

ASİMETRİK BİLGİ ÇERÇEVESİNDE 2008 KÜRESEL KRİZİNİN İNCELENMESİ

Demet VARDARERİ*
Gülten DURSUN

Özet: Bu çalışmada asimetrik bilgi yaklaşımı ile 2008 küresel krizi arasındaki ilişki analiz edilmektedir. Bu bağlamda küresel krize neden olan faktörlerde asimetrik bilginin rolü incelenmektedir. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksaması nedeniyle finansal piyasaların işlevini tam olarak yerine getiremediği bir durumdur. İnceleme sonuçlarına göre, ekonomik ajanlar tüm dünyayı etkisine alacak krizin başladığını asimetrik bilgi nedeniyle anlayamamışlardır. Asimetrik bilgi problemi hükümet garantileri, ABD Merkez Bankası Fed'in para politikası, batmayacak kadar büyük inancı, finansal inovasyonlar gibi küresel krize yol açan faktörlerde ve krizin tüm dünyaya yayılmasında gözlemlenmektedir. Dolayısıyla küresel krizin asimetrik bilgi açısından değerlendirilmesi bir daha bu yoğunlukta bir krizin yaşanmaması açısından önemli olmaktadır. Özellikle krize yönlendiren faktörlerde ahlaki tehlikenin oynadığı merkezi rolü göz önüne aldığımızda, yeniden yapılanma sürecinde ahlaki tehlikeyi azaltacak düzenlemelerin önemi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi yaklaşımı 2008 küresel krizin açıklanmasında önemli bir argüman olmakla beraber, küresel krizin doğasını açıklamada tek başına yeterli olmadığı da diğer bulgular arasındadır.

Anahtar Kelimeler: Asimetrik Bilgi, Küresel Kriz

ANALYSIS OF THE 2008 GLOBAL CRISIS IN THE CONTEXT OF ASYMMETRIC INFORMATION

Abstract: In this study, the relation between asymmetric information approach and the 2008 global crisis is analyzed. In this context, the role of asymmetric information on the factors that caused the global crisis is analyzed. According to the asymmetric information approach, global crisis is a situation that financial markets can not fully function due to the disruption of the information flow in the financial markets. According to the results of the analyzes, economical agents couldn't fully recognize that the global crisis had started because of the asymmetric information. Asymmetric information problem is observed in the factors that caused the global crisis such as governments bonds (guaranties), the monetary policy of the US Central Bank Fed, the belief of "too big to fail", financial innovations and in the spreading of the crisis all over the world. Thus, it is important to analyze the global crisis in terms of asymmetric information in order not to have such an intensive global crisis again. When we especially consider the central role of the moral hazard on the factors that led to the financial crisis, the importance of regulations that can decrease the moral hazard during the reconstruction process comes forward. Although asymmetric information approach is an important argument for describing the 2008 global crisis, it is also another finding that it is not capable of explaining the nature of the global crisis by itself alone.

Keywords: Asymmetric Information, Global Crisis

1. Giriş

ABD eşikaltı mortgage piyasalarında 2007 ortalarında başlayan problemlerin küresel krize doğru dönüşümü 2008 yılının son çeyreğinde belirginleşmiştir. Finans piyasalarında başlayan kriz, reel sektörü de etkileyip, makro ekonomik göstergelerde şiddetli bozulmalara yol açmıştır ve halen de açmaya devam etmektedir.

İlgili literatüre bakıldığında iktisadi dalgalanmalar ve banka kredilerindeki değişiklikler arasındaki ilişki konusunda yapılan pek çok çalışma mevcuttur¹. Asea ve Blomberg (1998) kredi teminat oranlarının ekonomik daralma süresince arttığı ve ekonomik genişleme dönemlerinde azaldığı bulgusunu elde etmiştir. Eşikaltı mortgage konusuna odaklanan çalışmalar, kredi anlaşmaları ve tarifeleri ile ilgili olarak özellikle eşikaltı anlaşmalarını neyin belirlediği üzerine olmuştur (Deng vd. 2000; Campbell, Cocco, 2003). Kredi standartlarındaki değişikliklerle ilgili teorik çalışmaların çoğu asimetrik bilgi ve iş çevrimleri arasındaki

* Dr. A.Demet Vardareri, advardareri@hotmail.com Yrd. Doç.Dr. Gülten Dursun, Kocaeli Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, gultendursun@hotmail.com

¹ Bu konuda bk. Bernanke ve Lown, 1991; Peek ve Rosengren, 2000; Black ve Strahan, 2002; ve Calomiris ve Mason, 2003.

ilişkiye dayanan finansal hızlandırıcı konusu üzerinedir (Bernanke ve Gertler, 1989; Kiyotaki ve Moore, 1997; Matsuyama, 2007). Kredi piyasalarındaki rekabet (özellikle rakip kredi kuruluşlarının sayısındaki artış) asimetrik bilgi teorisine uygun bir biçimde ters seçimi artırmaktadır (Broecker, 1990). Del'Araccia vd. (2008)'lerine göre son krizde menkul kıymetleştirme, krediyi yaratanlarda ahlaki tehlikeye neden olmuş; hızlı genişleme süresince eşikaltı mortgage endüstrisinde kredi standartları kolaylaşmıştır. Bu düşük standartlar ev fiyatlarının aşırı değerlenmesiyle sonuçlanmıştır. Böylece bir balon yaratılmış, kredi veren kurumlar bu balonu sürdürme konusunda adeta kumar oynamıştır.

Bu çalışmanın amacı asimetrik bilgi yaklaşımı ile 2008 küresel krizi arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Bu bağlamda küresel krize neden olan faktörlerde asimetrik bilginin rolü incelenmektedir. Finansal krizle başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan küresel krizin doğasını anlamada elbette ki tek başına asimetrik bilgi teorisi aracılığıyla çözümlenmek yeterli olmayacaktır. Zira iktisat teorilerinde kriz, esas itibarıyla sermaye birikim sorunsalı bağlamında ele alınmaktadır. Bu durum krizin doğasını anlamada aynı zamanda tarihsel bir bakış açısını da gerektirmektedir². Ancak asimetrik bilgi konusu krizin ortaya çıkmasında ve krizdeki rolünü anlamada ne ölçüde yardımcı olabilir? Piyasa tıpkı bilim gibi Popper'ın deyişiyle "deneme ve yanılma" yoluyla işlerken, yenilikçi herhangi bir faaliyette kaçınılmaz olan hataların nereden kaynaklandığı ve politika yapımcıların bu hatada ne ölçüde payları olduğu sorununun görmezden gelinmemesi gerekmektedir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Girişte bildirinin amacı açıklandıktan sonra, ikinci bölümde, asimetrik bilgi yaklaşımının ne olduğu, bu bilgi yetersizliği sonucu ortaya çıkan ahlaki tehlike ve ters seçim problemleri incelenmektedir. Asimetrik bilginin ne olduğunun yanı sıra finansal kriz ile olan ilişkisi de bu bölümde tartışılacaktır. Üçüncü bölümde küresel krize neden olan faktörlerde gözlemlenen asimetrik bilgi sorununun nasıl ortaya çıktığı analiz edilecektir. Sonuç bölümünde elde edilen bulgular değerlendirilip, asimetrik bilgiye yol açan etmenlerin bir daha bu yoğunlukta bir kriz yaşanmaması için ne derecede önemli olduğu tespit edilecektir.

2. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı ve Finansal Kriz İlişkisi

Her finansal kriz birbirinden farklıdır ve kendine özgü özellikleri içinde barındırır³. Ancak özellikle ağır finansal krizlerin çoğunun denenmemiş finansal yeniliklerin çok gevşek finansal piyasa koşullarına denk gelmesi nedeniyle ortaya çıktığı ortak görüşler arasındadır. 21. yüzyılın ilk büyük finansal krizi önceki krizlerden farklı olarak pek çok farklı enstrüman içermektedir (Reinhart ve Rogoff, 2008:47). İnsanlığın en büyük sosyal buluşlarından biri olarak finans sektörü, ekonomik faaliyetlerin artmasında işbölümü ve uzmanlaşma ile birlikte refah artışını mümkün hale getirebilmektedir (Buiter, 2009). Finansal sektör büyüdükçe gerek ürün çeşitliliği gerekse de kullandığı teknikler gelişmiş, riskin farklı bileşenlere bölünerek satılabilmesi mümkün hale gelebilmiştir. Philippon (2007:26) ABD'de finansal hizmet sektörünün (sigorta dahil) genişlemesiyle ilgili yaptığı çalışmada 1976-85 dönemi boyunca finansal sektörün GSYİH'nın %4.9'u iken, 1996-2005 döneminde %7.5'e yükseldiğini ve bu kazancın sürdürülemezliğinin altını çizmektedir. Yaptığı analizde en azından %1'lik bir küçülmenin olabileceği tahmini sonrasında eşikaltı krizi çıktığında 2008-2009 boyunca finansal küçülmenin olabileceği fazla olabileceği ilk tahminler arasında olmuştur.

Neoklasik iktisat teorisi piyasalarda bilginin mükemmel olduğu varsayımını kullanır. Mevcut tüm bilgi piyasalarda kullanıldığında fonlar en iyi yatırım fırsatı ile hareket edecektir. Ancak

² Tarihsel bakış açısı kapitalist üretimin amacının sorgulanması ve sermayenin kendisini yeniden üretmesinde karşılaştığı engelleri tartışmayı gerektirdiğinden böylesi bir değerlendirme bu makalenin kapsamı dışındadır.

³ ABD'de finansal şokların çeşitliliğini gösteren "The Subprime Turmoil: Whats old....." adlı çalışması için bk. Calomiris (2008:24).

finansal literatüre önemli katkı yapan ve son yıllarda finansal krizlerin incelenmesinde sıkça başvurulan yaklaşımlardan biri olan asimetrik bilgi teorisi, gerçekte neden bu durumun olmayabileceğini açıklar. Asimetrik bilgi, farklı tarafların bulunduğu hallerde finansal kontratlarla ilgili olarak aynı bilgiye sahip olamama durumudur. Örneğin genellikle ödünç alan taraf potansiyel kar ve üstlenecekleri risk konusunda çok daha iyi bilgiye sahiptir. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasaların işlevini tam olarak yerine getiremediği bir durumdur (Miskhin, 1999a). Finansal kontratlarla ilgili olarak bir taraf diğer tarafa göre daha az doğru bilgiye sahip olması nedeniyle fonlar en etkili alana kanalize olamayacaktır. Bu durum ise ekonomik faaliyetlerde bir daralma ile sonuçlanabilecektir. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre iki önemli sorun etkili kaynak dağılımını engellemektedir: Ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard).

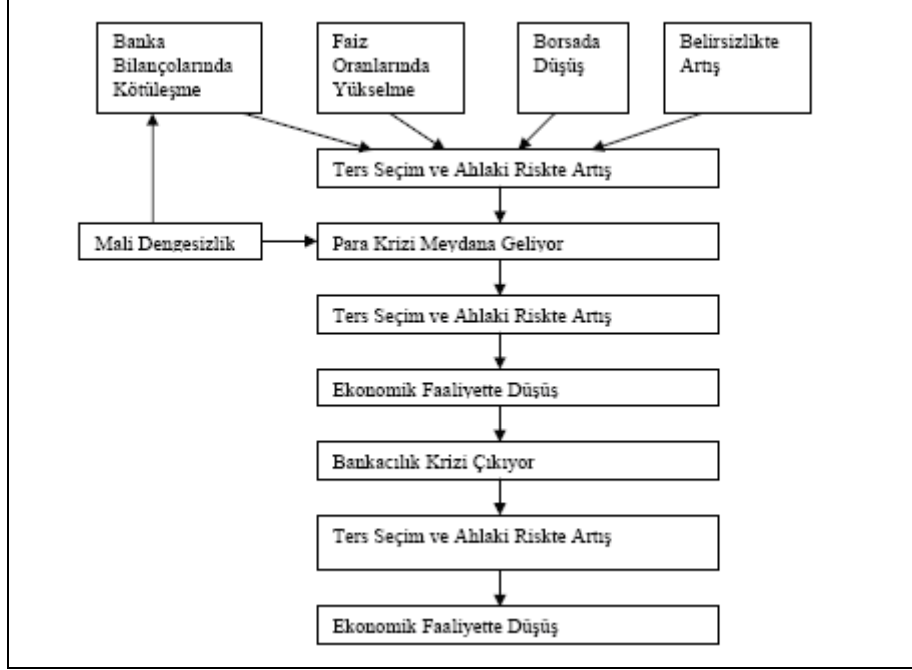
Ters seçim, finansal işlemde önce oluşan en istekli kredi müşterisinin potansiyel “kötü” borçlu olduğu bir asimetrik bilgi sorunudur (Miskhin,1999b). Borcun geri ödenmesiyle ilgili daha az ilgili olduklarından yüksek faiz oranlarına rağmen kredi alma konusunda en istekli müşteriler büyük risk almak isteyenlerdir. Bu nedenle ters seçim sorunu söz konusu olduğunda finansal piyasalarda arzu edilmeyen sonuçlar doğacaktır. Bu sonuç ilk kez Akerlof (1970) tarafından tanımlanan klasik *limon problemi*⁴ olarak bilinmektedir. Ahlaki tehlike ise finansal işlem sonrası oluşur. Kredi alan tarafın kredi veren tarafın bakış açısına göre ahlaki olmayan faaliyetlerde bulunarak, kredi verenin çıkarını zedeleme tehlikesine neden olan bir asimetrik bilgi sorununu oluşturur. Bu türde arzu edilmeyen davranışlar kredinin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Ahlaki tehlike söz konusu olduğunda kredi alan taraf yüksek riskli projeler için yatırım yapmakta, şayet proje başarılıysa bundan karlı çıkmakta, proje başarısız olduğunda ise kaybın önemli kısmını kredi veren tarafa yüklemektedir (Mishkin, 1994: 3-4;1997:56-57). Bu durumda finansal sistem ödünç vereceği kaynağı kaybetmektense az sayıda güvenilir müşteriye kredi açmayı tercih etmektedir. Bu durum aşırı bir kredi talebi yaratarak, faiz oranlarını daha da artırabilmektedir. Böylece asimetrik bilginin ortaya çıkmasıyla finansal sistemin etkin çalışması engellenerek, piyasa dengesi birinci en iyi durumdan sapma göstererek, bir kriz olasılığını artırabilecektir.

1990’lı yıllar boyunca dünya ekonomisi üç önemli uluslararası finans krizi yaşadı. 1992 yılında Batı Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasının çöküşü, 1994–95 yılında Meksika Peso’sunun çökmesi ve 1997-98 Doğu Asya krizi. Her üç krizin olası etkilerinin çok daha derin olması beklenmesine rağmen 1990’lı yılların sonunda Brezilya ve Rusya’daki krizler bu üç krizin uzantısı ya da kapsamı içersinde yer almamıştır. Bankalar finans piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini azaltmada en uygun kurumlar olması açısından dünyanın her yerinde finansal sistemde önemli bir rol oynamaktadır. Diğer aracı kurumlara göre bankalar asimetrik bilgi problemlerini çözmede çok daha etkindirler. Örneğin bankalar bilgi toplama faaliyetlerini uzun dönemli müşteri ilişkileri içerisinde ve kredi anlaşmaları yoluyla borç verebilmeleri sayesinde yerine getirebilirler. Ayrıca borç alanların davranışlarını izlemeye, bilançolarını kontrol etmeye daha dikkatli inceleme yapabilirler. Özellikle son yıllarda asimetrik bilgi analizine finansal sistemin yapısını anlamada ve bankacılık ve finansal kriz teorisi geliştirmede başvurulmaktadır (Örneğin, Bernanke 1983; Miskhin, 1990, 1994). Asimetrik bilgi teorisi en çok da gelişmiş ülkelerde (özellikle de ABD’de) bankacılık ve finansal krizleri açıklamak için ileri sürülmüştür. Finansal kriz asimetrik bilgi teorisine göre

⁴ Akerlof’un klasik limon problemi ikinci el otomobil piyasası örneğinde ele alınmıştır. Örnekte Akerlof ikinci el otomobil piyasasında, satıcıların satılan ürün hakkında yeterli bilgiye sahip olduğu halde, alıcı bilgisinin yetersiz olduğunu ve alıcı ile satıcı arasında bir asimetrik bilgi sorunu olduğunu ifade etmektedir. Bu durumda bu piyasada aldatılabileceğini düşünen alıcılar ürüne değerinin altında fiyat verecek ya da piyasadan çekilmesi sonucu ikinci el piyasa çökebilecektir. Akerlof otomobil piyasasında asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan limon probleminin finansal piyasalarda da çıkabileceğini ileri sürmektedir (Akerlof,1970).

tanımlandığında: “ *Finansal kriz finansal piyasaların doğrusal olmayan bir bozukluğudur. Ters seçim ve ahlaki tehlike problemi durumlarında piyasalar çok daha kötü olmaya başlar. En üretken yatırım fırsatlarına sahip kimselere etkili olabilecek fonlar çalışamaz hale gelir*” (Mishkin, 1996:17).

Şekil 1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin İzlediği Yol



Kaynak: Mishkin, Frederic S. (2006), *The Economics of Money, and Banking, Financial Markets*, Addison Wesley, 6. th ed., p. 206.

Mishkin asimetrik bilgi problemini artıran böylece finansal krize neden olabilen dört önemli faktör belirlemiştir: Bu faktörler, finansal sektör bilançolarının bozulması, faiz oranlarında artış, belirsizlikte artış ve varlık fiyatlarındaki değişim yoluyla finans dışı bilançoların bozulmasıdır (Mishkin, 1999b:6). Şekil 1’de gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin izlediği yol görülmektedir⁵. Bu dört önemli faktör sonucu ters seçim ve ahlaki tehlike artarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde para krizleri oluşmakta ve ekonomik faaliyetlerde yavaşlama meydana gelmektedir. Bu durumu bankacılık krizi takip etmekte, ters seçim ve ahlaki tehlikenin giderek daha da artması sonucu ekonomik faaliyetler çok daha kötüleşebilmektedir. Özellikle ahlaki tehlike problemi nedeniyle bankaların verdikleri büyük miktarda performans dışı krediler ve kriz öncesinde kötü kredilerin bir sonucu olarak üretimde düşüşler meydana gelebilmektedir (Disyatat, 2001). Özellikle Meksika ve Doğu Asya finansal krizini asimetrik bilgi teorisi ile analiz eden Mishkin’e göre bankacılık krizi, bu ülkelerin kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini artıran diğer faktörlerle birlikte kredilerin çöküşünü ve böylece kriz sonrası ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamayı açıklamaktadır (Mishkin, 2009:209).

Asimetrik bilgi ya da ahlaki tehlike nedeniyle oluşan finansal piyasaların belirsizliği kredi verenlerin finansal sağlıkları ve ödünç alanlar arasında teorik bir bağlantı sağlamaktadır. Genellikle yapılan kontratlar karşılıklı teminat gerektirir. Örneğin, ödünç alanların net kazancı düşük olduğunda bu miktara göre borç alınır. Fakat borç alanların temerrüde düşmeleri konusunda büyük bir potansiyeli de bulunmaktadır. Borç verenler bu durumu fark ederler ve

⁵ Mishkin (1997) bu dört önemli itici gücün aynı zamanda gelişmiş ülkeler için de geçerli olduğunu ileri sürmektedir. Finansal istikrarsızlığı başlatan bu dört önemli faktör şöyledir: 1) Faiz oranlarındaki artış; 2) Banka bilançolarında bozulma; 3) Borsada düşüş gibi banka dışı bilançolarda negatif şoklar ve 4) Belirsizlikteki artıştır.

sonuç olarak gerekli dış fonları sağlamak için bir risk primi talep ederler. Çünkü bu dış finans primi borç alınan miktarı ve borç alanların net kazançlarını artırabilmektedir. Net kazanç, ekonomik kriz boyunca varlık değerlerinde azalmanın olması nedeniyle varlıkların net değeri tarafından belirlendiği için sonuç olarak borç alanların bilançolarında bozulma olacaktır ve risk primlerinde artış olacaktır. Risk primlerindeki artış, harcama ve üretimi düşürecek, varlık değerlerinin düşmesi aynı zamanda ekonomik faaliyetleri de yavaşlatacaktır. Bu durum Bernanke, Gertler ve Gilchrist (1996) tarafından “finansal hızlandırıcı” olarak adlandırılmıştır. Hane halkları ve firmaların bilançolarının kalitesi finansal hızlandırıcı mekanizmasının bir unsuru durumundadır. Ödünç kullananların varlıkları, yükümlülüklerini yerine getirmeleri açısından teminat kabul edildiği için bilançoların kalitesi önemlidir. Teminatın kullanılması asimetrik bilgi problemini azaltmaktadır (Mishkin, 2009:4).

Acharya vd. (2009: 108), asimetrik bilgi olgusunu asimetrik bahis olarak ele alıp; asimetrik bahis riskinin neden alındığını üç olası argüman ile açıklamaktadır. İlk olarak, finansal sistemdeki ajanların ve bankacıların tazminat sistemleri, verilen sözler için kumar biçiminde ahlaki tehlike ile karakterize edilebilir. Yöneticilerin tazminatlarının kısa dönemli karlara bağlı olması, yöneticileri hissedarların uzun dönemli gelir amaçlarını garantilemek için daha büyük risk almak için teşvik eder. İkinci olarak hükümetlerin açık ya da gizli destekleri finansal sistemi ahlaki tehlikeye yönlendirmektedir. Hükümet garantileri finansal kurumlar üzerindeki disiplini kaldırıyor ve firmaların risk almalarını ve kaldıraçlı işlemler yapmalarını teşvik ediyor. Üçüncü olarak iyi bir yönetim olsa ve hükümet garantisi olmasa bile, finansal şirketler asimetrik bahis riski alırlar. Çeşitli seviyelerde finansal kontratların belirli eksiklikleri, finansal firmaların sistem ve ekonominin geri kalanı üzerindeki kararlarının etkisini özümsetmez.

Ahlaki tehlike bir kesimin başkasının çıkarı için sorumluluğu olduğu yerde, ilkin kendi çıkarını düşünmeye yönelik güdüye sahip olmasıdır. Dowd’un (2009:142) verdiği finansal örnekler ahlaki tehlikenin nasıl oluştuğunu açıklamaktadır:

- Bir kişinin diğer bir kişinin çıkarına olmayan mortgage gibi bir ürünü satması;
- Bir kişinin diğer bir kişi adına yönettiği fondan kendisine aşırı bonus ödemesi;
- Bir kişinin diğer bir kişinin üstlenmeyeceği riski alması ahlaki tehlike içermektedir.

Finansal istikrarsızlığın anlaşılmasında iki tür risk çok önemli hale gelmektedir (Mishkin, 2009:3-4). Birincisi *değerleme riski*; ikincisi *makroekonomik risk*dir. Birincisinde piyasalar teminatın karmaşık yapısının ya da kredi itibarının altında yatan şeffafsızlığın farkına varmaktadırlar. Bu durumda teminat değerlerinin değerlendirilmesinde sıkıntı yaşanmaktadır. Örneğin bu tür risk 2007 yılı boyunca yapılandırılmış kredi ürünlerinde merkezi bir rol oynamıştır. Yatırımcılar eşikaltı mortgage kredilerinde potansiyel kayıpları anlama çabasına giriştiklerinde bu tür ürünlerin gerektirdiği karmaşık katmanları filtre etmek durumunda kaldılar. Makroekonomik risk ise finansal bozulmanın reel ekonomide yarattığı çöküntü riski içermektedir. Özellikle üretim ve istihdamda önemli kayıplar meydana gelmektedir.

3. Küresel Krize Yol Açan Etkenler ve Asimetrik Bilgi

Asimetrik bilgi olgusunu halen yaşamakta olduğumuz küresel kriz deneyiminde üç açıdan ele almak gerekmektedir. Birinci olarak ekonomik ajanların tüm dünyayı etkisine alacak krizin başladığını asimetrik bilgi nedeniyle anlayamamaları; ikinci olarak asimetrik bilginin küresel krize yol açan bütün faktörlerde gözlemlenmesi; üçüncü olarak krizle mücadele için uygulanan politikaların gelecekte ahlaki tehlike yaratabileceği ve finansal istikrarsızlığa neden olabileceğidir⁶. Dolayısıyla küresel krizin asimetrik bilgi açısından değerlendirilmesi bir daha

⁶ Ayrıca, “asimetrik bilgi” olgusunun finansal krizin diğer ülkelere ve finans piyasalarına nasıl yayıldığını açıklayan klasik bir faktör olduğunu da unutmamak gerekmektedir (Furceri and Mourougane, 2009: 13).

bu yoğunlukta bir krizin yaşanmaması açısından önemli olmaktadır. Özellikle krize yönlendiren faktörlerde ahlaki tehlikenin oynadığı merkezi rolü göz önüne aldığımızda, yeniden yapılanma sürecinde ahlaki tehlikeyi azaltacak düzenlemelerin önemi ortaya çıkmaktadır.

3.1. Krizin Başlamasının Asimetrik Bilgi Nedeniyle Anlaşılamaması

ABD eşikaltı mortgage piyasasının büyüme-daralma (boom-bust) çevrimi yaşayacağına ilk işareti 2005 yılının sonunda görülmeye başlamasına rağmen, konut fiyatlarının hızlı değerlenmeye devam etmesi olası krizin anlaşılmasını engellemiştir. Eşikaltı mortgage kredilerinde oluşan kalite bozulması ve riskin artması ancak konut fiyatlarının yükselişinin sona ermesi ve yerini değer kaybına bırakmasıyla anlaşılmıştır (Demyanyk, Hemert, 2008: 25). Konut fiyatlarında aşırı değerlenme devam ettiği sürece evi elde tutmanın faydası yüksek olacağından, ödemeleri yapabilmek için belki daha uzun süre çalışmayı güdülemişken, konut fiyatlarında değer kaybının başlaması bu güdüyü ortadan kaldırmış, borcun vadesinde ödenmemesine ve konutların haciz sürecinin başlamasına neden olmuştur (Taylor, 2009: p.11)

Fed'in 2004 ortalarından itibaren faiz oranlarını yükseltmesi ayarlanabilir mortgage kredisi faiz oranlarını yukarı doğru kaydırırken, konut fiyatlarındaki yükselme de durmuştur. Bu gelişmeler aynı zamanda tüketicilerin kullanılabilir gelirini azaltmıştır. 2006 yılının başlarında özellikle eşikaltı segmentte kredi temerrütleri artmaya başlamıştır. Ancak kredi piyasalarındaki bu olumsuz gelişme 2007 yılına kadar olası asimetrik bilgi yansıması yüzünden risk derecelendirilmesinde ve borç geri ödeme oranlarında kendini göstermemiştir (Ackermann 2008: 330).

ABD'de ev fiyatları yeteri kadar yükselmeyince, birçok yatırımcı ve finansal sistemdeki diğer kurumlar riskin yerini ve büyüklüğünü belirlemek için menkul değerler, türev ürünler ve bilanço dışı araçlar zincirinin iç yüzünü anlayamadılar. Riskin yerini ve büyüklüğü ile ilgili bilgi eksikliği yüzünden finansal araçlar birbiri ile iş yapmayı ret edip, nakit stoklamaya başlayınca panik başlamıştır (Gorton, 2009: 11). Bu bağlamda Osrtrup (2009: 13) sistemik riskin oluşmasında, varlık değeri hakkında belirsizliğin ve asimetrik bilginin (potansiyel alıcıların satıcıların düşük kaliteli varlığı satacağından şüphelendiği ters seçim probleminin var olduğu durumda) piyasalarda likidite problemini oluşturduğunu ileri sürmektedir.

3.2. Finansal İnovasyonların Yarattığı Asimetrik Bilgi

Düşük faiz oranlarının yaşandığı, yüksek rekabetin var olduğu olağanüstü makro ekonomik durumun gözlemlendiği 2000 sonrası dönemde, portföy yöneticileri ve bankalar daha yüksek gelir elde edebilmek için risk faktörünü artan bir şekilde bastırarak finansal inovasyon arayışı içerisine girmişlerdir (Ackerman, 2008: 330). Finansal inovasyon olan kredi türev ürünleri, riski bir kesimden diğer kesime kaydıran karşılıklı anlaşmalardır (Mengle, 2007: 1). Türev ürünler değerlerini bağlı oldukları varlık ya da endeksten alan karmaşık finansal araçlardır. Menkul kıymetleştirilmiş türev ürünler, bu finansal inovasyonu çıkaranlar, yatırımcılar ve araçlar için çok büyük yeni piyasalar ve fırsatlar yarattılar (Csiszar, 2007: 319). Finansal inovasyonlar sayesinde finansal kurumlar verdikleri mortgage kredilerini bir havuzda biriktirip, topluca satarak, daha fazla kredi vermek için sermaye yaratma olanağı buldular (Degenaro, 2008: 21).

Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi tekniği ile finans piyasalarına likit olmayan bir varlığın likit bir varlık haline dönüştürülmesi faydası sağlanmıştır (Udell, 2009: 118). Bu teknik sayesinde finansal kurumlar, borç vermek için sermaye elde etmek, mortgage kredilerinin daha riskli kısımlarını yatırımcılara aktarmak, satışlardan kar elde etmek, kendi portföylerinde daha düşük riskli ürünleri bulundurabilmek olanaklarını elde etmişlerdir (Jacobs, 2009: 23). Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, mortgage kredilerinde geleneksel "yarat ve tut"

(originate to hold) modelinin yerine “yarat ve dağıt” (originate to distribute) modelini yerleştirmiştir. Ancak bu yöntem ile risk ortadan kalkmamış, riski bir kesimden diğer kesime kaydırılmış, türev ürün düzenleyen ile türev ürün alanın üstlendiği riskin bilinmesini de imkansızlaştırmıştır (Schwartz, 2009: 21).

Kredi türev piyasasının büyüme trendi incelendiğinde, gelişiminin 2000 sonrası olduğu gözlemlenmektedir. Tüm dünyada, kredi türev piyasasının yaklaşık değeri 1996 yılında 180 milyon dolar iken, 2001’de 1,2 trilyona ulaşmış, 2004’de 5 trilyon dolar, 2006’da 20 trilyon dolar düzeyinde gerçekleşmiş, 2008’de 33 trilyon doları geçeceği tahmin edilmiştir (BBA Credit Derivatives Report, 2006: 5).

Çok çeşitli isimler altında nitelenen kredi türevlerinin en yaygın ve likit tipi kredi temerrüt takası (Credit Default Swap – CDS) olup kredi türevlerinin yarısından fazlasını oluşturmuştur (Brandon, Fernandez, 2005: 53)⁷. CDS çeşitli yükümlülüklerin temerrüdüne karşı bir çeşit sigorta görevi üstlenmektedir. Finansal kurumlar, kurallar gereği sigorta poliçelerini desteklemek için tutmak zorunda oldukları rezerv şartı kuralını ihmal edebilmek için, CDS’lerde sigorta kelimesi yerine takas kelimesini kullanmışlardır. Kelime işlemlerine rağmen CDS sigortadır ve gerçekte hayat sigortasının ihtiyacı olandan daha fazla rezerv tutulmasını gerektirmektedir (Markowitz, 2009: 27).

Finansal inovasyonun ileri aşaması da mortgage dayalı menkul kıymetlerin (Mortgage backed securities - MBS) farklı risk ve getiri özelliğine sahip farklı kısımlara (tranches) bölünerek bir havuz içinde birleştirilmeleri ve yeni bir türev ürün yaratılmasıdır: Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations – CDO). MBS’ler yüksek riskli eşikaltı ve Alt-A mortgage kredilerini de içerecek şekilde ihraç edildikçe risk artmıştır. MBS’lerin yüksek riski nedeniyle, bu menkul kıymetleri satabilmek için CDO’lar yaratılmıştır. CDO’ların geliştirilmesi ile eşikaltı krediler beraber bir havuza alınmış ve risk-getiri profili farklı dilimler haline bölünebilmiştir (Pattanaik, 2008: 89). Mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ve bu ürünlerin bir havuz içerisinde toplanarak ticaretinin yapılması cari krizin diğer krizlerden en büyük farkını oluşturmaktadır (Udell, 2009: 117).

Küresel krizi tetikleyen mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi işlemi, ilk kredi üretilmesindeki ahlaki tehlike ve menkul kıymetleştirmedeki ahlaki tehlike ile gelişmelerde merkezi bir rol oynamıştır (Hellwig, 2008: 48). Finansal ürünlerin çeşidine göre ahlaki tehlike ve ters seçim riskleri oluşmaktadır. Ahlaki tehlike, riski azaltmak için uygulanan tekrar sigortalama gibi yöntemlerin, risk satıcısının sigortayı dikkatli yapma veya kayıp azaltma faaliyetleri için motivasyonunu gevşetmesine sebep olmasıyla ortaya çıkar. Ters seçim problemi ise, finansal ürünlerin riskleri hakkında gerçek bilgiye sahip risk satıcısının bilerek, risk alıcısına daha az çekici gözükken sigorta miktarını önermesiyle ortaya çıkar (Brandon, Fernandez, 2005: 58). Küresel krizde, finansal kurumlar, türev ürünler için sigorta poliçesi almalarına rağmen, sahip oldukları kötü kredi oranlarının aşırı bir şekilde yükselmesi sermaye yeterlilik rasyosunu bozacak şekilde risk oluşturmuştur (Udell, 2009: 120). Bu durum, sigorta alma ile daha da riskli işlemlerin artmasına neden olan ahlaki riski de açıkça göstermektedir.

Ev kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi asimetrik bilgiyi yaratan unsurlardandır. İlk krediyi veren riski bilmesine rağmen, kredi sözleşmesini sattığı kurum riski tam olarak bilememektedir. Menkul kıymetleştirme işlemleri ve kredilerin havuzlanıp topluca diğer finans kurumlarına devredilmesi asimetrik bilgiyi oluştururken, riskin ne kadar olduğunu da gizliyordu. Schwartz’a (2009:21) göre, banka yöneticileri menkul kıymetleştirmenin ve bu

⁷ Kredi türevlerinin başlıca tipleri, kredi temerrüt takası (Credit Default Swap – CDS), teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations–CDO), teminatlandırılmış mortgage yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations – CMO), varlığa dayalı menkul kıymetler (Asset backed securities – ABS), mortgage dayalı menkul kıymetler (Mortgage backed securities – MBS) olarak sayılabilir.

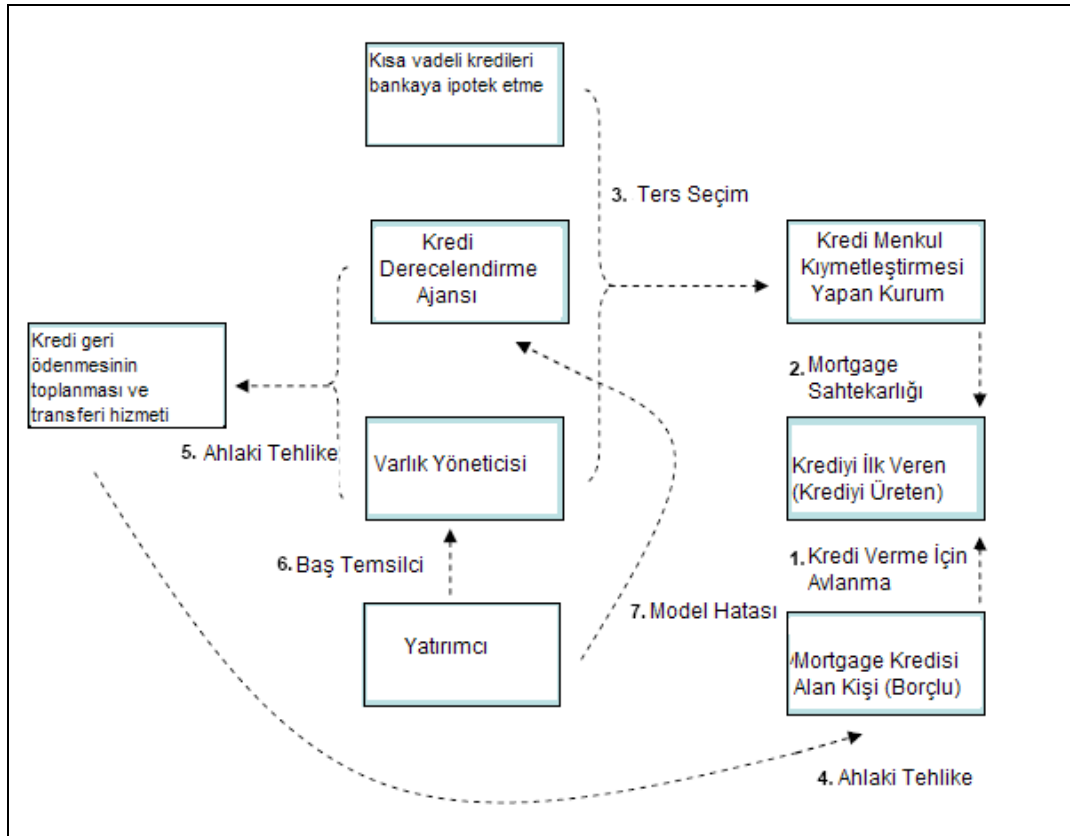
şekilde oluşturulan paketlerin hem yatırımcılara hem de mortgage kredisi alanlara bir tehdit olduğunu bilmelerine rağmen, süreci durdurmak için herhangi bir çaba da bulunmadılar.

Finansal inovasyonlarda asimetrik bilgi, yatırımcıların menkul kıymetleştirilmiş türev ürünleri satın alırken, bu ürünleri yaratanların bildiklerini bilmeden satın alması ile oluşmuştur. Türev ürünleri satın alan yatırımcılar daha çok tekrar eden ilişkilere ve derecelendirmelere güvendiler. Gerçekte yatırımcılar bu tür karmaşık yapıları bireysel olarak analiz edebilecek kaynaklara sahip değildiler. Kurumlar arası ilişkilerin, gerçek bilginin yerini alması ile asimetrik bilgi problemi perçinlendi (Gorton, 2009: 37).

3.3. Mortgage Piyasasında Oluşan Asimetrik Bilgi

Mortgage menkul kıymetleştirilmesinin karışık yapısı ve her bir adımda oluşan olası sorunlar ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin oluşmasına sebep olmuştur. İlk krediyi veren riskin doğasını bilmesine rağmen, borçlar üzerinde ayrıntılı çalışma yapmaktan vazgeçip, bunu krediyi ihraç ettiği yatırımcıya açıklamıyor. Riskli borçlulara kredi verilmesi ilk kredi üretilmesindeki ahlaki tehlikedir. Krediyi ilk veren borçları sigortalamasına rağmen, krediyi ihraç ettiği varlık yöneticisi veya kredi derecelendirme ajansı için ters seçim probleminin artmasını sağladığını fazlasıyla biliyor. Varolan ahlaki tehlike problemi, riskin nasıl kaydırılacağına göre, değiştirilmiş davranışa sebep oluyor. Ahlaki tehlike yatırımcı ile varlık yöneticisi arasında sorun yaratıyor (Swan, 2009: 128).

Şekil 2. Eşikaltı Mortgage Kredisi Menkul Kıymetleştirilmesinde Temel Oyuncular ve Sürtüşmeler



Kaynak: Ashcraft, Adam B., Til Schuermann (2008), “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 318, March, p.3

Şekil 2’de Eşikaltı mortgage kredi menkul kıymetleştirilmesindeki temel oyuncular ve sürtüşmeler ve her düzeyde yaratılan ahlaki tehlike ve ters seçim problemi gözlemlenmektedir. Sürecin her adımındaki problem anlaşmazlıkların hepsini kapsayan

asimetrik bilgidir. İlk aşamada eşikaltı kredi alanlar dünyadan haberdar olmayabilir. İkinci aşamada ilk krediyi veren kurumun borç alanın niteliği hakkında menkul kıymetleştirme yapan kuruma göre daha fazla bilgiye sahip olabilir. Üçüncü aşamada kredi geri ödemelerinin toplanmasından ve transferinden sorumlu olan kurum kredilerin kalitesi hakkında diğer kurumlara ters seçim problemi yaratacak şekilde daha fazla bilgiye sahiptir. Dördüncü aşamada kredi geri ödemelerinin toplanmasından ve transferinden sorumlu olan hizmet sağlayıcı kurum ile mortgage kredisi alan kişi arasında ki sürtüşmeden ahlaki tehlike problemi oluşur. Şöyle ki borçlunun borcunu ödeyemediği durumda, evin değerini korumak için yapılması gereken masrafları yapacak motivasyonu azalır. Kredi alan kişi bu masrafları yapamayınca hizmet sağlayıcı yatırımcı adına bu ödemeleri yapmak zorundadır. Ancak hizmet sağlayıcının bu ödemeleri yapmamak için konutun haciz edilmesi için çalışması ahlaki tehlike problemini yaratır. Beşinci aşamada kredi geri ödemelerinin toplanmasından ve transferinden sorumlu olan hizmet sağlayıcı kurum ile üçüncü taraflar (kredi derecelendirme ajansı, varlık yöneticisi) arasındaki sürtüşmeden ahlaki tehlike problemi oluşur. Bu durum hizmet sağlayıcının geliri kredi verildiği sürece artacağından, krediyi mümkün olduğu sürece üstünde tutmak istemesi ile gerçekleşir. Altıncı aşamada varlık yöneticisinin yatırımcı adına yeterli çabayı (potansiyel yatırımlar için değerlendirme yapmak ve ticaret için en iyi fiyatı bulmak vb.) göstermemesi durumunda yaşanan sürtüşmedir. Yedinci aşamada yatırımcı ve kredi derecelendirme kuruluşları arasındaki sürtüşmeden model hatası oluşur. Bunun arkasındaki sebep ise, kredi derecelendirme kuruluşlarının fikirleri için yatırımcılar tarafından değil krediyi menkul kıymetleştiren kurum tarafından ödeme yapılmasıdır. Bu durum potansiyel bir çıkar çatışması yaratır (Ashcraft Schuermann, 2008: 3-11).

Küresel krizin oluşmasına neden olan faktörler arasında bankaların konutun gelecek değeri ile kumar oynamaları da vardır. Klasik banka teorisinde maddi teminat banka riskini azaltır. Kredi geri ödenmediği takdirde, banka eve el koyabilir. Ancak banka bütün borcun geri ödenmesini konutun değeri artarsa sağlayabilir. Konutun değeri düşerse, bankanın karı azalır. Kredi karşılığında banka tarafından istenen teminatın değerinde oluşan dalgalanma, bankalar ile finans sistemini düzenleyiciler arasında ahlaki tehlike problemine neden olur. Ahlaki tehlike etkisi kredi sermayesi ile fonlanan dış teminatın yerini iç teminat aldığı zaman kuvvetlenir (Niinimaki, 2009: 514)

Bu gelişmelerin yanı sıra potansiyel borçlunun ödeme kabiliyeti hakkındaki asimetrik bilgi, yatırımcının yeni kredi vermeyi ret etmesine sebep olmaktadır. Kriz durumunda bu tarz tepkiler riski azaltmak ve likidite artırmaya çalışmak gibi çabalar ile panik yaratır (Hellwig, 2008: 40)

3.4. Hükümet Politikaları ve Garantileri İle Oluşan Ahlaki Tehlike

Devlet garantisinin varlığı ahlaki tehlike problemi oluşturmaktadır. Banka yöneticileri yüksek getiri elde etmek için, bilerek yüksek risk üstlenmektedir. Başkasının parası ile risk almak ahlaki tehlikeyi de beraberinde getirmektedir. Finans yöneticileri, bunu da kriz anında devlet garantisinin onlara destek olacağı bilinci ile yapmaktadırlar (Docherty, 2008: 84; Acharya vd., 2009: 115; Dowd, 2009: 158).

Cari krizde de ABD hükümetinin düşük gelirli kişileri konut sahibi yapmak amacıyla izlediği politika neticesinde verilen devlet garantileri riski daha az gösterirken, borç alanlar cesaretlendirilmiş ve kredi standartları düşürülmüştür. Ahlaki tehlike yaratan bu politika sonrası hızla büyüyen eşikaltı mortgage piyasasında krizin diğer nedenleriyle birlikte bir çöküş olması kaçınılmaz olmuştur (Swan, 2009: 2; Markowitz, 2009: 25; Pattanaik, 2008: 88; Schwartz, 2009: 20; Meltzer, 2009: 25; Calomiris, 2009: 68).

ABD hükümeti düşük gelire sahip kişilerin ev sahibi olmalarını sağlayabilmek amacıyla, kendi desteklediği kurumlar olan Fannie Mae ve Freddie Mac'den⁸ yararlanmıştır. Devlet destekli kurumlar olan Fannie Mae ve Freddie Mac, ikincil mortgage piyasasını oluşturup, mortgage piyasasına istikrar ve likidite sağlayarak mortgage kredilerini geliştirip, artırmaya çalışmıştır (Frame, Wall, 2002: 45). Ancak, Fannie Mae ve Freddie Mac mortgage kredilerini havuzlayarak, onları menkul kıymetleştirerek ve daha sonra bunları piyasa da satarak kredi, faiz ve likidite riski finans piyasalarına kaydırmıştır (Pattanaik, 2008: 89).

Jaffee (2009: 12)'ye göre, ABD hükümetinin faaliyetleri nedeniyle oluşan ahlaki tehlike olmasaydı, özel piyasa disiplini, finansal felakete götüren çok risk alıcı davranışı engelleyebilirdi. ABD hükümetinin ahlaki tehlike yaratan politikalarına örnek olarak, GSE'ler ile mortgage hacizlerini azaltmak için protokoller yapması verilebilir. Buna ek olarak 2006'da çıkarılan Kanun ile, derecelendirme ajanslarının, eşikaltı menkul kıymetleştirmelerinde risk değerlendirme standartlarını gevşetmeleri cesaretlendirilmiştir (Calomiris, 2009: 69). Ayrıca Kongre 1992'de Fannie Mae ve Freddie Mac'i düşük ve orta gelirli borç alanlara giden mortgage alımlarını artırmaya zorlamıştır. Bu ABD hükümetinin Fannie Mae ve Freddie Mac'e verdiği görevler ile piyasaları yanlış yönlendirip, riskleri artırdığına dair önemli bir örnektir. 1996'da HUD (Housing and Urban Development) tarafından mortgage finansmanının sağlanacağı gelir grupları ile ilgili hedeflerin sürekli artırılması riskin artmasına sebep olmuştur. Başlangıçta mortgage finansmanının %42'sinin geliri orta gelir grubunun altında kalan kredi alanlara sağlanması hedefi verilirken; daha sonra bu hedef 2000'de %50'ye, 2005'te %52'ye yükseltilmiştir. (Schwartz, 2009: 20)

3.5. ABD Merkez Bankası Fed'in Para Politikasının Yarattığı Ahlaki Tehlike

Geleneksel ABD para politikası uygulamasının varlık balonları ortaya çıktığında bunu durdurmak için müdahale etmemesi, fakat varlık fiyatlarının düşüşünün etkisini azaltmak için tampon olması ahlaki tehlike oluşturmuştur. Para politikası yöneticilerinin borç-deflasyon spiriline duydukları korku ve yapay bir şekilde faiz oranlarını 2003-2004 arası yaklaşık bir yıl süresince %1 seviyesinde tutmaları aşırı talep patlaması yaratırken, risk alımını hızla artırmış, olağanüstü bir canlılık yaratmıştır (Dowd, 2009: 156-157). Fed resesyona girmeyi engellemek için uyguladığı gevşek para politikası çerçevesinde, Temmuz 2000 tarihinde %6,54 olan faiz oranını Temmuz 2003'de %1,1 düzeyine kadar çekmiştir. Fed'in uyguladığı gevşek para politikası yakın tarihin en büyük varlık-fiyat enflasyonunun (konut balonu) oluşmasına sebep olmuştur (Swan, 2009: 2). 2000 sonrası artan likidite eşikaltı mortgage kredisi ödünç alanlar için bile, fonlara ulaşmayı kolaylaştırmıştır. Kredi fonlarına düşük maliyet ile kolayca ulaşmak, yüksek kaldıraç kullanımını ve daha yüksek getiri elde etmek için sürekli arayışı cesaretlendirmiştir (Pattanaik, 2008: 93). Fed'in uyguladığı para politikası yüzünden artan kredi talebi ahlaki tehlike ve ters seçim problemini ortaya çıkarmıştır. Fed tarafından izlenen

⁸ Fannie Mae ve Freddie Mac, bağımsız bir şirket ile ABD Kongresi tarafından açık bir şekilde fonlanan bir program arasında bir yerlerde bulunan devlet destekli kurumlar (GSEs- government-sponsored enterprises) olarak anılırlar. ABD ikincil mortgage piyasasında bu iki kurum merkezi role sahipti. 1938 yılında ABD hükümeti tarafından konut edindirme politikasını uygulayabilmek amacıyla Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) kurulmuş, 1968'de özelleştirilmiştir. 1970'te ise rekabeti canlandırmak ve mortgage dayalı menkul kıymetler (MBS) piyasasına daha fazla ivme kazandırmak için Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) kurulmuştur. Ancak bu iki kurumun yaptığı işlemlerle ile riskleri alıp, dağıtmaları finans sektörü için sistemik risk oluşturmuştur (DeGennaro, 2008: 18-22; Eisenbeis vd., 2007: 75-99). Fannie Mae ve Freddie Mac'in faaliyetlerini sürdürmek için yeterli sermayesi kalmadığında, 7 Eylül 2008 tarihinde FHFA (Federal Housing Finance Agency) tarafından el konulduğu açıklandı. Açıklamada iki kurumun 5,4 trilyon dolar (ABD GSYH'sinin %40'ına ve ayrıca ABD hükümetinin toplam borcuna eşit bir miktar yükümlülük) MBS'e ve diğer borçlara garanti verdiği bildirildi. <http://www.ofheo.gov/media/PDF/FHFAStatement9708final.pdf> (erişim tarihi: 24.04.2009).

gevşek para politikası, global likiditenin de artmasına neden olurken, finans sektöründe oluşan sorunların da gizlenmesine sebep olmuştur.

ABD’de ekonomisinde 2000 sonrası yaşanan olağanüstü makro ekonomik koşullarla kendini gösteren aşırı canlılığın sonlanmasını, Fed’in para politikasında yaptığı ani değişiklik tetiklemiştir. Fed 2004’ün ortalarında %1 düzeyinde olan faiz oranlarını, 2006 ortalarında %5,25 düzeyine kadar hızlı bir şekilde yükseltmiştir (Ackerman, 2008: 330). Eşikaltı mortgage kredilerinin geri ödenmeme oranları yükseldikçe konut balonu patlamıştır (Jacobs, 2009: 23-24). Asimetrik bilgi ev kredilerinde oluşan boomu ve krizin ortaya çıkmasını gizlemiştir. Asimetrik bilgi yüzünden riskin ne kadar arttığı ya da finans sektörünün taşıdığı riskin ne yoğunlukta olduğu anlaşılammıştır.

3.6. Batmayacak Kadar Büyük İnanışı ve Ahlaki Tehlike

Finansal kurumların “Greenspan hamlesi” olarak adlandırdıkları kesin bir kanıtı olmayan inanışlarına göre, bir problem yaşadıklarında Fed onları kurtaracak operasyon düzenleyecekti. (Meltzer, 2009: 29). Fed’in uyguladığı kurtarma politikaları bankaların batmayacak kadar büyük inancına yol açan ahlaki tehlike yaratmıştır (Blundell, Wignall, 2008: 19). Fed’in uyguladığı politika çerçevesinde yapılan önceki kurtarma operasyonları, kompleks bankaların denetimini zorlaştırdığı ölçüde sistemik riski de artırmıştır. Batmak için çok büyük güdüsü kurumları, Fed tarafından kurtarılacaklarını düşündükleri büyük ve kompleks finansal kurumlar modeline doğru yönlendirmiştir (Acharya, et.al., 2009: 112).

Batmak için çok büyük inancı, hükümet garantisinin ahlaki tehlike problemini büyütülmektedir. Bankalar mevduat sigortası, Fed’in borç vermesi ve Hazine-Fed mali yardımı gibi yöntemlerle korunmayı beklemektedirler. Zarar halinde aşırı riskin maliyeti vergi ödeyenler tarafından paylaşıldığından, bankalar aşırı risk almaya eğilimli olmaktadır. Piyasa rekabetinden hükümet desteği tarafından korunan bankalar, kötü yönetime toleranslı olacaklardır (Calomiris, 2009: 72). Diğer bir deyişle devlet garantileri ve mali desteği kurumların batmayacak kadar büyük inancı geliştirmelerine ve ahlaki tehlikenin oluşmasına sebep olmaktadır. Çok büyük kurumların kamu desteği beklentisi piyasa disiplin gücünü azaltırken, ahlaki tehlike problemini de artırmaktadır (Nier, 2009:22-28, 46).

3.7. Finansal Krizle Mücadele ve Ahlaki Tehlike

Krizle mücadele için oluşturulan kurtarma paketleri aynı zamanda sermayenin yanlış dağıtımı ile maliyet ve ahlaki tehlike riski yaratabilir. Bir krizde bankalara sağlanan destek gelecekte de destek olasılığı olacağını düşündürdüğünden, bankaların risk almasını artırabilir. Bu şekilde daha sonraki dönemlerde artacak ahlaki tehlike ile gelecekteki finansal istikrar tehlikeye girmektedir. Bugün kriz ile mücadele de uygulanan politikalar, cari finansal istikrarı sağlarken, gelecekteki finansal istikrar ahlaki tehlike yüzünden tehlikeye girer. Devlet garantileri güçlü bir şekilde ahlaki tehlike etkisi yaratır (Furceri, Mourougane, 2009: 6,17,18). Kamu desteği beklentisi kriz esnasında hükümetler tarafından uygulanan politikalarla da onaylanmaktadır (Nier, 2009: 46). İflaslardaki düzenleme kötü yönetimi ödüllendirmemelidir. Ancak böylelikle ahlaki tehlike minimize edilebilir (Acharya vd., 2009:130).

Krizle mücadele için oluşturulan kurtarma paketlerinin yarattığı gelecekteki ahlaki tehlike olgusu, üretim verimliliği başlayınca kaynaklar geri alınarak azaltılabilir. Belirsizliği yok etmek ve ahlaki tehlike problemini sınırlandırmak için şeffaflığı artırmak temel gerekliliklerdendir (Furceri, Mourougane, 2009: 17,41).

SONUÇ

Halen yaşamakta olduğumuz küresel krize yol açan faktörler birbiri üzerine eklenerek ve birbirini çoğaltarak krizin derinliğini artırırken, süresini de uzatmıştır. Asimetrik bilgi olgusunu küresel krizin geç fark edilmesinde, küresel krize neden olan faktörlerde ve küresel krizle mücadelede de alınan tedbirlerde tespit edebiliyoruz.

Finans piyasalarında oluşan asimetrik bilgi, finans piyasasının ajanlarının bir kısmının ahlaki tehlike yaratacak davranışlarda bulunmalarına neden olurken, diğer bir kısım ajanlarının da ters seçim problemi ile karşı karşıya kalmalarına sebep olmuş, piyasaların hem yüksek riskli hem de etkin çalışmamasına sebep olmuştur. Özellikle fonların etkili alanlara yönlendirilememesi, ekonomik faaliyetlerde daralmaya yol açmıştır.

Finans sisteminde oluşan risk, asimetrik bilgi nedeniyle anlaşılammış, yine asimetrik bilgi yüzünden piyasalarda panik başlamıştır. Finansal inovasyonların ve özellikle menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin karmaşıklığı ve riskin bir yerden diğer yere kaydırılması faaliyetleri asimetrik bilgi problemini artırmıştır. ABD hükümetinin politikaları, verdiği garantiler, Fed'in gevşek para politikası, önceki politika uygulayıcılarının sebep olduğu batmayacak kadar büyük inancı piyasalarda ahlaki tehlike problemini artırmıştır. Dolayısıyla asimetrik bilgi krize neden olan bütün faktörlerin ağırlaşmasında ahlaki tehlike ve ters seçim ile önemli bir problem yaratmıştır.

Küresel kriz ile ilgili mücadele için uygulanan politikalar olan kamu destekleri ve kurtarmaları, mevduat garantileri gibi yöntemlerin yarattığı ahlaki tehlike, gelecekteki finansal istikrarı tehdit etmektedir. Özellikle krize yönlendiren faktörlerde ahlaki tehlikenin oynadığı merkezi rolü göz önüne aldığımızda, yeniden yapılanma sürecinde ahlaki tehlikeyi azaltacak düzenlemelerin önemi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi yaklaşımı 2008 küresel krizin açıklanmasında önemli bir argüman olmakla beraber, küresel krizin doğasını açıklamada tek başına yeterli olmamaktadır. Ancak, bir daha bu yoğunlukta bir krizin yaşanmaması açısından, asimetrik bilgiyi azaltacak, ahlaki tehlike ve ters seçim problemini ortadan kaldıracak düzenlemelerin yapılması zorunludur.

KAYNAKÇA

- Acharya, Viral Thomas Philippon, Matthew Richardson, Nouriel Roubini, (2009), "The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), May, pp.89-137.
- Ackerman, Josef (2008), "The Subprime Crisis and its Consequences", *Journal of Financial Stability* 4, pp.329-337.
- Akerlof, George A (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism Author(s)", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, No.3 (Aug), pp.488-500.
- Asea, Patrick ve Brock Blomberg (1998), "Lending Cycles", *Journal of Econometrics*, 83, 89-128.
- Ashcraft, Adam B., Til Schuermann (2008), "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 318, March.
- Bernanke, Ben S. (1983), "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, Vol. 73, pp.257-76.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gettler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, Vol.79, No.1, pp.14-31.
- Bernanke, Ben S., Cara S. Lown ve Benjamin M. Friedman (1991), "The Credit Crunch", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1991 (2), 205-247.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler and Simon Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and Flight to Quality", *Review of Economics and Statistics*, 78(1), pp.1-15.
- Black, Sandra E. ve Philip E. Strahan (2002), "Entrepreneurship and Bank Credit Availability", *Journal of Finance*, 57(6), 2807-2833.

- Blundell-Wignall, Adrian, Paul Atkinson and Se Hoon Lee (2008), “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, *Financial Market Trends*, OECD, pp.11-31.
- Brandon, Kyle, Frank A. Fernandez (2005), “Financial Innovation and Risk Management: An Introduction to Credit Derivatives”, *Journal Of Applied Finance*, Spring/Summer, pp.52-63.
- British Bankers’ Association – Credit Derivatives Report 2006, erişim tarihi: 15.04.2009:
http://www.bba.org.uk/content/1/c4/76/71/Credit_derivative_report_2006_exec_summary.pdf
- Broecker, Thorsten (1990), “Credit Worthiness Tests and Interbank Competition”, *Econometrica*, 58 (2), 429-452.
- Buiter, Willem H. (2009), “Moral Hazard: Lite and Strong”, *Financial Times Blog*, 26 March 2009. Erişim Tarihi: 22.07.2009. <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/moral-hazard-lite-and-strong/#more-1098>
- Calomiris, Charles W. ve Joseph R. Mason (2003), “Consequences of Bank Distress during the Great Depression”, *American Economic Review*, 93(3), 937-947.
- Calomiris, Charles W. (2008), “The Subprime Turmoil: What’s Old, What’s New and What’s Next”, in *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Economic Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.19-110. Erişim tarihi:01.10.2009.
- Calomiris, Charles W., (2009), “Financial Innovation, Regulation, and Reform”, *Cato Journal*, 29,(1), Winter, pp.65-91.
- Campbell, John Y. ve Joao F. Cocco (2003), “Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice”, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (4), 1449-1494.
- Csiszar, Ernst N. (2007), “An Update on the Use of Modern Financial Instruments in the Insurance Sector”, *The Geneva Papers*, 32, pp.319–331.
- DeGennaro, Ramon P. (2008), “Government-Sponsored Entities: Fannie Mae and Freddie Mac”, *Journal of Structured Finance*, Spring 14, 1, pp.18-22.
- Dell’Ariccia, Deniz Igan ve Luc Laeven (2008), “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, Erişim Tarihi: 20 Temmuz 2009, <http://www.bis.org/bcbs/events/rtf08rtmfs/aricciaiganlaeven.pdf>
- Demyanyk, Yuliya, Otto Van Hemert, (2008), “Understanding The Subprime Mortgage Crisis”, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper*, 2007-05.
- Deng, Yongheng, John M. Quigley ve Robert van Order (2000), “Terminations, Heterogeneity and the Exercise of Mortgage Options”, *Econometrica*, 68 (2), 275-307.
- Disyatat, Piti (2001), “Currency Crises and the Real Economy: The Role of Banks”, *IMF Working Paper*, WP/01/49, pp.1-29.
- Docherty, Peter, (2008), “Basel II and the Political Economy of Banking Regulation–Monetary Policy Interaction”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 37, No. 2, Summer, pp. 82–106.
- Dowd, Kevin, (2009), “Moral Hazard and The Financial Crisis”, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1, pp.141-166.
- Eisenbeis, Robert A. & W. Scott Frame & Larry D. Wall (2007), “An Analysis of the Systemic Risks Posed by Fannie Mae and Freddie Mac and an Evaluation of the Policy Options for Reducing Those Risks”, *Journal of Financial Services Research*, 31, pp.75-79
- Frame, W Scott, Lawrence J White (2004), “Competition for Fannie Mae and Freddie Mac?”, *Regulation*, Fall, 27(3), pp.56-60.
- Furceri, D. and A. Mourougane (2009), "Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 668, pp.1-50
- Gorton, Gary (2009), “The Subprime Panic”, *European Financial Management*, 15(1), pp.10–46.
- Hellwig, Martin (2008), “Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, *Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goossa*, Bonn 2008/43, pp.1-75.
<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/Calomiris.03.12.09.pdf>
<http://www.ofneo.gov/media/PDF/FHFASStatement9708final.pdf> (erişim tarihi: 24.04.2009).
- Jacobs, Bruce I. (2009), “Tumbling Tower of Babel: Subprime Securitization and the Credit Crisis”, *Financial Analysts Journal*, CFA Institute, March/April, 65(2), pp.17-30.
- Jaffee, Dwight M, (2009), “The Application of Monoline Insurance Principles to The Reregulation of Investment Banks and The GSEs”, *Risk Management and Insurance Review*; Spring; 12(1), pp.11-23.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997), “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, Vol.105, No.2, pp. 211-48.

- Markowitz, Harry M, (2009), “Proposals Concerning the Current Financial Crisis”, *Financial Analysts Journal*, Jan/Feb, 65 (1), pp.25-27.
- Matsuyama, Kiminori (1997), “Cedit Traps and Credit Cycles”, *American Economic Review*, Vol.97, No.1, pp.503-516.
- Meltzer, Allan H. (2009), “Reflections on the Financial Crisis”, *Cato Journal*, 29(1), Winter, pp.25-30.
- Mengle, David, (2007), “Credit Derivatives: An Overview”, *Economic Review*, Fourth Quarter, Federal Reserve Bank of Atlanta, pp.1-24.
- Mishkin, Frederic S. (1990), “Asymetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective”, *NBER Working Paper*, No. 3400, pp.1-58.
- Mishkin, Frederic S. (1994), “Preventing Financial Crises: An International Perspective”, *NBER Working Paper*, No. 4636, pp.1-55.
- Mishkin, Frederic S. (1996), “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, prepared for the World Bank Annual Conference on Development Economics, April 25-26, National Bureau of Economic Research, Federal Reserve Bank of New York, pp. 1-55.
- Mishkin, Frederic S. (1997), “The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers” in *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 28-30, 55-96, Erişim Tarihi: 01.10.2009, Erişim:<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf>
- Mishkin, Frederic S. (1999a), “Lessons from The Tequila Crisis”, *Journal of Banking and Finance*, 23, pp.1521-1533.
- Mishkin, Frederic S. (1999b), “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4 (Autumn, 1999), pp. 3-20
- Mishkin, Frederic S. (2006), *The Economic of Money, Banking, and Financial Markets*, Addison-Wesley, 6. th ed., NewYork.
- Mishkin, Frederic S. (2009), “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?”, *NBER Working Paper*, 14678, pp.1-15.
- Nier, Erlend, (2009), “Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from The Crisis”, *IMF Working Paper*, WP/09/70, pp.1-64.
- Niinimäki, J.-P., (2009), “Does Collateral Fuel Moral Hazard in Banking?”, *Journal of Banking & Finance*, 33, pp.514–521.
- Ostrup, Finn, Lars Oxelheim and Clas Wihlborg (2009), “Origins and Resolution of Financial Crises; Lessons from the Current and Northern European Crises”, *IFN Working Paper*, No.796, pp. 2-48.
- Pattanaik, Sitikantha (2008), “Gaping Fault Lines in the Global Financial Stability Architecture: Lessons from the US Sub-Prime Crisis”, *Journal of International and Area Studies*; Dec., 15(2), pp.87-114.
- Peek, Joe ve Eric S. Rosengren (2000), “Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States”, *American Economic Review*, 90 (1), 30-45.
- Philippon, Thomas (2007), “Why has the US Financial Sector Grown So Much? The Role of Corporate Finance”, *NBER Working Paper*, w13405, September.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009), “Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison”, *NBER Working Paper*, w13761, pp.1-15.
- Schwartz, Anna J., (2009), “Origins of the Financial Market Crisis of 2008”, *Cato Journal*, 29,(1), Winter, pp.19-23.
- Swan, Peter L. (2009), “The Political Economy of The Subprime Crisis: Why Subprime Was so Attractive to Its Creators”, *European Journal of Political Economy*, V.25, I.1, pp.124-132.
- Taylor, John B. (2009), “The Financial Crisis And The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, *NBER Working Paper* 14631, January.
- Udell, Gregory F. (2009), “Wall Street, Main Street, and a Credit Crunch: Thoughts on The Current Financial Crisis”, *Business Horizons*, 52, pp.117-125.