz.	1.5	1.4	1.1	1.2	1.3	1.9	1.6	1.4

Kaynak: FDIC

Türev ürün kullanımının artmasının en temel sebebi yatırımcıların risk iştahının artmasıdır. Artan risk iştahına bağlı olarak başta kredi türevleri olmak üzere birçok yapılandırılmış ürün çıkarılmıştır. Bu ürünler, sunulan kaldıraç imkânı nedeniyle yüksek kârlar elde etme imkânı sunmaktadır. Bankacılık sektörü de finansal piyasalarda ürün yelpazesinin genişlemesi ile birlikte türev sözleşmelerinde taraf olmuştur. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, bankacılık sektörünün türev ürünlerde açık pozisyonunda olup olmadığıdır.

2.2 Mortgage Krizinin Nedenleri

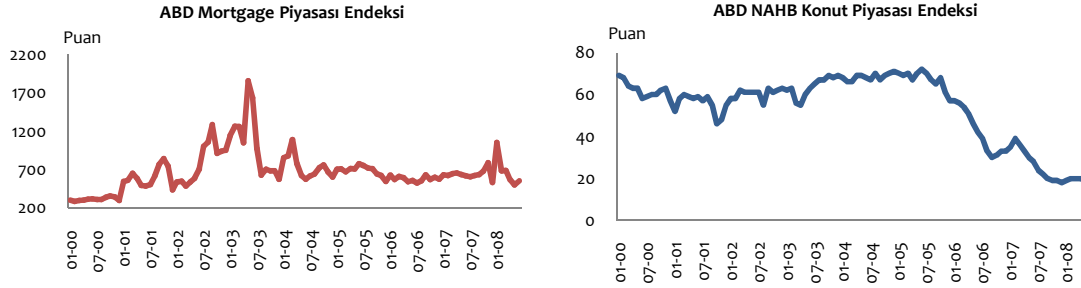
2.2.1 Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması

Faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen subprime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle birlikte temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamış ve bu durum karmaşık türev araçlarla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur. 2007 yılının ikinci çeyreğinden sonra krize dönüşen bu süreçte mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan aksaklıklar sistemin tamamını olumsuz etkilemiştir. Bireysel konut mortgage piyasasında 2007 yılı Eylül ayı itibarıyla toplam piyasanın %62,3'lük payından oluşan Hope Now ortaklıklarında kayıtlı 33,3 milyon adet mortgage sayısı tespit edilmişken Mortgage Bankalar Birliği tarafından 53,4 milyon adet mortgage sözleşme sayısı olduğu tahmin edilmektedir. Bu dağılıma prime ve subprime ayrımı ele alınarak bakıldığında bildirilen rakamların %87'si subprime kredilerine, geri kalan payın ise prime kredilere ait olduğu görülmektedir. Mortgage kredilerinde 45,4 milyon adet gecikme sayısı tespit edilmiştir (Longbrake, 2008).

NAHB endeksi konut sahiplerinin beklentilerini yansıtan bir endekstir. Konut sahiplerinin 6 aylık dönem için konut fiyatlarındaki beklentilerini gösterir. Endekse göre konut fiyatlarında 2006 ilk yarısından itibaren düşüş beklentisi göstermektedir. Dikkat çeken nokta krizin bir yıl öncesinden düşüş eğiliminin başlamasıdır. ABD mortgage piyasası endeksi borcunu ödemekte zorlanan ve borcunu yeniden yapılandırmak zorunda kalan mortgage borçlularının sayısını göstermektedir. 2002 yılında oldukça yüksek olan

bu endeks 2007 yılının son çeyreğinden itibaren tekrar yükselmiştir. Ancak, iyi olan yönü 2002 yılındaki seviyenin altında kalmasıdır.

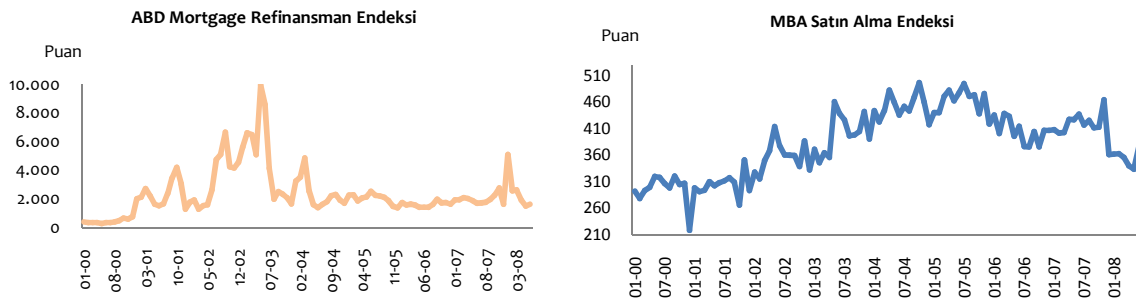
Grafik 12 Mortgage Piyasası Endeksleri²³



Kaynak: Reuters

MBA konut satın alma endeksi 2005 yılına kadar sürekli artış gösterirken 2006 yılından itibaren yönünü aşağıya çevirmiştir. Bu bize emlak piyasasının 2005 yılından itibaren doygunluğa ulaştığını konut sektörünün özellikle GSYİH'nin büyüme hızının yavaşladığına dair ilk ipuçlarını vermektedir. 2007 yılı ilk yarısında, GSYİH durağan bir seyir haline alabileceksen krizin ortaya çıkmasıyla piyasada ciddi bir bocalamanın olduğunu göstermektedir. Refinansman endeksi mortgage kredilerinde değişimi gösteren temel göstergelerden birisidir. Özellikle faizlerin düştüğü dönemlerde kredi koşullarının düzeltilmesi amacıyla kredi kullanıcısı kredi koşullarını düşük faiz oranı üzerinden yeniden yapılandırmaktadır. Konut kredilerinde faizlerin çok düşük olduğu 2002 yılında refinansman yapan mortgage kredi kullanıcısı sayısından patlama olmuştur. 2005 ve 2006 yılları süresince sabit bir seyir izleyen refinansman kullanımı, kriz döneminde borcunu ödeyemeyen ve yeniden yapılandırma yoluna gidenler nedeniyle artış göstermiştir.

Grafik 13 Mortgage Piyasası Satın Alma ve Refinansman Endeksleri²⁴



Kaynak: Reuters

²³ ABD NAHB Konut piyasası endeksi, Ulusal Oturduğu Konutun Sahipleri Birliği (National Association of Home Builders-NAHB) tarafından hazırlanmaktadır. Endeks, yaklaşık 20 yıldır aylık veriler halinde hazırlanmaktadır. NAHB bilgileri anket yoluyla toplamaktadır. Konut sahiplerine, gelecek 6 ay için tek aileli konutların cari satış oranları ile beklentileri hakkında sorular sorulmaktadır. Soruların yanıtları iyi, adil yada kötü şıklarından oluşmaktadır. Bununla birlikte konut alıcılarının alım oranlarına ilişkin bilgiler, yüksekte çok yükseğe yada düşükten çok düşüğe seçenekleri olan sorularla elde edilmektedir.

ABD Mortgage piyasası endeksi ise haftalık bütün mortgage başvurularını kapsamaktadır. Bu başvurular içinde satın alma ya da refinansman amacıyla yapılan bütün geleneksel ve devlet kurumlarına başvurularla sabit/ değişken faizli mortgage kredileri yer almaktadır.

²⁴ MBA Satın alma endeksi, Mortgage Bankalar Birliği (Mortgage Bankers Association of America-MBA) tarafından hazırlanmaktadır. Bu endeks, tek aile konutlarının satın alınması için yapılan bütün başvuruları kapsamaktadır. Endeks, amacına uygun olarak geleneksel ve kamu kredileri olmak üzere piyasadaki bütün ürünleri içermektedir. Endeks, var olan konut satışlarını gösteren güvenilir bir göstergedir.

ABD Mortgage refinansman endeksi, Mortgage Bankalar Birliği tarafından hazırlanmaktadır. Refinansman endeksi, var olan mortgage kredilerinden refinansman amacıyla kredi kurumlarına yapılan bütün başvuruları kapsamaktadır. Endeks, tüm refinansman amacıyla yapılan mortgage kredi faaliyetlerini iyi bir şekilde tahmin etmektedir.

ABD’de tahmini olarak 869.000 mortgage kredisi sahibinden, 2007 yılının 2. yarısında 652.000 kredi sahibinin ödeme planına, 217.000 kredi sahibinin ise kredi koşullarının yenilenmesine katkıda bulunulmuştur. Aynı dönemde 283.000 adet icra yoluyla satış tamamlanmış, 2007 yılının ikinci yarısında 324.000 prime, 545.000 subprime borçlusuna kredi koşullarına ilişkin yardım sağlanmıştır (OFHEO, 2008).

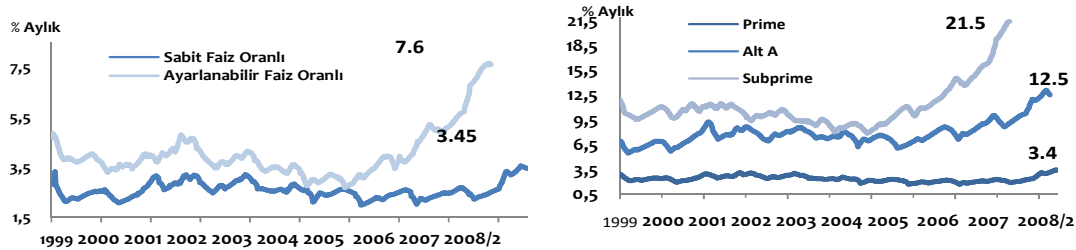
Tablo 17 Mortgage Kredileri Koşullarının Değişimi İçin Gelen Talepler²⁵

Borçlu Türü	Oran	Alınan Yardımın İçeriği
Prime Borçlular	% 20,7	2007 yılının ikinci yarısında kredi koşullarının değiştirilmesine gelen talep
Subprime Borçlular	% 27,5	2007 yılının ikinci yarısında kredi koşullarının değiştirilmesine gelen talep
	% 34,8	2007 Q4 dönemi boyunca alınan kredi koşullarının değiştirilmesine gelen talep (Bu oran kayıpların azaltılmasına yönelik çözüm kapsamında alınan yardımların arttığını göstermektedir)

Kaynak: Longbrake

Mortgage kredilerinin 30, 60 ve 90 günlük gecikme oranlarına faiz yapısı itibarıyla bakıldığında, sabit faiz oranlı mortgage kredilerinin gecikme oranının %3,45 olarak gerçekleşirken, değişken faiz oranlı mortgage kredilerinin gecikme oranının %7,61 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Değişken faiz oranlarının bu kadar yüksek çıkmasının nedenleri arasında kredi kullanıcılarının yetersiz bilgilendirilmesi sonucu, yatırımcı beklentilerinin yüksek düzeyde gerçekleşmesi yer almaktadır. 2008 yılı Şubat ayı itibarıyla gecikme oranlarının gelişimine kredi türleri itibarıyla bakıldığında ise prime kredilerin %3,4, alt A kredilerin %12,5, subprime kredilerin ise %21,5 oranında gecikme oranına sahip olduğu görülmektedir. ABD mortgage piyasasında sorunlu krediler arasında faiz oranı açısından değişken faizli mortgage kredilerinin, borçlunun özellikleri açısından da subprime mortgage kredilerinin yer aldığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte subprime mortgage kredilerinin yapısının bozulmaya başladığı 2006 yılında, alt A kredilerinde de sorunların başladığı görülmektedir (Stark& Buckley, 2008).

Grafik 14 Mortgage Kredilerinin 30,60,90 Günlük Gecikme Grafikleri



Kaynak: Stark& Buckley.

Mortgage krizinin ortaya çıkış nedenlerinden biri olarak kabul edilen kredi taksit ödemelerinin gecikmesi, 2007 yılında artış göstermiştir. 2007 yılının ilk çeyreğinde gecikme oranı, prime krediler için %1,1 iken subprime krediler için bu oran % 8,2 olarak gerçekleşmiş ve 2007 yılının son çeyreğinde %12,4 oranına ulaşmıştır.

²⁵ Ülke çapındaki toplam konut mortgage kredilerinin %62’si olan 33,3 milyon konut kredisinden sorumlu olan 14 Hope Now ortaklığına tabi hizmet sağlayıcılarından temin edilmiştir. Bu kuruluşlar sektördeki subprime kredilerin tahminen %94’ünü hizmet vermektedir.

Tablo 18 Konut Mortgage Kredilerinin Gecikme Sayıları

	2007 Ç1	2007 Ç2	2007 Ç3	2007 Ç4
60 Günlük Gecikme Sayısı (Bin)				
Toplam	1,082	1,158	1,339	1,553
Prime	492	505	585	698
Subprime	590	653	754	855
60 Günlük Gecikme/Toplam Kredi Sayısı (%)				
Toplam	2,15	2,20	2,51	2,91
Prime	1,14	1,12	1,26	1,50
Subprime	8,23	8,85	10,58	12,37

Kaynak: Longbrake.

2007 yılının dördüncü çeyreğinde mortgage kredilerinde toplam ödenmeme oranı, 2007 yılının ilk çeyreğine göre %35,3 oranında artış göstermiştir. Prime ve subprime kredi kullanıcılarının ödeme güçlükleri çekmeleri nedeniyle kredi koşulları ile ilgili düzeltmelere gidilmiştir. 2007 yılı son çeyreğinde, kredi koşulları ile ilgili olarak yapılan toplam değişiklik sayısı, 2007 yılı ilk çeyreğine göre, prime kredilerde %33,8 oranında artış gösterirken subprime kredi kullanıcılarında bu oran %62,5 oranında ciddi bir yükseliş göstermiştir. Subprime mortgage kredilerinde, ödeme planlarının iyileştirilmesi %25,8 oranında artış gösterirken kredi koşullarının yenilenmesinde %258,6 oranında artış gerçekleşmesi, subprime kredilerde değişken faizli kredi kullanımının yarattığı sorunların bir göstergesi olarak ifade edilebilir.

Tablo 19 Konut Mortgage Kredi Koşullarının Değişim Sayıları

(Bin)	2007 Ç1	2007 Ç2	2007 Ç3	2007 Ç4
Ödeme Planının Yenilenmesi				
Toplam	261	270	320	332
Prime	106	103	120	137
Subprime	155	167	200	195
Kredi Koşullarının Yenilenmesi				
Toplam	54	65	76	141
Prime	25	30	30	37
Subprime	29	35	46	104
Toplam Yenileme				
Toplam	314	335	396	473
Prime	130	133	150	174
Subprime	184	202	246	299

Kaynak: Longbrake.

ABD'nin ipotekli konut kredilerinin temerrüt ve cebri icra yoluyla satış oranlarının gelişimine bakıldığında, gerçekleşen artışların hem ekonomik durgunluk dönemlerinde hem de bu dönemlerin dışında devam ettiği görülmektedir. 2005-2007 yılları arasında çeyrek dönemler itibarıyla gerçekleşen icra yoluyla satışa başlama oranlarına bakıldığında icra yoluyla satışın en az kredi türü prime krediler iken en çok satışın yapıldığı kredi ise subprime kredilerin olduğu görülmektedir.

Dönemler itibarıyla da prime krediler ile devlet garantili ya da sigortalı kredilerde icra yoluyla satış hemen hemen aynı düzeyde seyrederken, subprime kredilerde dönemler itibarıyla artışın kaydedildiği gözlenmektedir. İcra yoluyla satışa çıkarılan konutlardan 2007 yılının son çeyreğinde, prime kredi olarak kullandırılanların % 30,2'sinin, subprime kredi olarak kullandırılanların % 33,3'ünün satışı tamamlanmıştır.

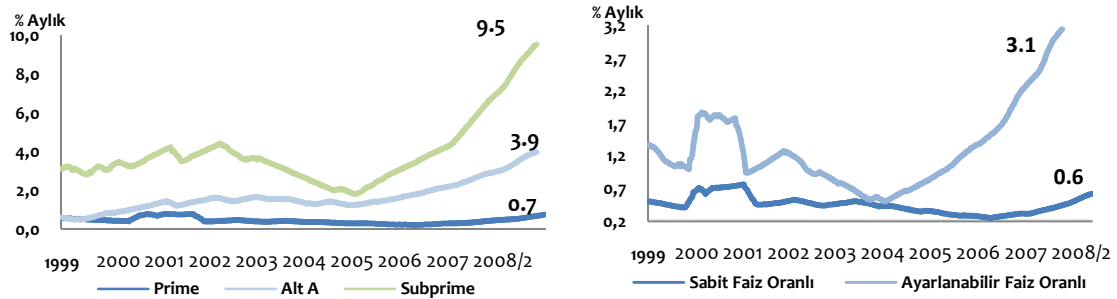
Tablo 20 İcra Yoluyla Satışa Çıkarılan Konut Sayıları

(Bin)	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4
İcra Yoluyla Satışa Başlanılan Konut Sayısı				
Toplam	316	315	414	458
Prime	139	128	166	182
Subprime	177	187	248	276
İcra Yoluyla Satış Tamamlanan Konut Sayısı				
Toplam	108	118	136	147
Prime	46	49	54	55
Subprime	62	69	82	92
İcra Yoluyla Satış Tamamlanan / Başlanan Konut Sayısı				
Toplam (%)	34,2	37,5	32,9	32,1
Prime	33,1	38,3	32,5	30,2
Subprime	35,0	36,9	33,1	33,3

Kaynak: Longbrake.

Alt A ve tüm prime mortgage kredilerine dayalı varlıkların temerrüt oranı %0,2-9 aralığında değişim gösterirken, subprime mortgage kredilerine dayalı varlıklardaki temerrüt oranının %8-25 aralığında değiştiği görülmektedir. Mortgage krizi öncesi dönem olan ve mortgage kredilerinin en revaçta olduğu dönem kabul edilen 2000-2004 döneminde dahi, subprime mortgage kredilerinde bu oran %8'dir.

Grafik 15 Temerrüde Düşen ve İcra Yoluyla Satışa Çıkarılan Mortgage Kredileri

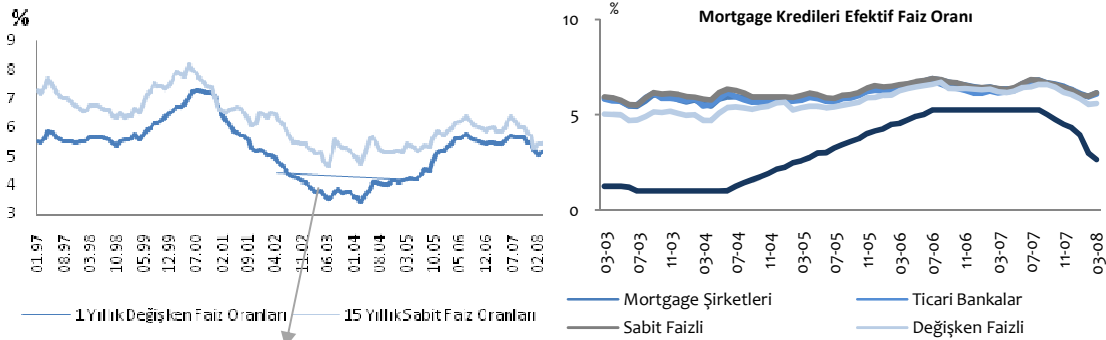


Kaynak: Stark & Buckley

2.2.2 Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması

Başkan Bush yönetiminin özellikle düşük gelirli aileleri hedef alan konut edindirmeye yönelik politikaları nedeniyle her türlü esneklik sağlanması sonucu subprime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış olmuştur. Ancak ABD Hükümeti tarafından desteklenen bu programlar çerçevesinde, her türlü yatırımın hükümet tarafından sağlanacağı düşüncesiyle yatırımcılar tarafından doğru bir planlama yapılmadan konut alımları gerçekleşmiştir. Bu çerçevede kullanılan konut kredilerinden de özellikle değişken faizli olan mortgage kredilerinin geri ödeme tutarları, faiz oranlarının artması nedeniyle oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Örneğin 2005 yılında değişken faizli subprime mortgage kredisi kullanan bir kişi, bu kredilere tanınan ilk 2 yıla ilişkin sabit faiz ödemesini 2005-2007 Eylül döneminde yaklaşık %3,75 faiz puanı üzerinden yaparken, bu süre sonunda değişken faize geçtiğinde faizlerin 5,75'e çıkmasıyla birlikte mortgage kredisine ilişkin faiz oranının da yükselmesiyle kredi geri ödemelerinde güçlük yaşamıştır.

Grafik 16 Mortgage Kredi Faiz Oranlarının Gelişimi



Bu dönemde, faizlerin düşmesi nedeniyle talep artmış, dolayısıyla varlık yani konut fiyatlarının da değeri artmıştır.

Kaynak: Freddie Mac, Federal Housing Finance Board, Reuters.

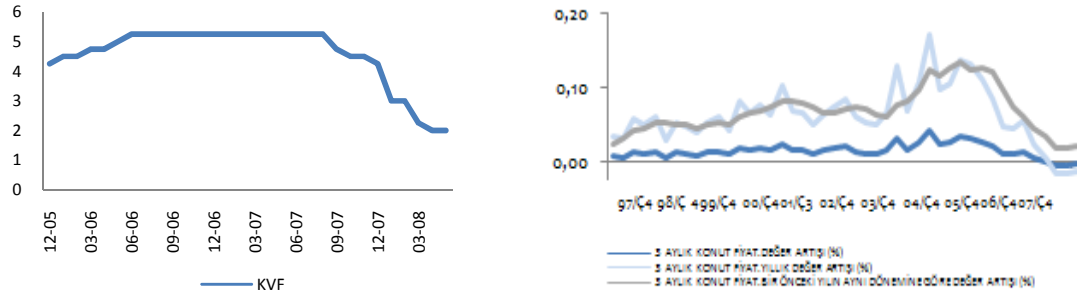
Kredi faiz oranları arttığında, değişken faizli kredi kullananların faiz yükü dolayısıyla taksit tutarları artmaktadır. 2000-2001 döneminde değişken faizli mortgage kredileri yüksek oranda kullanılmıştır. Bu dönemde faiz oranları ortalama %1,5-2 bandında seyretmiştir. 1997-2008 dönemi içinde 30 yıllık sabit faizli mortgage oranları ortalamada %6,85, 15 yıllık sabit faizli mortgage oranları %6,42, 1 yıllık değişken faizli mortgage oranları %5,49 ve mortgage sözleşmelerinde belirtilen mortgage sözleşme oranları %6,67 olarak gerçekleşmiştir.

Kredi faiz oranlarının %1,5'ten %6,5'e yükselmesi 200.000 dolarlık kredi kullanıcısına ortalama yıllık 6.400 dolar ek maliyet getirmiştir. 20 yıl vadeli yıllık % 1,5 faiz üzerinden aylık taksit tutarı 964 \$ iken aynı koşullarda faizin % 6,5'e yükselmesi taksit tutarını 1490 \$'a yükseltmektedir. ABD'de yıllık kişi başı gelirin 46.000 \$ olduğu düşünülürse özellikle değişken faizli konut kredisi kullanan düşük gelirli kesim için göreceli olarak ipotek kredisinin sürdürülmesi zorlaşmaktadır.

2.2.3 Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar

Kısa vadeli dolar faizlerinin yükselmesiyle birlikte, sürekli yükselen konut fiyatları 2006 yılında gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla birlikte düşmeye başlamıştır. Fiyatların daha da yükseleceği düşüncesiyle yüksek faizlere katlanan tüketiciler için beklentilerinin tersine gelişmeler ortaya çıkmıştır. Değişken faizli subprime mortgage kredilerinin piyasalar üzerinde baskı yaratmasının ardından, FED tarafından faiz oranlarına müdahale edilmiş ve kısa vadeli faiz oranları düşürülmüştür. Ancak, faiz oranlarının düşürülmesi mortgage kredilerinin taksit ödemelerini bir dereceye kadar indirmiş, teminat niteliğinde olan konutların değerini de azaltmıştır. Konut değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin düşük risk grubunda değerlendirilerek yatırımcılara sunulmasının ardından teminat niteliğindeki konut değerlerinin ani düşmesiyle yüksek zararlar kaydedilmiştir.

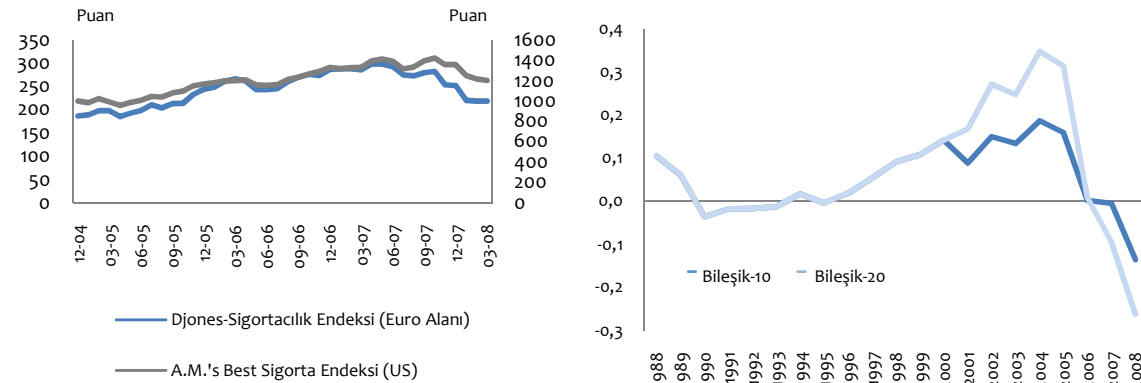
Grafik 17 Konut Fiyatları ile Kısa Vadeli Faiz Oranlarındaki Gelişim



Kaynak: OFHEO

ABD ve Avrupa ülkelerinde, mortgage piyasasıyla yakından ilişkili olan sigortacılık sektörüne ilişkin endeks değerleri, 2004 yılından 2007 yılı üçüncü çeyreğine kadar yükseliş gösterirken, mortgage krizi sonrasında düşmeye başlamıştır. Mortgage krizinin ABD ekonomisini etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, inşaat ve sigortacılık başta olmak üzere konuta bağlı sektörlerde başlayan yavaşlamanın hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansımalarıdır. Özellikle hükümet politikaların tüketime dayalı politikalar üzerine kurulması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne dayandırılması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim, kısa sürede ekonomik ve finansal göstergeleri olumsuz yönde etkilemiştir. S&P Case/Shiller Konut Fiyatları Endeksi, 2007 yılında tarihinin en büyük yıllık düşüşünü yaşamıştır. S&P'nin endeksine göre 1990 ila 1991 yıllarında yaşanan resesyon döneminde bile konut fiyatlarındaki yıllık düşüş yüzde 2,8 olarak gerçekleşmiştir. 2008 Şubat ayı itibarıyla, S&P Case Schiller Endeksine göre ölçüldüğünde ev fiyatları 20 ABD merkezi şehrinde bir önceki yılın aynı dönemine nispetle %13 oranında düşüş göstermiştir.

Grafik 18 Sigorta Sektörü ve S&P Case-Shiller Konut Fiyatları Endeksi²⁶



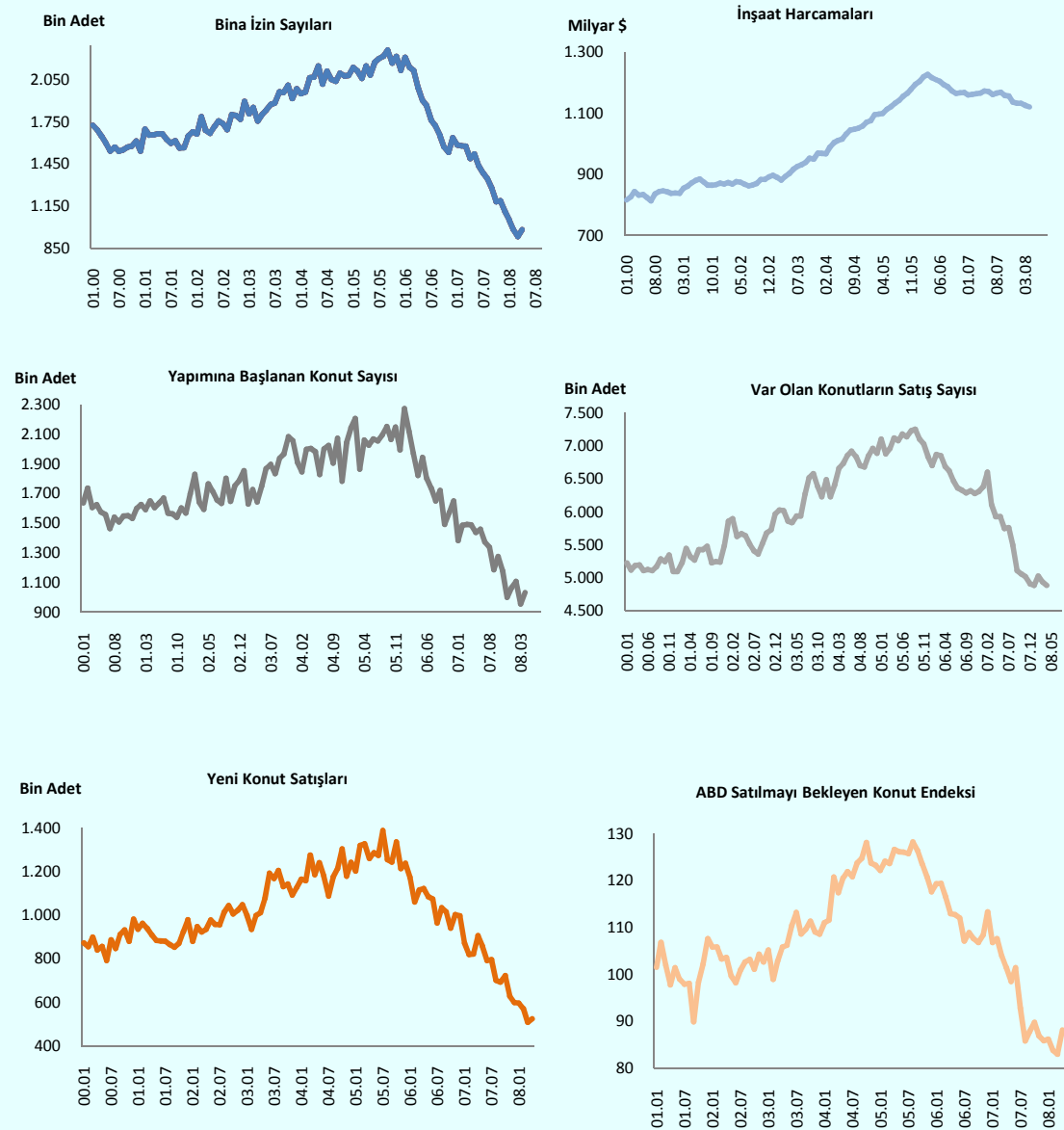
Kaynak: S&P, OTC.

²⁶ S&PCase Shiller konut fiyatları endeksi, ABD'nin Phoenix, Los Angeles, San Diego, San Francisco, Denver, Washington D.C., Miami, Tampa, Atlanta, Chicago, Boston, Detroit, Minneapolis, Charlotte, Las Vegas, New York, Cleveland, Portland, Dallas, Seattle olmak üzere 20 metropolitan bölgesinde konut fiyatlarındaki aylık değişimleri ölçmeye yarayan bir endekstir.

Kutu 7: İnşaat ve Konut Sektörü Göstergeleri

Konut fiyatlarından ziyade yeni konut inşaat izinleri, inşaat harcamaları, cari emlak satışları, yeni konut satışları gibi emlak sektörünün genel göstergeleri genel ekonomideki durgunluğa işaret etmektedir. Ancak, bu göstergeler diğer göstergelerden farklı olarak emlak sektöründeki durgunluğun 2006 yılında yani kriz öncesinde başladığına dikkat çekmektedir. Yukarıda bahsedilen tüm değişkenler 2006 yılından itibaren hızla düşüşe geçerek yaklaşık %70 oranında düşüş gözlenmiştir. Bu durum, özellikle ipotek kredilerini etkilemektedir. Sonuçta, yeni kredi talepleri azalmış, kredi taleplerinin azalması hususu ekonomide negatif büyüme beklentilerinin oluşmasına neden olmuş, takip eden süreçte enflasyon ve işsizlik baskısının oluşmasıyla krizde katalizör görevi yapmıştır.

Grafik 18 İnşaat Harcamaları, Bina İzin Sayıları ve Bina Satışları



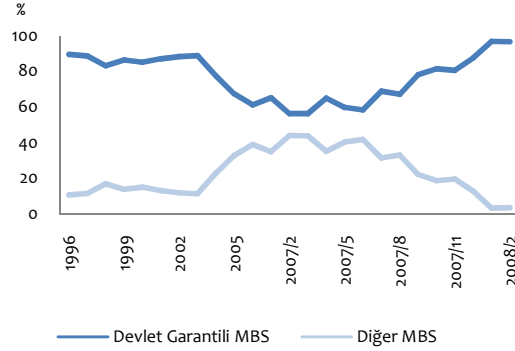
Kaynak: Reuters

2.2.4 Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık

Mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının temel fon kaynağı olan mortgage kredileri geri ödemelerinin yapılamaması nedeniyle ikincil piyasanın fonlanmasında sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur.

Tablo 21 Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler

(Milyar \$)	Devlet Garan. MBS	Diğer MBS	Toplam
2000	582,3	102,1	684,4
2001	1.454,8	216,5	1.671,3
2002	1.985,3	263,9	2.249,2
2003	2.725,8	345,3	3.071,1
2004	1.375,2	403,8	1.779,0
2005	1.321,0	645,7	1.966,7
2006	1.214,7	773,1	1.987,8
2007	1.371,7	678,4	2.050,1
2008/1	98,5	3,2	101,7
2008/2	146,1	5,0	151,1



Kaynak: SIFMA

1996 yılında ABD'de mortgage kredilerine dayalı toplam 492,6 milyar \$ menkul kıymet ihraç edilmiş ve bu miktar 2007 yılında 2.050,1 milyar \$'a yükselmiştir. İkincil piyasada bu kadar geniş hacimli bir piyasa yaratılmış ve bu piyasanın fon kaynağı olan mortgage kredileri geri dönmeye başlayınca da tahvil geri ödemeleri yapılamamıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile riskini dağıtmaya çalışan ancak, risklerini yok edemeyen finans kuruluşları zarar açıklamaya başlamışlardır. Sonuçta piyasalarda panik havasının oluşması bankalardan para çekilmesine, sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olarak likidite sorunlarını gündeme getirmiştir. 2000, 2004, 2005 ve 2006 yılları menkul kıymet ihraçlarında azalmanın yaşandığı yıllar iken en fazla menkul kıymet ihracının 2003 yılında yapıldığı görülmektedir.

Tablo 22 Vadesi Gelmemiş Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetler

Milyar \$	GNMA	FNMA	FHLMC	TOPLAM	İTFA TUTARI ²⁷
2000	611,6	1.057,8	822,3	2.491,7	282,2
2001	591,4	1.290,4	948,4	2.830,2	754,1
2002	537,9	1.538,3	1.082,1	3.158,3	1.116,3
2003	473,7	1.857,2	1.162,1	3.493,0	1.795,1
2004	441,4	1.895,8	1.209,0	3.546,2	964,2
2005	405,5	1.940,1	1.335,5	3.681,1	831,2
2006	410,3	2.079,1	1.477,0	3.966,4	613,9
2007	413,0	2.127,1	1.536,5	4.076,6	-

Kaynak: SIFMA.

Vadesi gelmemiş mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymet tutarları ile ihraç tutarları dikkate alınarak hesaplanan itfa tutarlarının özellikle 2002 ve 2003 yıllarında arttığı

²⁷ Tarafımızdan hesaplanmıştır. Örneğin 2006 yılına ilişkin itfa tutarı; 2005 yılının vadesi gelmemiş menkul kıymet değeri ile 2006 yılında ihraç edilen menkul kıymet toplamından 2006 yılı vadesi gelmemiş menkul kıymet değeri düşülerek hesaplanmıştır (3.681,1+899,2-3.966,4=613,9).

görülmektedir. Bununla birlikte ihrac tutarlarının aynı oranda artmaması, bu yıllardan itibaren ikincil piyasada sorunların başladığına işaret etmektedir.

Tablo 23 Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi

(Milyar\$)	Devlet Garantili MBS	Devlet Garantili CMO	Diğer MBS	TOPLAM	Devlet MBS (%)		Diğer MBS (%)	
					İhraç	Vadesi Gelmemiş	İhraç	Vadesi Gelmemiş
2000	2.491,7	664,1	410,0	3.565,8	-34,2	8,7	-27,3	7,9
2001	2.830,2	801,3	495,9	4.127,4	149,8	13,6	112,0	21,0
2002	3.158,3	926,0	602,1	4.686,4	36,5	11,6	21,9	21,4
2003	3.493,0	1.003,4	742,2	5.238,6	37,3	10,6	30,8	23,3
2004	3.546,2	1.024,2	885,4	5.455,8	-49,5	1,5	16,9	19,3
2005	3.681,1	1.117,1	1.118,4	5.916,6	-3,9	3,8	59,9	26,3
2006	3.966,1	1.254,1	1.284,1	6.504,3	-8,0	7,7	19,7	14,8
2007	4.545,9	1.343,5	1.320,9	7.210,3	12,9	14,6	-12,2	2,9

Kaynak: SIFMA

Amerika'nın 2007 yılı sonu itibarıyla 7.210 milyar \$ mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ve yükümlülüğü bulunmaktadır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerden vadesi gelmemiş menkul kıymetlerin bir önceki yıla göre artış oranının, özellikle 2004 yılından başlayarak sürekli olarak, ihrac edilen menkul kıymetlerin bir önceki yıla göre artış oranından fazla olduğu gözlenmektedir. 2004 yılında bir önceki yıla göre %49,5 oranında daha az devlet garantili menkul kıymet ihrac edildiği halde, vadesi gelmemiş menkul kıymetlerin oranında %1,5 artış gerçekleşmiştir.

2.2.5 Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi

Kredi sağlayan kurumlar alacaklarını teminat göstererek büyüklüğü trilyon doları bulan konut tahvillerini piyasaya satmışlardır. Bu tahvillerin getirileri, Amerikan hazine bonosunun çok üzerinde olduğu için özellikle riskli ve yüksek getiri hedefleyen serbest fonların bu tahvillere yönelmesinde etkili olmuştur. Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirdikleri için mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla kredi kullanan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa olmadığından tüm finansal sistem artan faizler karşısında dalgalanma dönemine girmiştir.

Kredi veren kuruluşlar, CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir. Serbest fonlar fon büyüklüğünden daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır. Ancak ABD'de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişince bu fonların varlıklarında ciddi kayıplar olmuş fon büyüklüklerindeki büyük kayıplar sonrası gelen fon satış talepleri likidite sorununu beraberinde getirmiştir. Büyük bankalar riskli müşterilerine borç vermeyi durdurmuş, likidite krizi oluşmuş ve merkez bankaları piyasaya para enjekte etmeye başlamıştır.

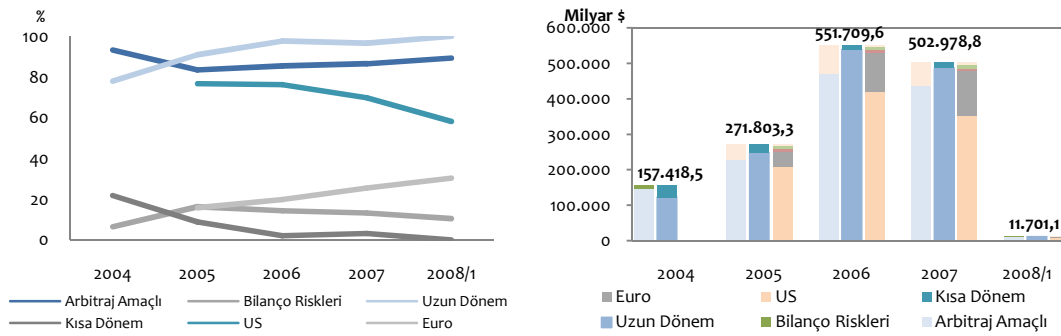
Tablo 24 CDO Teminatlarının Dağılımı

(%)	2005	2006	2007	2008/1
Yapılandırılmış Finansman	65,0	56,9	52,4	40,4
Yüksek Getirili Borçlanma	26,2	32,8	29,9	49,4
Tahviller	1,5	7,4	16,7	10,2
Yüksek Getirili Tahviller	1,1	0,2	0,4	0,0
Teminatlar	0,0	0,0	0,0	0,0
Swaps	0,9	0,1	0,2	0,0
Diğer	5,3	2,6	0,3	0,0

Kaynak: SIFMA

Mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerle birlikte gündeme gelen CDO piyasasında toplam ihraç bedeli 2008 Ocak itibarıyla toplam 11 trilyon 710 milyar \$'dır. CDO'ların temelini oluşturan teminatların dağılımı aşağıdaki tabloda verilmektedir. Mortgage piyasasında yaşanan kriz sonrasında, RMBS, CMBS, CMOs, ABS, CDOs ve CDC ağırlıklı olan yapılandırılmış finansman teminatlarına dayalı CDO ihraçları, 2005 yılında toplam ihracın %65'i iken 2008 Ocak ayında %40,4 oranına gerilemiştir.

Grafik 19 Global CDO Piyasası İhraç Verileri ve Gelişimi



Kaynak: SIFMA

2.2.6 Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar

Kredi derecelendirme kuruluşları genellikle sadece kredi borcu ödememe riskine karşı varlıkların derecelendirmesini yapmışlardır. Ancak bu bakış açısı yatırımcılar tarafından yanlış anlaşılmıştır (Goodhart,2007). İkincil piyasada işlem yapan yatırımcılar için piyasa riski ve likidite riski söz konusudur. Nitekim ikincil piyasalarda yaşanan krizin en belirgin riski likidite riskidir. AAA ile derecelendirilen hükümet devlet borçlarından oldukça farklı olan ticari mortgage kredilerine dayalı CMO'lar da AAA ile derecelendirilmiştir²⁸. Derecelendirme kuruluşları, Moody's tarafından yapılan öneriye kadar holding varlıkları ile benzer özellik gösteren devlet borçlarının aynı olduklarını kabul etmişlerdir. Moody's, piyasa ve likidite riskini de kapsayan kredi temerrüt riski gibi detaylı kategorilerle derecelendirme yapılmasını önermiştir.

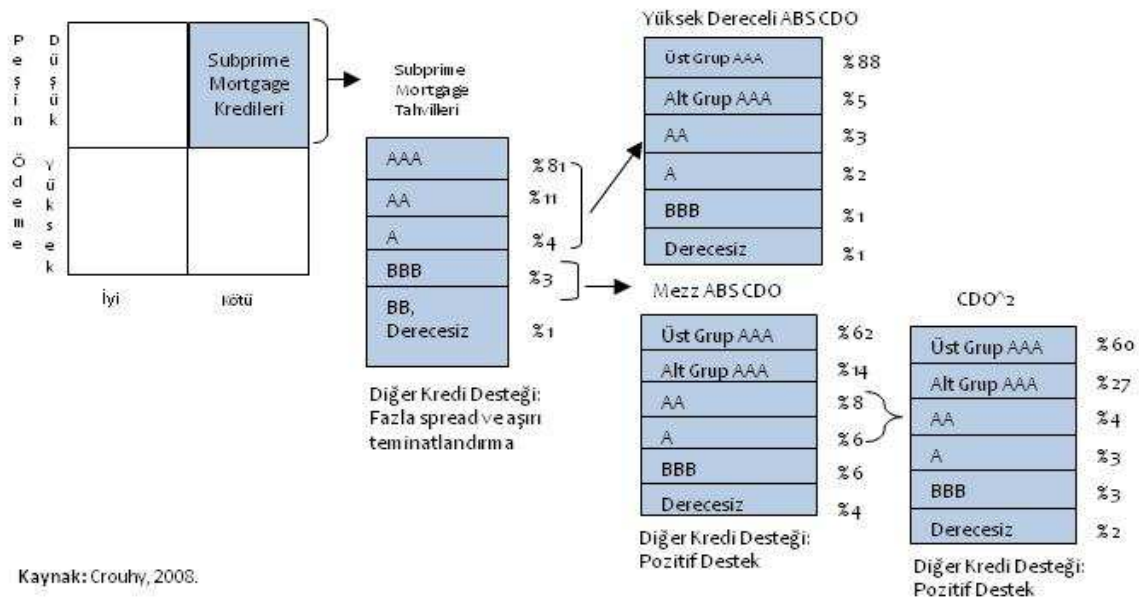
İlk aşamada peşin ödemeleri düşük ve kredibilitesi kötü olan subprime mortgage kredilerine dayalı subprime mortgage tahvilleri üretilmektedir. Bu tahviller, kredi kaynağının özelliklerine bakılmadan, ihraç eden kuruluşun yapısına göre geniş bir aralık

²⁸ Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülüğü (CMO): Mortgage karşılığı alınan krediler ya da konut finansmanı amacıyla alınan kredi ile acente menkul kıymetlerinin birleşiminden oluşan havuza dayalı menkul kıymettir. CMO'ların ihraç edildiği bir işlem genelde farklı vadeleri ve kuponları olan kademeli sınıflara ait menkul kıymetlere ilişkindir.

olan AAA'dan derecesiz gruba kadar 6 kademedede derecelendirilmektedir. Dayanak varlığın subprime mortgage kredileri olmasına rağmen bu tahvillerin %81'ine AAA, %11'ine AA ve %4'üne A olmak üzere toplamda %96'sına A grubundan kredi derece notu verilmektedir. %3'lük kısmına ise BBB notu verilmektedir. İhraç edilen bu tahvillere dayalı olarak ikinci aşamada 2 dilimde olmak üzere CDO sözleşmeleri düzenlenmektedir. Bu sözleşmeler;

- Yüksek Getirili ABS CDO'lar, % 96 'lık A grubu derece notuna sahip subprime mortgage tahvillerine dayalı CDO'lardır.
- Teminatsız Finans Kaynaklı (Mezzanine) ABS CDO'lar ise, %3'lük BBB derece notuna sahip subprime mortgage tahvillerine dayalı CDO'lardır.

Grafik 20 Subprime Mortgage Kredilerinin Risk Profili



Derecelendirme yapısına bakıldığında, subprime mortgage kredilerine dayalı tahvillerin %96'sına A grubu derece verilerek en başta, sistemin temelini sorunlu olarak kurulduğu görülmektedir. Eğer kredi türü itibarıyla başta sorunlu olan subprime kredilerine dayalı tahvillere bu kadar yüksek notlar verilmeseydi, CDO sözleşmeleri de aşırı yüksek getiri marjlarıyla oluşturulmazdı. Yapılan hatalı derecelendirmelerle birlikte %3'lük BBB notuna sahip tahvillere dayanak alınarak teminatsız finans kaynaklı ABS CDO sözleşmeleri yazılmakla birlikte, bu sözleşmelerin AA ve A notlarına sahip %14'lük kısmına CDO kare (CDO²) adı verilen yeni sözleşmeler düzenlenmiştir. CDO sisteminin geniş aralıkta ve gereğinden fazla yüksek notlarla derecelendirilmesi, aşırı teminatlandırmanın yapılması, mortgage piyasasında çıkan kriz sonrasında büyük finansal kuruluşların bilançolarından yüksek oranlarda varlık silmelerine neden olmuştur. Özellikle mortgage piyasalarında ortaya çıkan kriz sonrasında derecelendirme kuruluşlarının hızlıca not düşürmeleri sonucu CDO kapsamında yapılması gereken ödemelerin yüklü miktarlarda olması piyasada likidite krizini artırmıştır. Örneğin Fitch Rating, Toro ABS CDO II Ltd. Şirketi tarafından ihraç edilen sözleşmelerin altı grubunda not indirimi yapmış ve bir grubunu notsuz bırakmıştır (Fitchratings,2008).

Tablo 25 Toro Şirketi İhraç Edilen Sözleşmelerin Kredi Notu Gelişimi

Grubu	Varlık Değeri (\$)	Kredi Notu	
		Mevcut Durum	Düşürüldükten Sonra
A1 sınıfının notu	876.942.425	'A-' dan	'CCC' ye,
A2 sınıfının notu	55.899.748	BBB-' den	'CC' ye,
B sınıfının notu	23.957.035	'BB' den	'CC' ye,
C sınıfının notu	6.987.469	'B' den	'CC' ye,
D sınıfının notu	9.133.55	CCC' den	'C'ye,
E sınıfının notu	10.181.651	'CC' den	'C'ye indirilmiş
F sınıfının notu	4.226.371	C iken	kaldırılmıştır.

2008 yılı itibariyle Toro Şirketinin portföy yapısına bakıldığında öncelikli olarak %54,56 oranında subprime konut mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin, %15,32 oranında Alt A grubu subprime konut mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin, %14,81 oranında prime kredilerin, %14,60 oranında yapılandırılmış CDOs ve diğer yapılandırılmış finansal varlıklardan oluştuğu görülmektedir. CDO portföylerinin % 96'lık kısmının A grubu derece notunda olduğu düşünüldüğünde şirket portföyünün %54,56'lık kısmının ciddi oranda risk altında olduğunu söylemek mümkün olmaktadır. Merrill Lynch Investment Managers (MLIM) tarafından portföyü oluşturulan özel amaçlı bir kuruluş olan Toro Şirketi 26 Nisan 2006 tarihinde kapanmış olup, şu anki yönetimi BlackRock Şirketi tarafından yapılmaktadır. Toro CDO sözleşmesine ilişkin vade bitimi Haziran 2009 tarihi olup, bu CDO' ya yatırım yapan şirketlerin açıklayacakları muhtemel sonuç zarar olacaktır (Fitchratings, 2008).

Kredi derecelendirme kuruluşları ard arda mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılara açıkladığı modellerin doğruluğu ve ihtiyaca uygunluğu, bankalardan kredilerin dönüşüne ilişkin alınan bilgilerin açıklanmaması, stres testlerine ilişkin ek bilgiler verilmemesi ve kullanılan modellere ilişkin varsayımların belirtilmemesi gibi sebeplerden ötürü yatırımcı tarafından tam olarak anlaşılamamaktadır. Söz konusu bilgilerin sunulması halinde bile modeller birçok yatırımcı için anlamsızdır. Dolayısıyla derecelendirme modelleri bağımsız bir gözden geçirme ve dış değerlendirmeye tabi tutulmalıdır (IIF, 2008).

2.3 Kriz Döneminin Temel Risk Göstergeleriyle Açıklanması

Alınan risklerin tanımlanması, risk yönetimi yaklaşımlarının bütünleştirilmesi ve kompleks ürünlerden kaynaklanan sorunlara dikkat edilmesi risk yönetim uygulamalarında ve metodolojilerinde yapılması gereken ilerlemelerin ana unsurlarını oluşturmaktadır. Bu nedenle finansal kurumların kontrol fonksiyonları arasında yakın işbirliğinin sağlanması önem arz etmektedir. Örnek olarak bilanço büyümesini kontrol etmek ve sağlam bir risk değerlendirmesi yapabilmek için hazine tarafıyla risk yönetim birimi arasında söz konusu ilişkinin bulunması gerekir.

Kompleks ve yapılandırılmış finansal ürünler için risk yönetim değerlendirmesi, düzgün bir onay mekanizmasının kurulması ve şirketin üst yönetiminin de dâhil olduğu bir izleme sürecinin var olması gereklidir. Bazı şirketlerde risk kontrolü ve risk yönetiminde kullanılan risk matrisleri ve modellerin uygulaması çerçevesinde daha çok şeffaflığın olmasının gerekli olduğu görülmektedir (IIF, 2008).

Subprime mortgage kredilerinin oluşturduğu risk haritası, çevresel risklerden, süreç ve karar verme risklerine kadar birçok risk unsurunu içermektedir. Politik, yasal yapı, düzenlemeler, finansal piyasalar ve sektör risklerini içeren çevresel riskler ile stratejik ve raporlama stratejilerini içeren karar verme riskleri çalışmanın birinci bölümünde ele alınmıştır. Bu bölümde faiz oranı, özkaynak, finansal araç ve kur risklerini içeren finansal riskler, nakit akımları, fırsat maliyetleri ve yoğunlaşmayı içeren likidite riskleri ile temerrüt, ödeme ve teminat risklerini içeren kredi riskleri ve bu riskleri ifade eden endekslere yer verilmektedir. Ayrıca, süreç riskleri grubunda yer alan operasyonel risklerden dolandırıcılık riskleri de ele alınmaktadır.

Tablo 26 Subprime Mortgage Kredileri Risk Haritası

ÇEVRESEL RİSKLER	SÜREÇ RİSKLERİ			KARAR VERME RİSKLERİ
Rakipler Müşteri İstekleri Teknolojik Yenilikler Duyarlılık Hissedarların Beklentileri Sermaye Yeterliliği Politik Yasal Yapı Düzenlemeler Sektör Finansal Piyasalar Büyük Kayıplar	Finansal Fiyat Faiz Oranı Kur Özkaynak Mal Finansal Araç	Yetkilendirme Liderlik Yetki ve Sınırlar Outsourcing Performans Teşvikleri İletişim Güvenilirlik Yönetim Dolandırıcılığı Çalışan Dolandırıcılığı 3. Taraf Dolandırıcılığı Yasal Olmayan İşler Yetkisiz Kullanım	Yönetim Kurum Kültürü Etik Davranış Kurum Etkinliği Planlama İtibar İmaj ve Marka Hissedar İlişkileri Bilgi Teknolojileri Güvenilirlik Erişim Bulunabilirlik Altyapı	Stratejik Çevreyi İnceleme İş Modelleri İş Portföyü Yatırım Değerleme Örgüt Yapısı Stratejik Ölçümler Kaynak Dağılımı Planlama Yaşam Döngüsü Raporlama Finansal Raporlama Değerleme İç Kontrol Değerleme Vergilendirme Emeklilik Fonu Düzenleme Raporları Operasyonel Bütçe ve Planlama Ürün/Hizmet Fiyatlama Sözleşme Taahhütleri Ölçümler, Muhasebe Bilgileri
	Likidite Nakit Akımı Fırsat Maliyeti Yoğunlaşma			
	Kredi Temerrüt Yoğunlaşma Ödeme Teminat	Faaliyetler Müşteri Memnuniyeti İnsan Kaynakları Bilgi Sermayesi Ürün Geliştirme Etkinlik Kapasite	Performans Aralığı Kaynaklar Şikâyetler Çevresel Alameti Farika Güvenlik	

Kaynak: Magliozzi

2.3.1 Kredi Riski Göstergelerindeki Değişim

Kredi veren kurum, kredi kullananın ödeme güçlüğüne düştüğünde yükümlülüklerini yerine getirip getirememesini ifade eden kredi riski ile karşılaşmamak için ipotek ödemelerinin kişinin gelirine oranını (PTI) ve alınan kredi tutarının gayrimenkulün değerine olan oranını (LTV) iyi değerlendirmeli ve bu oranları düşük olan kredilere öncelik vermelidir. Kredi geri ödemelerinde aksaklık çıkması durumunda ise, ipotekli gayrimenkul kredi veren kurum tarafından satılıp, kalan kredi bakiyesinin tahsil edilmesi yoluna gidilmektedir.

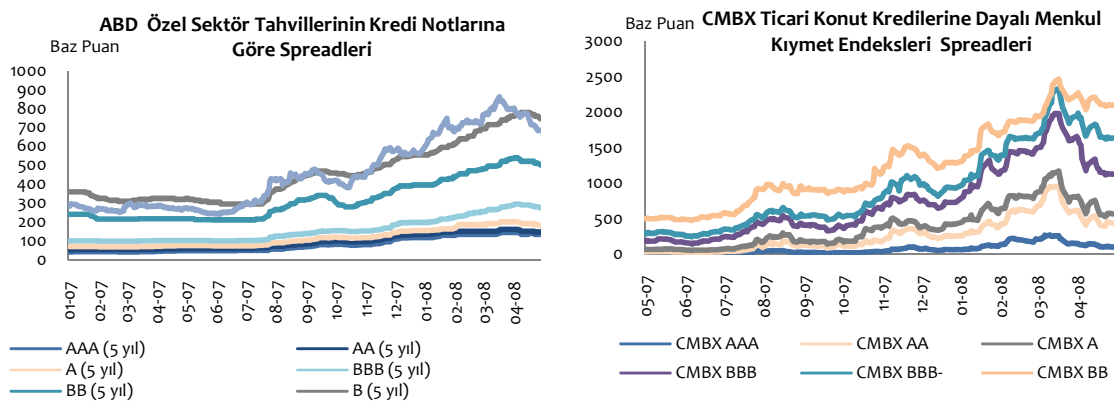
ABD’de kredi notlarına göre aynı vadeli özel sektör tahvillerinin spreadları risk algıları konusunda yön göstericidir. Aynı vadeli devlet tahvili getirisi ile farkı gösteren spreadler, piyasanın beklediği risk primini (ilave getiri-spread) ifade etmekte kullanılmaktadır.

Kredi krizinin likidite krizine dönüşmesinin ardından genel olarak özel sektör tahvillerin spreadleri yükselmiştir. Bu yüzden özel şirket tahvillerinin değeri düşerken, borçlanma maliyetleri de artmıştır. Kredi maliyetlerinin yükselmesi ekonominin büyüme hızının yavaşlayacağı beklentilerini beraberinde getirmiştir.

Kredi notu düşük tahviller daha yüksek risk içerdiklerinden risk primleri hem daha yüksek hem de piyasalardaki dalgalanmalara daha duyarlıdır. 5 yıl vadeli B kredi notuna sahip özel sektör tahvillerinin ortalama faizi 6 ayda 550 baz puan (% 5,5) yükselmiştir. Aynı dalgalanma AAA kredi notuna sahip tahvillerin faizini yaklaşık 100 baz puan artırmıştır.

Ticari konut kredilerine dayalı menkul kıymet endeksine (CMBX) göre mortgage piyasalarında spreadler çok daha fazla artmıştır. BB kredi notlu bir mortgage ipoteklerine dayalı menkul kıymetin spreadi 2.000 baz puan (% 20) yükselmiştir. Bu durum mortgage piyasasındaki krizin derinliğini vurgulamak açısından önemlidir.

Grafik 21 ABD Özel Sektör Tahvil ve CMBX Spreadleri

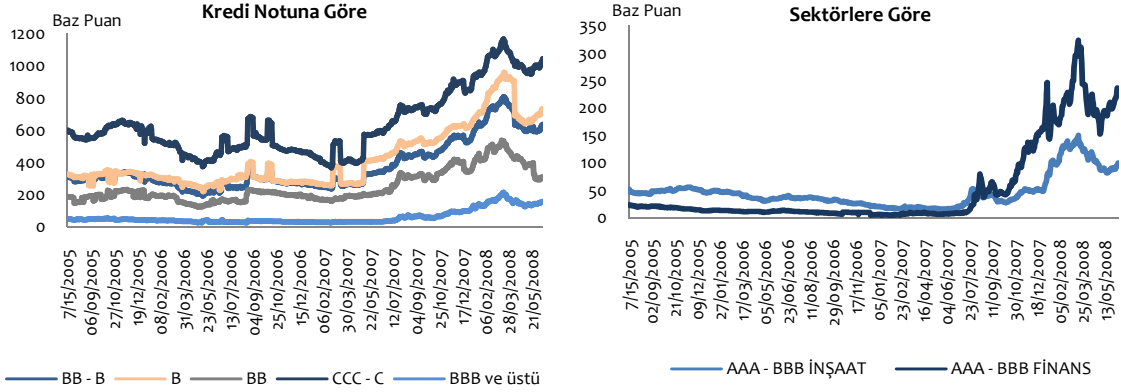


Kaynak: Reuters

CDS'lerin spreadleri kredi riskinin transferinde kullanılan bir başka önemli göstergedir. Kredi riskinin bir nevi fiyatını gösteren CDS spreadleri krizle ilişkili olarak yükselmiştir. 2007 yılı öncesi en düşük seviyelerini gören spreadler krizin ardından en yüksek seviyelerine yükselmiştir.

Yatırımcılar kredi riskini taşımak için daha yüksek prim talep etmektedir. Sektörlere göre CDS'ler incelendiğinde, yatırım sınıfı (AAA-AA-A-BBB) kredi notuna haiz şirketlerin CDS spreadlerinden finans ve inşaat sektörü CDS endeksleri krizin finans kesimini etkilediği daha net göstermektedir. Finans kesiminin kredi risk primi inşaat sektörüne oranla yaklaşık 150 baz puan daha fazla artmıştır. Ayrıca finans sektöründeki kredi riskinin volatilitesi daha yüksek gerçekleşmiştir.

Grafik 22 ABD CDS Spreadleri

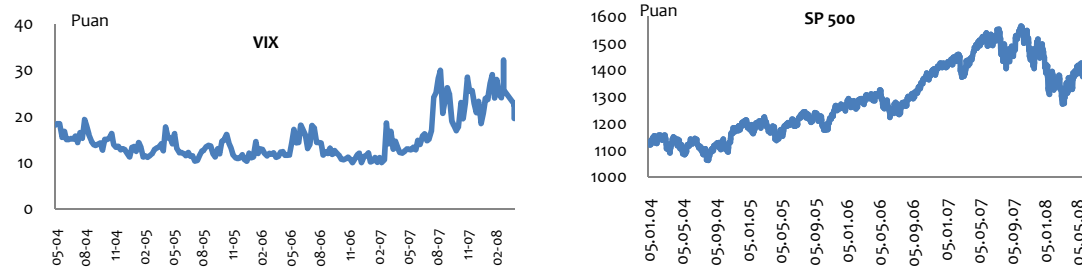


Kaynak: Reuters

2.3.2 Piyasa Riski Göstergelerindeki Değişim

VIX endeksi piyasalardaki yakın dönemde beklenen volatiliteyi ölçen önemli bir endekstir²⁹. Yatırımcının sezgisini, duygusunu ve hassasiyetini ölçen barometre niteliğindeki bu gösterge Amerika'daki hisse senedi piyasalarının dalgalanmasında referans göstergedir (CBOE,2008). Endeksin 2004 yılında güncellenmesinin ardından iki noktada yükseldiği görülmektedir. 2006 Mayıs-Haziran ve 2007'nin son çeyreğinde 20 seviyesini aşmıştır. Bunu takiben 2008 yılının Nisan ayına kadar piyasalardaki dalgalanmaya bağlı olarak yüksek seviyesini korumuştur. VIX geçmiş krizlerde de yükselmiştir. Bu krizde farklı olan ise yüksek seyrini uzun süre korumasıdır. Subprime kredilerden başlayan krizin zamanla diğer piyasalara, bankaların bilançolarına yansması ve likidite sıkıntısına sebep olmasının ardından ABD'de ekonomik göstergelerin bozulmasıyla etkisi uzun sürmüştür.

Grafik 23 S&P 500 ve VIX Endeksleri



Kaynak: Reuters

²⁹ Piyasalara ilk defa 1993 yılında Duke Üniversitesi'nden Professor Robert E. Whaley tarafından tanıtılan VIX endeksi, 2003 yılında daha güçlü metodoloji ile revize edildi. VIX teknik olarak, opsiyon fiyatını veren standart sapmanın bulunmasıyla (Implied Volatility) hesaplanır. S&P 500 endeksinin bağlı hisse senedi opsiyonları ağırlıklandırılarak dahil edilir. Bu nedenle piyasalarda risk beklentilerinin bir ifadesidir.

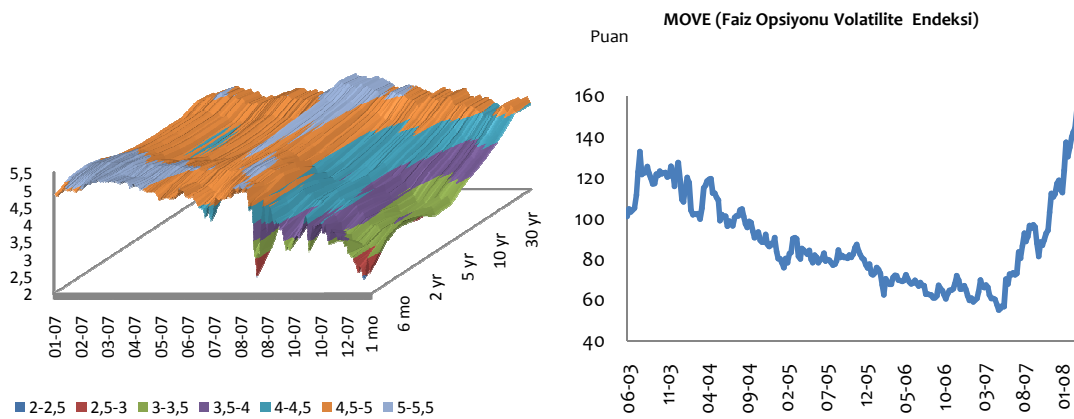
Faiz Riski Göstergeleri

Piyasa risklerinden faiz oranı riski, pazar faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak kredi veren kurumun uğradığı zararı ifade etmektedir. Bilançosunda faize duyarlı varlık bulunduran kurumlar için önemli bir faktördür. Özellikle menkul kıymetin değeri, vadesi uzadıkça faiz değişimlerine daha duyarlı hale gelmektedir. İpotek kredilerinin vadelerinin genellikle uzun olması, kredi veren kurum açısından faiz oranı riskinin önemini arttırmaktadır. Olaya enflasyon açısından bakıldığında ise, ipotek kredilerinin uzun vadeli olmaları nedeniyle hem kredi veren kurum hem de kredi borçlusu açısından ayrıca bir satın alma gücü riski (enflasyon riski) de söz konusu olmaktadır. Faiz oranı riski ve satın alma gücü riski sabit faizli ipotek kredilerine alternatif olarak yaratılan değişken faizli ipotek kredileri ile azaltılmaya çalışılmaktadır.

Verim eğrisi, piyasadaki faiz beklentilerinin şekillendirdiği bir eğridir. Piyasada aynı kredi notuna sahip bir kurumun farklı vadelerdeki faiz oranlarının sıralanması sonucu oluşur. 2007 yılı başlarında hazine kağıtlarının faiz oranlarından oluşturulan verim eğrisinin düz bir doğru olması, faiz oranlarının sabit kalacağı beklentisinin olduğunu göstermektedir. 2007 yılı sonunda yaşanan finansal dalgalanma ve FED'in faiz indirme politikaları sonrası verim eğrisi azalarak artan bir eğri görünümüne dönmüştür. Bu şekilde bir verim eğrisi kısa vadede faiz oranlarının düşük olmasına karşın uzun vadede yükseleceği beklentisinin olduğunu göstermektedir.

Faiz riskine karşı dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur faiz oranlarındaki volatilitedir. Dalgalanma döneminde faiz oranlarındaki volatilité yükselmiştir. Dolar ve Euro LIBOR faiz oranlarının volatilitesi artmıştır. Bu durum özellikle finansal piyasalarda en yüksek işlem hacmine sahip olan tahvil ve faiz türev piyasalarını etkilemektedir. VIX endeksinden farklı olarak faiz opsiyon sözleşmelerinin beklenen volatilitisini gösteren MOVE³⁰ endeksi 2007 yılının ikinci yarısından itibaren hızla yükselmiştir.

Grafik 24 ABD Devlet Borçlanma Senetlerinin Verim Eğrileri ve MOVE Endeksi



Kaynak: Bloomberg, Reuters.

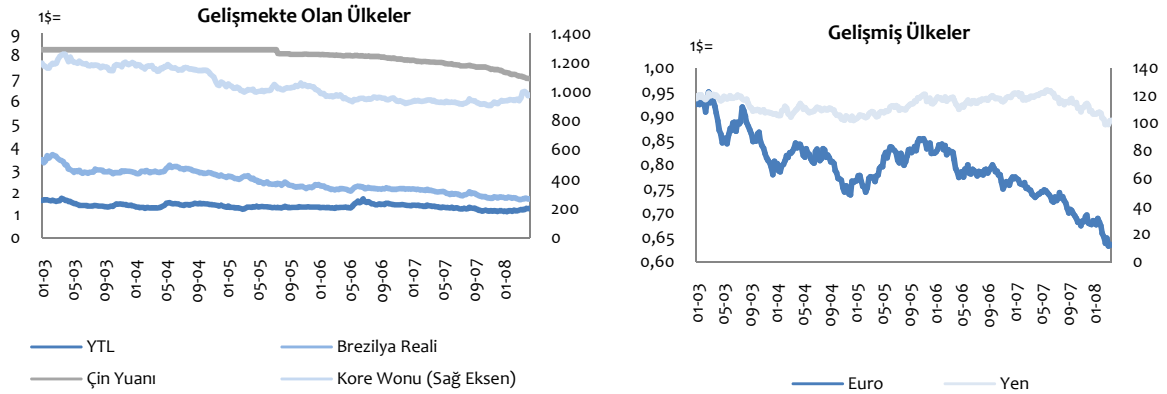
³⁰ Bir ay vadeli faiz opsiyon sözleşmelerinin zımni volatilitésinin (implied volatility) verim eğrisi kullanılarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanır.

Buraya kadar açıklanan risklere bir bütün olarak bakıldığında genel olarak ABD subprime mortgage kredilerinde ortaya çıkan sorunlar başta kredi piyasalarına ardından finansal piyasalara yayılmış bu da başta ABD olmak üzere dünya genelinde makro ekonomik görünüme yansımıştır. Makro ekonomik göstergelerin bozulması öncelikli olarak piyasalardaki risk algılarına yansımıştır. Özellikle ABD’de banka bilançolarından varlıkların silinmesiyle ABD ekonomisinde kredi piyasasının daralmasına bağlı olarak büyümenin yavaşlayacağı beklentileri ile Nisan 2007’de yüksek olan risk iştahı azalmış, parasal ve finansal piyasalar değer kayıpları yaşamıştır. Nisan 2007’den Nisan 2008’e kadar geçen sürede küresel risklerin ağırlığı yön değiştirmiştir. Diğer taraftan, makro ekonomik riskler ve kredi riskleri başta olmak üzere likidite riski artmıştır. Merkez Bankalarının likidite sorununa müdahaleleri likidite riskinin artışı sınırlanmış, gelişmekte olan piyasaların riski ise finansal piyasalar arasındaki yayılma/bulaşma etkisine (spillover effect) bağlı olarak yükselmiştir (GFSR,2008).

Kur Riski Göstergeleri

2005 yılı Aralık ayında Dolar-Euro paritesi 0.85 iken dolar-yen paritesi 117.81 olmuştur. Her iki para birimi karşında değer kaybeden doların değeri, 2008 Nisan itibarıyla 0.65 ve 104.78’e düşmüştür. Değer kaybına karşın ABD’de cari açık düşmemiştir. ABD dolarının değerinin düşmesiyle birlikte özellikle emtia piyasalarında başka para birimlerinin geçerlilik kazanması dolara olan talebi azaltmakta ve doların değer kaybını hızlandırarak, piyasalarda dolara olan güveni azaltmaktadır.

Grafik 25 \$/€ ve \$/Yen Endeksi ile \$/ Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri



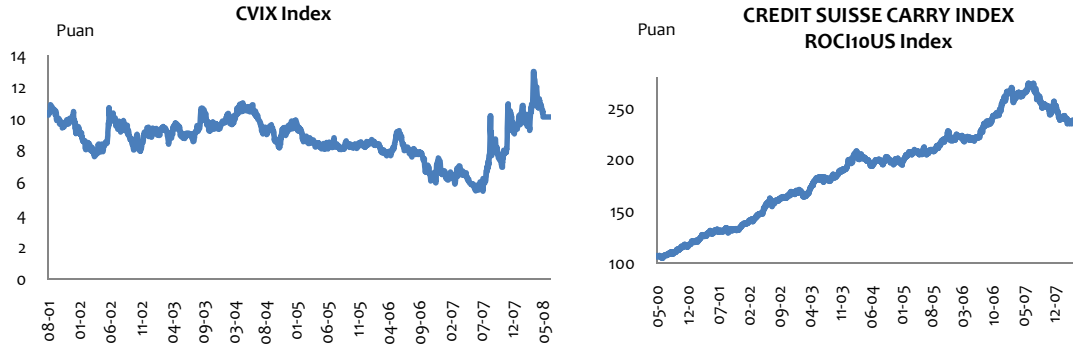
Kaynak: Reuters

Doların değerine ilişkin son yıllarda önem kazanan bir olgu da “Carry Trade”tir. Carry Trade faiz oranı düşük bir ülkenin para biriminden borçlanarak elde edilen kaynağın faiz oranı yüksek bir ülkede değerlendirilmesi yoluyla faiz arbitrajından yararlanmayı ifade etmektedir. Bu işlemde, faiz oranının çok düşük (% 0.25) olduğu Japon Yeni ve dünyada referans kur olan ABD dolarının değeri önem arz etmiştir.

Carry Trade indeksi genel olarak dünyada carry trade pozisyonlarının performansını özetlemektedir. Endeksin oluşturulmaya başlandığı 2000 yılından itibaren carry trade işlemleri süreklilik kazanırken, 2007 yılındaki krizin döviz piyasalarına yansması ve belirsizliklerin artmasıyla carry trade yatırımları değer kaybetmeye başladı. Bunda

özellikle doların güçlü para birimleri Euro ve Yen karşısında değer kaybetmesi önemli rol oynamıştır. Bu durum döviz opsiyonlarının zımni (implied volatility) volatilitelerine de yansımıştır. VIX endeksine benzer metodolojiye sahip olan CVIX (Currency Volatility Index) 2007 yılındaki krizde tüm piyasalarla birlikte volatiliteler yükselmiştir. Ancak, döviz piyasalarının volatilitesi hisse senedi ve faiz piyasalarına oranla nispeten düşüktür. Yine de krizin etkisi döviz etkilemiş ve endeksin değerini en yüksek seviyeye çıkarmıştır.

Grafik 26 Carry Trade ve Döviz Kuru Volatilité Endeksleri



Kaynak: Reuters

ABD doları ve Japon Yeni kullanılarak tipik bir Carry Trade pozisyonun kâr/zarar profili Tablo 27’de gösterilmiştir. Carry Trade özellikle Japonya’dan Brezilya ve Türkiye gibi yüksek faiz veren gelişmekte olan ülkelere doğru söz konusudur. Ancak, bu sistemde arbitraj imkanının olması için faizi yüksek olan ülkenin parasının değer kaybetmemesi veya faizi düşük olan ülkenin parasının değer kazanmaması gerekir. Bu nedenle, ABD dolarında yaşanan dalgalanmalar Carry Trade pozisyonlarını etkilemekte ve özellikle ABD’ye doğru sermaye hareketlerine neden olabilmektedir.

Carry Trade işlemi yapmak isteyen bir yatırımcı \$/Yen 123.14 iken % 0.25 faiz oranı ile 100.000.000 yen borçlanarak, bu parayı ABD’de %5,25 faiz oranıyla değerlendirmek istemektedir. \$/yen kuru 9 ay sonunda değişmediği takdirde yatırımcı 2.925 \$ net arbitraj karı elde edecektir. Ancak \$/yen 99.81’e düşerse yatırımcının zararı 187.060 \$ olacaktır.

Tablo 27 \$/Yen Carry Trade İşleminde Doğan Kar/Zarar³¹

Dönem Başı 2007 Haziran		Dönem Sonu 2008 Haziran			
		Kurun Sabit Kalması		Doların Değer Kaybetmesi	
Yatırım Miktarı(\$)	0	Kur (USD/Yen)	123.14	Kur (USD/Yen)	99.81
Kur (USD/Yen)	123.14	Faiz Geliri (\$)	2,931	Faiz Geliri (\$)	2,931
Borçlan.Mik.(Yen)	100,000,000	Faiz Gideri (Yen)	17,100	Faiz Gideri (Yen)	17,100
Borçlanma Mik. (\$)	812,084	Faiz Gideri (\$)	6	Faiz Gideri (\$)	171
ABD Kısa V.Faiz O.	5.25%	Borçlanma Miktarı (\$)	812,084	Borçlanma Miktarı (\$)	1,001,904
9 Aylık Faiz Oranı	4.01%	Anapara Öd. Kaybı/Kazancı (\$)	0	Anapara Öd. Kaybı/Kazancı (\$)	-189,820
Borçlanma Faiz O.	0.25%	Net Faiz Geliri (\$)	2,925	Net Faiz Geliri (\$)	2,759
9 Aylık Faiz Oranı	0.19%	Net Kar/Zarar (\$)	2,925	Net Kar/Zarar (\$)	-187,060

³¹ Örnek, piyasa verileri kullanılarak tarafımızdan geliştirilmiştir.

2.3.3 Likidite Riski Göstergelerindeki Değişim

Likidite riski bir finansal kurumun varlıklarını nakde çevirememesi, ihtiyacı olan kaynağı piyasa koşullarında olması gerekenden yüksek maliyetle bulabilmesi ya da hiç kaynak bulamaması durumlarında meydana gelmektedir. Finansal kurumun varlıklarının değer kaybetmesi veya bulunan kaynakların yüksek maliyetli olması kârın azalmasına hatta zararın oluşmasına neden olur. ABD gibi ikincil piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde ihraç edilmiş menkul kıymetlerde bu risk daha düşüktür; bu menkul kıymetler gerektiğinde ilgili ülke piyasalarının derinliğinin yüksek olması dolayısıyla elden çıkartılarak kolaylıkla nakde çevrilebilmektedir.

Mortgage kredi piyasalarındaki bozulmanın ardından ödemelerde gecikmeler ve icralar hızla artmıştır. Subprime mortgage kredilerinin geri ödenmemesindeki artış ilk olarak Şubat 2007'de dikkat çekmiştir. Mortgage kredilerinden oluşan bir sepetin sigortalama maliyetini gösteren ABX endeksi ilk bu dönemde ciddi olarak yükselmiştir. ABX endeksi Mart ayında düşme eğilimi göstermiş ama tekrar Mayıs ayından itibaren hızla yükselmeye başlamıştır. 4 Mayıs 2008'de UBS subprime kredilere bağlı olarak 125 milyon dolar büyüklüğündeki "Dillon Read" adlı serbest fonunu kapatmıştır. Mayısın sonlarında Moody's 21 Amerikan subprime sözleşmesine ilişkin 61 dilimin (tranch) kredi görünümünü düşürerek geleceğe yönelik olarak daha da not düşürülebileceğine yönelik sinyaller vermiş ve mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ve türevlerde değer kaybını hızlandırmıştır. ABX endeksinde Mayıs ayını takiben sigorta maliyetlerindeki artış hızı dikkat çekicidir. Haziran ayının ortasına gelindiğinde ise Bear Stearns'ün kontrolündeki iki serbest fonun sürdürme teminatının altına düşerek marj çağrısı (margin call) ile karşı karşıya kalmaları piyasalar tarafından hemen dikkate alınmış ve sigorta maliyetlerinin artış hızı daha da artmıştır. Ardından Moody's, Standard & Poors ve Fitch tarafından bir dizi kredi notu düşürülmesi piyasalarda hareketliliğin devam etmesine neden olmuştur.

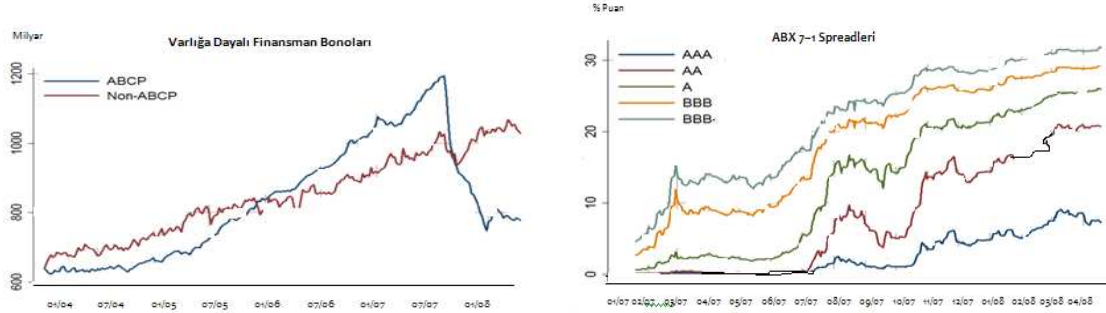
Bankacılık sektörünü asıl olumsuz etkileyen durum kısa vadeli ticari finansman bonolarına dayalı menkul kıymet piyasalarında (ABCP) yaşanmıştır. ABCP nin hacminde Temmuz 2007 nin sonunda itibaren ciddi bir düşüş söz konusudur. Dikkat edileceği üzere bu durum menkul kıymetleştirilmiş ürünlerde yaşanmış, diğer piyasalarda çok cüzi bir etkisi olmuştur. Avrupa'da, ABCP'lere ilişkin zararlardan etkilenen IKB (küçük bir Alman bankası), subprime krizinin ilk kurbanı olmuştur.

31 Temmuz 2007 tarihinde American Home Mortgage Investment Corp. yükümlülüklerini yerine getirmediğini beyan etmiş ve 6 Ağustosta iflasını açıklamıştır. 9 Ağustos'ta Fransız BNP Paribas yapılandırılmış ürünlerini değerleyemediğine vurgu yaparak üç yatırım fonunun faaliyetini durdurmuştur. Hemen bu olayın ardından bankaların birbirlerine olan güveni azalmış ve interbank LIBOR oranları yükselmiştir.

Finansman bonusu piyasasına ilaveten, bankalar kendilerini interbank piyasalar, FED fonları piyasası ve repo piyasası aracılığıyla fonlamışlardır. Bankalar arası piyasada, bankalar birbirlerine güvence olmadan genelde 1-3 aylık vadelerle borç alıp vermişlerdir. LIBOR oranı, bankalar arası borçlanma piyasasında ortalama bir gösterge görevi görmektedir ve çoğu kısa vadeli faiz oranında esas alınmaktadır. Repo piyasasında ise finansal kurumlar menkul kıymetleri satarak vadesinde geri alma taahhüdünde

bulunarak fon sağlamaktadır. ABD Federal Fon piyasası ise, bankaların gecelik borçlanabildikleri piyasalardır (Brunnermeier,2008).

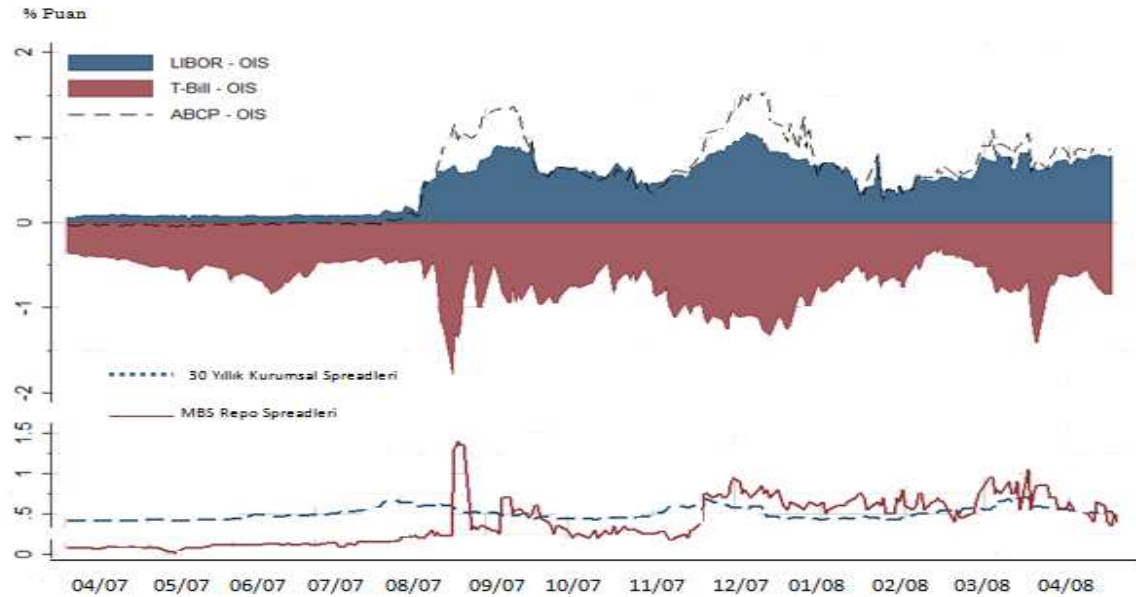
Grafik 27 ABX Spreadleri ve Varlığa Dayalı Finansman Bonoları



Kaynak: Reuters

Bankalararası piyasanın 9 Ağustosta işleyişinin durmasıyla piyasalar Avrupa Merkez Bankası tarafından 95 milyar €, FED tarafından da 24 milyar \$ fonlanmıştır. Bazı kurumların ABCP'lerini işletmekte yaşadıkları sıkıntı tüm ABCP piyasasını etkilemiş, oranlar çok kısa sürede % 5.39'dan 9 Ağustos itibarıyla % 6.14'e yükselmiştir. ABCP oranı gibi LIBOR oranı da aynı dönemde yükselmiştir. LIBOR oranları bir anlamda bankaların gelecek 3 aylık dönem için temerrüt ve likidite risklerini yansıtmakta, gecelik oranlar daha risksiz olarak görülmektedir. LIBOR –gecelik faiz swap oranı, Hazine bonusu – gecelik faiz swap oranı ve ABCP– gecelik faiz swap oranı grafikleri bize likidite yetersizliği dalgalarını göstermektedir. Ağustos 2007 döneminde, ilk dalgalanma olmuş, bankaların temerrüt ve likidite riskleri hızla artmış, LIBOR oranları yükselmiştir.

Grafik 28 LIBOR Gecelik Faiz Swabı (OIS) – Hazine Gecelik Faiz Swabı (OIS)



Kaynak: Brunnermeier.

Ağustos ayı boyunca kredi derecelendirme kuruluşları bazı finansal kurum ve SPV'lerin kredi notunu düşürmeye devam etmiştir. Likidite sıkışıklığının artmasıyla FED faizleri % 0,50 puan indirerek % 5,75 seviyesine düşürmüştür. Yaklaşık 7.000 banka FED'in likidite penceresinden yararlanmaktadır. Ancak, bu durum bankaların borçlanma maliyetinin daha düşük olduğu interbank piyasalardan borçlanamadığı izlenimi oluşturacağından bankalar tarafından pek kullanılmak istenmemiştir. 18 Eylül 2007'de FED faiz oranlarını yarım puan daha indirmiştir. Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası güçlü duruşunu sürdürmüş faiz oranlarını % 5,75 seviyesinde tutmuştur. Bu durum özellikle kısa vadeli kaynaklarla finanse edilen Northern Rock'ı etkilemiştir. Northern Rock'ın portföyü güçlü olmasına karşın likidite krizine girmiştir (Brunnermeier, 2008).

Ekim 2007 dönemi, bazı önde gelen bankaların varlık silmeleri ile ön plana çıkmaktadır. Kriz ortamı, sağlanan fonlarla önemli oranda rahatlatılmış, ancak bankalar Ülke Refah Fonları (Sovereign Wealth Fund) ile görüşmelere başlamıştır. Özellikle bu fonlar bankaların hissedarı olarak Kasım ayından Ocak ayı ortalarına kadar 38 milyar \$ fon sağlamışlardır. Bununla birlikte FED, faizleri çeyrek puan daha indirmiştir (Chicago FED, 2008).

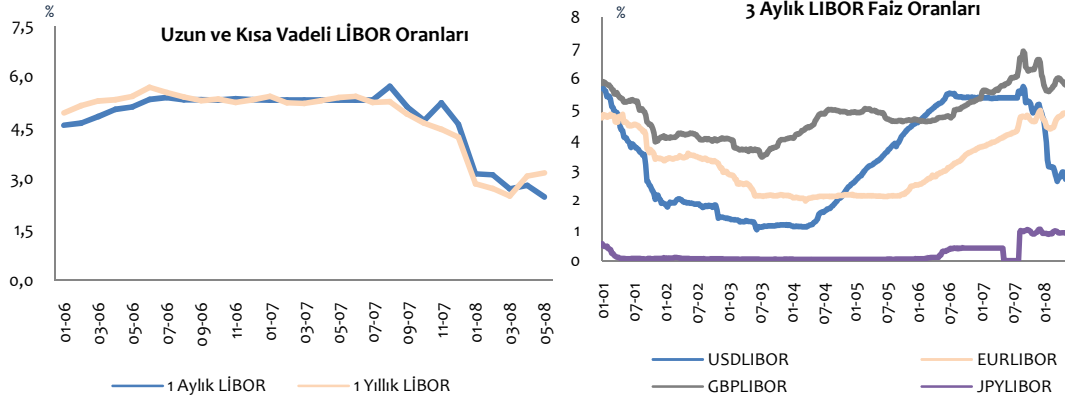
Kasım ayında, önceden yapılan mortgage piyasalarındaki 200 milyar \$'lık zarar tahminlerinin daha da artacağına yönelik beklentilerin ortaya çıkması piyasaları tekrar hareketlendirmiştir (ABX endeksi). Bankaların bilançolarından daha fazla aktif silmek zorunda kalmaları LIBOR-OIS spreadlerini daha da arttırmıştır. Aralık ayının ortalarında LIBOR oranları tekrar zirve yapmış ve FED faiz oranlarını çeyrek puan daha indirmek zorunda kalmıştır.

19 Ocak'ta Fitch, monoline şirketi Ambac'ın kredi notunu düşürmüştür. Bu durum piyasalarda ciddi bir dalgalanmaya sebep olmuş ve FED faizleri 1982 yılından beri ilk defa % 0,75 puan indirerek % 3,5'e çekmek zorunda kalmıştır.

11 Mart'ta Goldman Sachs'ın türev ürünler bölümü Hayman Capital serbest fonuna bir e-posta göndererek Bear Stearns'in türev ürünlerine aracılık etmeyeceğini bildirmesi piyasalar tarafından Goldman'ın Bear Stearns'ün türev riskine almak istemediği şeklinde algılanmış ve Bear Stearns'ün serbest fon müşterilerinin şirketten kaçmasına neden olmuştur. Bu müşterilerin Bear Stearns'ün marj hesaplarında 60 milyar \$'ı bulunmaktadır. Bunun üzerine Bear Stearns ertesi gün likidite sıkışıklığına girmiştir. FED'in duruma müdahale etmesiyle banka J.P. Morgan Chase'e hisse başına 2 \$ bir bedelle toplamda 236 milyon dolara devredilmiştir. Bir yıl öncesinde şirketin hisseleri 150 \$'dan işlem görmekteydi. Bu iflas ayrıca FED'in faizleri çeyrek puan daha düşürmesine neden olmuştur(Brunnermeier, 2008).

Özet olarak değerlendirildiğinde bankalar sermaye ihtiyacına girmiş ancak, piyasalarda oluşan güven bunalımı sonucu bankalar interbank piyasalardan kaynak bulmakta zorlanmıştır. Kısa vadeli LIBOR faizleri bankaların uzun vadeli kaynak bulamamaları sonucu kriz dönemine münhasıran uzun vadeli LIBOR oranlarının üzerine çıkmıştır. Bu dönemde faiz oranlarında da ciddi dalgalanmalar yaşanmıştır. Başta FED olmak üzere merkez bankaları, bankaları fonlamak zorunda kalmışlardır. Bu şekilde piyasalara güven verilerek piyasaların tıkanması engellenmeye çalışılmıştır.

Grafik 29 LIBOR Faiz Oranları

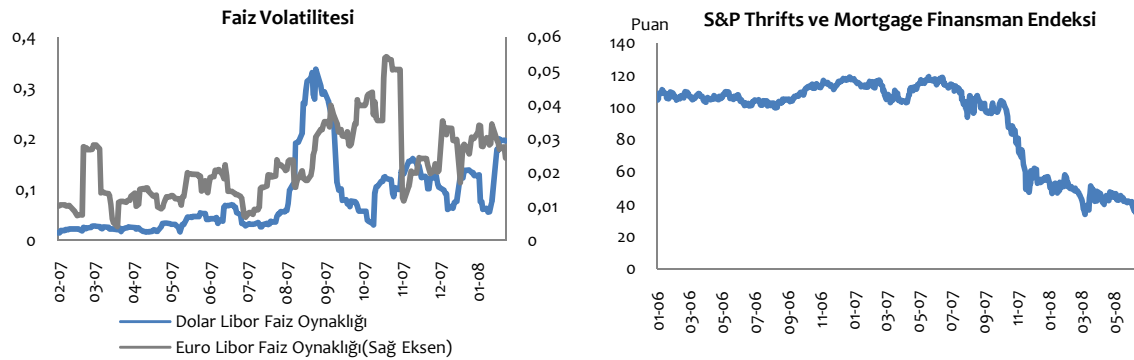


Kaynak: Reuters

Yaşanan mortgage krizinde, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin değerinin düşmesinde iskonto oranlarının yükselmesi ve ikincil piyasalarda ani satış baskısının ortaya çıkması etkili olmuştur. Bu da menkul kıymetlerin vadesinden önce elden çıkarılmasını mümkün kılmamıştır. Vurgulanması gereken bir diğer konu da piyasalarda aşırı kaldıraç kullanılması hususudur. Yatırımcılar kriz öncesi, piyasalarda oluşan güven ortamı içerisinde borç kullanarak menkul kıymet ve türev yatırımlarına yoğunlaşmıştır. Krizin başlamasıyla birlikte sahip oldukları menkul kıymetler alınan krediyi karşılayamaz hale gelmiş ve likidite krizi derinleşmiştir.

Dalgalanmanın likiditeye olan bir etkisi de faiz dalgalanmalarında gözlenebilir. Dalgalanmanın yaşandığı 2007'nin 3. Çeyreği ve sonrasında faiz oranlarında ciddi bir belirsizlik hâli artışı söz konusudur. Özellikle bankaların acil fon ihtiyacına girmeleri ve kaynak bulma konusunda yaşadıkları sıkıntı sonucu faiz oranları yükselmiş ve faizde bir belirsizlik ortaya çıkmıştır. Faizdeki belirsizlik hem oranların hem de volatilitenin artmasına neden olmuştur. S&P 500 dâhilindeki mortgage finansman şirketlerinin değer endeksi özellikle mortgage ilişkili menkul kıymetlerin değerindeki düşüşe bağlı olarak azalmıştır. Değer kaybı % 70 seviyelerindedir. Mortgage ilişkili menkul kıymetlerin alım satımının kredi piyasasındaki dalgalanmalara bağlı olarak azalması likidite krizinin hisse senedi piyasalarına yansımalarının bir örneğidir.

Grafik 30 Mortgage Finansman Endeksi ve Faiz Volatilitesi



Kaynak: Reuters

Teorik olarak fiyat marjinlerindeki ani çıkışlar daha yüksek beklenen volatilité, asimetrik bilginin artışı ve borç verenlerin rasyonel olmayan davranışları olmak üzere 3 farklı yöntemle açıklanabilir. Ancak burada üzerinde durulması gereken asıl husus “mark to market” yani piyasa fiyatları üzerinden düzenli kâr/zarar beyanının önemidir.

Mark to market uygulaması, zararları görünür kılmakta ve zarar sarmalını artırmaktadır. Bununla birlikte mark to market, piyasa fiyatlarını esas aldığından zararları şeffaflaştırma avantajına sahiptir. Böylece asimetrik bilgiyi azaltarak zarar marjlarının küçülmesini sağlamaktadır. Ancak, market to market kavramı, piyasa fiyatlarının genel etkisinin belirlenmesinde bir kolaylık getirmemektedir.

Zarar sarmalı, düşük piyasa likiditesine sahip hisse senetleri için daha fazla söz konusudur. Bu durum yatırımcıların likit hisse senetlerini ilk önce elden çıkardıklarını ve likit olmayan varlıklarını ortaya dökmekte çekingen olduklarını gösterir. Bu ayrıca likit değerli hisse senetlerinin likit olmayanlardan neden daha fazla zorluk yaşadığını açıklamaktadır. Bunun tam tersi diğer senetlere nazaran daha fazla değer kazanma ihtimali olan hisse senetleri (serbest fonlar kısa pozisyonda olmasına rağmen) içinde geçerlidir. Bu durum özellikle likidite amaçlı, göreceli büyüme hedefli menkul kıymet alım satım stratejilerine karşı açık olan hesaplamalarla yönetilen fonları etkilemektedir.

Piyasada, riski yok denecek kadar az olan varlıklar işlem görüyor olsa da likidite riski yok denilemez. Mark-to-market (pozisyon hesaplama), risk ölçmekte kullanılan modeller için yol göstericidir. Yatırımcının pozisyonuna bağlı olarak mark-to-model (teminat hesaplama) metodu portföylerindeki varlığa karşılık ne kadar teminat ayırmaları konusunda yol göstermektedir.

BNP Paribas tarafından yapılan tahminlere göre likidite krizinin küresel bankacılık sistemine olumsuz etkisinin yaklaşık 288 milyar dolar³² olması beklenmektedir. Yaklaşık 1,5 trilyon dolarlık riske maruz varlık bulunduran bankacılık sisteminde % 52,8 ile en büyük pay SPV'lere aittir. Ancak toplam zararın % 53,3'ünün kaynağı CDO'lardır. Toplamda 288 milyar \$ olarak beklenen zararın 193 milyar \$'lık kısmı gerçekleşmiştir. Bu oran yaklaşık % 70'e karşılık gelmektedir (Quignon, 2008).

Tablo 28 Global Bankacılık Sisteminde Riskler ve Olası Zararlar

2008 Mayıs / Milyar \$	Riskler	Payı (%)	Zarar Oranı	Tahmin Edilen Zararlar	Payı (%)
M. Kıymetleştirilmemiş Krediler	293.3	19.4	15	44.0	15.3
Varlığa Dayalı M.K	166.7	11.0	30	50.0	17.4
Varlığa D.M.K'lara Dayalı CDO	255.0	16.8	60	153.0	53.3
Özel Amaçlı Kuruluşlar	800.0	52.8	5	40.0	13.9
TOPLAM	1.515.0	100.0	19	288.0	100.0
Gerçekleşen Zararlar (Piyasa fiyatlarını içermektedir)				193.0	66.9
Gerçekleşmeyen Zararlar				95.0	33.1

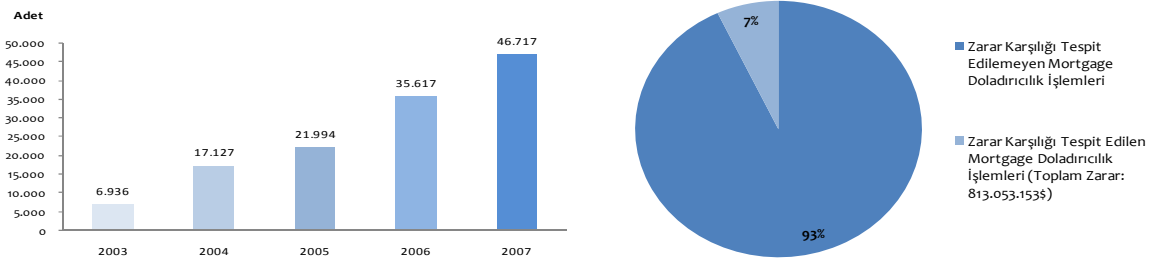
Kaynak: Quignon.

³² BNP Paribas tarafından yapılan çalışma 2008 yılı Mayıs ayına aittir. 31 Temmuz 2008 tarihinde Bloomberg web sayfasında yayınlanan, Aaron Kirchfeld tarafından hazırlanan makalede ABD mortgage krizinden kaynaklanan zararın 476 milyar dolar olduğu belirtilmektedir. (<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=avdpKk6HhlyY>)

2.3.4 Operasyonel Risk Göstergelerindeki Değişim

ABD mortgage piyasasında, mortgage kredilerine ilişkin yapılan dolandırıcılıklar son yıllarda artış göstermiştir. Ancak, mortgage dolandırıcılıklarının tespitine ilişkin belirli bir çözüm yolu bulunamamıştır. 2003 yılında 6.936 olan şüpheli işlem sayısı, 2006 yılında 35.617'ye ve 2007 yılında ise 46.717'ye yükselmiştir. Tespit edilen şüpheli işlemlerin sadece %7'sinin yarattığı zararlar ortaya konabilmiştir. %7'lik kısmın oluşturduğu zararların toplamı 813 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. 2007 mali yılı sonu itibarıyla FBI tarafından 1.200³³'ün üzerinde mortgage dolandırıcılığına ilişkin inceleme başlatılmıştır (FBI, 2008).

Grafik 31 Sınıflandırılmamış Mortgage Dolandırıcılığıyla İlgili Şüpheli İşlemler



Kaynak: FBI

Satın alma ve yeniden finanslama dâhil olmak üzere mortgage kredisi ihraç edenlerin sayısı 2007 yılında düşmesine rağmen icra yoluyla yapılan satışların artması konut piyasasında fiyatların düşmesine neden olmuştur. Mortgage piyasası düşme eğilimi gösterirken, mortgage dolandırıcılığı yapanlar, kredi kullananların mevcut yaşam standartlarını sürdürebilmeleri için yeni krediler ihraç ederek avantajlar elde etmişlerdir. Konut piyasasında yaşanan düşüş eğiliminin 2009 yılında da devam edeceği beklenmektedir³⁴.

ABD'de 2007 yılında mortgage dolandırıcılığının en çok yapıldığı 10 bölge arasında Florida, Georgia, Michigan, California, Illinois, Ohio, Texas, New York, Colorado ve Minnesota yer almaktadır. Birçok kamu ve özel kaynakların bulunduğu, kuzey merkezli bu bölgeleri, batı ve güneydoğu bölgeleri izlemektedir. Mortgage dolandırıcılığı nedeniyle 2007 yılı itibarıyla ortaya çıkan yıllık zararın 4 milyar \$ ile 6 milyar \$ dolar arasında olduğu tahmin³⁵ edilmektedir. 2008 Haziran itibarıyla toplam 42 adet FBI Mortgage Kredilerinden Sorumlu Çalışma Grubu aktif olarak faaliyette bulunmuştur. 2008 Mayıs ayı itibarıyla 1.380 adet sonuçlanmamış, muallakta olan olay bulunmaktadır. 2007 mali yılında mortgage suçlarıyla ilgili olarak 462³⁶ olay soruşturma kapsamına alınmıştır. Aynı yıl 321 adet suçlamadan 260 tanesine mahkûmiyet ve para cezası kararı verilmiştir³⁷.

³³ FBI tarafından hazırlanan Şüpheli İşlemler Raporu'nda (Suspicious Activity Reports) belirlenen rakam, 2003 yılına göre %176, 2006 yılına göre %47 oranında artış göstermiştir.

³⁴ ABD Mortgage Bankalar Birliği (The Mortgage Bankers Association) tarafından yapılan tahminlere göre mortgage kredi ihraçlarının azalışı 2009 yılında da devam edecektir.

³⁵ Bu tahmin The Priestin Group tarafından yapılmıştır.

³⁶ 2003 mali yılında bu rakam 295 idi.

³⁷ Örneğin yapılan bir soruşturma kapsamında verilen hüküm kesinleşirse, dolandırıcılığa sebep olan kişilere 30 yılın üzerinde mahkûmiyet ve 1 milyon \$'ın üzerinde para cezası verilecektir.

Konut sektöründe düşüşlerin yaşanmaya başlaması, gayrimenkul sektöründe hileli işlemlerin başlamasına, korumasız olan konut sahiplerinin aldatılarak borsa simsarlarının (insiders), spekülâtörlerin kâr ve büyüme fırsatı yakalamalarına neden olmuştur. Zor durumda olan konut sahiplerinden oldukça düşük fiyatlarla satın alınan konutlar, gerçeğe uygun olmayan değerlendirme yöntemleriyle fiyatları yüksek gösterilerek kredi kullanılmış ve kredi kullanımından yüksek oranlarda kârlar elde edilmiştir. Bu işleyişin taraflarından bankalar, kâr paylarını yüksek tutmak amacıyla değerlemede yapılan yanlışlıklara sessiz kalarak, kredi piyasası sisteminde sorunlar çıkmasına neden olmuştur.

Grafik 32 Spekülâtörlerin Konut Fiyatlarına Etkisi



Kaynak: FBI

Mortgage dolandırıcılık göstergeleri arasında (FBI, 2007),

- Abartılarak yapılmış, gerçeği yansıtmayan değerlemeler,
- Komisyoncular ve ekspertizler tarafından artırılan komisyon primleri,
- Kredi başvurularında yapılan değişiklikler,
- Sahte kredi dokümantasyonları,
- Refinansman amacıyla alınan krediler ve
- Yatırımcıların garanti edilmiş kısa vadeli yeniden satın alma yatırımları,

yer almaktadır. Belirtilen bu göstergeler, mortgage piyasasının izlenmesinde düzenleyici ve denetleyici kurumlar tarafından kullanılmalıdır. Mortgage piyasasında ortaya çıkan hileli işlemlerin sahtekârlık türüne göre dağılımı ise kâr amaçlı ya da konuta yönelik olmak üzere farklılık göstermektedir. Gelirlerin, varlık değerlerinin, borç tutarlarının yanlış beyan edilmesi, eksik, hileli belgelendirme yapılması, daha uygun koşullarda kredi temini amacıyla kullanım sürelerinin değiştirilmesi, değerlemelerin gerçeğe uygun olmaması, başkası adına işlem yapılmasının yanında sahte kimliklerle işlem yapılması ve hayali alıcılar yaratılarak spekülâtif alım satımları olmak üzere genel anlamda 8 başlıkta, yapılan sahtekârlıkları toplamak mümkündür.

Değerleme yapanların %92,7'si değerlendirme ve %16,5'i kullanım süresi sahtekârlığı içeren hileli işlemlere taraf olmuştur. Kredi alanların ise %84,1'i gelirlerini, varlık değerlerini yanlış beyan ederken, %83'ü hileli belgelendirme yapmış, %70,2'si kullanım süresinde, %95'i rekor bir oranda kimlik beyanında sahtekârlık yapmıştır. Mütahhit firmaların

hileli işlemlerdeki payı oldukça düşüktür. Genelde %1'in altında hileli işleme taraf olan müteahhitlerin %4,2'si spekülatif hareketlerin oluşmasına neden olmuştur.

Yatırımcıların hileli işlemlerdeki payına bakıldığında, %20 oranıyla en çok sahtekârlığın kullanım süresi beyanında, ardından %14,6 ile spekülatif alım satımların ve %11 ile hayali alıcıların oluşmasında, %9,5 ile değerlemeye yönelik hileli işlemlerin yapılmasında ve %6,2 ile gelirlerini, varlık değerlerini yanlış beyan ettikleri görülmektedir. Mortgage komisyoncularının ise tüm sahtekârlık türlerinde payı oldukça yüksektir. Mortgage komisyoncuları %64,2 ile varlık değerinde, %68,2 hileli belgelendirmede, %61,2 kullanım süresinde, %48,7 yanlış değerlendirme yapılmasında, %66 hayali alıcıların oluşmasında, %40 yanlış kimliklerin kullanılmasında, %63,9 kimlik sahtekârlığında ve %68,8 piyasada spekülasyonun oluşmasında rol oynamıştır.

Emlakçıların hileli işlemlerdeki payı spekülatif alım satımlarda %6,3, hayali alıcıların ortaya çıkmasında %4 ve kimlik sahtekârlığında %4,9 iken bunlar dışındaki nedenlere bağlı hileli işlemlerdeki ortalama payları %1,6 olmuştur.

Konut satanlar, %29,2 ile spekülasyonda, %21 ile hayali alıcıların oluşumunda, %11,2 ile değerlendirme hilelerinin yapılmasında ve %7,8 ile kullanım sürelerinin yanlış beyanında etkin olmuştur. Ödeme sistemleri açısından sahtekârlık yapılan hileli işlemlerin en yüksek payı %4,2 ile spekülatif hareketlere aittir.

Mortgage piyasasında ortaya çıkan hileli işlemlerin düzenleyici ve denetleyici otoritelere göre dağılımına bakıldığında, ulusal bankalardan sorumlu olan OCC'nin en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 29 Sahtekarlık Türüne Göre ve İlgili Otoritelere Göre Hileli İşlemler

Faaliyetin Türü (2007 Yılı)	Karda Yapılan Sahtekarlık (Adet)	Faaliyetin Yüzdesi (%)	Konutta Yapılan Sahtekarlık (Adet)	Faaliyetin Yüzdesi (%)	Düzenleyici ve Denetleyici Otoriteler	Hileli İşlem Adedi
Gelir.Varlıkların Yanlış Beyanı	239	31,4	519	68,2	FDIC	4.653
Eksik, Hileli Dokümantasyon	97	19,6	395	79,6	FED	10.996
Kullanım Süresi Hilesi	241	94,5	14	5,5	OTS	11.263
Değerleme Hilesi	140	60,3	77	33,2	OCC	13.465
Hayali Alıcılar	83	83,0	15	15,0	Tespit Edilemeyen	5.996
Kimlik Hilesi	6	3,3	174	96,7		
Kimlik Hırsızlığı	61	100,0	0	0,0		
Spekülatörlük	48	100,0	0	0,0		

Kaynak: FinCen

ABD için mortgage dolandırıcılığı gittikçe büyüyen bir problem olmaktadır. Bu nedenle mortgage dolandırıcılığından korunmak için yatırımcılar da özen göstermelidir. Öncelikle yatırımcılar, gayrimenkul ve mortgage aracı kurumlarının lisanslarının olup olmadığını kontrol etmeli ve aşırı baskıcı satış teknikleri kullanılarak yapılan satışlarda dikkatli olmalıdırlar. Yatırımcılar, ekspertiz raporlarının da dâhil olduğu tüm dokümanları yazılı olarak temin etmeli ve kredi sözleşmelerini imzalamadan önce mutlaka her detayı okuyup, sözleşmelerin kendilerine ait olup olmadığını tespit etmelidirler.

3 ABD MORTGAGE KRİZİ YÖNETİM SÜRECİ

ABD'deki subprime mortgage kredileri nedeniyle başlayan finansal dalgalanmada ABD'nin tutumu tüm dünya piyasaları tarafından yakından takip edilmiştir. Dalgalanmanın başında, FED'in para politikası kararları ile tedbirler almaya çalışan ABD, bu önlemlerin yetersiz kalması, piyasalarda tedirginliğin devam etmesi, durgunluk ihtimalinin ortaya çıkması sebebiyle maliye politikası uygulamaları, yeniden yapılanma çalışmaları ve çeşitli düzenlemelerle dalgalanmanın negatif etkilerini ortadan kaldırmaya çalışmıştır. Çalışmanın bu bölümünde bu uygulama ve önlemlerden bahsedilecektir.

3.1 Para Politikası Uygulamaları

3.1.1 Faiz Kararları

Faizlerin düşük olduğu dönemde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen subprime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle beraber temerrütler ve icralar artmaya başlamış ve bu durum karmaşık türev araçlar kanalıyla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur. Amerikan Kongresi tarafından fiyat istikrarını ve tam istihdamı, dolayısıyla finansal istikrarı sağlamakla görevlendirilen FED, dalgalanma başlamadan önce fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken durgunluğa girme olasılığının artması üzerine finansal istikrara odaklanmaya başlamıştır (Kroszner, Markets, Financial Institutions, and Consumers: The Roles of the Federal Reserve, 2007). Böylece 2001-2008 yılları arasında FED'in izlediği temel politika 3 defa değişime uğramıştır. 2001 yılında yaşanan ve etkisi 2003 yılına kadar devam eden resesyon sürecinde; FED, gösterge faizini %6,50'den %1,75'e kadar düşürmüştü ve ekonomi yeniden canlanma eğilimine girmiştir. 2003 yılına kadar faiz indirimleriyle ekonomiyi canlandıran FED, bu sefer enflasyon riskine karşı önlem almaya başlamış ve 2004'ün ortalarından Haziran 2006 döneminde kadar faiz oranlarını 17 defa artırarak %5,25 düzeyine çıkarmıştır. 2007'de başlayan dalgalanma sürecinde ise 3. defa politika değişikliğine giden FED gösterge ve iskonto faiz oranlarını yeniden düşürmeye başlamış ve çeşitli kanallarla piyasaya likidite desteğinde bulunmuştur.

Sürecin başında enflasyon riskine karşı faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmeyen otorite, finansal piyasalardaki bozulmanın artması ve piyasada oluşan indirim beklentileri nedeniyle öncelikli olarak iskonto faiz haddinde daha sonra da gösterge faiz haddinde indirim gitmiştir. Otoritenin ilk önce iskonto faiz oranını düşürmesinin sebebi enflasyon baskısı nedeniyle gösterge faiz oranlarını düşürmek istememesidir³⁸.

FED; iskonto faiz haddindeki indirimle rağmen, sistemin eski işleyişine dönmemesi, kuruluşların birbirine borç vermekte tereddüt etmeye devam etmesi, Libor piyasasında üç aylık ABD doları faizlerinin 40 baz puan, Euro faizlerinin 50 baz puan yükselmesi sebebiyle, sistemik riski ve durgunluğa girme ihtimalini değerlendirerek gösterge faiz oranlarında da indirim gitmeye başlamıştır (Kroszner, Recent Events in Financial Markets, 2007). Federal Açık Piyasa Kurulu %5,25 düzeyinde olan gösterge faizini 7 defada %2'ye indirmiştir³⁹. Gösterge faiz oranlarındaki indirimin temel 2 nedeni;

38 İskonto faiz oranındaki ilk indirim 17.08.2007'de Federal Açık Piyasa Kurulu'nun (FOMC) olağanüstü toplantısında kararlaştırılmış ve oran yarım puanlık indirimle %6,25'den %5,75'e düşürülmüştür.

39 Gösterge faiz oranındaki ilk indirim 18.09.2007 tarihinde başlamıştır.

durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımı ve tüketimi teşvik etmek ve asimetrik bilgi sebebiyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmaması için bankalar arası borçlanma faiz oranını düşürmektir (Mishkin F. S., 2007).

Tablo 30 Dalgalanma Döneminde FED'in Faiz Kararları

Toplantı Tarihi	Gösterge Faiz Oranı		İskonto Faiz Oranı	
	Faiz Kararı	Faiz Oranı	Faiz Kararı	Faiz Oranı
07.08.07	Değişiklik Yapılmadı	5,25	Değişiklik Yapılmadı	6,25
17.08.07			-0,50	5,75
18.09.07	-0,50	4,75	-0,50	5,25
31.10.07	-0,25	4,50	-0,25	5
11.12.07	-0,25	4,25	-0,25	4,75
21.01.08	-0,75	3,5	-0,75	4
30.01.08	-0,50	3,0	-0,50	3,5
17.03.08	Değişiklik Yapılmadı	3,0	-0,25	3,25
18.03.08	-0,75	2,25	-0,75	2,50
30.04.08	-0,25	2,0	-0,25	2,25
25.06.08	Değişiklik Yapılmadı	2,0	Değişiklik Yapılmadı	2,25

Kaynak: FED

3.1.2 Likidite Desteği

FED ekonomiye yönelen makroekonomik riskleri gidermek ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla bir dizi para politikası aracı kullanmaktadır. Dahası, FED Ağustos 2007'de başlayan finansal dalgalanmanın etkilerini en aza indirmek amacıyla birçok yeni likidite sağlama kolaylıkları oluşturmuş ve mevcut uygulamalar ve operasyonlarda önemli değişikliğe gitmiştir. FED'in para politikası araçlarındaki mevcut ve yeni uygulamaları ile yapmış olduğu değişiklikler arasında, ilk olarak, öne çıkan uygulaması ABD Hazinesi ve federal kurumların menkul kıymetlerinin alım satımı olarak bilinen açık piyasa işlemleri yer almaktadır. Açık piyasa işlemlerinin kısa-dönemli hedefi, arzulanan rezerv miktarı veya mevduat kuruluşlarının FED üzerinden diğer mevduat kuruluşlarına gecelik borç verme oranı olan arzulanan fiyat (gösterge faiz oranı) şeklinde Federal Açık Piyasa Komitesi tarafından belirlenmektedir.

İkinci olarak, iskonto oranı ticari bankaların ve mevduat kuruluşlarının bölgesel Merkez Bankaları'nın kredi verme kolaylığından yararlanırken uygulanan faiz oranıdır. İskonto penceresi; genellikle sağlam bir finansal duruma sahip mevduat kuruluşlarına çok kısa dönem için (genellikle gecelik) verilen birincil kredi, finansal durumu birincil krediye uygun olmayan mevduat kuruluşlarına verilen ikincil kredi ve dönemsel fonlama ihtiyacı duyan görece küçük mevduat kuruluşlarına verilen dönemsel kredi olmak üzere 3 şekilde yapılmaktadır. Her dönemin kredisi tamamen garanti edilmiş olmalıdır. Ayrıca, her dönemin kendine has uygulanan faiz hadleri birbirinden farklıdır. 17 Ağustos 2007'de 100 baz puan olan birincil kredi oranı ile FED hedef faiz oranı arasındaki spread farkını 50 baz puana indirmiş ve 30 gün vadeli kredilerin yenilenebilirliğine izin vermiştir. Ayrıca, 16 Mart 2008'de spread farkını 25 baz puana düşürmüş ve kredilerin vadesini 90 güne çıkarmıştır.

Üçüncü olarak, vadeli ihale kolaylığı (Term Auction Facility) birincil kredi almaya uygun tüm mevduat kuruluşlarının katılabildiği, verilen kredilerin tamamen teminatlandırıldığı, sabit tutarda, faiz oranı ihale sürecinde belirlenen (minimum alt

sınıra tabidir) ve tekliflerin bölgesel Merkez Bankalara telefonla yapıldığı bir para politikası aracıdır. FED 12 Aralık 2007'de vadeli ihale kolaylığı programını uygulayacağını açıklamış ve 17 Aralık 2007'de 28 gün vadeli, 20 milyar dolar tutarındaki ilk ihale gerçekleştirilmiştir.

Dördüncü olarak, Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (The Term Securities Lending Facility (TSLF)) haftalık kredi kolaylığı sağlayan, Hazine kağıtları ve diğer teminatların likiditesini arttıran ve böylece finansal sistemin işlerliğini sağlamlaştıran bir uygulamadır. Bu sistemde FED piyasa yapımcılarına Hazine menkul kıymetlerini belirlenen uygun teminatlarla 28 gün vadeli olarak değiştirebilmelerini izin vermektedir. Teminat olarak verilen bu menkul kıymetler AAA ile Aaa dereceli ipotekli konut finansmanına dayalı menkul kıymetler dahil yüksek dereceli bireysel krediler, taşıt kredileri, öğrenci kredileri vs ve üçlü repo anlaşmalarına uygun tüm menkul kıymetleri içermektedir. Piyasa yapımcıları hazine kağıtları ile ellerindeki menkul kıymetleri değiştirerek daha likit varlıklara sahip olmaktadır. 11 Mart 2008'de FED Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı Programını oluşturmuş ve 27 Mart 2008'de haftalık ihaleler başlamıştır.

Son olarak, piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı (The Primary Dealer Credit Facility (PDCF)) piyasa yapımcılarına belirlenmiş teminatlara karşılık gecelik fonlama sağlamaya ve bu şekilde finansal sistemin işlerliliğini attırmaya yönelik bir yeni bir uygulamadır. 16 Mart 2008'de 6 aylık bir dönem için uygulamaya başlanmıştır. Piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı oranı birincil kredi oranı ile aynı olup, teminatlar arasında yatırım derecesine sahip menkul kıymetler, varlığa ve ipotekli konut finansmanına dayalı menkul kıymetler de yer almaktadır. FED'in yeni uygulamalarında vadeli ihale kolaylığı ile piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı arasındaki fark vadeli ihale kolaylığının mevduat kuruluşlarına 2 haftada bir 28 gün vadeli olarak sabit tutarda borçlanma imkanı sunmasıdır. Piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı ise, uygun piyasa yapımcılarına iskonto faiz oranından 120 güne kadar borçlanma imkanı sağlamaktadır.

Tablo 31 FED'in Likidite Desteği Programlarının Özellikleri

Program Türü	Açık Piyasa İşlemleri	Tek-dilim Açık Piyasa İşlemleri	Reeskont Penceresi	Vadeli İhale Kolaylığı	Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı	Piyasa Yapıcılığı Kredi Kolaylığı
Kuruluşlar	Piyasa yapımcıları	Piyasa yapımcıları	Mevduat kuruluşları	Mevduat kuruluşları	Piyasa yapımcıları	Piyasa yapımcıları
Faiz Oranı	Gösterge faiz oranı	Gösterge faiz oranı	İskonto faizi	İhalede belirlenir	İhalede belirlenir	İskonto faizi
Vade	Genellikle 14 gün	28 gün	Gecelik, 90 güne kadar uzatılabilir	28 gün	28 gün	Gecelik, 120 güne kadar yenilenebilir
Kabul Edilen Teminatlar	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	AAA dereceli KİDMK ve VDMK	Sentetik menkul kıymetler dışında Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri
Uygulanma Sıklığı	Genellikle bir defa veya daha çok günlük	Genellikle haftalık	Günlük	2 haftada bir	Haftalık	Günlük

Kaynak: Federal Reserve Bank of Dallas

FED'in öncelikli olarak iskonto faiz oranlarını düşürmesinin sebebi likidite desteğine ihtiyaç duyan kuruluşları reeskont penceresinden kredi almaya teşvik etmektir

(Bernanke, Housing, Housing Finance and Monetary Policy, 2007). Piyasaya likidite desteğinde bulunmak için reeskont penceresinin açık piyasa işlemlerine tercih edilmesinin iki sebebi bulunmaktadır. Bunlar; açık piyasa işlemlerinde sadece hazine kağıtları teminat olarak kabul edilirken reeskont penceresinde daha fazla varlığın kabul edilmesi ve açık piyasa işlemlerinde 21 banka veya aracı kurum ile işlem yapılırken reeskont penceresinde mevduat bankalarıyla doğrudan işlem yapılmasıdır (Bernanke, The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences, 2007). Dolayısıyla likidite ihtiyacındaki mevduat bankalarının, çeşitli teminatlarla likidite ihtiyacını karşılaması beklenmiştir. Reeskont penceresinden verilecek kredinin vadesi normal şartlarda 1 gecelik iken 30 güne çıkarılmış, hatta vadenin istenirse yenilenebileceği belirtilmiştir. Ancak FED'in reeskont penceresinden sınırsız kredi desteği vereceği güvencesine rağmen; bu imkânın 2 türlü dezavantajı ortaya çıkmıştır. Birinci dezavantajı; bankalar, finansal durumlarına dair piyasada negatif bir algılama oluşması ve kredibilitelerinin düşmesi korkusuyla (stigma problemi) bu imkândan çok yararlanmak istememiş, ikincisi ise reeskont penceresinden kuruluşlara verilen likidite nedeniyle piyasadaki faiz oranının FED'in belirlediği gösterge faiz oranının aşağısında oluşma ihtimali olmuştur, dolayısıyla FED reeskont penceresinden sınırsız kredi verebileceğini açıklamasına rağmen bu yöntemle sınırlı destek verebilmiştir (Bernanke, The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences, 2007).

Dalgalanma sürecinde kuruluşların yaşadığı temel sorunun likidite ihtiyacı olması üzerine merkez bankaları faiz indirim kararlarına ek olarak, asıl sorunu çözebilecek tedbirler almaya çalışmıştır⁴⁰. Buna yönelik olarak FED, Avrupa, İngiltere, Kanada ve İsviçre Merkez Bankaları kısa vadeli finansman piyasalarındaki baskıyı azaltmak amacıyla ortak eylem paketi açıklamışlardır. FED, ortak eylem paketi kapsamında Vadeli İhale Kolaylığı programını düzenleyeceğini ve Avrupa, İsviçre Merkez Bankalarıyla döviz swap hattı kuracağını açıklamıştır.

FED tarihinde bir ilk olan vadeli ihale kolaylığı programının özelliği; reeskont penceresinde kabul edilen teminatlar karşılığında, ihalede oluşacak faiz oranı üzerinden, mevduat kabul eden kuruluşların başvurabileceği 28 gün vadeli krediler olmasıdır. Vadeli ihalelerin, reeskont penceresinden kredi vermeye üstünlüğü ise ihalede belirlenen oranın iskonto oranından daha düşük düzeyde gerçekleşecek ve böylece bankaların likidite ihtiyacını daha kolay karşılayacak ve gösterge faiz oranlarında herhangi bir oynamaya yol açmayacak olmasıdır. Aralık 2007'den Mayıs 2008'e kadar olan dönemde vadeli ihaleler ile piyasaya 490 milyar dolar tutarında likidite desteğinde bulunulmuştur. Mart 2008'den sonra aylık miktarın 100 milyar dolara çıkarılacağı açıklanmıştır. Vadeli ihalelerin, piyasadaki likidite kaygısının azalmasına önemli katkıda bulunurken kuruluşların karşı tarafların riskliliğine dair algısında belirgin bir etkisinin olmadığı tespit edilmiş ve programının 1 aylık Libor faiz oranını en az 31 baz puan, 3 aylık Libor faiz oranını en az 44 baz puan düşürdüğü belirlenmiştir (Wu, 2008) Vadeli ihalelerde kullanılan ve talep edilen kredi miktarı, teklif sayısı ve gerçekleşen faiz oranları Tablo 2'de verilmiştir.

⁴⁰ 12.12.2007 ve 11.03.2008'de G-10 Merkez Bankaları toplantısında alınan kararlardır.

Tablo 32 Vadeli İhale ve Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı Programı

Vadeli İhale		(Milyar \$)		%
İhale Tarihi	Teklif Sayısı	Talep Edilen Miktar	Kabul Edilen Miktar	Faiz Oranı
20.12.07	93	61,553	20	4,65
27.12.07	73	57,664	20	4,67
17.01.07	56	55,526	30	3,95
31.01.07	52	37,452	30	3,123
14.02.08	66	58,400	30	3,01
28.02.08	72	67,958	30	3,08
13.03.08	82	92,595	50	2,80
27.03.08	88	88,896	30	2,615
10.04.08	79	91,569	50	2,82
24.04.08	83	88,288	50	2,87
10.05.08	71	96,618	75	2,22
19.05.08	75	84,438	75	2,10
02.06.08	73	95,914	75	2,26
16.06.08	76	89,377	75	2,36
30.06.08	77	90,881	75	2,34
14.07.08	82	93,344	75	2,30

Vadeli Menk Kıy. Borç Verme		(Milyar \$)		%
İhale Tarihi	Talep Edilen Miktar	Kabul Edilen Miktar	Talep/ Kabul	Faiz Oranı
28.03.08	75	86,1	1,15	0,33
04.04.08	25	46,9	1,88	0,16
11.04.08	50	40	0,68	0,25
18.04.08	25	35,1	1,40	0,10
25.04.08	75	59,5	0,79	0,25
02.05.08	25	24,1	0,96	0,10

Kaynak: FED

Ortak eylem paketinde kararlaştırılan döviz swap hatlarının amacı ise Libor faiz oranlarını düşürmektir. Kurulacak swap hatlarına göre, FED'in Avrupa ve İsviçre merkez bankasına sırasıyla 20 milyar dolar ve 2 milyar dolar aktarması kararlaştırılmış, daha sonra G-10 ülkelerinin merkez bankalarıyla yapılan toplantılarda bu rakamlar 50 milyar ve 6 milyar dolar düzeyine yükseltilmiştir. Merkez bankalarının kendi piyasalarına aktaracakları bu dolar cinsinden kaynakların Libor oranlarını düşürmesi beklenmiştir. Libor oranlarını düşürmekteki amaç, birçok faizin düzeyinin FED'in açıkladığı gösterge faiz oranlarına göre değil de Libor'a endeksli olması, FED'in yaptığı faiz indirimlerinin Libor'a yansımaması nedeniyle istenilen etkiyi oluşturmamasıdır. Swap hatlarının 30 Eylül 2008 tarihine kadar açık kalması kararlaştırılmıştır. Mevduat kabul etmeyen fakat yaşadıkları sıkıntılar nedeniyle sistemi tehdit eden diğer finansal kuruluşların sistemik riske yol açma ihtimalleri FED'i alternatif likidite desteği kanalları bulmaya yöneltmiştir. Böylece reeskont penceresi ve vadeli ihalelerden yararlanamayan mevduat kabul etmeyen finansal kuruluşlar (örneğin yatırım bankası) FED'in bulduğu yöntemlerle likidite desteğinden faydalanma imkânı bulabileceklerdir. Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı bu amaçla uygulanmış bir programdır⁴¹. Buna göre FED, piyasa yapımcılarına Fannie Mae ve Freddie Mac'in konut ipoteğine dayalı menkul kıymetleri (KİDMK) ve bu kuruluşlar tarafından garanti edilmeyen AAA/Aaa derecesine sahip özel şirket KİDMK'ları karşılığında Hazine kâğıtları vereceğini açıklamıştır. Programın vadesinin 28 gün olacağı ve toplamda piyasaya 200 milyar dolar tutarında Hazine kâğıdı aktarılacağı duyurulmuştur. Böylece FED, kuruluşların bilânçolarındaki 200 milyar dolar tutarındaki sorunlu varlığı kendi bilânçosuna aktarıp, hem şirketlerin bilânçolarını temizlemeyi hem de piyasadaki likiditeyi Hazine kâğıdı vererek dolaylı yoldan artırmayı öngörmüştür.

Dalgalanma döneminde FED'in likidite desteği olarak yaptığı en olağandışı yardım bir yatırım bankası olan Bear Stearns'e reeskont penceresinden kredi kullandırması olmuştur. Bear Stearns'in likidite sıkışıklığına girdiğini açıklamasının ardından FED, JP

⁴¹ Fed bu programı 11.03.2008 tarihindeki G-10 Merkez Bankaları toplantısındaki likiditeyi artırma yönünde işbirliği kararından sonra uygulamaya geçirmiştir.

Morgan aracılığıyla şirkete 28 gün vadeli likidite sağlayarak son borç verme mercii görevini mevduat kuruluşu olmayan bir banka için kullanmıştır. FED'e acil durumlarda mevduat bankası olmayan bir kuruluşa reeskont penceresinden kredi kullandırma yetkisi Büyük Depresyondan sonra 1932 yılında yürürlüğe konulan bir madde hükmü ile verilmiştir. Bu hükme göre kredi ancak resesyona girme ihtimali gibi olağanüstü dönemlerde ve Federal Açık Piyasa Kurulu'nun (FOMC) 5 üyesinin onayıyla verilebilmektedir. Bear Stearns'e verilen kredide bir üyenin seyahatte olması sebebiyle 4 üye ile karar verilmiştir. FED'in uzun zamandır kullanmadığı bu yetkiyi kullanması ve diğer üyeyi beklemeden 4 üye ile karara varması dalgalanmanın boyutunu göstermesi açısından önemlidir. FED'in bu müdahalesi ahlaki çöküntüye (moral hazard) yol açma ihtimali (Hoening, 2008) ve denetlemediği ve düzenlemediği dolayısıyla riskliliğini bilmediği bir kuruluşun riskini üzerine alması (Roubini N. 2008) bakımından eleştirilmekle beraber batmak üzere olan bir bankaya, İngiltere Merkez Bankası'nın Northern Rock'a yaptığı müdahalenin aksine çabuk ve kamulaştırmadan önlem alması olumlu bulunmaktadır (Özel, 2008).

Bir piyasa yapıcısı olan Bear Stearns'un likidite sıkışıklığı nedeniyle yaşadığı sorun FED'i özellikle piyasa yapımcılarına yönelik olmak üzere günlük likidite sağlama yolunda çalışmalar yapmaya sevk etmiştir. Bu amaçla Piyasa Yapıcısı Kolaylığı programı uygulamaya geçirilmiştir. Program iskonto faiz oranı üzerinden piyasa yapımcılarına repo yoluyla gecelik fon sağlamaktadır. Kabul edilen teminatlar olarak açık piyasa işlemlerinde kullanılan teminatlar, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, yatırım derecesine sahip (BBB- ya da daha yüksek) ticari menkul kıymetler ve belediye tahvillerinin olacağı açıklanmıştır. Programın hedef kitlesinin piyasa yapımcılarının seçilmesinin sebebi ise, söz konusu kuruluşların hem FED'in açık piyasa işlemleri yoluyla para politikasını yürütmesinde hem de Hazine'nin borçlanmasında önemli bir role sahip olmaları, dolayısıyla finansal sistemin tümü için taşıdıkları önemdir (Hoening, 2008). Piyasa Yapıcılığı Kolaylığı programının reeskont penceresi ve vadeli ihale kolaylığından farkı mevduat bankalarına değil de piyasa yapımcılarına likidite desteğinde bulunulması, vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığından farkı ise, piyasaya Hazine bonosu verilmesi değil de günlük likidite desteğinde bulunulmasıdır.

Tablo 33 FED'in Çeşitli Dönemlerdeki Bazı Varlıklarının Gelişimi

(Milyar \$)	04.07.07	02.01.08	19.03.08	26.03.08	30.04.08	29.05.08	26.06.08
Menkul Kıymetler							
Elde Tutulanlar	790,6	740,6	660,5	612,3	548,7	491	478
REPO	30,3	56,3	62	106,8	115,5	115	130
Krediler							
Birincil Kredi	0,19	4,9	0,12	0,58	12	19	13,7
Vadeli İhale Kredisi		40	80	80	100	150	150
Piyasa Yapıcılığı Kredisi			28,8	37,6	17,8	10,2	1,7
Altın	11	11	11	11	11	11	11

Kaynak: FED

FED nakit ve menkul kıymet şeklinde büyük tutarlarda borç vererek, piyasaya yeniden bir düzen kazandırmak istemiştir. Mart 2008 sonu itibarıyla yaklaşık 1 trilyon dolarlık bilançosunun yarısından fazlasını yeni geliştirmiş olduğu programlar teşkil etmektedir. Yapılan işlemler arasında (Cecchetti, 2008);

- 100 milyar \$ vadeli ihale kolaylığı,

- 100 milyar \$ ipotekli konut finansmanına dayalı 28 günlük repo,
- 200 milyar \$ vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı,
- 36 milyar \$ döviz swapleri,
- 29 milyar \$ Bear Stearns'in satışını destelemeye yönelik kredi,
- 30 milyar \$ piyasa yapıcısı kredi kolaylığı yer almaktadır.

3.2 Maliye Politikası Uygulamaları

FED'in aldığı önlemlerin yetersiz kalması, durgunluğa girme beklentilerinin artması üzerine ABD hükümeti, ekonomiyi yeniden canlandırmak, durgunluk bekleyişlerinin önüne geçmek amacıyla genişletici maliye politikası tedbirleri de almaya başlamıştır. Bu kapsamda 150 milyar dolar tutarında ekonomik büyüme paketi açıklanmıştır⁴².

Ekonomik büyüme paketinin temel amacı, kısa dönemde harcamaya eğilimli kesimin tüketimini artırıp dolayısıyla yatırımı canlandırmak olduğu için, içeriğinde tüketicilere ilave satın alma gücü sağlayacak ve yatırımcıları yeni yatırımlar yapmaya teşvik edecek vergi düzenlemeleridir (Paulson, 2008). Paketin temel özelliği; içeriğinin hükümet harcamaları yerine daha çabuk sonuç almak için tüketicilere ve yatırımcılara vergi indirimleri sunması, ekonomide istenen canlanmayı oluşturmak için GSMH'nın %1'i düzeyinde olması ve paketin geçici süreyle uygulanacak olmasıdır. 150 milyarın 100 milyarından tüketicilerin, 50 milyarından işletmelerin yararlanması planlanmıştır. Hükümetin öngörüsüne göre 130 milyon kişi bu paketten yararlanacak ve 500.000 kişilik yeni iş hacmi oluşturulacaktır. Söz konusu vergi indirimleri geçmiş yıla ait olduğu için, indirilmesi planlanan kadar vergi, tüketici ve yatırımcılara iade edilecektir. Dolayısıyla ekonomiye 150 milyar tutarında kaynak aktarılmış olacaktır. Vergi iadeleri Mayıs 2008 itibarıyla dağıtılmaya başlamıştır.

Tüketiciler için öngörülen vergi indiriminin kapsamına yıllık brüt geliri 75.000 dolardan az olan bireyler ile yıllık brüt geliri 150.000 dolardan az olan evli çiftlerin girmesi kararlaştırılmıştır. Bireylerin vergilendirilebilir gelirinin ilk 6.000 doları, evli çiftlerin vergilendirilebilir gelirinin ilk 12.000 doları için % 10 düzeyinde vergi indirimi öngörülmüştür. Buna göre; bireylere 600 dolara kadar, evlilere 1.200 dolara kadar vergi indirimi, ayrıca vergi indirimi kapsamına giren ailelere her çocuk başına 300 dolarlık vergi indirimi uygulanması planlanmıştır. Dolayısıyla bir çocuklu bir aile için öngörülen maksimum vergi indirimi 1.500 (1.200+300) doları bulmaktadır.

Yatırımcılara sağlanan vergi indiriminin amacı ise; yatırımcıları yeni yatırımlar yapmaya teşvik etmek, işsizlere iş olanakları oluşturmak ve büyümenin istenen düzeyde devam etmesini sağlamak olduğu için bu yıl içinde alınan ekipmanın %50 oranında vergi indirimine tabi olması kararlaştırılmıştır.

3.3 Yeniden Yapılandırma Kapsamında İcraları Önleyici Uygulamalar

ABD otoriteleri tarafından dalgalanma döneminde çözülmeye çalışan problemlerden bir tanesi, 2006-2007 yıllarında çıkarılan, 2008 ve 2009 yılında faizleri güncellenecek olan 2/28 ve 3/27 niteliğindeki değişken faiz oranlı kredilerdir. Bu kredilerin temerrüde düşmesi veya icraya verilmesi önlenerek dalgalanmanın hem ev sahipleri hem de

⁴² Ekonomik Büyüme Paketi 18.01.2008'de açıklanmıştır.

şirketler açısından daha da derinleşmesi engellenmeye çalışılmıştır. Bu yönde Hazine'nin, FDIC'nin ve OCC'nin çalışmaları olmuş, mortgage kredisi veren kuruluşları hazırladıkları gönüllü çalışmalara katılmaya teşvik etmişlerdir. Değişken faiz oranlı kredilerin toplam mortgage kredilerindeki oranı 2001 yılında %16 düzeyinde iken 2006 döneminde %45'e yükselmiştir. Bu kredilerin de %70'i 2/28 ve 3/27 niteliğindeki kredilerden oluşmaktadır. 2/28 ve 3/27 niteliğindeki kredilerin özelliği ilk 2 ya da 3 yıl sabit faiz ödemeli olması, daha sonraki yıllarda baz puan + belli bir faiz oranı üzerinden güncellenmesidir (Bair, 2008). Subprime mortgage kredilerdeki artan temerrüt ve icranın temelinde yatan sebep artan faiz ortamında değişken faiz oranlı özellikle 2/28 ve 3/27 niteliğindeki kredilerde aylık ödemelerin artmış olması ve ev sahiplerinin taksitlerini ödemekte zorlanmasıdır. Şubat 2008 itibarıyla mortgage piyasasında 2,07 milyon adet değişken faiz oranlı kredi bulunmakta ve bunların 311.000'inde temerrüt ya da icra sorunu yaşanmaktadır (Bair, 2008). Ayrıca ev fiyatlarının düşmesi kişilerin ödedikleri kredi ile evinin mevcut değeri arasında fark oluşturmuştur. Bu sorun kişinin gelir durumuna etki edip kredi ödemelerini negatif etkilemese de, evini teminat göstererek yeniden kredi alma imkânının sınırlandırılmasına neden olmuştur.

Kısa vadede sorun oluşturma ihtimali olan bu durumun çözülmesi gerektiğini düşünen otoriteler; kredi kuruluşlarının gönüllülük esasına dayanan bir şekilde, değişken faiz oranlı kredilerini sabit faiz ödemeli kredilere dönüştürmesinin hem evlerini kaybetme korkusu yaşayan ev sahiplerine hem de zararlar açıklayan şirketlere çözüm olacağı çağrısında bulunmuş ve mortgage sağlayıcıları ve mortgage danışmanları ile HopeNow anlaşmasını hazırlamışlardır⁴³. HopeNow, özellikle iyi bir kredi geçmişine sahip olan, şimdiye kadar ödemelerini düzenli yapan fakat değişken faiz oranlı kredilerin faizlerinin güncellenmesiyle evini kaybetme ihtimali olan ev sahiplerine yönelik bir anlaşmadır. HopeNow anlaşması ile yapılması planlananlar; risk altındaki tüketicilere posta yoluyla ulaşmak ve mortgage sağlayıcısı ile irtibata geçmesini sağlayıp kredi koşullarında gereken değişikliklerin yapılmasını sağlamak, danışma hattı ile ev sahiplerinin sorularını yanıtlamak ve böylece muhtemel icraların önüne geçmek olarak açıklanmıştır. Anlaşma ile 1 milyon kredi borçlusuna mektup gönderilmiş, bunlardan 200.000'i destek almak için başvurmıştır.

Otoritelerin sorunu çözmek için küçük borçlularla uğraşmasının temel sebebi; 2001-2005 yılları arasında 650.000 olan icra sayısının 2007 yılında 1.300.000'e ulaşması ve icralık kredilerin %50'sinin subprime mortgage kredisi alanlardan oluşmasıdır. Zincirleme olarak finansal sisteme yayılan bu sorunun çözümü; hem evini kaybetme ihtimali yaşayan ev sahiplerine hem de temerrüt ve icralar sebebiyle sıkıntıya düşen finansal sistemdeki kuruluşlara yardımcı olmak amacıyla otoriteler tarafından oldukça ciddiye alındığı sık sık vurgulanmaktadır. Anlaşmaya mortgage piyasasının %60'ını temsil eden mortgage sağlayıcıları ile mortgage danışmanları ve bazı yatırımcılar katılmıştır. İcraları önlemeye yönelik diğer bir çalışma FHA (Federal Housing Authority) bünyesinde yapılmıştır. FHA Büyük Depresyon'dan sonra kişilerin ev sahibi olmasını kolaylaştırmak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. FHA'nın ev almayı kolaylaştırması kredi vermek suretiyle değil, orta ve düşük gelir seviyesindeki kişilere aldıkları mortgage kredisini sigorta kapsamına alarak gerçekleşmektedir. Ev sahibinin temerrüde düşmesi

⁴³ 10.10.2007 itibarıyla uygulamaya geçilmiştir.

durumunda FHA'nın krediyi ödemeyi garanti etmesi, daha kolay kredi alınması sağlamakta böylece orta ve düşük gelir seviyesindeki kişiler de rahatlıkla ev sahibi olabilmektedir. FHA garantiyi verirken hem ev sahibinin ödeyebilme kapasitesine dikkat etmekte hem de ev sahibinden evin değerinin belli bir yüzdesi oranında prim almaktadır. Dalgalanma sürecinde FHA, temerrüt ve icraların çoğunun değişken faiz oranlı kredilerden kaynaklandığı dikkate alarak FHASecure adlı bir çalışma yapmıştır. FHASecure kapsamında değişken faiz oranlı kredilerin sabit oranlı kredilere dönüşmesi için kişilere garanti verilmeye başlanmış, böylece ev sahiplerinin sabit oranlı olmak şartıyla yeniden kredi alarak (refinance) değişken faiz oranlı kredilerini daha rahat finanse edebileceği düşünülmüştür. Garanti verilecek ev sahipleri seçilirken; faiz oranları güncellenmeden önce hiç temerrüde düşmemiş olması, faiz oranlarının Haziran 2005-Aralık 2008 döneminde güncellenmiş ya da güncellenecek olması, istikrarlı bir iş geçmişinin ve ödemeleri yapabilecek yeterli gelirinin olması kriterlerine dikkat edilmiş ve %3 oranında prim alınacağı belirtilmiştir. FHASecure ile Mayıs 2008 dönemine kadar 120.000 aileye yardım edilmiş ve 17 milyar dolar tutarında krediye garanti verilmiştir. 2008 sonuna kadar 500.000 aileye yardım edilmesi planlanmaktadır. Ayrıca Mart 2008'de yapılan bir değişiklikle FHA'nın garanti verdiği üst kredi limiti 362.790 dolardan 729.750 dolara çıkarılmıştır.

ABD otoritelerinin yeniden yapılandırma kapsamında değerlendirebileceğimiz diğer bir müdahalesi Freddie Mac ve Fannie Mae'ye yönelik olmuştur. Dalgalanma nedeniyle büyük zararlar eden sözkonusu 2 kuruluşun borçlarını ödemekte zorlanmaya başlaması piyasayı tehdit eder hale gelmiştir. Sistemik riske yol açma ihtimali olan bu durumun sebebi iki kuruluşun garanti verdikleri tahvillerin 12 trilyon dolarlık ABD mortgage sektörünün yaklaşık yarısını oluşturmasıdır. Dolayısıyla kuruluşların iflası halinde gerek ABD'de gerekse uluslar arası piyasalarda sözkonusu tahvilleri elinde bulunduranlar zor duruma düşecek, bu da dalgalanmanın derinleşmesine neden olacaktır. Kuruluşların iflasının önüne geçmek için Hazine ve FED, ABD Başkanının talimatıyla önlemler almaya başlamıştır. FED kuruluşlara likidite desteğinde bulunmuş ve Hazine bünyesinde bir müdahale planı hazırlanmıştır⁴⁴. Plan üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada borçlarını ödemedeki güçlüklerini gidermek için likidite desteğinde bulunulması öngörülmüştür, nitekim FED'in yardımı da bu yönde olmuştur. İkinci aşamada ise gerekirse hisse senetlerinin Hazine tarafından alınmasıyla sermaye yapılarının güçlendirileceği açıklanmıştır. Son ve uzun vadeli aşamada ise GSE'leri yeniden düzenleyen kanunların hazırlanması gerektiğinden bahsedilmiştir.

3.4 Dalgalanma Saikiyle Yapılan Düzenlemeler

ABD otoriteleri aldıkları aksiyonlarla dalgalanmanın negatif etkilerini gidermeye çalışırken diğer taraftan da çeşitli düzenlemeler çıkararak mortgage piyasasını yeniden disipline etmeye çalışmışlardır. Çalışmanın bu bölümünde otoritelerin bu yöndeki düzenleme çalışmaları ana hatları ile ele alınacaktır.

Mortgage piyasasında disiplini tesis etmek, suistimallerin önüne geçmek, mortgage kredisi veren kuruluşların işleyişlerini belli minimum standartlara bağlamak ve tüketiciyi korumak amacıyla Mortgage Reform ve Suistimalleri Önleme Yasa Taslağı

⁴⁴ Plan 15.07.2008'de Hazine tarafından açıklanmıştır.

hazırlanmıştır⁴⁵. Dalgalanmanın nedeninin mortgage sektöründeki piyasa disiplininin bozulması, dolayısıyla birçok hatalı kredinin verilmesi olduğu için bu süreci yeniden ele almak gerekmiştir. Taslak'ta piyasanın işleyişine dair minimum standartlar belirlenmiş ve her eyaletin bu standartlarla uyumlu kendi düzenlemesini 2 yıl içinde yapması ve mortgage kredisi veren kuruluşların eyaletlerinden lisans alması ve kayıt olması gerektiği düzenlenmiştir. Minimum standartların belirlenmesi ile ülkedeki tüm mortgage kredisi verenler için tek bir düzenleme anlayışı geliştirilmiş, ancak eyaletlere kendi ihtiyaçlarına göre ek düzenlemelerde bulunma yetkisi de verilmiştir. Minimum standartların odaklandığı husus tüketici haklarını korumak olmuştur. Buna göre kredi veren kuruluş tüketicinin gelir beyanı, kredi geçmişi gibi ödeyebilme kapasitesini gösteren hususlara azami dikkat etmeli ve tüketicinin kapasitesini aşacak bir kredi vermemelidir. Tüketicinin ödeyebilme kapasitesi değerlendirilirken sadece kredinin tutarı değil bunun içine dâhil edilecek hizmet adı altında alınan ekstra ücretlerin de dikkate alınması gerekmektedir. Ekstra ücretin alınması durumunda ise bunun tüketiciye tam olarak ve zamanında bildirilmesi gerektiği hususu da düzenlenmiştir. Sorumlu mortgage finansmanını teşvik etmek amacıyla Ev Sahipliği ve Mülkün Korunması Kanunu kapsamında Düzenleme Z 'de (Finansmanda Doğruluk) değişiklik yapan bir taslak yayınlanmıştır⁴⁶. Taslakta öne çıkan hususlar;

- Kreditorlerin tüketicinin ödeme kabiliyetini dikkate almadan kredi verme girişiminde bulunmaması,
- Kreditorlerin kredi vermede dayanak olarak kullandıkları gelir ve diğer varlıkları doğrulaması,
- Kreditorlerin vergi ve sigorta için emanet hesap oluşturması,
- Yanlış ya da yanıltıcı reklam yapılmaması,
- Erken ödeme cezası hakkında gerekli bildirimlerin yapılması ve
- Kreditorlerin ve mortgage aracılarının gayrimenkul kıymet takdiri yapanları baskı altına alarak yanlış bildirimde bulunmaması olmuştur.

Kredi verme sürecini disipline etmek amacıyla Adil ve Doğru Kredi İşlemleri Yasası 2003'ün 311. Bölümü de değiştirilmiştir⁴⁷. Değişiklik ile kredi verilirken riske dayalı fiyatlama yapılması istenmiştir. Riske dayalı fiyatlama ise tüketicinin ödememe risklerini yansıtan kredi raporları kullanılarak kredinin verilmesi yöntemidir. Tüketicileri bilgilendirmek ve kuruluşlara tüketici korumasının nasıl yapılacağını göstermek için hibrid değişken faiz oranlı mortgage ürünlerinin özelliklerini anlatan rehber yayınlanmıştır⁴⁸. İcraların artmasıyla beraber, mortgage danışmanı, icra danışmanı ya da icradan kurtarma ajansı şeklinde kendini tanıtan ve ev sahiplerini aldatmaya yönelik faaliyetlerde bulunan kişi ve kuruluşlara yönelik tavsiye rehberi yayınlanmıştır⁴⁹.

Mortgage Aracıları Lisanslama Kanunu (Mortgage Broker Licensing Act) ABD Senatasından geçmiş, uygulanması için Konut Bankacılığı Komisyonu'nda beklemektedir. Kanuna göre bireysel çalışan mortgage komisyoncularına, mortgage karşılığı borç verenlere ya da mortgage hizmeti veren şirketleri kapsayan tüm kredi verenlere tescil

⁴⁵ 15.11.2007'de Temsilciler Meclisi'nde kabul edilmiştir.

⁴⁶ Fed tarafından 18.12.2007'de yayınlanmıştır.

⁴⁷ Fed ve FTC'nin işbirliği ile 08.05.2008'de yayınlanmıştır.

⁴⁸ Rehber (Illustrations of consumer information for hybrid adjustable rate mortgage products) OCC, Fed, FDIC, OTS ve NCUN işbirliği ile 22.05.2008'de yayınlanmıştır.

⁴⁹ OCC tarafından 16.05.2008'de OCC Consumer Tips for Avoiding Foreclosure Rescue Scams adı altında yayınlanmıştır.

zorunluluğu getirilmekte, uyulmaması halinde cezai yaptırımlar öngörülmektedir. Tescil yaptıran kişiler, daha önceden benzer bir kayıt sistemi sebebiyle yasaklı ya da hüküm giymemiş olmalı ve noterde yeminli beyan vermelidir. Ayrıca, Mortgage Sanayi Danışma Kurulu'nun oluşturulması (Mortgage Industry Advisory Board) ve konut mortgage sanayine ilişkin periyodik raporlama sisteminin kurulmasını içermektedir. Konut Kredilerini Koruma Kanunu (Home Loan Protection Act) çıkarılmıştır. Kanunun amacı Tüketiciiyi Koruma Kanununda (Consumer Protection Act) yer almayan ön ödeme cezaları, kredi artışları, yeniden finanslama gibi konut kredilerinin korunmasına ilişkin hükümleri düzenlemektir. Konut mortgage kredilerine ilişkin hilelerin hangilerinin suç kapsamında değerlendirileceğini ve uygulanacak cezai hükümlerini düzenlemek amacıyla Konut Mortgage Hileleri Kanunu (Residential Mortgage Fraud Act) çıkarılmıştır. Ayrıca kanunda, konut kredilerinin daha fazla verilebilmesi için konut ekspertiz değerlerini yüksek gösterenlere ve sigorta bedelini yüksek gösterebilmek için ekspertiz değerinin yüksek çıkmasını sağlayan sigorta ekspertizlerine de cezalar getirilmektedir. Kanun, uygulamaya geçmek üzere Konut Bankacılık Komitesi'nde beklemektedir.

Amerikalı ailelerin konut finansmanı sorununu çözmek, finansal piyasalara olan güveni yeniden oluşturmak ve ekonomiyi güçlendirmek için çözümler üretmek amacıyla ABD Senatosu ile ABD Temsilciler Meclisi'nin işbirliği ile Konutlaşma ve Ekonomik İyileştirme Kanunu (On Housing and Economic Recovery Act of 2008) düzenlenmiştir. Kanun 23 Temmuz 2008 tarihinde ABD Senatosunda kabul edilmiştir. Çerçeve kanunu niteliğinde olan 631 sayfadaki oluşan Kanun Federal Konut Finansmanı Düzenleyici Reform Kanunu'nda (Federal Housing Finance Regulatory Reform Act of 2008), Konut Sahipleri Hope Kanunu (Hope for Homeowners Act of 2008) ve İcraların Önlenmesi Kanunu'nda (Foreclosure Prevention Act of 2008) düzenlemeler yapmaktadır (Dodd and Shelby, 2008).

Kanun konutlaşmada Hükümet Tarafından Desteklenen Kuruluşlara (GSE-Fannie Mae ve Freddie Mac ve Federal Home Loan Bank) ilişkin düzenlemelerin modernleştirilmesi ve güçlendirilmesi ile GSE'lerin misyonunun genişletilmesini amaçlamaktadır. Kanun kapsamında konutları icra yoluyla satışa konu olan en az 400.000 aileye yeni FHA kredileri sağlayan FHA programı oluşturulmaktadır. Kanun, Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Home Loan Bank kurumlarının düzenleme ve denetiminden sorumlu yeni, bağımsız ve dünya çapında iyi bir düzenleyici otorite olması hedeflenen Federal Konut Finansmanı Kurumu'nun (The Federal Housing Finance Agency) kurulması hükmünü taşımaktadır. Ayrıca düzenleme kapsamında GSE'lerin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmesini sağlamak için diğer federal finansal düzenleyicilerin otoriteleriyle bu otoriteler eşleştirilmekte ve sermaye standartları oluşturma, iç kontrolleri, denetimleri, risk yönetimi ve portföy yönetimini içeren basiretli yönetim standartları geliştirme, sermaye yetersizliği olan kurumlar için aktif büyümesini ve sermaye dağılımını sınırlandırma ile yeni ürün tekliflerini gözden geçirme ve onaylanma süreçlerine ilişkin yeni denetim yetkilerini kapsayan düzenlemeler de yer almaktadır (Dodd and Shelby, 2008).

Konut Sahipleri Kanunu İçin Hope FHA kapsamında sigortalanan sorunlu krediler için geçici ve gönüllü yeni program oluşturmaktadır. Yeni mortgagelar FHA tarafından icra yoluyla konutlarını kaybetme riskiyle karşı karşıya olan konutta yaşayan konut sahiplerine önerilmektedir. Program uzun dönemli olarak ailelerin ödeyebileceği

koşulların oluşturulması, yatırımcı ya da kredi verenlere değil mortgage kredilerinden dolayı zarar görenlere düşük oranlı faiz imkânı sağlanması, kredi kullananların beklenmedik kazanç sağlamalarını engellemek için FHA sigorta ödemesi yapılması, gönüllü katılımın esas olması ve piyasaya olan güvenin, likidite ile şeffaflığın yeniden oluşturulması esaslarına dayanmaktadır (Dodd and Shelby, 2008).

İcraların Önlenmesi Kanunu FHA'nin modernleştirilmesi, icra yoluyla satışlardan zarar görenlere yardım edilmesi, ailelerin kredi ödemelerinde güçlüğü düştüğü durumlarda konutlarının icra yoluyla satışa konu olmadan önce öneriler sunulması, mortgage ile ilgili açıklamaların artırılması ve gazilerin konut edinmeye ilişkin Amerikan Rüyalarının gerçekleştirilmesinin sağlanması hususlarını içermektedir (Dodd and Shelby, 2008).

3.5 Denetim Sürecinin Sıkılaştırılması

Dalgalanma sürecinde bankaların denetiminin nasıl yapıldığını, bunlara yönelik ilgili otoritenin nasıl bir çalışma yaptığını incelemek de faydalı olacaktır. ABD'nin ulusal bankacılık siteminin denetleyici ve düzenleyici otoritesi OCC'nin çalışmalarını dalgalanma başlamadan önce ve sonra olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Dalgalanma öncesinde mortgage piyasasında kredi verme koşullarının bozulduğunu gören OCC, Geleneksel Olmayan Mortgage Ürünlerinin Riskliliği ve Subprime Kredi Verme Koşulları adı altında iki rehber yayınlamıştır.

Dalgalanma başladıktan sonra ise yerinde ve uzaktan denetimler sıkılaştırılmış, ortaya çıkan tabloyu görmek için mortgage ürünlerine dair daha çok verinin raporlanması sağlanmıştır. Yerinde ve uzaktan denetimlerde bankaların varlık kalitesi, likidite durumu, risk yönetimi ve rezerv durumu öncelikli ele alınan hususlar olmuştur. Bankanın risk yönetimi incelenirken model validasyon sürecine, karmaşık ve likit olmayan ürünlerin değerlemesinde kullanılan metodolojilere, karşı taraf kredi riski yönetimine ve kredi riski azaltım tekniklerine odaklanılmıştır. Ayrıca bankalar Hopenow anlaşmasına katılmaya teşvik edilmiş, bunun hem bankanın daha fazla zarar yazmasını hem de ev sahiplerinin evlerini kaybetmesi önleyeceği vurgulanmıştır (Dugan, 2008).

Dalgalanma döneminde denetim anlamında dikkati çeken diğer bir husus Bear Stearns'un batmasından sonra SEC ve FED'in işbirliği içinde çalışmasına yönelik Mutabakat Zaptı'nın imzalanması olmuştur⁵⁰. SEC'in piyasa yapımcılarının ve dört büyük yatırım bankasının fonksiyonel denetleyicisi olması sebebiyle finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir yeri bulunmaktadır. Dolayısıyla finansal istikrardan sorumlu FED ile bilgi paylaşımı para politikasının doğru oluşturulması bakımından önemlidir. Zaptın öncelikli amacı dalgalanmaya yönelik olduğu için bilgi paylaşımına dikkat çekilmiş ve bu sürecin nasıl işleyeceği belirlenmeye çalışılmıştır. Bununla birlikte kara paranın aklanması gibi daha genel hususlarda da işbirliği içinde olunacağı da belirtilmiştir. Mutabakat zaptı, yasal olarak FED ve SEC'i bağlayıcı taahhütler altına almamakta ve bu kurumlara ya da çalışanlarına karşı haklar oluşturmamaktadır.

⁵⁰ Mutabakat Zaptı 07.07.2008 tarihinde imzalanmıştır.

4 YENİ FİNANSAL MİMARİ EŞİĞİNDE REFORM SÜRECİ

Finansal dalgalanma sürecinde dile getirilen eleştirilerden bir tanesi, sermaye hareketliliği ve likiditenin artmasıyla oluşan yeni finansal ortama mevcut düzenleme yapısının ve hızının yetişememesi olmuştur. Nitekim ülkelerin düzenleyici otoriteleri, sorunun çözülmesi için dalgalanma başlamadan önce ısrarla yürüttükleri politikalarını değiştirmek zorunda kalmışlardır. Dalgalanma ile özellikle ABD’de olmak üzere; düzenleyici ve denetleyici otoritelerin ve yeni finansal ortamın işleyişi sorgulanmaya başlanmış, çeşitli reform önerilerinde bulunulmuştur.

Buna yönelik olarak ABD’de Hazine ve Finansal Piyasalar Çalışma Grubu bünyesinde çalışmalar yapılmış, idari yapıyı ve piyasa yapısını güçlendirici reform önerilerinde bulunulmuştur. İdari yapıyı güçlendirici reformlar Hazine’nin yayınladığı Modern Finansal Düzenleyici Yapı Taslağı’nda, piyasa yapısını güçlendirmeye yönelik reformlar ise Finansal Piyasalar Çalışma Grubu raporunda ele alınmıştır. Bu süreçte uluslararası otoritelerin de yeni finansal sistemin yapısına dair reform önerileri ve tespitleri olmuştur. Çalışmanın ilgili bölümlerinde uluslar arası kuruluşlarla ABD otoritelerinin örtüşükleri yerlerde uluslar arası kuruluşların da önerilerine ve tespitlerine yer verilmiştir. Nitekim ABD finans piyasasının küresel piyasadaki ağırlığı nedeniyle önerilerin birçoğu ABD’ye yönelik olmuştur.

4.1 İdari Yapıyı Güçlendirici Reform Çalışmaları

Hazine’nin hazırladığı Modern Finansal Düzenleyici Yapı Taslağı’nda kısa ve uzun vadeli, mevcut düzenleme yapısını oldukça değiştirecek önerilerde bulunulmuş ve bunların gerekçeleri açıklanmıştır⁵¹. Kısa vadede sorunun çözümüne yönelik 3 öneride bulunulmuştur. Bunlar; finansal piyasalar çalışma grubunun etkinleştirilmesi, mortgage kredisi veren kuruluşlar için tek bir düzenleyici otoritenin kurulup kredi vermenin belli standartlara bağlanması ve FED’in likidite desteğinin tüm finansal kuruluşları içerecek şekilde genişletilmesidir.

Hazine’nin uzun vadeli önerileri ise düzenleme yapısını köklü bir şekilde değiştirecek niteliktedir. 1930’lardan sonra Büyük Depresyon’un etkisiyle şekillenen ABD’deki düzenleyici yapının; küreselleşmenin, sermaye hareketliliğinin ve karmaşık ürünlerin çıktığı yeni döneme uyum sağlamamakla eleştirilmesi köklü değişikliklerin önerilmesinde etkili olmuştur. Ayrıca, ABD’de eyaletlere göre değişen sistemler ülke genelinde tek bir standart oluşturulamamasına ve karışıklık nedeniyle sistemdeki zayıflıkların zamanında tespit edilememesine sebep olması da değişiklik nedenlerinden biridir.

Hazine uzun vadede üç düzenleyici kurum ve iki otoritenin kurulmasını önermektedir. Düzenleyici kurumlar olarak piyasa istikrarı düzenleyicisi, ihtiyatlı finansal düzenleyici ve ticari faaliyet düzenleyicisi kurulması düşünülürken; diğer iki otoritenin de Federal Sigorta Garanti Kurumu ve Birleşik Finans Düzenleyicisi olması planlanmaktadır. Hazine düzenleme yapısına dair önerilerinde bulunurken tüketiciyi ve finansal istikrarı korumayı dikkate almış ve kurum ayırımında bu hususa dikkat etmiştir. Aşağıda kısa ve uzun vadeli öneriler incelenmiş, gerekçeleri açıklanmaya çalışılmıştır.

⁵¹ Modern Finansal Düzenleyici Yapı Taslağı 31.03.2008 tarihinde yayınlanmıştır.

Diğer taraftan, Finansal İstikrar Forumu tarafından hazırlanan konuya ilişkin raporda yer alan tespitler ve öneriler büyük ölçüde ABD için de geçerlidir. Bu bakımdan anılan Rapor hükümlerine ilgisine göre bütünlük arzedecek şekilde bu çalışmada da yer verilmiştir.

Kutu 8: Finansal Sistemdeki Zorluklarla Mücadelede Sağlam Düzenlemelere Dair Öneriler

Tavsiyeleri Merkez Bankası (MB) Operasyonları

Merkez bankasının operasyonel çerçevesi, olağandışı durumlarla başa çıkabilmek için operasyonların potansiyel sıklık ve vadesi, ulaşılabilir araçlar ve karşı tarafların sayıları bakımından yeterince esnek olmalıdır.

- | | | |
|---|----|-------|
| • Para politikasının operasyonel çerçevesi artan belirsiz rezerv talebini karşılamaya yönelik olarak, hedef politikadan önemli sapmalar olmayacak şekilde para enjekte edilmesini sağlayacak kadar hızlı ve esnek olmalıdır. | MB | 08 |
| • Operasyonel çerçeveler yeteri kadar esnek olmalı ve MB operasyonların sıklığını arttıracak kararlar alabilmelidir. | MB | 08 |
| • Zor durumlarla başa çıkabilmek için, MB geçici fonlama ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik mekanizmalar kurmalıdır. | MB | 08 |
| • Kuruluşların veya piyasanın likidite sıkışıklığının finansal istikrar veya para politikasının etkinliğini bozduğunda MB'nın yeteri kadar ve çeşitte kullanabileceği aracı olmalıdır. | MB | 08 |
| • Yabancı para likidite problemleri ile başa çıkabilmek için, MB daimi swap kanalları oluşturmaktadır. Ayrıca, MB sınır-ötesi teminatlar ve para birimlerinin kullanılmasına kendi likidite operasyonlarında izin vermelidir. | MB | 08-09 |

Zayıf Bankalar için Düzenlemeler

Otoriteler zayıf bankalar ile ilgili sorunları gidermede ulusal ve sınır-ötesi düzenlemeler açıklığa kavuşturulmalı ve sağlamlaştırılmalıdır.

- | | | |
|--|-----------------------------------|-------|
| • Ulusal bağlamda, otoriteler yasal güçlerini gözden geçirmeli gerekli ise arttırmalı ve zayıf ve temerrüte düşen bankalar konusunda farklı ulusal otoriteler arasındaki yetki ayrılıklarını açık hale getirmelidir. | Ulusal denetçiler, MB, hükümetler | 08-09 |
| • Uluslar arası bağlamda; otoriteler, problemlili bankalara dair ulusal düzenlemeler hususunda bilgi paylaşımı çalışmalarını hızlandırmalı, sınır ötesi konuları sınıflandırmalı ve sonrasında tanımlanan zorluklarla nasıl mücadele edeceğine karar vermelidir. | Ulusal otoriteler, BCBS | 08 |

Otoriteler, mevduat sigorta düzenlemelerini gözden geçirmeli gerekirse güçlendirmelidir.

- | | | |
|---|--------------|-------|
| • Otoriteler mevduat sigortası sistemleri için uluslar arası prensipler setiyle uyumlu olmalıdır. | U.otoriteler | 08-09 |
| • Ulusal mevduat sigortası düzenlemeleri uluslar arası prensipler çerçevesinde yeniden değerlendirilmeli ve gerekli ise otoriteler düzenlemelerini sağlamlaştırmalıdır. | U.otoriteler | 08-09 |

Otoriteler kriz yönetiminde sınır-ötesi işbirliğini arttırmalıdır.

- | | | |
|---|--------------------|-------|
| • Büyük ölçekli sınır-ötesi şirketler için, denetim mercileri ve MB sınır-ötesi kriz yönetimi planlama konularını belirlemeye yönelik küçük gruplar oluşturmaktadır. | MB ve U.denetçiler | 08 |
| • Otoriteler kriz yönetimindeki tecrübelerini ve alınan dersleri paylaşmalıdır. Bu tecrübelerden yararlanılarak kriz yönetiminde uluslar arası ile uyumlu iyi uygulamalar geliştirilmelidir | U. denetçiler, MB | 08-09 |

Kaynak: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

4.1.1 Finansal Piyasalar Çalışma Grubunun Etkinleştirilmesi

Finansal piyasalar çalışma grubu (FPÇG) 1987 yılında hisse senedi piyasasında yaşanan düşüşten sonra ABD Başkan'ının talimatıyla kurulmuş bir yapıdır. Çalışma grubu FED, Hazine, SEC ve CFTC'den oluşmaktadır. Kurumlar arası koordinasyon ve işbirliğini sağlamakla görevli FPÇG'nin, finansal piyasaları düzenleyici politikaların oluşum

sürecinde daha etkin hale getirilmesi istenmektedir. Böylece ekonomiyi ilgilendiren adımların finansal otoritelerin eşgüdümüyle atılması sağlanmış olacaktır. Ayrıca gruba OCC, FDIC ve OTS'nin de dâhil edilmesi, grubun finansal piyasalar yerine finansal sektörün tümüne odaklanması, finansal sistemi etkileyecek sistemik riski azaltmaya ve finansal piyasalardaki bütünlüğü artırmaya odaklanması gerektiği belirtilmiştir. Ağustos 2007'de Başkan Bush'un talimatıyla grup yeniden toplanmış ve finansal dalgalanmanın nedenleri ve çözümlere dair bir rapor yayınlamıştır. Raporun ayrıntılarına ileride değinilecektir.

4.1.2 Mortgage Kredi Verme Komisyonun Kurulması

Finansal dalgalanmaya neden olan subprime mortgage kredilerinin %50'den fazlasının federal denetime tabi olmayan mortgage komisyoncuları tarafından ihraç edilmesi ABD otoritelerini tüm mortgage kredisi veren kuruluşların işlemlerini düzenleyecek tek bir kurumun ihdas edilmesi fikrine yöneltmiştir. Bu nedenle kısa vadede Mortgage Kredi Verme Komisyonu'nun kurulması istenmiştir. Komisyon'un mortgage kredisi veren tüm kuruluşların tabi olacağı standartları belirleyeceği ve böylece ülke genelinde uygulanan tek bir sisteme geçileceği belirtilmiştir.

4.1.3 Likidite Desteğinin Kapsamının Genişletilmesi

Finansal dalgalanmanın sadece mevduat kuruluşlarını değil finans sektöründeki tüm kuruluşları etkilemesi, dolayısıyla sorunun çözümünün de tüm finans sektörüne yönelik olması merkez bankalarının operasyonel çerçevelerinin genişletilmesinin sorgulanmasına neden olmuştur (Report of FSF on Enhancing Market and Institutional Resilience, 2008). Nitekim FED'in Mart 2008'de Büyük Depresyon'dan bu yana ilk defa mevduat kuruluşu olmayan (Bear Stearns) bir şirkete reeskont penceresinden kredi vermesi ve diğer yoğun likidite desteği programları kısa vadede FED'in likidite verme yetkisinin mevduat kuruluşu olmayan finansal şirketleri de kapsayacak şekilde genişletilmesinin önerilmesine neden olmuştur. Ancak, bu tarz bir desteğin sakıncaları da sıralanmıştır. Bu sakıncalar: FED'in denetiminde olmayan dolayısıyla hakkında kısıtlı bilgiye sahip olduğu bir kuruluşa likidite desteğinde bulunurken hangi verilerle karar vereceği, desteğin FED'in bilânçosunu olumsuz etkileme olasılığı ve müdahalenin nasıl bir yöntemle yapılacağıdır.

4.1.4 Piyasa İstikrarını Düzenleyici İdarenin Kurulması

Piyasa istikrarını düzenleyici idarenin amacı, tüm finansal sektörün istikrarını korumak, finans sektörünü etkileyebilecek, sistemik riske yol açabilecek tüm gelişmelere karşı tedbir almak olarak tanımlanmıştır. Bu görevi FED'in ifa etmesi düşünülmüştür. Piyasa istikrarını düzenlemek geniş kapsamlı bir amaç olduğu için FED'in yetki alanına, ticari bankalar, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, serbest fonlar, girişim sermaye şirketleri gibi faaliyetleri ile finansal yapıya etki edebilecek tüm finansal kuruluşların girmesi beklenmektedir. Dolayısıyla para politikasını uygulamak ve gerektiğinde piyasaya likidite sağlamak gibi kanallarla istikrarı sağlamaya çalışan FED, yeni finansal ortamda daha geniş yetkilerle bu görevini yerine getirmeye çalışacaktır.

Piyasa istikrarını sağlamak gibi makro bir amaca odaklanacak FED'in karar verme sürecinde daha fazla veriye ihtiyacı olacaktır. Bu durumda FED'in, mikro istikrara

odaklanmış ihtiyatlı finansal düzenleyici ve ticari faaliyetleri düzenleyici idare ile ortak çalışması gerekecektir. İhtiyatlı finansal düzenleyici ve ticari faaliyet düzenleyicisinin FED ile şirketlere dair raporlarını ve denetim sonuçlarını paylaşması ve ihtiyaç halinde FED'in söz konusu iki kurumun yerinde denetimlerine iştirak etmesi gerekecektir. Ayrıca diğer kurumların finansal istikrara etki edebilecek değişiklikleri uygulamaya geçirmeden önce FED ile istişare etmesi gerekecektir. Örneğin, ihtiyatlı finansal düzenleyicinin sermaye yeterliliği oranını ya da ticari faaliyet düzenleyicisinin bazı standartları değiştirmesi FED ile görüşüldükten sonra uygulamaya geçebilecektir. Dolayısıyla piyasa istikrarından sorumlu olacak FED'in bu görevi yerine getirirken diğer kurumları yönlendirmesi ve bunlarla işbirliği yapması söz konusu olacaktır. Merkez bankacılığının geleneksel tanımını aşan bu görevin uygulanmasının zaman alacağı düşünülmektedir.

4.1.5 İhtiyatlı Finansal Düzenleyici İdarenin Kurulması

İhtiyatlı finansal düzenleyici idarenin görevi ise finansal şirketlerin sağlam ve güvenilir şekilde yönetilmesini sağlamak olarak tanımlanmıştır. Bunun nedeni finans sektöründe karmaşıklaşan işlemler aracılığıyla herhangi bir kuruluştaki ortaya çıkan sorunun diğer kuruluşlara da yayılma riskinin artmış olmasıdır. Dolayısıyla uzun vadede FED'in makro istikrara, ihtiyatlı finansal düzenleyici idarenin mikro istikrara odaklanması öngörülmüştür. Makro istikrara ulaşabilmek için mikro planda her bir kuruluşun iyi yönetilmesi ve denetlenmesi gerekmektedir.

İhtiyatlı finansal düzenleyici idarenin görev kapsamına FIDI (Federal Insured Depository Institution) niteliğinde olan ulusal bankalar, federal tasarruf birlikleri ve federal kredi birlikleri girmektedir. İhtiyatlı finansal düzenleyici idare mikro planda finansal istikrara odaklanırken dikkat edeceği en önemli husus devlet garantilerinin piyasada ahlaki çöküntüye (moral hazard) yol açmamasını, piyasa disiplininin bozulmamasını sağlamak ve bu yönde ihtiyatlı düzenlemeler yapmaktır. Devlet garantilerine örnek olarak federal mevduat sigortası ve eyalet sigorta fonları verilebilir. İhtiyatlı finansal düzenleyici idarenin görevini yerine getirirken kullanacağı yöntemler sermaye yeterliliği standart oranı, yatırım limitleri, faaliyet limitleri ve yerinde risk yönetimi denetimleri gibi kuruluşun işlemlerini belli bir risk düzeyini aşmayacak şekilde kısıtlayan sınırlardır. İhtiyatlı finansal düzenleyici idare olarak OCC (Office of the Comptroller of the Currency) ve OTS'nin (Office of Thrift Supervision) birleşmesinden oluşacak bir kurum düşünülmektedir.

4.1.6 Ticari Faaliyetleri Düzenleyici İdarenin Kurulması

ABD'deki eyalet yapısı nedeniyle ortaya çıkan farklılıklar zamanla düzenleme arbitrajı oluşturduğu için risk teşkil etmektedir. Bu nedenle tüm finansal kuruluşların ticari faaliyetlerini düzenleyecek bir idari yapının kurulmasının faydalı olacağı düşünülmüştür. Ticari faaliyetlerin düzenlenmesinden sorumlu kurumun görev kapsamına FIDI (Federal Sigortalı Mevduat Kuruluşu- Federal Insured Depository Institution), FII (Federal Sigorta Kuruluşu- Federal Insurance Institution), FFSP (Federal Finansal Hizmet Sağlayıcı- Federal Financial Services Provider) olmak üzere tüm finansal kuruluşların girmesi planlanmaktadır. Ticari faaliyet düzenleyici idarenin kurulmasındaki amaç tüm finansal kuruluşların ticari faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri yapacak tek bir kuruluşun olmasıdır. İdarenin görev kapsamına tüketici koruması, kamuoyuna açıklama ve özellikle

lisanslama girmektedir. Tüm finansal kuruluşların sisteme girmek ve ürünlerini tüketiciye ulaştırmak için ticari faaliyet düzenleyici idarenin belirlediği minimum standartlara uyması gerekecektir.

FFSP'ler serbest fonlar, özel girişim sermayeleri, yatırım fonları, girişim sermaye fonları ve komisyoncular gibi bir dizi kuruluşu kapsamaktadır. Ticari faaliyet düzenleyici idarenin, FFSP'lerin finansal kapasitelerine ve finansal hizmet sağlayabilmek için taşımaları gerekli standartların belirlenmesine dair düzenlemeler yapması ve bu hususlarda söz konusu kuruluşları denetlemesi beklenmektedir. Örneğin brokerlar için net sermaye gerekliliğinin belirlenmesi bu kurumun sorumluluğunda olacaktır. İdarenin, borç verme ve mevduat kabul etme fonksiyonu olan FIDI'lar üzerinde ise üç alanda denetleme yetkisine sahip olması planlanmaktadır. Bunlar; kamuoyuna açıklama, satışlar ve pazarlama uygulamalarıdır. Finansal kuruluşun bu konularda yanlış ya da yanıltıcı uygulamalar içine girmesi, dolayısıyla tüketiciyi mağdur etmesi engellenmek istenmektedir. Sigortacılık faaliyetinde bulunan FII'lar da kamuoyuna açıklama ve ticari faaliyetlerin uygulanması konusunda ticari faaliyet düzenleyici idarenin düzenleme ve denetim kapsamına girmektedir. Özet olarak ticari faaliyet düzenleyici idare finansal kuruluşların operasyonel kabiliyetlerinin artmasını, profesyonel uygulamalar geliştirmelerini ve tüketiciyi yanıltıcı, manipüle edici davranışlar içine girmemelerini sağlamakla görevlendirilmektedir. Ticari faaliyet düzenleyici idarenin görev kapsamı mevcut durumda SEC, CFTC ve bazı yönleriyle FTC'nin sorumluluklarını içermektedir, dolayısıyla bu kurumların birleşmesinden oluşması beklenmektedir.

4.2 Piyasa Yapısını Güçlendirici Reform Çalışmaları

Özellikle mortgage kredisi verme sürecinde piyasa disiplinin bozulması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının hatalı değerlendirmeler yaparak bu sürece katkıda bulunmaları dalgalanmanın ana sebeplerinden birini oluşturmuştur. Bu nedenle mevcut piyasa yapısının sağlıklı işleyişine dönmesi için bazı çalışmaların yapılması gerekmektedir. Aşağıda Finansal Piyasalar Çalışma Grubu⁵², Finansal İstikrar Forumu⁵³ ve ABD'nin taraf olduğu diğer uluslararası kuruluşların bünyesinde yapılan dalgalanmanın nedenlerine yönelik tespitler ve piyasanın sağlıklı işleyişine dönmesi için öneriler ve önerilerin gerekçeleri yer almaktadır.

4.2.1 Mortgage Kredi Sürecinin İyileştirilmesi

ABD subprime mortgage sektöründe, özellikle 2004 yılı sonundan itibaren piyasanın hızla büyümesi neticesinde kredi standartlarında bozulmalar olmuş ve iş hacmi, kontrol ve dokümantasyon altyapısının desteklenmesi için yapılan yatırımlardan daha hızlı büyümüştür. Hızla artan rekabetçi ortamın varlığı, düşük faiz oranları ve denetleyici otoritelerin yeterli mekanizmaları kuramamaları, mortgage komisyoncuları ve kredi kuruluşlarının kredi verme standartlarını düşürmelerine ve riskleri taşıyamayacak veya borcunu geri ödeyemeyecek kişilere finansal hizmet sunmalarına neden olmuştur. Bu çerçevede ABD'de mortgage kredisi verme sürecinin ana unsurlarının iyileştirilmesi

52 Finansal Piyasalar Çalışma Grubu 13 Mart 2008'de Policy Stament on Financial Market Developments adlı raporu yayınlamıştır. http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatemktturmoil_03122008.pdf

53 Finansal İstikrar Forumu 07.04.2008'de Report of FSF on Enhancing Market and Institutional Resilience adlı çalışmayı yayınlamıştır. http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

gündeme gelmiş ve yapılması gerekenler aşağıda sıralanmıştır (President's Working Group on Financial Markets, 2008) (Financial Stability Forum, 2008);

- Tüm eyaletlerdeki mortgage brokerlarına tek bir lisanslama standardı geliştirilmeli,
- Federal ve eyalet düzenleyicileri, mortgage kredisi veren ya da kredi verme sürecinde bir şekilde müşteri ile karşılaşan kuruluşları sıkı ve düzenli şekilde izlemeli,
- FED daha güçlü tüketiciyi koruma kuralları oluşturmalıdır.

Finansal kuruluşların, yapılandırılmış ürünlere baz teşkil eden varlıkların yapılarını yeterince araştırmaması ve piyasa gelişmelerini yeterince takip etmemesi dalgalanma sürecinde birçok zararın ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ayrıca, KDK'ların metodolojilerini yeteri kadar sorgulamadan ve kredi dereceleri hakkında yeterli bilgi sahibi olmadan finansal ürünler için verilen kredi derecelerine güvenilmesi de zararların oluşmasına etkiye bulunmuştur. Bu sorunu ortadan kaldırmak için (President's Working Group on Financial Markets, 2008) (Financial Stability Forum, 2008) ;

- Denetleyici kuruluşlar; yatırımcıların, menkul kıymetleştirilmiş krediyi çıkaran kuruluş ve araçlardan krediye dair (ürünün dayalı olduğu varlık havuzu gibi) daha detaylı bilgi almasını sağlamalıdır.
- Denetleyici kuruluşlar; yatırımcıların portföylerinde bulunan araçların risk karakteristiğine dair kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsız bir bakış açısı geliştirmelerini sağlamalıdır.
- Finansal Piyasalar Çalışma Grubu; özel sektör ile birlikte kuracakları komitede yatırımcıların menkul kıymetleştirilmiş kredilerle ilgili kamuoyuna açıklama uygulamasını geliştirecek çalışmaların yapılmasını sağlamalıdır.

Kutu 9: Şeffaflık ve Değerlemenin Geliştirilmesine Dair Öneriler

Piyasa Katılımcıları Tarafından Yapılan Kamuoyu Bilgilendirmesi

Finansal kuruluşlar riskin kamuoyuna açıklanmasını geliştirmeli ve denetçiler Basel II Yapısal Blok 3 kapsamında açıklama yükümlülüklerini arttırmalıdır.

- | | | |
|---|--------------------------------------|-----|
| • FSF, finansal kuruluşları 2008 yılı ortasında yayınlayacakları raporlarda iyi kamuoyuna açıklama uygulamalarının kullanılması yönünde teşvik etmelidir. | Fin. Kuruluşlar | 08- |
| • İleriki dönemlerde yatırımcılar, finansal sektör temsilcileri ve denetçiler birlikte çalışarak piyasa koşullarına en uygun olan kamuoyuna açıklama sürecini oluşturmalıdır. | Fin. Sektör Temsilcileri, denetçiler | 08- |
| • BCBS 2009 itibarıyla Basel II Yapısal Blok 3 kapsamındaki kamuoyuna açıklama yükümlülüklerini arttırıcı rehber çıkaracaktır. | BCBS | 09 |

Bilanço-dışı Kalemlerin Muhasebe ve Kamuoyuna Açıklama Standartları

- | | | |
|--|------|-------|
| • IASB, uluslar arası uyumlaştırmaya yönelik diğer standart belirleyici kurumlar ile beraber çalışarak hızlandırılmış bazda bilanço-dışı kalemlerin muhasebe ve açıklama standartlarını geliştirmelidir. | IASB | 08-09 |
|--|------|-------|

Değerleme

Uluslar arası standart belirleyiciler değerlemeye ilişkin muhasebe, kamuoyuna açıklama ve denetim rehberlerini sağlamlaştırmalıdır. Şirketlerin değerlendirme süreçleri ve bunlara ilişkin denetçi rehberleri geliştirilmelidir

- | | | |
|--|--------------------------------|-------|
| • IASB, değerlemeler, metodolojiler ve değerlemeye ilişkin belirsizlikler hakkında daha iyi kamuoyu bilgilendirmesi yapabilmek için standartlarını sağlamlaştıracaktır. | IASB | 08-09 |
| • IASB, piyasalar daha fazla aktif olmaz ise, finansal ürünlerin değerlemesi hakkında rehberinin sağlamlaştıracaktır. Bu bağlamda, 2008 yılı içerisinde uzman danışma paneli kuracaktır. | IASB | 08-09 |
| • Finansal kuruluşlar, ciddi değerlendirme süreçleri oluşturmalı ve sağlam değerlendirme açıklamaları yapmalıdır. | Fin. Kuruluşlar | |
| • BCBS 2008 yılında bankaların değerlendirme süreçlerinin denetim otoritesi değerlendirmesini teşvik etmek ve sağlam uygulamalar sunmak amacıyla işbirliği rehber çıkaracaktır. | BCBS | 08 |
| • IASB, önemli denetim standartları belirleyicileri ve uygun düzenleyici otoriteler finansal dalgalanmadan dersler çıkarmalı ve gerekli olduğu takdirde karmaşık ve likit olmayan finansal ürünlerin denetim değerlemeleri ve bunların kamuoyuna açıklamaları hakkındaki rehber geliştirilmelidir. | IAASB, standart belirleyiciler | 08-09 |

Menkul Kıymetleştirme Süreçlerinde ve Piyasalarında Şeffaflık

Menkul kıymetleştirme düzenleyici otoriteleri, menkul kıymetleştirilmiş ürünler ve bunlara esas teşkil eden varlıklar hakkındaki bilgileri genişletmek için piyasa katılımcıları ile ortak çalışmalıdır.

- | | | |
|--|--|-------|
| • Kıymetli evrak çıkaranlar, düzenleyiciler, dağıtıcılar, yöneticiler ve KDK'lar yapılandırılmış kredi ürünlerinin dayandığı varlık havuzları hakkında bilgilerin standart hale getirilmesi de dâhil menkul kıymetleştirme zincirinin her bir safhasında şeffaflığı arttırmalıdır. | Kıymetli evrak çıkaranlar ve KDK'lar | 08 |
| • Menkul kıymetleştirilmiş ürünleri çıkaranlar, menkul kıymetleştirmenin dayandığı varlıkların underwriting standartları hakkında daha şeffaf olmalıdır. Ayrıca yatırımcılar ve KDK'lar gerekli özenin gösterildiğine dair bilgiye ulaşabilmelidir. | Menkul kıymetleştirilmiş ürünleri çıkaranlar | 08 |
| • Yatırımcılar ve bunların varlık yöneticilerinin; yapılandırılmış kredi ürünlerin sigortacıları ve kefillerinden kredilerin, dayandığı varlık havuzu hakkında bilgi de dâhil, risk karakterleri hakkında daha fazla bilgiye ulaşmaları sağlanmalıdır. | Yatırımcılar ve bunların varlık yöneticileri | 08 |
| • Menkul kıymet piyasaları düzenleyici otoriteleri; ikincil piyasada işlem gören kredi araçlarının büyüklükleri ve fiyatlarının alım-satım sonrası şeffaflığı için kapsamlı bir sistem kurulmasını sağlamak amacıyla piyasa katılımcıları ile ortak çalışmalıdır. | Düzenleyici otoriteler, piyasa katılımcıları | 08-09 |

Kaynak: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience
http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

4.2.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) Uygulamalarının Geliştirilmesi

KDK'lar yapılandırılmış ürünlerin değerlendirilmesi ve bilgilerin yayınlanmasında önemli bir rol üstlenmişlerdir. Yatırımcılar da karar verirken yapılan bu değerlendirme ve derecelendirme bilgilerine güvenmektedirler. Ancak, KDK'ların yapılandırılmış kredi ürünlerini yeterli değerlendirememeleri, dalgalanma sürecinde sorunların oluşmasına ve yayılmasına neden olmuştur. Özellikle, KDK'ların karmaşık yapılı subprime kredilerine verdikleri yüksek derecelerin yetersiz tarihsel veriye dayanması ve derecelendirmede kullanılan bazı modellerin iyi işlememesi neticesinde, yatırımcıların daha çok menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin derecelerine olmak üzere; tüm finansal hizmet ve ürün derecelerine olan güveni azalmıştır. Bu da finansal dalgalanmanın şiddetinin artmasına neden olmuştur. KDK'ların yapılandırılmış kredi ürünleriyle ilgili süreç ve uygulamalarını geliştirmek için yapılması gerekenler (President's Working Group on Financial Markets, 2008) (Financial Stability Forum, 2008) (IOSCO, 2008);

- KDK'lar, VDMK'leri derecelendirirken kullandıkları kalitatif değerlendirmeleri kamuoyu ile paylaşmalı,
- Yapılandırılmış kredi ürünleri için kullanılan derecelendirme süreci reforme edilmeli,
- Çıkar çatışmalarını yönetmek için politikalar ve süreçler geliştirilmeli,
- Dereceleri kullananların anlayışlarını geliştirmek amacıyla kredi derecelendirme metodolojilerinin varsayımlarına dair yeterli bilgi yayınlanmalı,
- Bir derecelendirme kuruluşunun aynı zamanda derecelendirdiği bir yapılandırılmış ürünün tasarımına ilişkin tavsiye vermesi yasaklanmak suretiyle, ihracçı ve derecelendirme kuruluşunun karşılıklı etkileşimi engellenmeli ve kamuoyunun güveni yeniden kazanılmalı,
- Kredi derecelendirme kuruluşları, yapılandırılmış finansal ürünlere ilişkin derecelerin gözden geçirilmesi ve kredi notlarının düşürülmesine yönelik karar verme sürecinin tarafsız bir şekilde yerine getirilmesini sağlayacak önlemler alınmalı,
- Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından metodoloji ve modellerini periyodik olarak gözden geçirmekle görevli bir birim kurulmalı,
- Derecelendirme faaliyetinde bulunan personelin yeterli bilgi ve deneyime sahip olması sağlanmalı,
- Kuruluşun hâlihazırda derecelendirdiği ürünlerden önemli farklılık arz eden yeni ürünlerin derecelendirilebilirliği gözden geçirilmeli,
- Derecelendirmelerin yapılması ve gerçekleştirilmesi faaliyetlerine yeterli düzeyde kaynak tahsis edildiğinden emin olunmalı,
- Kredi derecelendirme kuruluşundan ayrılarak menkul kıymet ihraç eden kuruluşlarda çalışmaya başlayan çalışanların geçmişte gerçekleştirdikleri derecelendirme faaliyetlerini gözden geçirecek politika ve süreç tesis edilmeli,
- Derecelendirme kuruluşları, yıllık gelirlerinin %10'unu temsil eden müşterilerini açıklamalı,
- Kuruluşlar tarafından ikincil faaliyet alanı olarak tanımlanan faaliyetler ve bunun nedenleri belirtilmeli,

- Derecelendirme faaliyetlerine ilişkin doğrulanabilir tarihsel veriler, yatırımcıların, farklı derecelendirme kuruluşlarının verdikleri dereceleri karşılaştırabilmelerini sağlayacak şekilde mümkün olduğunca standardize edilmiş periyodik olarak yayımlanmalı,
- Derecelendirilen yapılandırılmış ürünlerin zararları ve nakit akışlarına ilişkin yeterli bilgi sağlanmalıdır.

Kutu 10: Kredi Derecelerinin Rollerine ve Kullanımlarına Dair Değişiklik Önerileri
Derecelendirme Sürecinin Kalitesi

KDK'lar derecelendirme sürecinin kalitesini arttırmalı ve yapılandırılmış ürünlerin derecelendirilmesindeki çıkar çatışmalarının yönetilmesini sağlamalıdır

- | | | |
|--|---------------------|-----|
| • IOSCO, Derecelendirmeye İlişkin Temel Mesleki İlkeleri güncelleyecek. | IOSCO | 08- |
| • IOSCO'nun gözden geçirilmiş Kredi Derecelendirmesine İlişkin Temel Mesleki İlkeler adlı çalışmasına göre davranış kurallarını hızlıca revize etmelidir. Otoriteler IOSCO'nun bu ilkelerinin KDK'lar tarafından uygulanışını izlemelidir. | KDK'lar, Otoriteler | 08- |
| • KDK'lar faaliyetlerinin hızla genişlemesine rağmen hizmet kalitelerini koruyabildiklerini kanıtlamalı ve ilk derecelendirme ve derecelerin düzenli olarak gözden geçirilmesi için ilave kaynaklar tahsis etmelidir. | KDK'lar | 08- |

Farklılaştırılmış Dereceler ve Yapılandırılmış Ürünler Hakkında Bilgilerin Arttırılması

KDK'lar yapılandırılmış finansal ürünlerin derecelerini farklılaştırmalı ve yapılandırılmış ürünlerin risk karakterleri hakkında sağlanan ilk ve ilave bilgiler arttırılmalıdır.

- | | | |
|---|---------|-----|
| • KDK'lar kurumsal bonolara dayalı çıkarılan yapılandırılmış ürünler için kullanılan dereceleri ya farklı derece ölçekleri ya da ilave semboller kullanarak açık bir şekilde farklılaştırmalıdır. | KDK'lar | 08- |
| • KDK'lar yapılandırılmış ürünlerin risk karakterleri hakkında sağlanan ilk ve ilave bilgiler arttırılmalıdır. | KDK'lar | 08- |

Veri Kalitesi KDK Değerlendirmeleri

KDK'lar kullanılan verinin kalitesini ve kıymetli evrak çıkaranlar ve ayarlayıcıların gerekli özeni göstermelerinin gözden geçirilmesini arttırmalıdır.

- | | | |
|---|---------|-----|
| • KDK'lar kullanılan verinin kalitesini ve kıymetli evrak çıkaranlar ve ayarlayıcıların gerekli özeni göstermelerinin gözden geçirilmesini arttırmalıdır. | KDK'lar | 08- |
|---|---------|-----|

Yatırımcılar ve Düzenleyici Otoritelerin Dereceleri Kullanması

Yatırımcılar derecelere olan aşırı güvencelerine dikkat etmelidir. Yatırımcılar yapılandırılmış ürünlere, yatırımlarda kredi analizlerine ve gelişen standartlara gerekli özeni göstermelidirler.

- | | | |
|--|--------------|-----|
| • Yatırımcılar yatırım rehberlerinde, risk yönetimlerinde ve değerlemede kredi derecelerini nasıl kullandıklarını gözden geçirmelidir. Derecelendirmeler uygun risk analizleri ve yönetiminin yerini almamalıdır. Yatırımcılar, yapılandırılmış ürünün karmaşıklığı ve hacmiyle orantılı olarak risk analizi yapmalıdır. | Yatırımcılar | 08- |
|--|--------------|-----|

Otoriteler düzenleyici ve denetleyici çerçevede kullandıkları dereceleri gözden geçirmelidir

- | | | |
|---|---------------------------------------|-----|
| • Otoriteler, düzenlemelerde ve denetim kurallarında derecelere atfettikleri rollerin yatırımcıların riskler hakkında bağımsız karar vermeleri ve kendilerine düşen gerekli özeni göstermeleri hedefleriyle uyumlu olup olmadığını kontrol etmelidir. | U.arası komiteler
U.
Otoriteler | 08- |
|---|---------------------------------------|-----|

Kaynak: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience
http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

4.2.3 Risk Yönetimindeki Zayıflıkların Giderilmesi

Dalgalanma döneminde sorunlar yaşayan şirketlerin piyasa durumlarını yeteri kadar değerlendirmedikleri tespit edilmiş; üst yönetime maruz kalınan riskler ve alınması gerekli önlemler hakkında zamanında raporların sunulmadığı, acil likidite planlarının bulunmadığı, şirket genelinde bağımsız, ciddi ve tutarlı değerlendirme uygulamalarının olmadığı görülmüştür (Senior Supervisory Group, 2008). Ayrıca finansal şirketler tarafından kullanılan bazı standart risk yönetim araçları yapılandırılmış kredi ürünlerinden kaynaklanabilecek kayıpların tahmin edilmesinde yetersiz kalmış, piyasa katılımcıları temerrüt riski, yoğunlaşma riski, piyasa riski ve likidite riskini değerinin altında tahmin etmişlerdir. Bu çerçevede küresel finansal kuruluşların risk yönetimindeki zayıflıklarını gidermek için yapılması gerekenler (President's Working Group on Financial Markets, 2008): (Financial Stability Forum , 2008);

- Küresel finansal kuruluşlar dalgalanma döneminde ortaya çıkan risk yönetimindeki eksiklikleri tespit etmeli,
- Denetçiler, küresel finansal kuruluşların risk yönetimindeki zayıflıkları giderme konusundaki gayretlerini izlemeli,
- ABD otoriteleri, küresel kuruluşların risk yönetiminde diğer denetleyici kurumları paralel uygulamalar geliştirmeye teşvik etmelidir.

Kutu 11: Otoritelerin Risklere Karşılık Verebilmesini Güçlendirmesine Dair Öneriler

Risk Analizini Aksiyona Dönüştürme		
Denetçiler, düzenleyici otoriteler ve merkez bankaları-bireysel veya toplu olarak riskleri azaltmak için risk analizlerini etkin bir biçimde aksiyona dönüştürmeye yönelik ilave adımlar atmalıdır.		
• Denetçiler, finansal yeniliklere ilişkin riskleri idare edebilecek yeterli kaynak ve uzmana sahip olmalı ve şirketlerin risklerini anlayacak ve yönetecek kapasiteye sahip olmalarını sağlamalıdır.	U.Denetçiler	08-
• Denetçiler ve düzenleyici otoriteler, riske maruz pozisyonları ve risk yönetim kalitesinde endişe duydukları şirketlerin yönetim kurulları ve üst yöneticileri ile resmi olarak iletişim kurmalı ve önlem almalarını sağlamalıdır.	U.Denetçiler ve düzenleyiciler	08-
• Uluslar arası düzeyde, FSF risklere karşı başlangıçta ve ilerleyen zamanda risklerin tanımlanması ve azaltılmasına yönelik tedbirler alınması hususunda kendi risk analizlerine ve tavsiyelerine daha fazla önem verecektir.	FSF	08-
• FSF, yatırımcılar ve KDK'lar dahil özel sektör katılımcıları ile tanımlanmış riskler ve zayıflıklara karşı tebirler alınması için üst düzeyde düzenli iletişim kuracaktır.	FSF	08
Otoriteler Arasında Bilgi Paylaşımı ve İşbirliğinin Geliştirilmesi		
İyi uygulamaların geliştirilmesine yönelik otoritelerin bilgi paylaşımı ve işbirliği içinde olması ulusal ve uluslar arası düzeyde arttırılmalıdır.		
• Uluslar arası denetçiler topluluğunun kullanılması yaygınlaştırılmalı böylece 2008 yılı sonunda büyük finansal kuruluşların her biri için bir topluluk oluşturulmalıdır.	U.Denetçiler	08
• Bu topluluklara katılan denetçiler iyi uygulamaları belirlemeye yönelik araştırmaya yönelmelidir.	U.Denetçiler	09
• Denetim otoritelerinin gelişmelere cevap verebilirliğini hızlandırmak amacıyla en iyi uygulama kıyaslamalarını geliştirmede denetçiler arasındaki bilgi alışverişi ve işbirliği ulusal ve uluslar arası düzeyde arttırılmalıdır.	U.Denetçiler	08-
• Denetçiler ve merkez bankaları, finansal istikrar risklerinin değerlendirilmesi dahil bilgi paylaşımı ve işbirliği içinde olmalıdır. Bilgi paylaşımı piyasanın zor durumda olduğu dönemlerde hızlı olmalıdır.	U.Denetçiler, MB	08-
• Merkez bankalarının piyasa likiditesi sıkışıklığını gidermesini kolaylaştırmak için büyük ölçekli bankalar likidite acil durum planlarını uygun olan merkez bankaları ile paylaşmalıdır.	U.Denetçiler, MB	08

Uluslararası Kurumların Politika Çalışmalarının Teşvik Edilmesi

Uluslar arası kurumlar politika geliştirme çalışmalarının hızı, önceliklendirmesi ve koordinasyonunu arttırmalıdır

• Uluslar arası düzenleyici, denetçi ve merkez banka komiteleri, konularının önceliklendirmesini sağlamalı özellikle zor konular için bir üst düzey karar alma düzeyine yönlendirme mekanizmaları oluşturmalıdır. Bu çabanın bir sonucu olarak gerekli önlemler ve gecikmiş veya zor konulara yönelik tedbir planları için zaman çizelgeleri oluşturmalıdır.	U.arası komiteler	08-
• Düzenli denetimin bir parçası olarak ulusal denetçiler uluslar arası komiteler tarafından çıkarılan rehberlerin uygulamasını kontrol etmek için ilave adımlar atmalıdır.	U.Denetçiler	08-
• FSF, önceliklere odaklanılmasını ve politika geliştirmeyi sağlamak için standart belirleyici komiteler tarafından ortak stratejik gözden geçirmelerin yapılmasını destekleyecektir.	FSF	08-
• IMF ve FSF, finansal istikrarı sağlamada işbirliğini arttıracaktır. Bunun bir parçası olarak IMF finansal istikrar risklerinin izlenmesindeki bulgularını FSF toplantılarına raporlayacaktır.	FSF/IMF	08-

Kaynak: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience
http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

4.2.4 İhtiyatlı Düzenleme Politikaları⁵⁴

Finansal dalgalanma Basel I uygulanmakta iken meydana gelmiş ve risk duyarlılığının eksik olması, yeniliklere karşı esnek olmaması ve risklerin bilanço dışına atılmasını teşvik edici düzenleyici unsurlar gibi birçok zayıflığını ortaya çıkarmıştır. Basel II ise Yapısal Blok I kapsamında bankaların karşılaştıkları riskler ile minimum sermaye yeterliliğini daha uyumlu hale getirerek, Yapısal Blok II kapsamında banka uygulamalarını denetim otoritesi tarafından gözden geçirilmesini arttırarak ve Yapısal Blok III kapsamında kamuoyu bilgilendirmesini geliştirip piyasa disiplini sağlayarak; sağlam risk yönetimi uygulamalarını desteklemektedir. Finansal dalgalanma; şok zamanlarında likidite riski yönetimi uygulamaları ve yüksek likidite yedeklerinin kurumsal ve sistemik dayanıklılığa katkısının ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Dalgalanma sürecinde, fonlama piyasalarında sistem genelinde bir zorluk olması halinde finansal kuruluşların fonlama düzenlerinin ve ayarlamalarının planlı olmadığı anlaşılmıştır. Bunun sonucunda birçok banka ve şirket likidite sıkıntısına düşmüş ve yeterli fonlama imkânı bulamadığından iflas etmiştir. Dalgalanma, risk hesaplamalarındaki model hatası riskini de göz önüne çıkarmıştır. Bu durum hem nicel hem nitel değerlendirmelerin ortaklaşa yapıldığı çoklu risk-ölçüm araçları ve stres testlerinin kullanılmasının önemini vurgulamıştır. Dalgalanmayla açığa çıkan zayıflıklardan biri de piyasa katılımcılarının tek bir sektörde (ABD subprime mortgage piyasası) çok fazla risk almış olmasıdır.

Yaşanan finansal dalgalanma ve likidite sıkışıklığı süreci, güvenilir değerlemenin piyasa güvenine katkısını ve yapılandırılmış ürünler ve bilanço-dışı kalemlerden kaynaklanan risklere ilişkin anlaşılır kamuoyu bilgilendirmesinin önemini göstermiştir. Finansal dalgalanma öncesinde finansal kuruluşlar bilanço içi ve bilanço-dışı kalemlerinden dolayı

⁵⁴ Sermaye, likidite ve risk yönetimi alanlarında ihtiyatlı gözetimin güçlendirilmesi'ne dair Finansal İstikrar Forumunun tavsiye listesi Kutu 2'de verilmektedir.

maruz kaldıkları riskler hakkında yeterli, zamanında, açık ve yatırımcılar için kullanışlı kamuoyu bilgilendirmesi yapmamaktaydı. Finansal şirketlerin maruz kalınan riskler, değerlemeler, bilanço-dışı kalemler ve diğer ilgili politikalar hakkında daha anlamlı ve istikrarlı nicel ve nitel bilgiler kullanarak kamuoyu açıklamalarının arttırılması piyasa güveninin yeniden sağlanması için çok önemlidir. Değerleme uygulamaları ve kamuoyu açıklamalarındaki potansiyel zayıflıklar piyasanın bozulduğu durumlarda gerçeğe uygun değer ile değerlemeye ilişkin zorlukları ortaya çıkmıştır⁵⁵. Söz konusu tüm bu eksiklikleri gidermek için (President's Working Group on Financial Markets, 2008) Financial Stability Forum , 2008);

- Düzenleyici otoriteler, kuruluşların ters piyasa koşulları ve bilanço içi ve dışı maruz kaldıkları riskler ile orantılı sermaye ve likidite bulundurmasını sağlamalı,
- Düzenleyici otoriteler, krediyi çıkaran ve dağıtan kuruluşlar için risk yönetimine dair rehberler oluşturmali,
- Basel Komitesi likidite yönetimine dair rehberlerini güncellemeyi bir an önce bitirmeli⁵⁶,
- Basel Komitesi ve IOSCO, VDMK içeren CDO'ların ve diğer yeniden menkul kıymetleştirilen bilanço dışı varlıkların sermaye gereksinimini gözden geçirmeli⁵⁷,
- Düzenleyici otoriteler, finansal kuruluşların bilanço dışı varlıkları için kamuoyuna detaylı açıklamada bulunmalarını sağlamalı,
- Düzenleyici otoriteler, finansal kuruluşları karmaşık ve likit olmayan araçların gerçeğe uygun değeri hakkında değerlendirme metodolojilerinin tanımını da dâhil daha nitelikli kamuoyuna açıklama yapmaya teşvik etmeli⁵⁸,
- Düzenleyici otoriteler, mevcut derecelendirmelerin düzenleme ve denetleme kurallarında kullanılmasını gözden geçirmeli,
- Otoriteler, Finansal Muhasebe Standartları Kurulunu dalgalanma sürecinde muhasebe standartlarının rolünü değerlendirmeye teşvik etmelidir.

55 IASB gerçeğe uygun değerle ilgili uzman danışma paneli kurmuştur, ilk toplantıyı 13.06.2008'de yapmışlardır.

56 SEC, Bear Stearns'ün sermaye yeterliliğinin istenilen seviyenin üstünde olmasına rağmen likidite nedeniyle sıkıntı yaşaması neticesinde Basel Komitesi'ne likidite riskine dair rehberlerin güncellenmesine dair mektup göndermiştir. BCBS'nin Temmuz 2008 itibarıyla sağlam likidite yönetimi ve denetimi uygulama rehberi iştişari metnini çıkarması beklenmektedir.

57 BCBS 2008 yılında varlığa dayalı menkul kıymetlerin CDO'ları gibi bazı karmaşık yapıli kredi ürünleri için sermaye yükümlülüklerini arttırıcı öneriler getirecektir.

58 BCBS 2009 itibarıyla Basel II Yapısal Blok 2 kapsamındaki kamuoyuna açıklama yükümlülüklerini arttırıcı rehber çıkaracaktır.

Kutu 12: İhtiyatlı Gözetimin Güçlendirilmesine Dair Öneriler

Sermaye Yeterliliği		
Basel II sermaye çerçevesi zamanında uygulanmalıdır ve denetçiler uygulamanın etkilerini değerlendirmelidir.		
• Basel II sermaye çerçevesi zamanında uygulanmalıdır.	U.Denetçiler	08-
• Denetçiler, Basel II uygulamalarının bankaların sermaye düzeylerine etkisini değerlendirerek ilave sermayeye ihtiyaç olup olmadığına karar vermelidir.	U.Denetçiler, BCBS	08-
Denetçiler, yapılandırılmış kredi ve menkul kıymetleştirmenin Basel II sermaye uygulamasını sağlamlaştırmalıdır.		
• BCBS, 2008 yılında varlığa dayalı menkul kıymetlerin (ABS) CDO'ları gibi bazı karmaşık yapıli kredi ürünleri için sermaye yükümlölüklerini artırıcı öneriler getirecektir.	BCBS	08
• BCBS ve IOSCO, 2008 yılında bankaların ve menkul kıymet şirketlerinin alım-satın hesaplarındaki kredi riskleri için ilave sermaye yükümlölüğü getirecek öneriler yapacaktır.	BCBS, IOSCO	08
• BCBS, 2008 yılında bilanço-dışı varlığa dayalı finansman bonosu (ABCP) alanlarında bankaların likidite olanakları için sermaye uygulamalarını sağlamlaştırmaya yönelik öneriler yapacaktır.	BCBS	08
Denetçiler, Basel II'nin gerektirdiği risk parametrelerini ve diğer provizyonları güncellemeye devam edecektir.		
• Denetçiler, Basel II'nin gerektirdiği risk parametrelerini ve diğer provizyon teşviklerinin yeterli olmasını sağlamak amacıyla güncellemeye devam edecekler ve çok dikkatli bir şekilde bankaların çerçeve ile uyumluluğunu değerlendirecekler.	BCBS, U.Denetçiler	08-
• Denetçiler, Basel II çerçevesinin devinimselliğini değerlendirecek ve uygun olan ilave önlemler alacaklardır.	BCBS	09-
Otoriteler monoline sigortacılar ve finansal garantörlerin sermaye yedeklerinin finansal sistemdeki rolleriyle orantılı olmasını sağlamalı		
• Sigortacılık denetçileri, yapılandırılmış ürünlerle ilgili monoline sigortacılar için düzenleyici sermaye çerçevesinin sağlamlaştırmalıdır.	U.Denetçiler, IAIS	08-
Likidite Yönetimi		
Denetçiler, Temmuz 2008 itibarıyla sağlam likidite yönetimi ve denetimi uygulama rehberi iştişari metnini çıkaracaklardır.		
• BCBS, Temmuz 2008 itibarıyla sağlam likidite yönetimi ve denetimi uygulama rehberi iştişari metnini çıkaracaktır.	BCBS	08
• Ulusal otoriteler, düzenli denetimlerinin bir parçası olarak bankaların güncel rehberlerin uygulamalarını yakından takip etmelidir. Eğer bankalar uygulamaları yetersiz ise, denetçiler uygulamaların geliştirilmesi için sıkı kurallar getiren önlemler alacaktır.	U.Denetçiler	08
• Denetçiler ve merkez bankaları, sınır-ötesi bankalar için daha sağlam ve uluslar arası düzeyde tutarlı likidite yaklaşımlarını teşvik etmede ilave gayret gösterecekler.	U.Denetçiler, BCBS	08-09
Bilanço-dışı Kalemler Dâhil Risk Yönetiminin Denetimsel Gözetimi		
Denetçiler bankaların az görülen riskleri kontrol etmek ve aşırı riske maruz pozisyon ve risk yoğunlaşmalarının oluşmasını önlemeye yönelik risk yönetim uygulamalarını geliştirmelerinde Yapısal Blok 2'yi kullanacaklar.		
• Ulusal otoriteler; risk yönetimi, sermaye yedekleri ve olası kredi kayıp tahminlerinin geleceğe yönelik uygun hesaplanması ve bunların modeller, değerlemeler, yoğunlaşma riskleri ve konjoktürden kaynaklanan belirsizlikleri de hesaba katılmasını sağlamak için Basel II'nin esnekliklerini kullanacaktır.	U.Denetçiler, BCBS	08-09
• Denetçiler, yoğunlaşma riski dâhil kuruluş geneli risklerin yönetimine ilişkin rehberleri geliştirecektir.	U.Denetçiler, BCBS	08-09
• Denetçiler, risk yönetimi ve sermaye planlaması için stres testi rehberlerini geliştireceklerdir (birçok şirketin stres testleri dalgalanmanın etkilerinin öngörmede başarılı olamamıştır).	U.Denetçiler, BCBS	08-09
• Denetçi rehberleri, bankaların bilanço-dışı risklerini uygun şekilde yönetmelerini sağlayacaktır.	U.Denetçiler, BCBS	08-09
• Denetçiler, menkul kıymetleştirme işlerine ilişkin risk yönetim rehberleri çıkaracaktır.	U.Denetçiler, BCBS	08-09
• Denetçiler, kaldıraç etkisi yüksek olan karşı taraflardan kaynaklanan risklerin yönetilmesi için hazırlanan rehberleri geliştirecektir.	U.Denetçiler	08-09

Uygun düzenleyici otoriteler kurumsal yatırımcıların yapılandırılmış ürün yatırım sürecindeki yükümlülüklerini arttıracaklardır.

- Kurumsal yatırımcıların düzenleyici otoriteleri, şirketlerin yapılandırılmış ürün yatırım sürecindeki yükümlülüklerini artırmalı veya en iyi uygulamaları teşvik etmelidir. U.Düzenleyiciler 09

Finansal sektör tazmin modelleriyle uzun dönem firma kârlılığını uyumlaştırmalıdır. Düzenleyici ve denetleyici otoriteler, uygunsuz teşvik yapılarından kaynaklanan riskleri azaltmak için piyasa katılımcıları ile beraber çalışmalıdır.

- Düzenleyici ve denetleyici otoriteler istihkak politikalarından kaynaklanan riskleri azaltmak için piyasa katılımcıları ile beraber çalışmalıdır U.Düzenleyiciler ve denetçiler 08

OTC Türevleri İçin Operasyonel Alt-Yapı

Piyasa katılımcıları, OTC türevlerinin ödeme, yasal ve operasyonel altyapılarının sağlam olmasını sağlamak için acele etmelidir.

- Piyasa katılımcıları, geliştirilmiş fakat standart dokümantasyon ile uyumlaştırılmamış nakit ödemeleri ile uyumlu olarak, kredi olaylarından kaynaklanan nakit ödeme yükümlülükleri için standart kredi türev alım-satım dokümantasyonunu değiştirmelidir. Piyasa Katılımcıları 08
- Piyasa katılımcıları, alım-satım borç devirlerini otomatik hale getirmeli ve alım-satım veri teslimlerinin doğruluğu ve zamanında yapılması ve OTC türevleri alım-satım eşleştirme hataları çözümlerinin zamanında yapılması için sağlam standartlar koymalıdır. Piyasa Katılımcıları 08
- Finansal sektör, OTC türevleri geliştirmeye yönelik güvenilir bir operasyonel altyapı için uzun dönemli planlar geliştirmelidir. Fin.Sektör 08

Kaynak: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience
http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

ABD mortgage piyasalarında 2006 yılında başlayan dalgalanma, 2007 yılından itibaren öncelikle kredi krizine ve akabinde likidite krizine dönüşerek global finansal sistemi etkisi altına almıştır. Bu süreçte finansal piyasalar, kredi piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmanın menkul kıymetleştirme ile nasıl bir tehlike haline dönüştüğünü öğrenirken, Bearns&Stearns gibi birçok büyük finans kuruluşu ardı ardına zarar açıklamak zorunda kalmıştır.

ABD mortgage krizinde, borçlulardan, kredi veren kuruluşlara, menkul kıymet ihraç edenlerden kredi derecelendirme ve yatırımcılara kadar tüm mortgage piyasası taraflarının sorumlu olduğu görülmektedir. Özellikle sorunlu kredilerin büyük kısmını oluşturan subprime mortgage kredilerinin hükümet tarafından desteklenmesi ve batık kredilerin hükümet politikaları gereği fonlanması, değerlendirme ve ölçümü zor olan bir sistemin oluşmasına neden olmuştur. Monoline, özel amaçlı kurumlar ve serbest fonlar gibi yeni finansal kurumların sistem içindeki paylarının artması ve bu kurumların karmaşık yapıdaki CDS, CDO gibi kredi türev ürünlerini kullanmaları, ABD’de başlayan sorunların diğer ülke piyasalarında domino etkisi yaratmasına neden olmuştur. Bununla birlikte finansal piyasaları denetleme ve düzenleme yetkisine sahip olan kurumların yetki alanlarının çakışması, sorunların tespitinin gecikmesine neden olmuş, yasal düzenlemelerin farklılığı eyalet ve merkezi bazda boşluklar oluşturmuştur.

ABD mortgage krizinin gelişim süreci tarihsel verilerle ele alındığında, siyasi ve politik kararlardaki değişkenliğin uzun vadede finansal piyasaları nasıl etkilediği görülmektedir. Hükümet seçimleriyle birlikte Merkez Bankası yönetiminin değişmesi, para ve ekonomi politikaları arasındaki alışlagelmiş uyumu(ya da yapay uyumu) bozmuştur. Mortgage kredilerinin sorunlu hale dönüşmesiyle kredi krizi olarak piyasalara yansıyan bu durum, mortgage kredilerine dayalı ikincil piyasalardaki derinlik nedeniyle ödemelerin yapılamaması ve şirket zararlarının fonlanabilmesi amacıyla 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra likidite krizine dönüşmüştür. Likidite krizine dönüşüm ise piyasalarda ani panik alım satımlarına neden olmuş ve başta emtia piyasaları olmak üzere diğer piyasaları olumsuz etkilemiştir.

ABD’de 2007 yılının sonlarına doğru otoriteler tarafından finansal dalgalanma yerine kriz kelimesi kullanılmaya başlanmıştır. Kriz kelimesinin kullanılmasıyla birlikte, mortgage krizi yönetim sürecine yönelik çalışmalar başlatılarak, tüm para ve maliye politikaları gözden geçirilmiş, denetimler arttırılmış ve finansal sistemin tamamı özdeğerleme sürecine alınmıştır. Finansal piyasalarda öncü olarak kabul edilen ABD piyasalarında ciddi anlamda organizasyonel yapı tartışma konusu yapılmış ve kamu kurumlarının ağırlığı konusunda fikir ayrılıkları ortaya çıkmıştır. ABD Sayıştay’ı tarafından 2005 yılında gündeme gelen ancak değerlendirme dışı bırakılan GSE’lerin hukuki durumları da tartışma konuları arasında yerini almıştır.

ABD mortgage krizi sonrasında yeni finansal mimarının gündeme gelmesiyle birlikte idari yapı ile piyasa yapısının güçlendirilmesine ilişkin birçok reform çalışması başlatılmıştır. Bilgilendirmeden, değerlemeye kadar birçok alanda yapılan öneriler kapsamında bilanço dışı kalemlerin muhasebeleştirilmesi ve kamuoyuna açıklaması, menkul kıymetleştirme süreçlerinin iyileştirilmesi, kredi derecelendirme süreçlerinin

kalitelerinin yükseltilmesi, risk analizlerinin geliştirilmesi, otoriteler arasında bilgi paylaşımı ve işbirliğinin geliştirmesi ile sermaye yeterliliği ve likidite yönetimine ilişkin standartların belirlenmesi gündeme gelmiştir.

ABD mortgage krizi sonrasında, kredi derecelendirme kuruluşlarının mortgage krizine geç tepki vermesi yönünde oluşan kaygılar bu kuruluşların Avrupa Komisyonu tarafından da incelemeye alınmasına neden olmuştur. Birçok Avrupa ülkesi de, derecelendirme kuruluşlarının, ABD subprime mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmanın riskleri konusunda yatırımcıları uyarmakta yeterince hızlı davranmadıkları görüşünü savunmaktadır.

ABD mortgage krizi sonrasında finansal sistemde alınması gereken önlenmeler arasında;

- Mal varlığına ilişkin kredi riski bilgisinin iletilmesinde yaşanan sorunların aşılması,
- Finansal kurumlar ve yatırımcılar tarafından risk yönetiminin yapılması,
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının gözden geçirilmesi, rating metodolojisi, ratinglerin kullanımı ve denetleme yapısının gözden geçirilmesi,
- Birincil ve ikincil piyasa araçları arasındaki muhasebenin konsolidasyonun sağlanması,
- Menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin değerlemesi ve muhasebesiyle ilgili sorunların uluslararası ortamlarda tartışılması,
- Menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin ipotekli varlıklara dönüşünün izlenebilirliğinin sağlanması,
- Menkul kıymetleştirme işlemlerinin yeterli verilerle desteklenen istatistiksel yöntemlerle yapılması,
- Denetleyici otoritelerin piyasaları ve finansal kurumları izleme yöntemlerini geliştirmesi,
- Denetleyici otoriteler arasındaki uluslararası işbirliğinin sağlamlaştırılması,

yer almaktadır. Ayrıca, CDO ve SPV'lerin finansal sistem içinde yarattığı belirsizliklerin aşılabilmesi için mutlak suretle uluslararası düzeyde vaka analizlerinin yapılarak, her ülkenin mortgage kriziyle ilgili risk profillerinin oluşturulması gerekmektedir.

AB nin sahip olduğu bütünleşik finansal sisteme dair politika ve stratejilere, ne yazık ki ABD sahip değildir. Ancak, AB'de hummalı bir şekilde gözden geçirilen ve 2010 yılında tamamlanması beklenen çalışmalardan ABD'nin de esinlenmesinde yarar vardır. Aksi halde, küresel finansal risklerin yönetilmesinde ileriki dönemlerde başka problemlerin de çıkması muhtemeldir.

İnşaat sektörü başta olmak üzere birçok sektörü yakından ilgilendirmesi nedeniyle ekonomi açısından ayrı bir önemi olan mortgage piyasalarında yaşanan sorunların önüne geçilebilmesi için; gerçeği yansıtmayan değerlendirme yöntemleri ortadan kaldırılmalı, mortgage komisyoncuları ve ekspertizler tarafından artırılan komisyon primleri takip edilmeli, kredi başvurularında yapılan değişiklikler otoriteler tarafından izlenmeli, sahte kredi dökümantasyonları engellenmeli ve refinansman amacıyla alınan krediler ile yatırımcıların garanti edilmiş kısa vadeli yeniden satın alma yatırımlarının, finansal kurumlar tarafından yanlış fonlanmasının önüne geçilmelidir.

KAYNAKÇA

Adelsan Mark, A Journey to the Alt-A Zone A Brief Primer on Alt-A Mortgage Loans, Nomura Fixed Income Research, 3 June 2003.

AFGI, Advantages of the Monoline Structure, www.afgi.org/monoline.htm, June 05 2008.

Bankrate, Mortgage Basics, www.bankrate.com/brm/green/mtg/basics2-3a.asp?caret=8, (Çevrimiçi), May 2006.

Barnes Susan E, Mason Scott, Tempkin Adam M, S&P Testimony On The Role Of Securitization In The Subprime Mortgage Market, 17 Nisan 2007.

BBC News, The US Sub-Prime Crisis In Graphics, 21 November 2007.

Bernanke Ben S., The Economic Outlook, Before the Committee on the Budget, U.S. House of Representatives, January 17, 2008.

Bernanke Ben S., The Economy and Financial Markets, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, February 14, 2008.

Bernanke Ben S., Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 27, 2008.

Bernanke Ben S., The Economic Outlook, Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, November 8, 2007.

Bernanke Ben S., Subprime Mortgage Lending and Mitigating Foreclosures, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, September 20, 2007.

Bernanke Ben S., Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, July 18, 2007.

Bernanke Ben S. Risk Management in Financial Institutions, At the Federal Reserve Bank of Chicago's Annual Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois., Mayıs 15, 2008.

Bernanke Ben S. Liquidity Provision by the Federal Reserve, At the Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia., Mayıs 13, 2008.

Bernanke Ben S. Mortgage Delinquencies and Foreclosures, At the Columbia Business School's 32nd Annual Dinner., Mayıs 5, 2008.

Bernanke Ben S. Addressing Weaknesses in the Global Financial Markets: The Report of the President's Working Group on Financial Markets, At the World Affairs Council of Greater Richmond's Virginia Global Ambassador Award Luncheon, Richmond, Virginia., Nisan 10, 2008.

Bernanke Ben S. Fostering Sustainable Homeownership, At the National Community Reinvestment Coalition Annual Meeting., March 14, 2008.

Bernanke Ben S. Reducing Preventable Mortgage Foreclosures, At the Independent Community Bankers of America Annual Convention., March 4, 2008.

Bernanke Ben S. Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy, At the Women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington, D.C., January 10, 2008.

Bernanke Ben S. National and regional economic overview, At the presentation of the Citizen of the Carolinas Award, Charlotte Chamber of Commerce, Charlotte, North Carolina, November 29, 2007.

Bernanke Ben S. Monetary Policy under Uncertainty, At the 32nd Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 19, 2007.

Bernanke Ben S. The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences, At the Economic Club of New York, New York, New York, October 15, 2007.

Bernanke Ben S. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects, At the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11, 2007.

Bernanke Ben S. Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, August 31, 2007.

BOJ Bank of Japan, Financial System Report, Report and Research Paper, March 2008.

Bush George W., (1) Statement By The President, The White House, Office of the Secretary, March 20, 2002.

Bush George W., (2) President Focuses on Home-Ownership in Radio Address, Radio Address by the President to the Nation, The White House, Office of the Secretary, June 15, 2002.

Bush George W., National Homeownership Month, 2003, The White House, Office of the Secretary, June 13, 2003.

Bush George W., National Homeownership Month, 2005, The White House, Office of the Secretary, May 25, 2005.

Bush George W., (1) President Bush Discusses Homeownership Financing, The White House, Office of the Press Secretary, August 31, 2007.

Bush George W., (2) President Bush Discusses Housing, The White House, Office of the Press Secretary, December 6, 2007.

Bush George W., (2) The Mortgage Forgiveness Debt Relief Act of 2007, Office of the Press Secretary, December 20, 2007.

Bush George W., (1) Fact Sheet: Taking Sensible, Decisive Action To Help Homeowners, Office of the Press Secretary, March 28, 2008.

Bush George W., (2) National Homeownership Month, 2008, Office of the Press Secretary, May 29,2008.

Bush George W., (3) Fact Sheet: A Clear Agenda for Overcoming Economic Challenges, Office of the Press Secretary, June 6,2008.

Consumer Mortgage Coalition, Docket No. 2007-3005, 72 Fed. Reg. 10533 (Mar. 8, 2007).

Chacko George, Sjöman Anders, Motohashi Hideto, Dessain Vincent, Credit Derivatives: A Primer on Credit Risk, Modeling and Instruments, Wharton School Publishing, ISBN 0-13-146744-1, June 2006.

Crouhy Michel, Turnbull Stuart M. , The Subprime Credit Crisis of 07, March 05, 2008.

Demir Volkan, Bahadır Oğuzhan, UFRS (TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı, Muhasebe ve Denetime Bakış, ISSN:1307-6639, Yıl:7, Sayı:23, Eylül 2007.

European Banking Federation, Global Financial Crisis Accounting Related Issues, June 2008.

Fannie Mae (1), An Introduction to Fannie Mae, www.fanniemae.com/media/pdf/fannie_mae_introduction.pdf, 2008.

Fannie Mae (2), Serving America's Housing Market, 2007 Annual Report, Nisan 2008.

FBI, Mortgage Fraud New Analysis of a Rising Threar, Headline Archives, May 13 2008, http://www.fbi.gov/page2/may08/mortgagefraud_051308.html.

FED, Purposes Functions, Library of Congress Control Number 39026719, Ninth Edition, June 2005.

FED, Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings, Third Quarter 2007, 6 December 2007.

FED, Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings 2007/Q4, 6 Marc 2007.

FED, Flow of Funds Accounts of the United States, 2000-2007.

FED (1), For Immediate Release, Press Release, April 30,2008.

FED (2), Memorandum of Understanding Between The U.S. Securities And Exchange Commission And The Board Of Governors Of The Federal Reserve System Regarding Coordination And Information Sharing In Areas Of Common Regulatory And Supervisory Interest, July 7, 2008.

FED (3), Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2007, June 2008.

Financial Crimes Enforcement Network, Mortgage Loan Fraud, April 2008.

Frederic S. Mishkin. Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown, At the U.S. Monetary Policy Forum, New York, New York, Şubat 29, 2008

Frederic S. Mishkin. The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions, At the Tuck Global Capital Markets Conference, Tuck School of Business, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire, Şubat 15, 2008

Frederic S. Mishkin. Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions, At the Federal Reserve Bank of New York, New York, New York, New Hampshire, Şubat 11, 2008

Frederic S. Mishkin. Financial Instability and the Federal Reserve as a Liquidity Provider, At the Federal Reserve Bank of New York, New York, New York, New Hampshire, Ekim 26, 2007

Frederic S. Mishkin. Systemic Risk and the International Lender of Last Resort, At the Tenth Annual International Banking Conference, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, Illinois, Eylül 28, 2007

Frederic S. Mishkin. Systemic Risk and the International Lender of Last Resort, At the Tenth Annual International Banking Conference, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, Illinois, Eylül 28, 2007.

Fitchratings, Fitch Downgrades 6 Classes from Toro ABS CDO II, Ltd./LLC, Press Release , May 2, 2008.

Geithner Timothy F. Changes in the Structure of the U.S. Financial System and Implications for Systemic Risk, Conference on Systemic Financial Crises at the Federal Reserve Bank of Chicago, Federal Reserve Bank of New York, October 1 2004.

Goodhart CAE, The Background to the 2007 Financial Crisis, Springer-Verlang 2007.

Gorton Gary, Souleles Nicholas S., Special Purpose Vehicles and Securitization, The Wharton School University of Pennsylvania and NBER, May 24, 2003, This Version: September 2005

Horwitz Richard, Solving The Risk Management and Transparency Challenge, Bloomberg Press, 2004.

IIF, Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, April 2008.

IMF, Global Financial Stability Report - Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, World Economic and Financial Surveys, ISSN 0258-7440, April 2008.

IOSCO, Consultation Report "The Role of Credit Rating Agencies in Structure Finance Markets, March 2008.

Jaffee Dwight, Monoline Restrictions, with Applications to Mortgage Insurance and Title Insurance, Review of Industrial Organization (2006) 28:83–108 © Springer 2006

- Kohn Donald L., Condition of the U.S. Banking System, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, March 4, 2008.
- Kroszner Randall S., Loan Modifications and Foreclosure Prevention, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, December 6, 2007.
- Kroszner Randall S., Legislative Proposals on Reforming Mortgage Practices, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, October 24, 2007.
- Kroszner Randall S., Prospects For Recovery and Repair Of Mortgage Markets, At The Conference of State Bank Supervisors Annual Conference, Amelia Island Plantation, Florida, May 22, 2008.
- Lehnert Andreas, Overview of US Mortgage Markets, BIS, 2005.
- Maglioni Rick, Subprime Lending, Protiviti Independent Risk Consulting, The Institute of Internal Auditors, March 28 2008.
- Mishkin Frederic S., Availability of Credit to Small Businesses, Before the Committee on Small Business, U.S. House of Representatives, November 7, 2007.
- Mishkin Frederic S., Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown, At the U.S. Monetary Policy Forum, New York, New York, February 29, 2008.
- MCUL-Michigan Credit Union League, Mortgage Crisis Summit, January 10, 2008.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., The unsustainable US current account position revisited National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10869, 2004.
- OFHEO, Report to Congress, Washington, April 15, 2008.
- Parkinson Patrick M., Bond Insurance, Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 14, 2008.
- Portes Richard, Ratings Agency Reform, www.voxeu.org/index.php?q=node/887#f1, January 22, 2008.
- Priest J. Arthur, Mortgage Fraud Laws, National Fraud Issues Conference, Mortgage Bankers Association, Chicago, May 15-16 2006.
- Quignon Laurent, Financial Crisis: Banks In The Midstream, BNP Paribas, May 2008.
- RBA Reserve Bank of Australia, Financial Stability Review, March 2008.
- Reich John M., Remark, Director Office of Thrift Supervision to the CRA Annual Conference San Francisco, California, April 2, 2008.
- Ryan Stephen G., Accounting In and For Subprime Crisis, Stern School of Business, New York University, March 2008.

Santomero Anthony M., Does Bank Regulation Help Bank Customers?, President Federal Reserve Bank of Philadelphia, Remarks before the Frontiers in Services Conference Bethesda, October 26, 2001.

Schwarcz Steven L., Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis, Duke Law School Legal Studies, Research Paper Series Paper No:203, March 2008

Shear William B., A Single Regulator Will Better Ensure Safety and Soundness and Mission Achievement, Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, GAO-08-563T, March 6, 2008.

Stark Sharon L., Buckley Barbara F., Monthly Market Monitor, OTC, Washington, April 25, 2008.

Stephen G. Cecchetti, Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008, Brandeis International Business School, April 2008

TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı 6, Mayıs 2008.

The Department of The Treasury, Blueprint For A Modernized Financial Regulatory Structure, March 2008.

Thompson John K, Fourth OECD Workshop on Housing Finance in Transition Economies, Paris, 14-15 December 2004

TPWGFM, The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, April 1999.

USA Treasury, Testimony of Treasury Secretary Henry M. Paulson, Jr. Before the House Committee on Financial Services On the Legislative and Regulatory Options For Minimizing and Mitigating Mortgage Foreclosures, : HP-565, September 20, 2007.

USA Treasury, Treasury Statement on Federal Reserve Rules to Improve Mortgage Oversight, HP-741, December 18, 2007.

USA Treasury, Testimony of Treasury Secretary Henry M. Paulson, Jr. Before the House Committee on Financial Services On the Legislative and Regulatory Options For Minimizing and Mitigating Mortgage Foreclosures, : HP-565, September 20, 2007.

USA Treasury, Under Secretary for Domestic Finance Robert K. Steel Testimony before the House Committee on Financial Services, November 2, 2007.

USA Treasury, Paulson Statement on Passage of Mortgage Debt Forgiveness Bill, December, 2007.

USA Treasury, Testimony of Treasury Secretary Henry M. Paulson, Jr. Before the House Committee on Financial Services On the Legislative and Regulatory Options For Minimizing and Mitigating Mortgage Foreclosures, September 20, 2007.

White House, New Steps to Help Homeowners Avoid Foreclosure President Bush Announces Steps To Help American Families Keep Their Homes And Reform The Mortgage Finance System, August 2007.

Yıldray Yıldırım, Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) and Market Efficiency With Respect To Costly Information, BDDK'ya Yapılan Sunum, 2008.

www.aarmr.org/page05.htm

www.bankofengland.co.uk

www.fanniemae.com

www.fdic.gov

www.federalreserve.gov

www.fincen.gov

www.fsa.gov.uk

www.gao.gov

www.moneycafe.com

www.mortgagebankers.org

www.mortgagefit.com

www.mortgageforum.net

www.ny.frb.org

www.ofheo.gov

www.occ.treas.gov

www.ots.gov

www.sifma.org

www.whitehouse.gov



BANKACILIK
DÜZENLEME VE DENETLEME
KURUMU

Atatürk Bulvarı No:191 06680 Kavaklıdere / ANKARA
Tel: (312) 455 65 29 Faks: (312) 424 17 42
www.bddk.org.tr