

ABD Gayrimenkul Piyasasının Fazlasıyla Menkul Krizi

Prof. Dr. Serdar Sayan

TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi
İktisat Bölümü Öğretim Üyesi ve
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



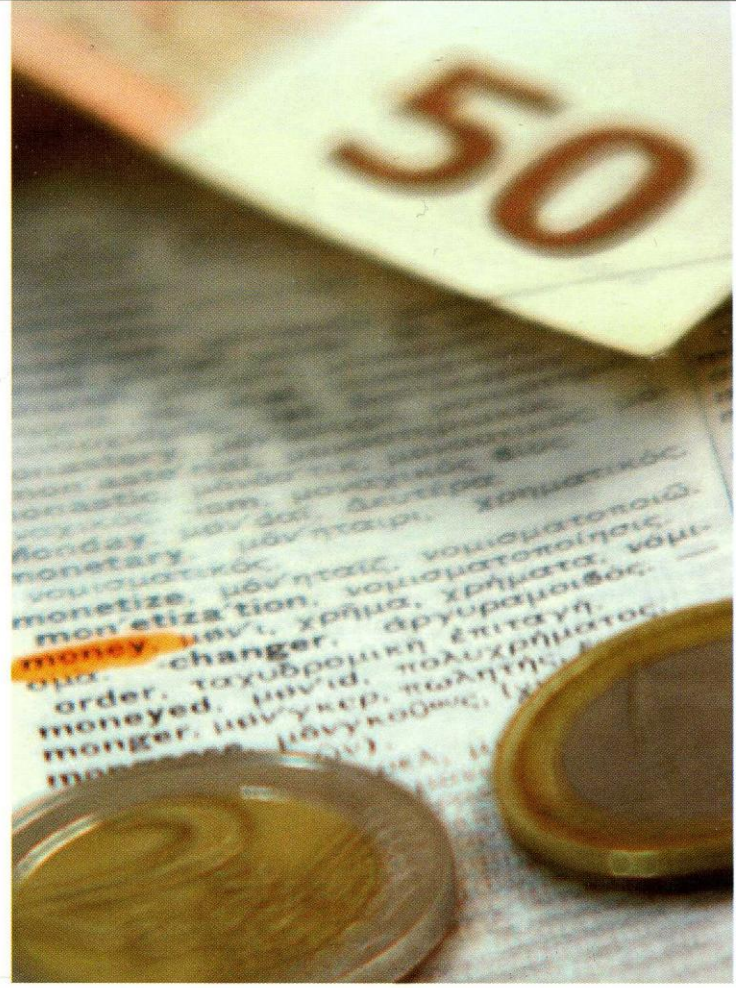
Çağımız iletişim çağı. Hepimiz, dünyanın her yerinden tonla gelişmeyi ileten çok sayıda farklı iletişim kanalından akan bilgi ve haber hızına ayak uydurmaya çalışıyoruz. Hatta çoğumuz için işlenip hazmedilmesi gereken bilgi ve haber akışı çoktan bir sel halini almış durumda ve bu sel altında boğulmamak ciddi maharet gerektiriyor.

Halen içinde bulunduğumuz küresel kriz hakkında çok şey yazılıp çizildi ama dünya (ve ülke) gündeminin zaman zaman baş döndürücü hale gelen bir hızla değiştiği bir ortamda, pek çoğumuz

“Amerika’da *mortgage* sistemi, insanları uzun sürelerle ama makul miktarlarda taksitler ödeyerek ev sahibi edindirme hedefine yakın zamana kadar oldukça başarılı biçimde hizmet etti. Öte yandan, sistem bir başarısız oldu, pir başarısız oldu demek çok da yanlış olmayacak; çünkü yakın zamanda yaşanan sorunlar sadece Amerika’da değil, dünya çapında büyük bir finansal krizi tetikledi.

muz bir takım ilginç ve önemli soruların cevaplarını tam olarak kavrama ya da araştırma şansı bulamıyor. Amerika’nın Los Angeles şehrinde yaşayan ve 4 yıl önce, satın alacağı evi ipotek ederek bankasından 30 yıl vadeli kredi (*mortgage*) alan ama borcunu ödeyemediği için evine el konan part-time garson Pedro Hernandez ile Brüksel’de yaşayan ve arabasını her beş yılda bir değiştirme alışkanlığından vazgeçerek, yedinci yıla da aynı arabayı kullanarak giren banka veznedarı François Lambert’in, Bursa’da otomotiv sektöründe çalışırken bir yıl önce işini kaybeden işçi Mehmet Yılmaz ile ne alakaları olabileceği bu tür ilginç ve önemli sorulardan biri. Bu insanlar hiç karşılaşmamış, tanışmamış olsalar da, aslında küresel ekonominin, karar ve eylemleri ile birbirlerinin hayatını çok dolaylı ama derinden etkileyen süreçlere katkıda bulunan aktörleri. Bir başka açıdan bakıldığında da, bunların ABD emlak kredi piyasasında yaşanan krizden farklı biçimlerde ve değişen ölçülerde olumsuz etkilenen on milyonlarca insan arasında olduğunu söylemek mümkün.

Bu yazıda, Hernandez, Lambert ve Yılmaz’ın yollarının nerede kesiştiğini kısaca anlatmaya çalışacağım. Bu halen içinde bulunduğumuz küresel krizin ipotekli konut kredisi (*mortgage*) piyasasından nasıl başladığını, sürecin nasıl işlediğini, krizin çıkış nedenlerini vs. unutanlara ya da o zamanki toz duman arasında,

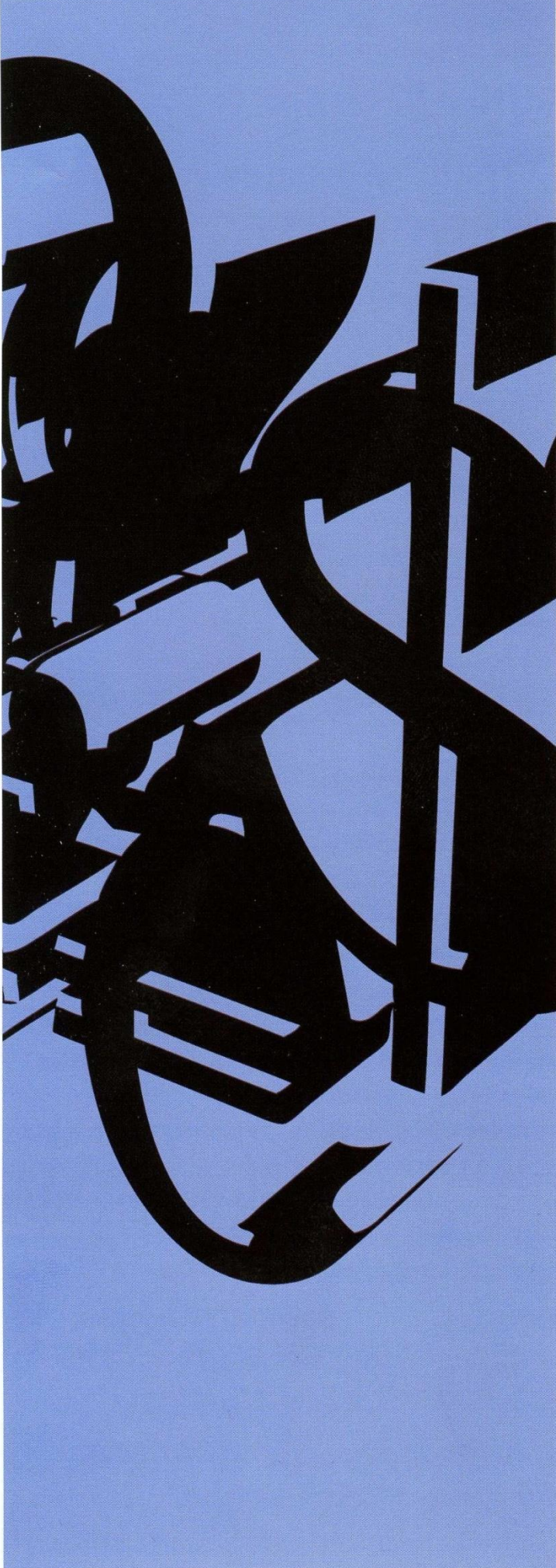


krizi başlatan olaylar dizisini izleyemeyenlere de bir hatırlatma olacak. Bu iki gruba da girmeyip de, “Ben zaten gayet iyi anlamıştım olup biteni, ayrıca hatırlıyorum da.” diye düşünenlere de acele edip okumaktan hemen vazgeçmemelerini tavsiye ederim. Yazının kalanında onların da ilgisini çekebilecek birkaç fikir veya saptama olabilir.

Amerikalılar “Bir ev sahibi olmak Amerikan rüyasının olmazsa olmaz parçasıdır.” derler. Ev sahibi olmak kuşkusuz Türk rüyasının da parçasıdır da, Türkler bu rüyayı gerçekleştirmeye yarayacak düzenlemeleri bir türlü yapamadıkları için ev sahibi olmak pek çok Türk için hep rüya olarak kalır (ya da daha da kötüsü, ev sahibi olma/ olmaya çalışma süreci bir kabusu dönüşür). Peki nedir Amerikalıların bu rüyayı gerçekleştirmek için yaptığı? Bu soruya tabii ki, Türklerin daha birkaç yıl önce yapabildiğini ta 1930’larda yapıp modern anlamdaki ipotekle dayalı konut kredisi (*mortgage*) sisteminin hukuki ve kurumsal altyapısını oluşturmalarıdır diye cevap vereceğim. Amerikalılar iyi işleyen bu sistem sayesinde on milyonlarca aileyi ev sahibi yapıp, rüyalarının gerçekleşmesini sağlarken; Türkler, özellikle 1970’lerden sonra yüksek enflasyon başta olmak üzere geleceği öngörmeyi ve planlamayı imkansız kılan makroekonomik istikrarsızlık ortamında bir türlü işlerlik kazandıramadıkları uzun vadeli krediler yoluyla ev sahibi olma fikrine alternatifi, gecekondulaşma ve

konut kooperatiflerinde buldular. Gecekondulara hiç girmeyeyim. İçinde yaşayanlar açısından uygar ve güvenli bir iskan biçimi olmamaları bir yana, bulundukları şehirlerin yaşam kalitesini de kötü etkiledikleri açık. Kağıt üzerinde iyi bir fikir gibi gözükse de konut kooperatifleri de, zayıf hukuki altyapıları yüzünden suüstimal ve yönetim zafiyetlerine çok duyarlı ve sıkça başarısız olan bir araç olageldi. Öyle ki, üyeliğinden ağzının yandığı en az bir kooperatif hikayesi olmayan orta sınıf Türk ailesi yoktur sanırım. Buna karşılık Amerika’da *mortgage* sistemi, insanları uzun sürelerle ama makul miktarlarda taksitler ödeyerek ev sahibi edindirme hedefine yakın zamana kadar oldukça başarılı biçimde hizmet etti. Öte yandan, sistem bir başarısız oldu, bir başarısız oldu demek çok da yanlış olmayacak; çünkü yakın zamanda yaşanan sorunlar sadece Amerika’da değil, dünya çapında büyük bir finansal krizi tetikledi.

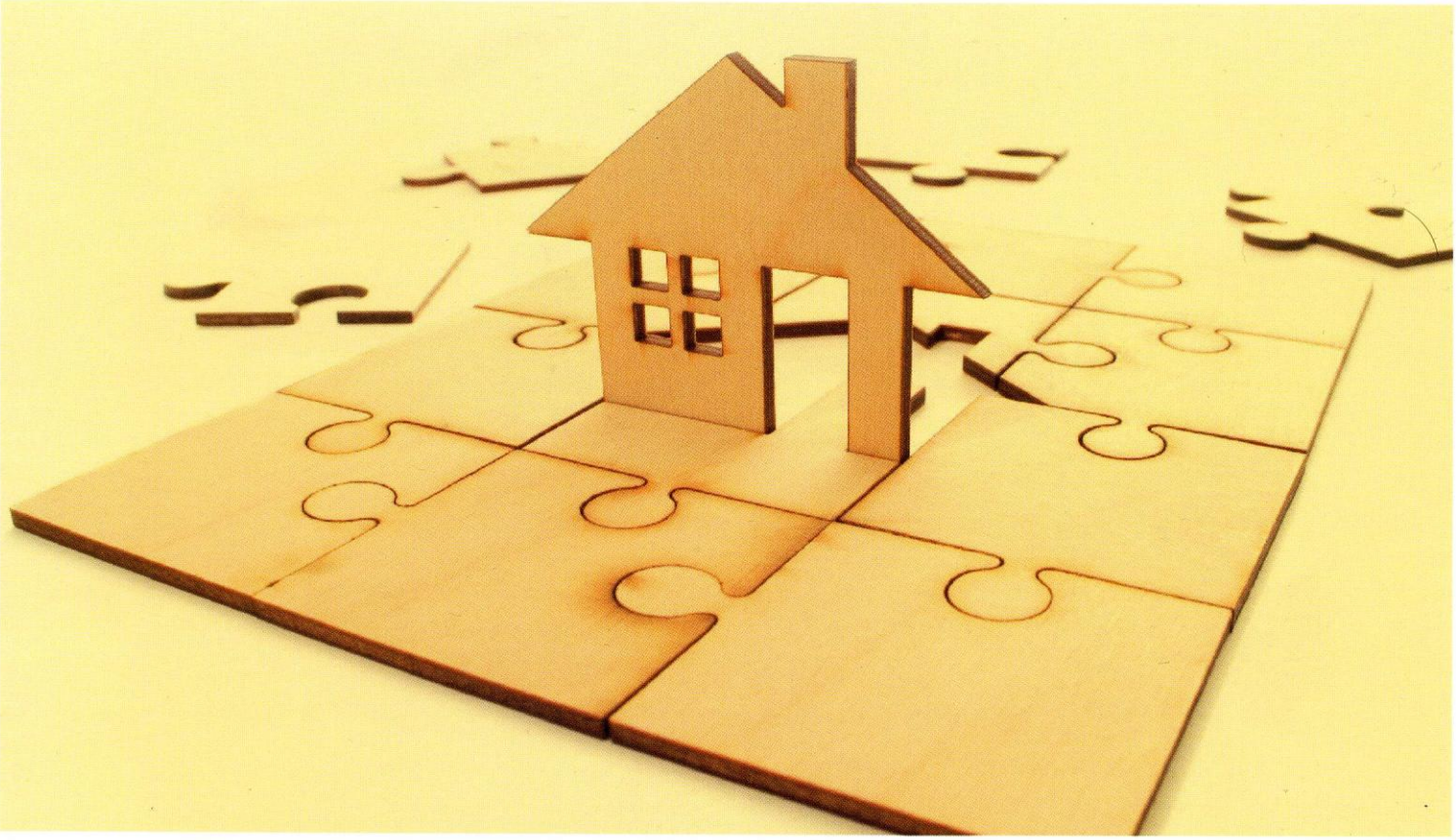
Peki tarihin en büyük küresel krizine giden bu süreç nasıl işledi? Öncelikle bir noktayı vurgulamak istiyorum. Krizin kökeninde tek başına ve bizatihi ipotekle dayalı olarak uzun vadeli konut kredileri sağlayan *mortgage* sisteminden kaynaklanan yapısal bir sorun yok. Özünde iyi tasarlanmış ve iyi işleyen bir sistem, birçok faktörün özel bir konjonktürde bir araya gelmesiyle kriz üretti. Şöyle ki, süreci başlatan ilk gelişme, 2000’li yılların ortalarında, Amerikan nüfusunun daha yoksul oldukları ve(ya)



gelirleri daha oynak olduğu için geri ödeme kapasiteleri nispeten sınırlı olan ve geleneksel olarak uzun vadeli borç bulmakta zorlanan kesimlerinin de *mortgage* kredisi alabilmeye başlaması oldu. İşte gelirinin düzenli olmaması yüzünden daha önce kredi kartı almakta bile zorlanan Los Angeles'lı Pedro Hernandez iyice bir ev almasını sağlayacak yüklü miktardaki *mortgage*'ı almayı böyle bir ortamda başardı. Kuşkusuz bunun nedeni, finansal sistemin aniden daha düşük gelirli kesimleri ev sahibi yapma arzusu duymaya başlaması değil; 2000'li yılların belki de en önemli özelliği olan (küresel) likidite bolluğunun, banka ve finansal kurumları borç verilecek yeni müşteriler aramaya itmesiydi.

Sonuçta Amerikan konut kredi piyasasında, ünlü klasik iktisatçı David Ricardo'nun rant kuramında bahsettiği tarzda, üretime ilk önce sokulan en verimli toprakların sınırına gelinmesinden sonra giderek daha az verimli toprakların ekim alanlarına dahil edilmesine benzer bir süreç başladı. Borç geri ödeme kapasitesi ve dolayısıyla kredi verilebilirliği gitgide azalan kesimlere, riskliliği giderek artan *mortgage* kredileri verilmeye başlandı. Genel likidite bolluğuna bağlı olarak düşük kalan faizlerin yarattığı yüksek talep yüzünden zaten yüksek olan konut fiyatları, talebin "subprime" denen bu yüksek riskli müşterilere verilen krediler yoluyla daha da şişmesi sonucu kriz öncesinde iyice yükselmiş; tarihsel rekorları zorlamaya başlamıştı. Bu ortamda *subprime* piyasası dışında kalan ve daha önce borçlanarak ev almış ve borçlarını düzenli biçimde ödemeyi sürdüren pek çok insan da, satın aldıkları evin değerinin artmasını gerekçe göstererek ek krediler çekmeye başladılar. Örneğin, beş yıl önce 100 bin dolara bir ev satın alan ve taksitlerini ödemekte olan bir aile, evlerinin değerinin (aslında konut piyasasındaki balon yüzünden) 140 bin dolara çıktığını fark edince 40 bin dolarlık ek kredi çekebilir hale geldi. Pek çokları gelen ek kredileri yeni bir otomobil almak, tatile çıkmak vs. amaçlarla harcadılar.

Bir süre sonra bu saadet zincirinin kırılabileceğine dair emareler görülmeye başlandı. Önemli sayıda *subprime* müşteri –ve bu arada ne yazık ki bizim Pedro Hernandez– aslında şaşırtıcı olmayan biçimde kredilerini geri ödemekte sıkıntı yaşayınca, bankalar ipotek altında tuttukları evlere el koyarak bunları satışa çıkarttılar. Evini kaybeden Hernandez tekrar şehrin kötü mahallelerinden birinde kiraladığı küçük apartman dairesine döndü. Banka ve kredi veren diğer finansal kuruluşların verdikleri ama orijinal (*subprime*) borçluların geri ödeyemedikleri krediyi kurtarmak üzere giderek artan sayıda evi satışa çıkarmaları sonucu, önce konut fiyatlarındaki artış durdu; ardın-



dan da fiyatlarda ciddi bir aşağı yönlü hareket başladı. Fiyatlar düştükçe, ikinci kredilerini alıp tüketim harcamalarında kullanan kesimler borçlarının, evlerinin artık düşmüş olan değerinin üzerinde olduğunu fark ettiler ve bunlar arasında da ödeme güclüğü yaşayanlar oldu. Bu yolla, *subprime* müşteri olmadığı halde, konut piyasasındaki balonun yarattığı tatlı hayat düşlerine kapılarak harcamalarını kontrolsüz biçimde artıran çok sayıda ev sahibi de, evlerini bankalara teslim etmek zorunda kaldılar ve bu konut fiyatlarında daha da hızlı bir düşüşe yol açarak çıg etkisini güçlendirdi.

Eğer iş sadece *mortgage* kredisi alan borçlular ile bankalar arasında bu kredilerin tahsilinden kaynaklanan sorunlarda bitseydi, gayrimenkul piyasasındaki sorunlar bu kadar “menkul” hale gelip, bu kadar uzaklarda, bu kadar büyük çapta sınır-ötesi probleme yol açmayabilirdi. Sorunu büyüten ve küresel hale getiren *mortgage* alacaklarının “menkul kıymetleştirilmesi” (*securitization*) süreciydi. Bu sıkıntı, bizde de Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) diye bilinen finansal araçların alınıp satıldığı piyasaya sıçramasına neden oldu. VDMK'lere dönüştürme, vadesi henüz gelmemiş, gelecekte tahsil edilecek (daha doğrusu edileceği varsayılan) *subprime* olan ve olmayan *mortgage* alacaklarının paket halinde başka finansal kurumlara ya da yatırımcılara bugünden, piyasa faiz oranları ile uyumlu bir iskontoyla

satılarak tahsil edilmesi esasına dayanan bir fikir. Pek çoklarının sandığının aksine çok da yeni olmayan bir fikir bu. Esasen krizin en cıvıvli zamanlarında adını çokça duyduğumuz *Fannie Mae* (ya da resmi adıyla *Federal National Mortgage Association – FNMA*) da 1938’de devlet eliyle ve tam da bu amaçla kuruluyor. Yani *mortgage* kredisi veren kuruluşların borçlulardan gelecekte tahsil edecekleri alacaklarını onlardan bugün satın alıp yatırımcılara satmak suretiyle konut finansmanında kullanılabilir fon miktarını büyütme ve bu yolla konut sahibi nüfusu artırma amacıyla. Sonradan (1968’de) özelleştirilen ve hisseleri borsada alınıp satılmaya başlayan *Fannie Mae*’nin ilk kuruluşu da esasen, Başkan Roosevelt’in 1929-1930’un büyük bunalımından çıkma önlemleri paketi olarak niteleyebileceğimiz *New Deal*’ın bir parçasıydı ve kısa vadeli hedefi büyük bunalım yüzünden çöken Amerikan konut piyasasını canlandırmaktı.

Fannie Mae’nin kuruluşunu takiben ortaya çıkan ikincil *mortgage* piyasası son krizde karmaşık ve olumsuz bir rol oynadı. Özellikle bankalar dışında kalan finansal kurumların yaptıkları işlemlerin sıkı biçimde regüle edilmemesi, likidite bolluğunda artan rekabet ve para kazanma hırsının risk iştahını artırması ile birleşince sonuç felaket oldu. Bu süreçte *subprime* olan ve olmayan *mortgage* alacaklarına istinaden çıkartılan VDMK’leri satın alan yatırımcıların da bunları başka alacak havuzlarına koyup tekrar

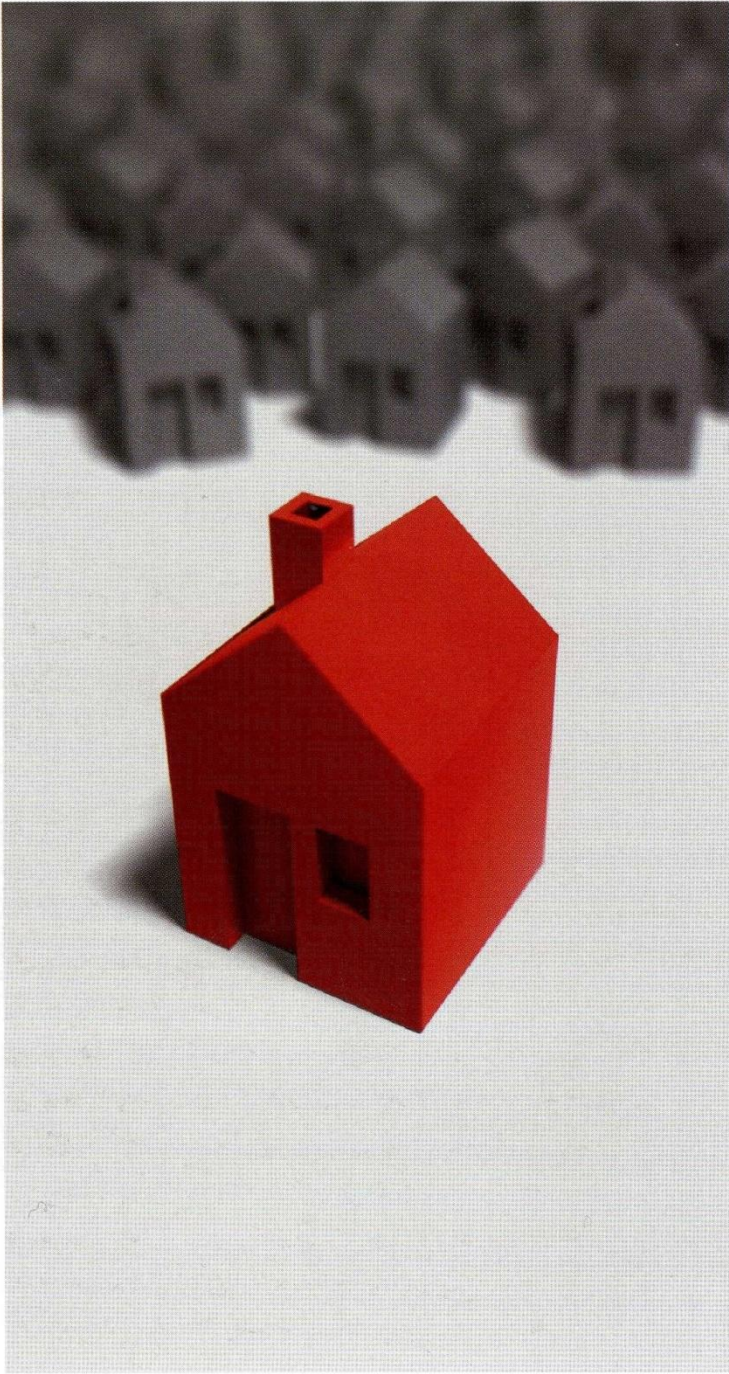
pazarlaması sonucu ortaya çıkan türev finansal varlıklar o kadar karmaşıklaştı ki, bunların risk ve getirilerini sağlıklı biçimde değerlendirmek güçleşmeye başladı. Toplanacağı varsayılan *mortgage* alacaklarının geri dönüşünde sorunlar çıkmaya başladıkça, bu alacakları da içerecek şekilde ve tavşanın suyunun suyu şeklinde ilerleyen bir süreçten geçilerek yaratılan VDMK'lerin değerini saptamak zorlaştı ve bunların alım-satımı durdu. Bilançolarında çok miktarda bu tür VDMK olan finansal kurumların alacaklıları alacaklarını tahsil etme konusunda endişe yaşamaya başlarken, ortaya çıkan güvensizlik ortamı yüzünden vadesi gelen borçlarını ödemek için gecelik ya da kısa vadeli borçlanmaya çalışan banka ve aracı kurumlar borç bulamamaya başladılar. Ortaya çıkan panik ortamı en büyük ve en sarsılmaz zannedilen finansal kuruluşları bile sarstı. Lehman Brothers battı ve

“Esasen Türkiye'deki finans piyasaları, kısmen 2001 krizinden sonra ciddi bir finansal sektör reformu yapılarak bankaların sermaye yapılarının güçlü kalmasını garanti edecek düzenlemeler getirilmiş olması sayesinde, kısmen de Türk piyasalarının yukarıda söz ettiklerime benzer türev araçların (zehirli kağıtların) alınıp satılacağı derinliğe zaten ulaşmış olması sayesinde krizin ilk dalgasından etkilenmemiştir.

bu paniği daha da büyütürken tüm sistemin çöküşünü önlemek için Amerikan yönetimi devreye girmek zorunda kaldı –bu arada Fannie Mae ve sonradan piyasada rekabet yaratmak amacıyla kurulan benzeri Freddie Mac de devlet yardımı aldılar.

Mortgage piyasasından başlayıp dalga dalga bütün Wall Street'e yayılan krize yol açan türev VDMK'ler o kadar karmaşıklaştı ki, finans piyasalarına devlet müdahalesinin kaçınılmaz hale geldiğinin anlaşılmasından sonra, hangi finansal kurumun ne kadar para ile kurtarılabileceğini saptamak bile zorlaşmıştı. Bilançolarında çok miktarda, artık kimsenin almaya istekli olmadığı türden “zehirli kağıt” taşıyan kuruluşların varlıklarının değerini saptamak da imkansız hale gelmişti. Biraz da el yordamıyla belirlenen desteklerle Wall Street'teki panik kontrol altına alınmaya çalışılıyordu ki, Avrupa'dan kötü haberler gelmeye başladı. Avrupa'daki emeklilik fonları, finansal kuruluşlar, bankalar da küresel bir finans piyasasının oyuncular olmanın doğal sonucu olarak, Amerika çıkışlı bu zehirli kağıtlardan edinmişlerdi. Amerika'daki panik havasının benzeri Avrupa'da da yaşandı ve kimi banka ve finansal kuruluşların batması ya da batmanın eşiğine gelmesiyle daha da büyüyen bu panik havası uzun süre sonra ve ancak, muazzam miktarlarda devlet desteğinin garanti edilmesinden sonra yatıştırılabildi.

İşte Brüksel'li veznedar François Lambert beş yaşını dolduran arabasını yenilemekten böyle bir ortamda vazgeçti. Bankaların yaşadığı sorunları fark eden Lambert bu kargaşada işini kaybetme riskinin yüksek olduğunun bilinciyle elzem olmayan harcamalarını kısma karar verdi. Ama onun ve Avrupa'nın her tarafında yaşayıp onun gibi işlerini kaybetme korkusu yaşayan insanların otomobillerini yenilemeyi ertelemesi Bursa'ya gelen otomotiv siparişlerinde sert düşüşler olmasına yol açtı. Mehmet





Yılmaz'ın çalıştığı fabrika da siparişlerdeki bu daralmadan payını alınca, Mehmet ve bir bölüm arkadaşı işten çıkarılmak zorunda kaldılar. Los Angeles'li Hernandez aldığı *mortgage*'i geri ödeyememekle, bir yandan evini kaybetmenin hayal kırıklığını yaşarken, bir yandan da farkında olmadan François Lambert ve bizim Mehmet Yılmaz'ın yaşamlarında bir şeyleri değiştiren süreçlere de katkıda bulunmuş oldu.

Esasen Türkiye'deki finans piyasaları, kısmen 2001 krizinden sonra ciddi bir finansal sektör reformu yapılarak bankaların sermaye yapılarının güçlü kalmasını garanti edecek düzenlemeler getirilmiş olması sayesinde, kısmen de Türk piyasalarının yurtdışında söz ettiklerine benzer türev araçların (zehirli kağıtların) alınıp satılacağı derinliğe zaten ulaşmamış olması sayesinde krizin ilk dalgasından etkilenmemişti. Ancak güvensizlik ve panik ortamı Türkiye'yi de pas geçmedi ve bankaların kredi musluklarını sıkması yüzünden reel sektörde bir kredi sıkışıklığı yaşandı. Kimi bankaların gereğinden fazla müdebbir bir tavırla, vadesi gelmemiş alacaklarını bile geri çağırması, kimi reel sektör firmalarını ciddi sıkıntıya soktu. Ama reel sektörün, hatta kredi kullanmayıp öz kaynaklarına dayalı iş yapan reel sektörün ya-

şadığı belki de daha önemli olan sıkıntı talep daralmasıydı. Bir yandan bankaların kısıtledi tüketici kredileri yüzünden daralan iç talep, diğer yandan ihracat talebinin çok hızla ve büyük ölçüde daralması özellikle imalat sanayindeki üreticileri baskı altına aldı. 1994 ve 2001 gibi daha eski (yerel) krizlerde yaşanan iç talep daralmasını, ihracat piyasalarına daha agresif biçimde yönelerek aşmayı genellikle başaran reel sektör, krizin küresel olması nedeniyle bu kez, bu alternatiften de mahrum kaldı. Mahrum kalınca da ne yazık ki adamımız Mehmet Yılmaz ve onun gibi reel sektörde çalışan yüz binlerce Türk işlerini kaybetti. Daha kötüsü, krizlerde işlerini kaybedenlerin tümünün krizden çıkış sürecinde tekrar işlerine kavuşmasının o kadar da kolay olmadığını biliyor olmamız. Bu süreçte Los Angeles'li Pedro'nun kabahati olduğunu söylemek zor ama Bursa'lı Mehmet'in hiç kabahati olmadığı gayet açık. Ne yapalım ki, küreselleşen dünyada Amerika'daki likidite bolluğunun yarattığı refah da, bu likidite bolluğu yüzünden ortaya çıkan balonların patlamasının yol açtığı olumsuz sonuçlar da yerel kalamıyor ve maalesef, bu sonuçlara hiç katkısı olmayanlar da bedel ödemek zorunda kalabiliyor. ■