

Mali Piyasalarda Kamu Destekli Kurumlar

Belgin AKÇAY*

Özet

Kamu destekli kurumlar, kredi piyasalarının etkinliğini artırmak amacıyla kurulmuşlardır. Bu kurumlar, ABD’de bir kamu kurumu değil, kamunun araçlarıdır. ABD’de Kongre, kamu destekli kurumları, sermaye piyasalarının etkinliğini artırmak ve fon fazlasına sahip bölgelerden fon talebinin yüksek olduğu bölgelere kolaylıkla hareket etmesini engelleyen yasal engellerin ve diğer piyasa engellerinin kaldırılması amacıyla yaratmıştır. Bunların kuruluşunun ekonomik gerekçesi, borçlanma yoluyla finansmanının gerekli olduğu bir alana, bu tür bir kurum yapısı olmaksızın hizmet götürülemeyeceği ya da etkin olarak hizmet edilemeyeceğine olan inançtır. Bugün kamu destekli kurumlar, konut ve tarım sektöründe ödünç almak isteyenlere yardım eden finansal araçlar olarak faaliyet göstermektedirler. Özel mülkiyette olmalarına rağmen, finansal olarak kamu desteğinden yararlanmaktadırlar.

Bugün ABD finans piyasalarında yedi tane kamu destekli kurum vardır. Bunlardan üçü (Fannie Mae, Freddie Mac ve FHLBanks) ipotekli piyasalarda faaliyet göstermekte olup, kendine verilen misyonu gerçekleştirmede çok başarılı olmuşlardır. Bu çalışmada, bu üç kurumdan Fannie Mae ve Freddie Mac’in ipotekli piyasalarda önemi incelenmekte ve bu kurumların avantaj ve dezavantajları tartışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kamu Destekli Kurumlar, Fannie Mae, Freddie Mac, İpotekli Piyasalar

Government Sponsored Enterprises in the Financial Markets

Abstract

Government-sponsored enterprises (GSEs) have been established in order to improve the workings of financial markets. The GSEs are instrumentalities, not agencies, of the United States. Congress created GSEs to improve the efficiency of

* Prof.Dr., Ankara Üniversitesi, Hukuk Fakültesi, Ekonomi ve Maliye Bölümü, sbakcay@yahoo.com

capital markets and to overcome statutory and other market imperfections which otherwise prevent funds from moving easily from suppliers of funds to areas of high loan demand. The economic rationale for GSEs is the belief that without such government-sponsored institutions, a critical area of necessary debt financing would be underserved or served inefficiently. Today, GSEs primarily act as financial intermediaries to assist borrowers in housing and agriculture. Although they are privately owned, they benefit financially from government sponsorship.

At present, there are seven GSEs in the U.S. financial markets. Three of the GSEs -Fannie Mae, Freddie Mac and FHLBanks- have been operating in the residential mortgage markets. In terms of meeting their original congressional objective, Fannie Mae and Freddie Mac have been remarkably successful. In this paper, it is examined the importance of Fannie Mae and Freddie Mac in the U.S. mortgage markets and the advantages and disadvantages of them are discussed.

Key Words: Government Sponsored Enterprises, Fannie Mae, Freddie Mac, Mortgage Markets

JEL Classification Codes: H81, G18, G21

Giriş

ABD Kongresi, sermaye piyasalarının etkinliğini artırmak ve fonların yüksek fon talebinin bulunduğu bölgelere kolaylıkla hareket etmesini engelleyen yasal engellerin ve diğer piyasa engellerinin kaldırılması amacıyla Kamu Destekli Kurumları (Government Sponsored Enterprises-GSE) yaratmıştır. GSE'lerin kuruluşunun ekonomik gerekçesi, borçlanma yoluyla finansmanının gerekli olduğu bir alana, bu tür bir kurum yapısı olmaksızın, hizmet götürülemeyeceği ya da etkin olarak hizmet edilemeyeceğine olan inançtır. Bu gerekçe devletin kendisinin belirlemiş olduğu alanlara hizmet sunmak üzere, özel finans kurumlarının yaratılması sonucunu hazırlamıştır.

ABD federal hükümeti tarım, eğitim ve konut sektörlerine daha kolay fon sağlanmasına ortam yaratmak amacıyla, GSE statüsüne sahip finans kurumlarını yaratmıştır. Bugün ABD finansal piyasalarında farklı mülkiyet yapılarına sahip, tarım ve konut sektörüne fon yaratan, GSE statüsüne sahip yedi tane finans kurumu vardır.¹ Bu kurumlardan üçü, ipotekli konut piyasalarında faaliyet göstermektedir. Bu GSE'ler, Fannie Mae (Federal Ulusal İpotek Birliği-Federal National Mortgage Association), Freddie Mac (Federal Konut Kredisi Şirketi-Federal Home Loan Cooperation) ve Federal Konut Kredisi Bankaları (Federal Home Loan Banks-FHLBanks) sistemidir.

Bu çalışmada FHLBank'lerin, ikincil ipotek piyasalarında faaliyet göstermemesi ve konut ipotekli piyasalarında faaliyet hacminin Fannie Mae ve Freddie Mac ile mukayese edildiğinde küçük olması nedeniyle, ikincil ipotek piyasalarında faaliyet gösteren sadece Fannie Mae ve Freddie Mac dikkate alınarak GSE modeli

¹ Üç GSE (Fannie Mae, Freddie Mac ve Farmer Mac) özel yatırımcıların mülkiyetinde iken, ikisi (Federal Konut Kredisi Banka Sistemi ve Zirai Kredi Sistemi), bu kurumlarla işbirliği içinde olan ve ödünç alan kredi borçlularının mülkiyetindedir. Finansman Şirketi (Financing Corporation) ve Fonlama Şirketi (Resolution Funding Cooperation) ise şirket olarak faaliyet göstermeyen, konsolide borçlanma kurumlarıdır.

incelenecektir. Bu bağlamda, GSE'lerin ipotekli konut piyasalarında önemi, sahip oldukları ayrıcalıklar ve taşıdıkları riskler analiz edilecektir. Burada GSE notasyonu sadece bu iki kurumu ifade etmek için kullanılacaktır.

1. Kamu Destekli Kurum Kavramı

ABD Kongresinin, finans piyasalarının daha iyi işlemlerini sağlamak amacıyla, bazı imtiyazlar verilerek kurulmasına izin verdiği tüzel kişiliğe sahip finans kurumları, Kamu Destekli Kurumlar (Government Sponsored Enterprises-GSEs) olarak adlandırılmaktadır (Stanton, 1991:15).

ABD Kongresi, bütçe işlemlerine ilişkin 1990 yılında çıkarılan Kapsamlı Uzlaşma Kanunu'nda (Omnibus Reconciliation Act), GSE'nin tanımını yapmıştır. Bu Kanuna göre GSE (Kosar, 2007:1-2):

- A.i. Federal Kanunla özel bir amaçla yetki verilen,
- ii. Hisseleri özel kurumlar veya bireyler tarafından tutulan yani özel mülkiyette olan,
- iii. Üyelerinin çoğunluğunu hissedarlarının seçtiği bir yönetim kurulu tarafından yönetilen,
- iv. Aşağıda sıralanan faaliyetleri yapmak üzere yetkilendirilen bir finans kurumudur.

-Sınırlı amaçlarla kredi vermek veya kredi garantileri sağlamak (örneğin muayyen bir sektöre veya muayyen bir kesime kredi vermek gibi),

-Borçlanmak suretiyle fon yaratmak (federal hükümetin tam garantisi altında olmayan) veya herhangi bir limit sınırlaması olmaksızın başkalarının borçlarına garanti vermek.

B.i. Kendilerine tanınan yetkilerin dışında, devletin yetkilerini bağımsız olarak kullanamayan (vergi koyma veya eyaletler arası ticareti düzenleme gibi),

ii. Mali olarak devlet adına herhangi bir taahhütte bulunamayan (ancak devlet tarafından verilen bir kredi garantisi taahhütünü tebellüğ eden olabilir),

iii. Çalışanlarının devlet memuru statüsünde olmadığı ve maaşları ve masrafları çalıştırılan kurum tarafından ödendiği bir tüzel kişiliktir.

Kamu idaresi ve kamu maliyesi alanında çalışan bazı araştırmacılar, bu tanımın eksik olduğunu ve bu tanıma "GSE'lerin, borçlanabilme kabiliyetlerini artıran zımni bir devlet garantisinden yararlandıklarının" da eklenmesi gerektiğini ileri sürmektedirler (Moe ve Stanton, 1989:321).

Görüldüğü gibi GSE'leri diğer kurumlardan farklı kılan başlıca özellikler; özel mülkiyet yapısı, avantajlı rekabet ortamı, yasa ile sınırlandırılmış bir alanda faaliyet gösterme, finans piyasalarında, bu kurumların faaliyetlerinin ve yükümlülüklerinin devletin garantisine sahip olduğu algılamasına yol açan ayrıcalıklara sahip olmalarıdır (Stanton, 1991:76-83). GSE'lerin kuruluşunun ekonomik gerekçesi, borçlanma yoluyla finansmanın gerekli olduğu bir alana, bu tür bir kurum yapısı olmaksızın, hizmet götürülemeyeceği ya da etkin olarak hizmet edilemeyeceğine olan inançtır. Bu gerekçe devletin kendisinin belirlemiş olduğu alanlara hizmet sunmak üzere, özel finans kurumlarının yaratılması sonucunu yaratmıştır. "...Devlet, merkantalist finans kurumları geleneğinin bir parçası olan GSE'lere, diğer özel finans kurumlarına verilmeyen bazı yardımlar ve ayrıcalıklar sağlarken..." (Stanton, 2001:1-11), bu kurumların faaliyet alanlarını sınırlamakta ve belirlemiş olduğu kamu politikası amaçlarını yerine getirme sorumluluğunu vermektedir. Ayrıca, özel

bir tüzel kişilik statüsü sağlanarak GSE, Federal İdare Kanunu ve Devlet Memurları Kanunu'ndan muaf tutulmakta, böylece bu tür kurumların operasyon esnekliği artırılmaktadır (Kosar, 2007:3). Finansal piyasalarda GSE modeli, büyük ölçüde ABD'ye özgü bir modeldir.

GSE'ler, özel sektör kurumları ile kamu kurumları arasında bir yerde bulunan, tam bir kamu kurumu olmayan, ancak yarı-kamu kurumu (quasi-governmental organization) niteliğindeki kurumlar olarak, kamu yönetiminin araçlarıdır. Bu şekildeki bir ayırım, federal hükümetin kontrolünü önemli ölçüde farklılaştırdığı için hem yasal olarak hem de idari açıdan önemlidir. Bu tanınan ayrıcalıklar karşılığında, GSE'lerin, kendilerine verilen kamu misyonu doğrultusunda faaliyette bulunmaları gerekmektedir ve belirlenmiş faaliyet alanını ya da verilen misyonlarını değiştirmeleri mümkün değildir. Sonuçta, her bir GSE federal hükümet tarafından denetlenmekte ama hiçbirisi doğrudan federal hükümet tarafından yönetilmemektedir (Stanton, 2001:22).

2. İpotekli Konut Piyasalarında Kamu Destekli Kurumlar

Bugün ABD ipotekli konut piyasalarında faaliyet gösteren ve bu nedenle konut GSE'leri olarak da adlandırılan Fannie Mae, Freddie Mac ve FHLBanks² olmak üzere üç tane GSE vardır. Fannie Mae ve Freddie Mac, FHLBanks'den farklı olarak hem ikincil ipotek piyasalarında faaliyet göstermektedir hem de faaliyet hacimleri çok daha fazladır.

1938 yılında kurulan Fannie Mae ile önce Federal Konut Kurumu (Federal Housing Administration-FHA) tarafından sigortalanan konut kredileri, daha sonra Asker Emeklileri İdaresinin (Veteran's Administration-VA) garanti verdiği konut kredileri için ikincil bir piyasanın geliştirilmesi amaçlanmıştır. Başlangıçta Fannie Mae, sadece konut kredilerini satın alan bir portföy yatırımcısı olarak faaliyette bulunan bir kamu kurumu idi. Fannie Mae'ye, 1968 yılında çıkarılan Konut ve Kent Geliştirme Kanunu (The Housing and Urban Development Act) ile GSE statüsü verilmiş ve ipotega dayalı menkul kıymet (mortgage-backed security-MBS) ihraç etmesine ve garanti vermesine izin verilmiştir. Böylece, Fannie Mae'nin finansal faaliyetlerinin federal bütçe dışında tutulması sağlanmıştır. Bu aşamada, Fannie Mae'nin devlet sigortasına ya da garantisine sahip olan konut kredisi portföyü, aynı tarihte bir kamu kurumu statüsünde kurulan Ginnie Mae'ye aktarılırken, Fannie Mae de, hisseleri halka arz edilerek özelleştirilmiştir.

ABD'de 1960'lı yılların sonundan başlayarak 1970'li yıllar boyunca yüksek enflasyon ve daralan kredi piyasaları ortamında Fannie Mae, aktif bir konut kredisi yatırımcısı olmuş ve portföyünü ödünç veren (portföy lender) kurum olarak faaliyet göstermeye başlamıştır. 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik resesyonda, çok büyük mali sıkıntıya giren ve uzmanlaşmış konut finansman kurumları olan tasarruf ve kredi birliklerine (savings and loan associations-S&L) yardım amacıyla, Fannie Mae'nin FHA sigortalı ve VA garantili konut kredilerinin yanında, geleneksel konut kredilerini³ de satın almasına izin verilmiştir.

² Fannie Mae (Federal Ulusal İpotek Birliği-Federal National Mortgage Association), Freddie Mac (Federal Konut Kredisi Şirketi-Federal Home Loan Cooperation) ve FHLBanks (Federal Konut Kredisi Bankaları-Federal Home Loan Banks).

³ Geleneksel konut kredileri, FHA veya VA tarafından sigortalanmayan veya garanti verilmeyen konut kredileridir.

Aynı dönemde Kongre, ikincil ipotek piyasalarında GSE statüsünde ikinci bir kurumun (Freddie Mac) kurulmasını sağlamıştır. Freddie Mac ile büyük ölçüde geleneksel konut kredisi açan tasarruf kurumları (thrift institutions)⁴ için likiditeyi iyileştirmek ve sermaye piyasalarından fon akışını garanti altına almak ve tasarruf kurumları açılan konut kredileri için ikincil piyasasının gelişimini sağlamak hedeflenmiştir. “...Başlangıçta, Freddie Mac, FHLBanks sistemi içinde bir kurum olarak yönetilmiş, 1989 yılında çıkarılan Mali Kurumların Reformu, İyileştirilmesi ve Uygulama Kanunu (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act-FIRREA) ile yeniden yapılandırılarak ve faaliyetleri Konut ve Kentsel Geliştirme (Housing ve Urban Development-HUD) Bakanlığı tarafından denetlenen, halka açık bir şirket yapısı sağlanmıştır” (Lowell, 2007:49). Freddie Mac, Fannie Mae gibi geleneksel konut kredilerini satın almakta ve Fannie Mae gibi bu satın aldığı ipotekleri bir havuzda toplamakta ve bu havuza dayalı olarak MBS’ler ihraç etmektedir. Temmerüt riskine karşı, Freddie Mac yine Fannie Mae gibi bu yatırımcılara garanti vermektedir.

Belli kamu amaçlarını yerine getirmeleri amacıyla, ipotekli konut piyasalarında faaliyet göstermek üzere kurulan Fannie Mae ve Freddie Mac’e yasa ile verilen görevler aşağıda sıralanmaktadır (Stanton, 2001:40-50):

- 1-İkincil ipotekli konut piyasasında istikrarı sağlamak,
- 2-Sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlayacak şekilde hareket etmek,
- 3-Konut finansmanına ayrılan fonların hacmini ve konut yatırımlarının likiditesini artırmak suretiyle, ikincil ipotek piyasasının istikrarlı şekilde işleyişini sağlamak,
- 4-Konut piyasasına fon akışını ve ipotekli piyasalara yapılan yatırımların likiditesini artırmak suretiyle, kentsel ve kırsal kesim dahil, tüm ülke çapında konut kredisinin kolay erişilebilir ve ödenebilir olmasına katkıda bulunmak.

Faaliyet alanları sadece ipotekli konut piyasasını desteklemekle sınırlı olan Fannie Mae ve Freddie Mac, kâr amaçlı özel şirketlerdir. Bugün ikincil ipotekli piyasalarda aynı amaçla kurulan ve benzer şekilde faaliyette bulunan bu iki kurumun dışında, GSE statüsüne sahip olan başka finans kurumu yoktur. Bu nedenle bu GSE’ler, rakip firmalardır ve söz konusu piyasalarda düopol olarak davranmaktadırlar.⁵

3. Kamu Destekli Kurumların Ayrıcalıkları

Fannie Mae ve Freddie Mac’in sahip oldukları GSE statüsü, onların ikincil ipotek piyasalarındaki faaliyetlerini diğer özel finans kurumlarına göre daha avantajlı konumda sürdürmeleri sonucunu yaratmaktadır. Çünkü GSE’ler kendilerine yasa ile sağlanan ayrıcalıklarla, faaliyetlerini sürdürürken piyasalarda rekabet avantajına sahip olmakta, daha düşük fonlama maliyetleri ile kârlılıklarını artırmaktadırlar. GSE’lere verilen yasal ayrıcalıklar aşağıda sıralanmıştır (CBO, 1996; CBO, 2001a; OFHEO, 2003:40-43; Seiler, 2003:8-11; Van Order, 2007:177; Jaffee ve Quigley, 2007:103-149):

⁴ Tasarruf kurumları (thrift institutions), tasarruf ve kredi birliklerini (savings and loan associations-S&Ls), kredi birliklerini (credit unions) ve tasarruf bankalarını (savings banks) kapsamaktadır.

⁵ Fannie Mae ve Freddie Mac’in tarihçesine ilişkin daha fazla bilgi için Bkz.. Stanton, 1991:20-28; Wallison, 2000a: 3-28; Stanton, 2001:20-22; Wallison ve Elly, 2000:20-23; Ling and Archer, 2008:300-303.

- Fannie Mae ve Freddie Mac, eyalet ve mahalli idarelerin vergilerinden muaftır,
- Her iki GSE'nin ihraç ettiği menkul kıymetler, Sermaye Piyasası Kanunu'na (Securities and Exchange Commission Act-SEC) göre kamu menkul kıymetleri kapsamında yer almaktadır.

-Her iki GSE'nin ihraç ettikleri menkul kıymetler, SEC'te kayıt altına alınma zorunluluğundan muaftırlar (dolayısıyla SEC komisyonu ödememektedirler),⁶

-Hazine Bakanlığı, gerekli gördüğünde her bir GSE tarafından ihraç edilen yükümlülüklerinin belli bir kısmını (2,25 milyar dolar) satın alabilir,⁷

-Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, çoğu eyalet kurumları ve yerel idareler tarafından teminat olarak kullanılabilir, çoğu

-Diğer finans kurumları, satın aldıkları GSE menkul kıymetlerini Amerikan Merkez Bankasından (Federal Reserve Board-FED) ve FHLBanks'den kredi alırken teminat olarak kullanılabilir, çoğu

-Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, FED'in açık piyasa işlemlerine konu olabilen menkul kıymetlerdir,

-Federal düzeyde lisans almış olan mevduat kurumları, sınırsız miktarda bu iki GSE'nin ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedirler.

Federal hükümet tarafından sağlanan bu yasal avantajlar, Fannie Mae ve Freddie Mac'e her yıl milyarlarca dolar tasarruf sağlamaktadır. Hazine Bakanlığı, yasal avantajların, 1995 yılında 4,6 milyar dolar ile 6,9 milyar dolar arasında değiştiğini tahmin etmiştir. CBO⁸ tarafından yapılan tahminlere göre, SEC'in kayıt ücretinden muaf olmak, her iki GSE'ye 1999 yılında toplam 218 milyon dolar, 2000 yılında 141 milyon dolar, 2003 yılında 229 milyon dolar tasarruf sağlamıştır. İki GSE'nin bazı vergilerden muaf olmaları nedeniyle elde ettikleri tasarrufun ise, 2000 yılı için yaklaşık 0,8 milyar dolar, 2002 yılı için de 1,6 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir (CBO, 2001a:16; CBO, 2004:2-5).⁹

GSE'lerin sahip oldukları diğer bir önemli avantaj, FED tarafından yönetilen elektronik transfer sistemleri olan FED Elektronik Fon Transferi (Fedwire Funds Transfer) ve FED Elektronik Menkul Kıymet Transferi (Fedwire Securities Transfer) sistemlerine erişimlerine izin verilmiş olmasıdır. Fannie Mae ve Freddie Mac'in, diğer finans kurumlarına fon transfer etmelerine ve kaydi menkul kıymetleri¹⁰ kullanmalarına izin veren Fedwire sisteminin kullanımı ile işlem

⁶ Haziran 2002 yılında, her iki GSE gönüllü olarak, 1934 yılında çıkartılan Menkul Kıymetlerin Alım-Satımına İlişkin Kanun (SEC) kapsamında, her iki kurumun periyodik olarak mali durumlarına ilişkin raporları SEC'e vermelerini gerektiren, SEC'in hisse senedi listesine kayıt yaptırmak için 2003 yılında anlaşmışlardır. Bk. Van Order, 2007:153; Poole, 2007:3.

⁷ Haziran 2008'de çıkarılan Konut Sektörünü ve Ekonomiyi Canlandırma Kanunu (Housing and Economic Recovery Act-HERA) ile Hazinesinin 31/12/2009 tarihine kadar, GSEs'ler tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri piyasa koşullarının gerektirdiği miktarda alım yapmasına imkân sağlamıştır.

⁸ CBO (The United States Congressional Budget Office), Kongre için bütçeye ilişkin konularda çalışan bir birimdir.

⁹ 2003 yılında Freddie Mac, CBO tarafından çalışmanın yapıldığı dönemde, mali durumuna ilişkin tabloları veremediğinden, 2003 yılı için yapılan vergilere ilişkin tasarrufun tahmininde, Freddie Mac'in verileri dahil olmadığından, toplam tasarruf miktarı olması gerekenin altındadır (100 milyon dolar). Bu nedenle 2002 yılı karşılaştırmasında kullanılmıştır.

¹⁰ Kaydi menkul kıymetler (book-entry securities), bir Fedwire menkul kıymetlerini hesabında tutmaya ve transfer etmeye izin verilen ve ABD hükümeti, bir kamu kurumu veya belli kamu politikasını gerçekleştirilmesinde araç olan kurumlarla, FED tarafından belirlenen belli ulusal veya uluslararası kurumlar tarafından elektronik olarak ihraç edilen ve sürümü kolay olan menkul kıymetlerdir. Bkz.. OFHEO, 2003:40.

maliyetleri düşmektedir. “...Fannie Mae ve Freddie Mac, büyük işlem hacimleri nedeniyle, Fedwire sistemini kullanan büyük kurumlar arasında yer almaktadırlar. Bu iki kurum tarafından günlük olarak yapılan Fedwire işlem sayısı görece olarak küçük iken, her bir kurumun günlük işlem hacmi, önemli miktardadır. Ancak sağlanan avantajın değerinin hesaplanması zor olduğundan sayısal olarak bilinmemektedir”(OFHEO,2003:40).¹¹

Federal bankacılık düzenleme kurumları tarafından kabul edilen riske dayalı sermaye düzenlemeleri de, GSE menkul kıymetlerine ilave avantajlar sağlamaktadır. Söz konusu düzenlemeler ile GSE’ler tarafından garanti verilen MBS’ler ve ihraç edilen borçlanma senetleri için diğer mukayese edilebilir finansal varlıklardan daha düşük kredi risk ağırlığı belirlenmiştir. GSE statüsüne sahip olmayan özel finans kurumlarınca ihraç edilen MBS’lere %50 risk ağırlığı ve şirket tahvillerine %100 risk ağırlığı belirlenirken, GSE’lerce ihraç edilen borçlanma senetleri ve ipotēge dayalı menkul kıymetler için %20 risk ağırlığı belirlenmiştir. GSE menkul kıymetlerinin sahip olduğu bu daha düşük olan risk ağırlığı, bir yandan yatırımcıların bu menkul kıymetlere talebini artırmakta, öte yandan menkul kıymetlerin daha düşük faizle ihraç edilebilmesine olanak sağlamaktadır.

Yukarıda sıralanan yasal ayrıcalıklar, finansal piyasalarda iki GSE’nin yükümlülüklerinin arkasında zımni devlet garantisi olduğu algılamasını yaratmıştır. Kuruluş kanunlarında GSE’lere verilen yükümlülüklerin arkasında bir devlet garantisinin olmadığı belirtilmiş olmasına rağmen, piyasalardaki bu algılama, her iki GSE’nin ipotekli piyasalarda diğer özel finans kurumlarına göre çok avantajlı konumda faaliyet göstermelerine ve önemli tasarruflar elde etmelerine neden olmaktadır. Hatta, “GSE’lerin fon temin ettikleri bireysel ve kurumsal yatırımcıların pek çoğu, bu kurumları bir kamu kurumu olarak dikkate almaktadırlar” (OFHEO, 2003:42). Piyasalarda bu tür bir algılamanın olmasının diğer bir nedeni, Fannie Mae ve Freddie Mac’in federal hükümetle yakın bağlantılarından, “...sadece federal kurumların katıldığı kredi piyasalarından¹² ödünç alabilmelerinin de mümkün olmasından ve sahip oldukları sermaye yeterlilik rasyosuna göre çok fazla olan borç yükümlülüklerine sahip olmalarından ve Kongrenin güçlü desteğinden kaynaklanmaktadır” (CBO, 1991:7-9).

Fannie Mae ve Freddie Mac için zımni devlet garantisi, zaman içinde artan bir şekilde bir sübvansiyon aracına dönüşmüştür (Stanton, 1991:26). Çünkü finansal

¹¹ 9.000’den daha fazla sayıda kurumun bağlı olduğu Fedwire sistemi, muhabir bankalar arasında hesap hareketlerine izin vermekte ve bu bankaların müşterileri adına fon transferi yapabilmelerine imkân vermektedir. 2001 yılında, Fedwire aracılığı ile 112,4 milyon adet olarak gerçekleşen fon transferlerinin toplam değeri yaklaşık 424 trilyon dolar olup, transfer başına düşen ortalama değer 3,77 milyon dolardır. Banka müşterileri adına transferler, mevduat yatırmak ve diğer büyük ölçekli ve zamana duyarlı ödemeleri yapmak için kullanılan fonları kapsamaktadır. Tüm fon transferleri, işleme tabi tutulduğu zaman, anında işlem gerçekleşir ve geri alınamaz. Bu tür ödemeleri yapmak için FED’in kredisinin uzantısı genel olarak, federal mali güvenlik ağının bir parçası olduğu kabul edilmektedir.

Fedwire sistemleri, menkul kıymetlerin banka müşterilerine, ödeme karşılığında mülkiyet transferine izin vermektedir. 8.600 mevduat kurumundan daha fazlası, federal kurumlar ve GSEs’ler tarafından garanti verilen MBSs’ler de dahil diğer menkul kıymetler ve Hazine tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, FED’de açılan bir menkul kıymetler hesabında tutulmakta ve transfer edilmektedir. Fedwire kaydı menkul kıymet transferlerinin toplamı 2001 yılında 212 trilyon dolardır. Bkz. OFHEO, 2003:41ç.

¹² Federal kurum kredi piyasası, Postal Service ve Tennessee Valley Authority, Freddie Mac ve Fannie Mae gibi GSEs’lerin borçlanma senetlerinin ve GSEs’ler ve federal bir kurum olan Ginnie Mae tarafından garanti verilen veya ihraç edilen MBSs’lerin ihraç edildiği ve işlem gördüğü piyasalardır. Bkz. American Banker Glossary.

piyasalardaki zımni devlet garantisi algılaması, öncelikle bu kurumların ihraç ettikleri menkul kıymetlere yatırımcı talebini artırırken, GSE'lerin daha düşük maliyetle fon sağlanmalarını mümkün kılmakta ve gerçekte A kredi derecesine sahip bu şirketlere yatırımcıların, AAA dereceli şirketlermiş gibi davranmalarına neden olmaktadır.¹³ Bu ise, bir yandan GSE'ler tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri ve garanti verilen MBS'leri yatırımcıların daha düşük getiriye razı olmalarına neden olmakta, diğer yandan yatırımcıların Fannie Mae ve Freddie Mac'in kredi riski değerlendirmesini yaparlarken, diğer özel kurumlara göre çok daha gevşek kısıtlar getirmeleri sonucunu da yaratmaktadır (Kosar, 2007:6). Çünkü, kuruluşlarından itibaren 2007 yılına kadar, genelde %2-2,5 aralığında olan sermaye yeterlilik rasyoları, iki GSE'nin de borç yükümlülüklerine göre oldukça düşüktür. Fannie Mac ve Freddie Mac için, aynı piyasada faaliyet gösteren diğer özel finans kurumlarının yerine getirmeleri gereken yüksek sermaye yeterliliği rasyosu koşulu söz konusu olmadığından, sermayeleri açısından kıyaslandığında diğer finans kurumlarına göre çok daha büyük oranda, vadesinden önce itfa edilebilir tahvil ihraç edebilmekte ve türev işlemlerde teminat gösterme zorunluluğundan kaçınılabilmektedirler. Yine zımni devlet garantisi algılaması sonucunda, genelde daha yüksek riske sahip şirketin daha yüksek maliyetle borçlandığı durum, GSE'ler için söz konusu olmamakta, yani bu kurumların borçlanma maliyetlerini artırmamaktadır. Başkanlık Muhasebe Dairesi (Government Accountability Office-GAO), 1970'li yılların sonunda ve 1980'li yılların başında, mali sıkıntıya giren Fannie Mae'nin fon maliyetlerini incelemiş ve GSE'lere fon sağlayanların, bir GSE'nin mali koşullarının bozulması durumundaki tavırlarının, aynı durumla karşılaşan başka bir özel firmaya karşı olandan oldukça farklı olduğu, sonucuna varmıştır. GAO'ya göre, "...yatırımcılar, söz konusu GSE'nin mali koşullarının bozulduğunu öğrendiklerinde, daha yüksek bir getiri talep etmişler, ancak bu GSE'ye AAA dereceli şirket gibi davranmaya devam etmişlerdir. GSE'ler ciddi finansal sıkıntıya girdikleri zaman bile yatırımcıların, onların borçlanma amaçlı ihraç ettikleri menkul kıymetleri satın almaya devam etmişlerdir." Ayrıca GAO'nun çalışmasında, "GSE yetkililerinin, analistlerin, bireysel ve kurumsal yatırımcıların, bir GSE'nin ciddi şekilde mali sıkıntıya girmesi durumunda, federal yardım alabilecekleri beklentisi içinde olduklarını ifade ettikleri..." belirtilmektedir (OFHEO, 2003:85-89).¹⁴

İkincil ipotek piyasasını desteklemek üzere kurulmuş GSE statüsüne sahip sadece iki kurumun olması,¹⁵ bu kurumların düopol gibi davranmalarına ve sahip oldukları rekabet avantajı ile daha düşük faiz oranlarından konut kredilerini satın

¹³ Önemli dereceleme şirketlerinden olan Standard & Poor tarafından 1989 yılında yapılan çalışmada, her iki GSE'nin en az BBB derecesine sahip olduğu ifade edilirken (Bkz.. Stanton, 1991:164-166), CBO tarafından yapılan çalışmada ise, bu kurumların A derecesine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Bkz..CBO, 2001a:14).

¹⁴ Federal hükümetin, Temmuz 2007 tarihinde başlayan yüksek riskli konut kredisi krizinde, mali sıkıntıya düşen Fannie Mae ve Freddie Mac'e yaptıkları destek bunun göstergesidir. Bkz.. CBO (The Congress of the United States Congressional Budget Office), (2008b), *CBO's Estimate of Cost of the Administration's Proposal to Authorize Federal Financial Assistance for the Government-Sponsored Enterprises for Housing*, July 28, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/95xx/doc9574/07-22-GSEs.pdf> (30/06/2009).

¹⁵ Konut piyasasında faaliyet gösteren üçüncü GSE statüsüne sahip olan FHLBanks, ipotekli konut kredisi açan mevduat kurumları ve diğer finans kurumlarına kredi vermek için görevlendirilmiştir. Ancak, bu GSE, ikincil ipotek piyasasından konut ipotekleri satın alamaz. Daha fazla bilgi için Bkz.. Stanton, 1991:20-21.

almalarına neden olmakta, düşük fonlama ve operasyon maliyetleri ile daha yüksek kâr marjı elde etmektedirler.

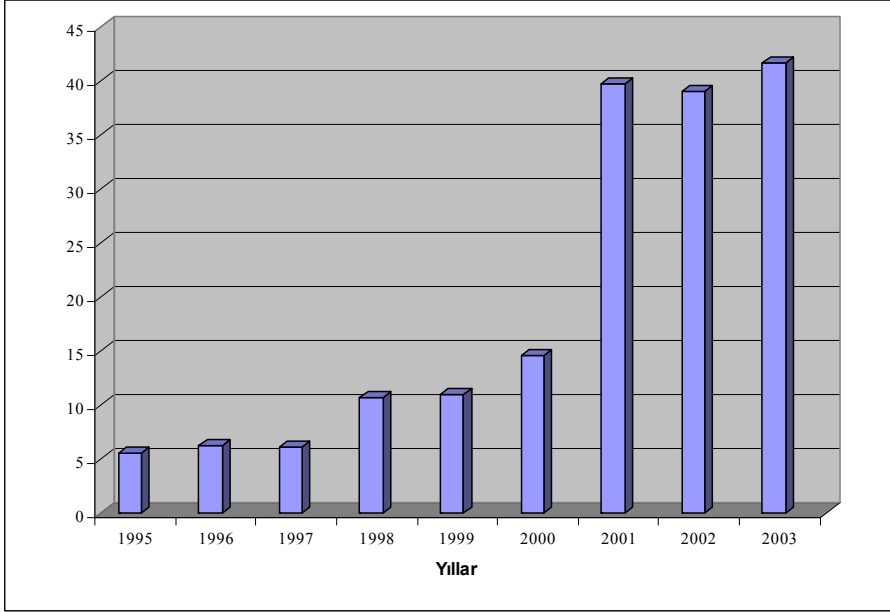
Fannie Mae ve Freddie Mac'in zımni devlet garantisinden kaynaklanan piyasadan fon sağlama maliyetlerinin tahminine ilişkin oldukça çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların bir kısmı, Fannie Mae ve Freddie Mac ile aynı kredibilite derecesine sahip şirketlerin ve finans kurumlarının menkul kıymet ihraçları ile iki GSE'nin ihraçlarını mukayese ederken, bir kısmı da sahip oldukları zımni devlet garantisi nedeniyle AAA dereceli bir şirketmiş gibi piyasadan fon sağlayan GSE'ler ile AAA dereceli şirketlerin ve finans kurumlarının fonlama maliyetleri arasındaki farkı tahmin etmeye çalışmışlardır. Bu çalışmalarda, zımni garanti nedeniyle iki GSE'nin AAA dereceli şirketlerden ve finans kurumlarından yaklaşık 30 ila 50 b.p. arasında avantajlı olarak piyasadan fon sağladıkları tahmin edilmiştir (Tablo 1).

Tablo 1: GSE'lerin Fonlama Avantajlarına İlişkin Yapılan Tahminler

	Veri Kaynağı	Karşılaştırma	Spread (b.p.)
Hazine Bakanlığı (1996)	Bloomberg	GSEs, Ginnie Mae ile A dereceli finans kurumları	53-55
Ambrose ve Warga (1996)	Fixed Income Research Program	Fannie Mae ile AA dereceli finans kurumları AA dereceli şirketler A dereceli finans kurumları A dereceli şirketler	37-46 38-39 56-72 55-65
Freddie Mac	Lehman Brothers relative value	Freddie Mac ile AA ve A dereceli finans kurumları AAA dereceli finans kurumları	39 23
Toeve (2000)	Lehman Brothers tahvil indeksleri	Fannie Mae ile AA dereceli tahvil indeksleri	37
Pearce ve Miller (2001)	Bloomberg	GSEs, Ginnie Mae ile AA dereceli finans kurumları	37
CBO (2001)		GSEs'ler ile A dereceli finans kurumları	30
Ambrose ve Warga (2002)	Fixed Investment Securities Database	GSEs'ler ile AA dereceli bankalar	25-29
Nothaft, Pearce ve Stevanovic (2002)	Fixed Investment Securities Database	GSEs'ler ile AA dereceli senetler A dereceli senetler A dereceli orta vadeli tahviller AA dereceli orta vadeli tahviller	30 45 27 34
Passomere, Sherlund ve Burgess (2005)	Bloomberg ve Lehman Brothers	GSEs'ler ile AAA ve AA dereceli finans kurumları 68 kurum 44 kurum 15 kurum	41 38 38

Kaynak: Quigley, 2006b:299.

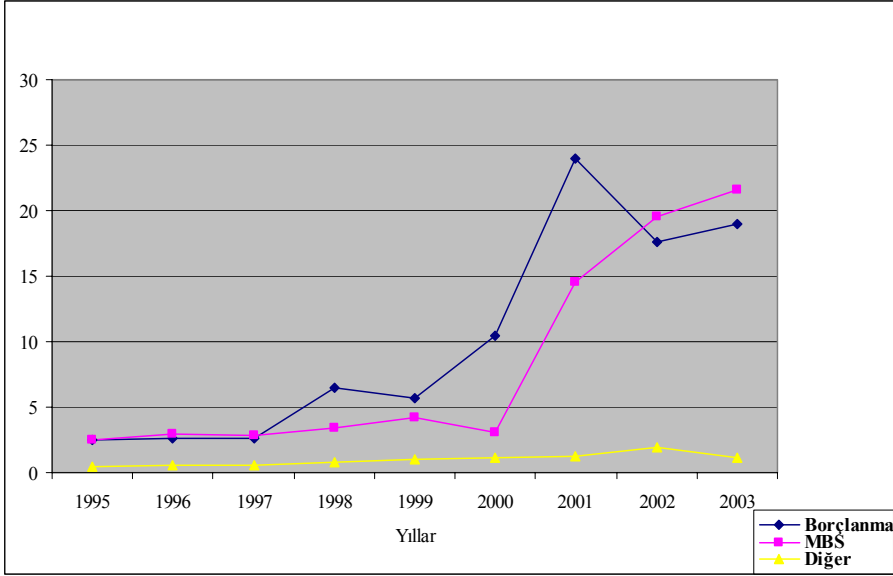
GSE'lerin yasal olarak sahip oldukları ayrıcalıklarla doğrudan elde ettikleri tasarruflar, bu kurumlara verilen sübvansiyonlar olarak kabul edilmektedir. Bu sübvansiyonların ne kadar olduğunun tahminine ilişkin CBO tarafından yapılan çalışmalarda yıllar itibarıyla, Fannie Mae ve Freddie Mac'e verilen sübvansiyonların arttığı ve sübvansiyon tutarının 1995 yılında 5,5 milyar dolar iken, 2003 yılında sekiz kattan daha fazla artarak 41,7 milyar dolara ulaştığı sonucuna varılmıştır (Grafik 1).



Kaynak: CBO, 2001a: Tablo 1 ve CBO, 2004 ve Tablo 3'den hazırlanmıştır.

Grafik 1: Kamu Destekli Kurumlara Verilen Sübvansiyonlar (Milyon Dolar)

1995-2003 döneminde, iki GSE'nin aldığı sübvansiyonlar içinde menkul kıymet ihracıları nedeniyle elde ettikleri tasarrufların payı, her zaman %90'ın üzerinde olmuştur. 1997-2001 döneminde borçlanma senetleri ihracı nedeniyle elde edilen sübvansiyon fazla olurken, bu yıla müteakkip MBS kaynaklı elde edilen tasarrufların payı artmıştır (Grafik 2).



Kaynak: CBO, 2001a: Tablo 1 ve CBO, 2004:Tablo 3'den hazırlanmıştır.

Grafik 2: Kamu Destekli Kurumlara Verilen Sübvansiyonların Dağılımı (Milyon Dolar)

(*) Diğer, vergi ve SEC'e kayıt olma muafiyetinden elde edilen sübvansiyonları kapsamaktadır.

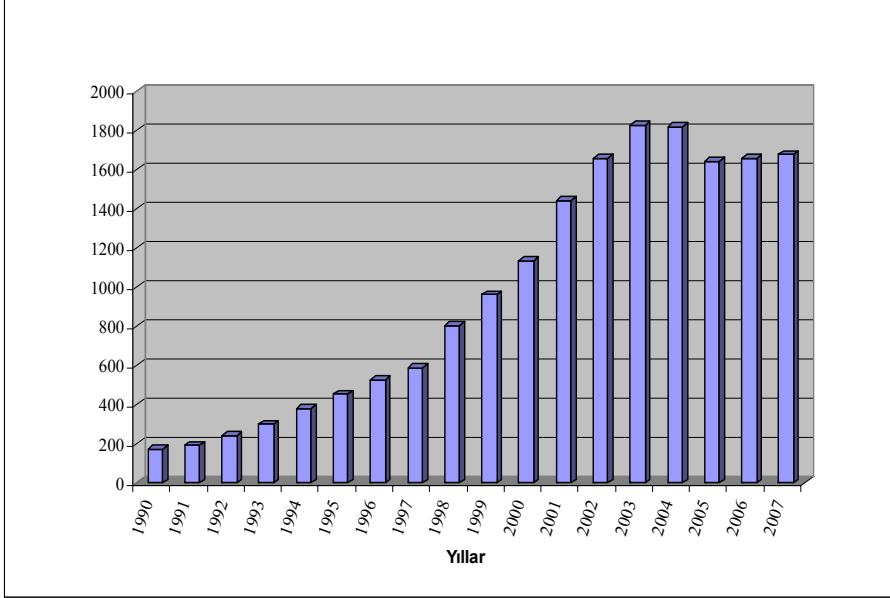
Görüldüğü gibi, yasal olarak sağlanan ayrıcalıklar, GSE'lerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin yatırımcılar için cazibesini artırmakta ve bu menkul kıymetlerin daha likit yatırım araçları olmasını sağlamaktadır. GSE'ler, ayrıca bu yasal ayrıcalıkların piyasalarda yaptıkları dolaylı etkiler (zımnî devlet garantisi) sonucunda da diğer özel finans kurumlarına göre daha imtiyazlı şekilde faaliyet göstermektedirler.

4. Kamu Destekli Kurumların İpotekli Piyasalarda Önemi

Bugün Fannie Mae ve Freddie Mac'in, sahip oldukları GSE statüsü ile ikincil ipotek piyasasının gelişimine katkıda bulunma, tüm ülke çapında düşük ve orta gelir gruplarının daha kolay ödenebilir koşullarda konut kredisine ulaşmalarını sağlama ve ipotekli piyasalara fon akımının istikrarına katkıda bulunma yükümlülükleri vardır. GSE'ler bu yükümlülüklerini yerine getirirken, belli standartlara sahip konut kredilerini satın almakta, bu alımlarını fonlayabilmek için menkul kıymetler ihraç etmektedirler.

1980'li ve 1990'lı yıllarda, ABD ipotekli piyasalarında konutun finansmanında tasarruf kurumlarının (thrift institutions) rolü azalırken, Fannie Mae ve Freddie Mac'in rolü artmıştır. Söz konusu dönemde GSEs'lerin büyümesi, "...ipoteğin yeniden finansmanın artmasından ve menkul kıymetleştirme ve borçlanma yoluyla finanse ettikleri ipotek alımlarının hacmini önemli düzeyde artırmalarına izin veren GSE statüsüne sahip olmanın getirdiği ayrıcalıklardan ve finansal piyasalardaki bu kurumların yükümlülüklerinin arkasında ABD Hazinesinin olduğu inancından

(zımni devlet garantisi) kaynaklanmıştır” (OFHEO, 2003:54). Sonuçta, Fannie Mae ve Freddie Mac, kurulduklarından beri hızla büyüyen şirketler olmuşlardır. 1990-2008 döneminde, GSE’lerin aktifleri, 2005 yılına kadar devamlı olarak büyüme trendinde olmuştur. Bu yıla müteakkip aktifleri biraz küçülmüş olsa da yüksek düzeyini sürdürmektedir (Grafik 3). 1992-2004 döneminde Fannie Mae’nin aktifleri, yılda ortalama %18, Freddie Mac’in ise %32 büyümüş ve her iki GSE’nin toplam aktif büyüklüğü, 2008 yılı sonu itibarıyla 1,7 trilyon dolara ulaşmıştır.¹⁶

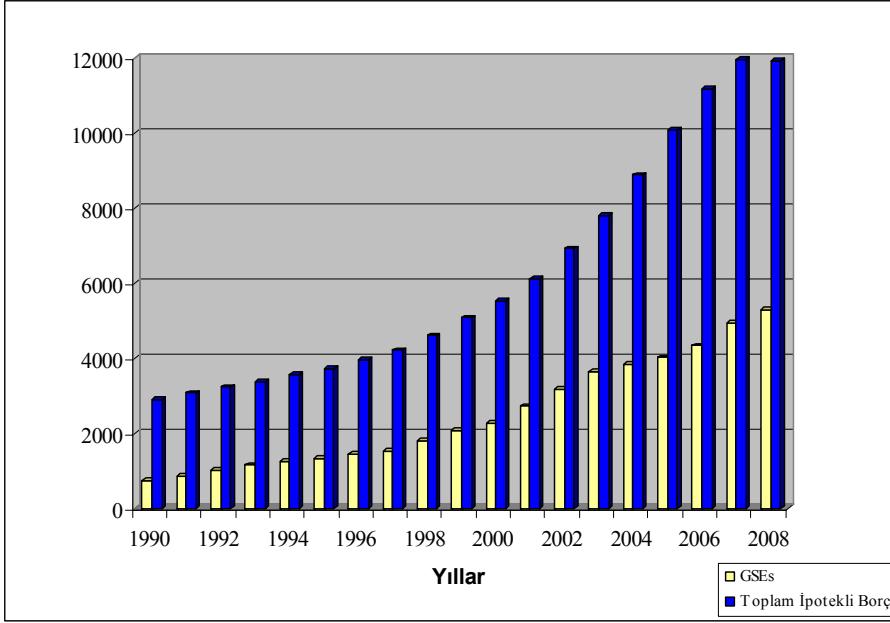


Kaynak: -FHFA, 2007 (2007 yılına kadar)-Fannie Mae, 2009b; Freddie Mac, 2009b (2007-2008 yılları).

Grafik 3: Kamu Destekli Kurumların Toplam Aktifleri (Milyon Dolar)

“Fannie Mae ve Freddie Mac, uzun yıllardan beri, ABD ipotekli piyasalarında merkezi rol oynamaktadırlar...”(Greenspan, 2005:2). 2008 yılı sonu itibarıyla, ABD’nin toplam ipotekli borcu içinde GSE’lerin payı yaklaşık %50’dir (Grafik 4) ve konut kredilerine dayalı ihraç edilen MBS’lerin 2/3’ünü GSE’ler yaratmaktadır. Ayrıca, ABD piyasalarındaki ipotek bağlantılı menkul kıymetlerin 1/5’ini portföylerinde tutmaktadırlar. Açılan toplam konut kredileri içinde Fannie Mae ve Freddie Mac’in alımlarının payı ise, 2008 yılı sonu itibarıyla %73,3’tür.

¹⁶ 2008 yılı sonu itibarıyla aynı yıl, Fannie Mae’nin aktif büyüklüğü (912,4 milyar dolar), Freddie Mac’inin (813,1 milyar dolar) biraz üzerindedir. Bkz.. Fannie Mae (2009), Freddie Mac (2009).



Kaynak: <http://www.fhfa.gov/webfiles/1151/mortgagemarket1990to2004.pdf>
(30/03/2009)

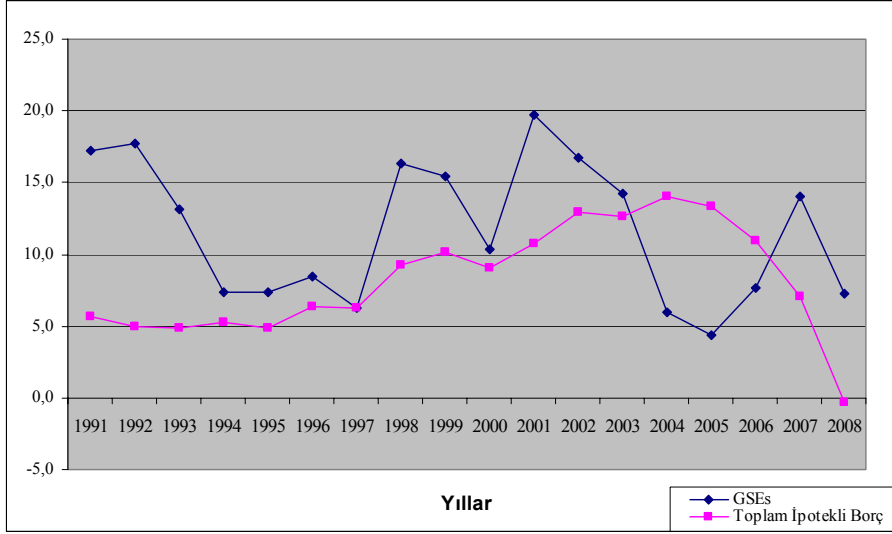
Grafik 4: ABD İpotekli Piyasalarında İpotekli Borç ve GSE (Milyar Dolar)

(*) GSE ipotekli borcu, tutulan portföy ve net MBS ihracını kapsamaktadır.

(**) Konut (1 ila 4) kredisi borcunu kapsamaktadır.

Kuruldukları günden bugüne kadar hızla büyüyen GSE'ler, bugün ABD ipotekli piyasalarının en büyük katılımcılarıdır. Aynı zamanda hem ABD'nin hem de dünyanın en büyük finans kurumları arasında yer almaktadırlar. Yıllar itibarıyla toplam GSE ipotekli borcu, toplam ABD ipotekli borcu ile karşılaştırıldığında, GSE'lerin ipotekli borcunun yıllık büyüme trendi, muhasebe sorunu yaşadıkları birkaç yıl hariç, toplam ABD ipotekli borcunun büyüme oranının üzerinde seyir izlemiştir (Grafik 5).¹⁷

¹⁷ Freddie Mac'in muhasebe kayıtları ile ilgili sorunları Haziran 2003'de, Fannie Mae'nin ise Eylül 2004 tarihinde ilk kez basına yansımıştır. Daha fazla bilgi için Bkz.. Poole, 2007:2.



Kaynak: Kaynak: <http://www.fhfa.gov/webfiles/1151/mortgagemarket1990to2004.pdf>
(30/03/2009)

Grafik 5: Toplam İpotekli Borç ve GSE Borcunda Büyüme (Yıllık %)

(*) GSE ipotekli borcu, tutulan portföy ve net MBS ihracını kapsamaktadır.

(**) Konut (1 ila 4) ipotekli borcunu kapsamaktadır.

Sonuçta, bugün GSE'lerin toplam yükümlülükleri, özel sektör, mahalli idarelerin yükümlülüklerinin üzerinde olmasının yanında ABD Hazinesinin toplam yükümlülüklerini de aşmıştır.¹⁸ 2008 sonu itibarıyla, toplam 6,9 trilyon dolara ulaşan GSE yükümlülükleri, mahalli idarelerin yükümlülüklerinden ve açılan toplam tüketici kredisi hacminden iki kat fazladır (Tablo 2). Bu veriler, GSE'lerin sadece ABD ipotekli piyasalarında değil, tüm ABD finans sisteminde önemli yere sahip olduklarını göstermektedir.

Tablo 2: Kamu Destekli Kurumların ve Diğer Kurumların Yükümlülükleri

	Milyar Dolar
Hazine Menkul Kıymetleri	6.338,2
Kamu Destekli Kurumlar (*)	6.938,2
Finansman Bonosu	1.599,5
Mahalli İdareler	2.690,0
Ticari Krediler	2.729,9
Tüketici Kredisi	2.596,2

Kaynak: -FED, 2009, Tablo 4.

-FHFA, 2007; Fannie Mae, 2009; Freddie Mac, 2009.

(*) İhraç edilen borçlanma senetleri ve MBSs'leri kapsamaktadır.

¹⁸ Daha önceki yıllarda Fannie Mae ve Freddie Mac'in toplam yükümlülükleri, Amerikan Hazinesinin çok daha üzerinde iken, Hazinesin yükümlülükleri 2007 Temmuz ayında başlayan yüksek riskli konut kredisi krizi sonucunda son 10 yılda görülmemiş şekilde artarak, önceki yıllardaki yükümlülüklerinin iki katını geçmiştir.

“...FHA, ABD birincil ipotek piyasalarını şekillendirdiği gibi, Fannie Mae ve Freddie Mac de ABD ikincil ipotek piyasalarını şekillendirerek...” (Quigley, 2006:15), ABD ipotekli sisteminin bugünkü gelişmiş, modern yapısına kavuşmasına katkı yapmışlardır.

5. Kamu Desteki Kurumların Yarattıkları Riskler

Bugün dünyanın en gelişmiş ipotekli piyasalarından biri olan ABD ipotekli piyasalarında artan uzmanlaşma, konut kredisinin açılmasından menkul kıymet ihracına kadar olan süreçte, çok sayıda ve çeşitli kurumların faaliyet göstermesi, bu piyasalara fon kaynaklarının çeşitlenmesi, bu piyasalardaki yatırımcı sayısının hem artması hem de çeşitlenmesi sonucunu yaratmıştır. Büyüklükleri ve faaliyetleri nedeniyle ABD ipotekli piyasalarında merkezi role sahip olan GSE’ler, hem ülkedeki¹⁹ hem de dünyadaki en büyük finans kurumları arasında yer almaktadır ve dolayısıyla bu kurumların faaliyetleri, tüm ABD finansal sektörünü dolayısıyla tüm ekonomiyi etkileyebilecek düzeye ulaşmıştır.

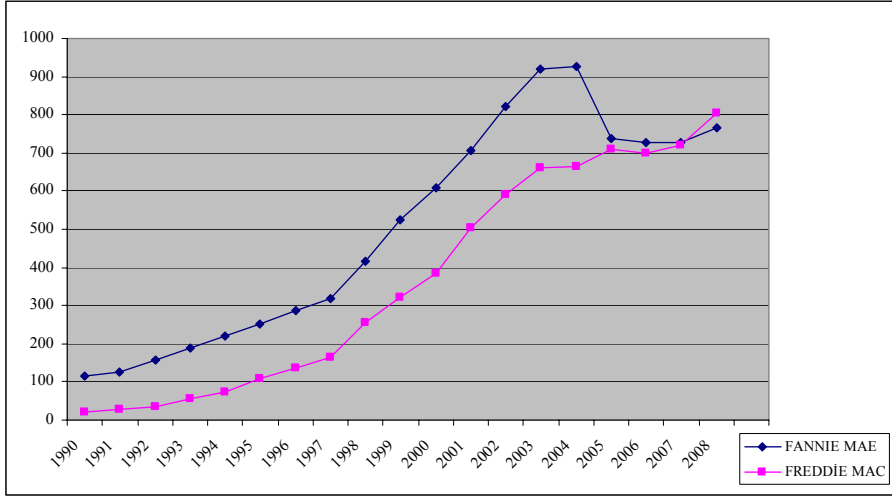
1990’lı yılların sonundan itibaren, GSE’lerin ipotekli piyasalarda artan payları, bu kurumların taşıdıkları riskten yeterli düzeyde korunamamaları durumunda, tüm ekonomi açısından sistemik risk yaratacakları endişesi, çok sık gündeme getirilmeye başlamasının yanında,²⁰ ABD ipotekli piyasalarında çok önemli role sahip iken 1980’li yılların sonunda çöken S&L endüstrisi ile GSE’lerin faaliyetleri arasındaki benzerlikler de son yıllarda tartışılmaya başlanmıştır. İleri sürülen GSE’ler ile S&L’ler arasındaki benzerliklerden biri, S&L’ler gibi, GSE’lerin de temel yatırımlarının uzun vadeli konut kredileri olması; konutun satılması veya yeniden finanse edilmesi durumunda, bu kredilerin aniden kısa vadeli aktiflere dönüşebilir olmasıdır.

Diğer bir benzerlik, her iki tür kurumun da yüksek risk almaktan kaçınmamalarıdır. Çünkü GSE’ler, 1980’li yılların S&L’leri gibi daha yüksek kârlılığa ulaşmak ve hisse senetlerinin artan piyasa değerini sürdürmek için yüksek risk taşıyan faaliyetlerini giderek artırmaktadırlar. Örneğin faaliyetleri içinde daha fazla kâr getiren portföy tutma eğilimlerinin yıllar itibarıyla artması da bunun bir göstergesidir. Nitekim, 1990 yılında 165,6 milyar dolar olan her iki GSE tarafından tutulan toplam portföy büyüklüğü, 2008 yılı sonu itibarıyla 1,5 trilyon doları aşmıştır (Grafik 6). GSE’lerin yöneticileri, kârlarını artırmak ve potansiyel kâr büyümesi ile yatırımcılarını etkilemek için çalışmaktadırlar. “Örneğin Merrill Lynch tarafından 1999 yılında organize edilen yatırımcı konferansında, Fannie Mae Başkanı, Fannie Mae’nin yıllık kazancının 1999 yılında ve takip eden 4 yılda yıllık olarak %15 büyüyeceğini tahmin ettiklerini söylemiştir. Bu orandaki kâr büyümesi alışılmış değildir. Fannie Mae, 20 yıl boyunca iki haneli kazanç büyümesine sahip

¹⁹ 2008 yılından önce ABD finans kurumları arasında idi. Bkz. Frame ve White, 2004:89.

²⁰ Peek ve Wilcox tarafından ikincil ipotek piyasası büyümesi ve GSE faaliyetlerinin artışının, ipotekli kredi akımlarındaki konjonktürü ve yeni konut inşaat ruhsatları ile konut yatırımındaki konjonktürü etkileyip etkilemediğine ilişkin 1968-2001 dönemini kapsayan amprik çalışmalar, GSE’lerin MBS faaliyetlerinin konutta istikrarsızlığı azalttığı sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada ulaşılan diğer bir sonuç, GSE tarafından tutulan portföyü yönetim faaliyetlerinin, konjonktürel şokları hafifletmede MBS ihraç faaliyetlerinden çok daha az önemli olduğudur. Nitekim Lehmert et al. (2005) yaptıkları amprik çalışmada, GSE’lerce tutulan portföy büyüklüğüne bir limit getirilmesi gerektiği sonucuna varmışlardır. Bu konudaki tartışmalar için Bkz.. Wallison ve Ely, 2000; Stanton, 2001; OFHEO, 2003; Greenspan, 2005; Jaffee, 206; Quigley, 2006; Poole, 2007.

olan S&P 500'ün ilk sekiz şirketinden biri olduğu için övünmektedir. Günümüzün düşük enflasyon ortamında bir şirketin kârlılığındaki bu büyümenin devam etmesinin sıra dışı olduğu pek çok piyasa uzmanı tarafından ifade edilmektedir” (Wallison ve Ely, 2000:29). Fannie Mae ve Freddie Mac'e, yüksek kâr peşinde koşan dev bir S&L olarak bakıldığında, bu kurumların 1980'li yılların S&L'leri gibi, vergi mükellefleri ve ekonomi için risk yarattıkları açıktır.



Kaynak: - FHFA, 2007: 14-26 (2007 yılına kadar).

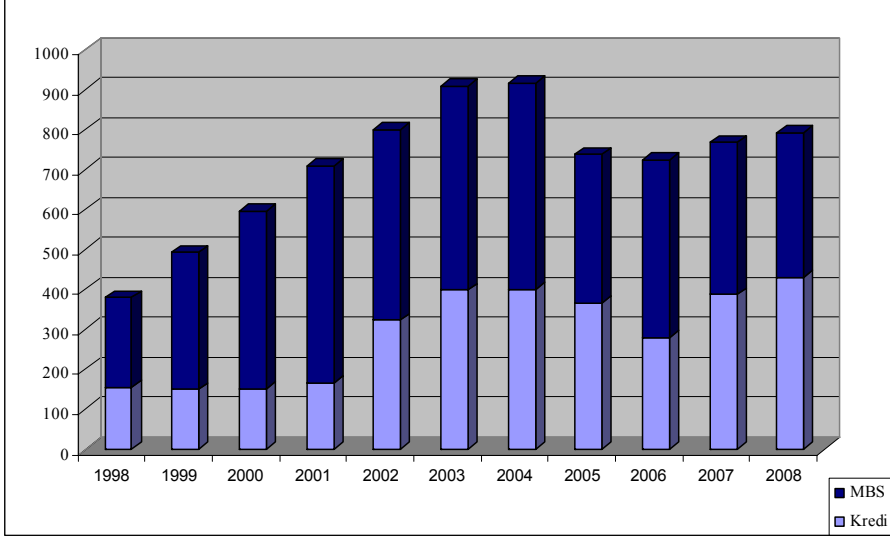
-Fannie Mae, 2009b; Freddie Mac, 2009b (2007 ve 2008 yılları için).

Grafik 6: Kamu Destekli Kurumlar Tarafından Tutulan İpotek Portföyü (Milyar Dolar)

Portföy tutmanın, MBS ihraç etme faaliyetinden daha kârlı olması, her iki GSE'nin önemli miktarda ve giderek artan düzeyde portföy tutmaları sonucu yaratmıştır. Önceden bu kurumların gelirleri içinde en büyük payı, MBS ihraç faaliyetinde aldıkları garanti komisyonları oluştururken, bugün yatırım amaçlı oluşturdukları portföy tutma faaliyetinden elde ettikleri gelir daha fazladır. Her iki GSE, yıllar itibarıyla garanti komisyonu olarak yıllık 20-25 b.p. arasında değişen bir komisyon almışlar, portföy tutarak ise, 100 b.p. ile 200 b.p. arasında bir kâr marjı elde etmişlerdir. Portföy tutarak elde ettikleri gelir, hem tutulan portföyün hem de elde edilen getiri ve maliyet farkının büyüklüğüne göre değişmiş olsa da her iki GSE'nin portföy tutarak elde ettikleri gelir, garanti komisyonundan elde ettikleri gelirin genelde beş altı kat üzerinde gerçekleşmiştir (Fannie Mae, 2009; Freddie Mac, 2009). Bunun doğal sonucu, her iki GSE'nin de toplam gelirleri içinde en büyük paya, portföylerinden elde edilen gelirlerin sahip olmasıdır. Bu kâr, Fannie Mae ve Freddie Mac'in, MBS ihraç faaliyetine göre portföy hacimlerini büyüttmelerine önemli teşvik yaratmıştır (Jaffee, 2006a:23).

Ayrıca her iki GSE tarafından tutulan ipotek portföylerinin önemli kısmını, MBS'ler oluşturmaktadır (Grafik 7). Son 10 yıllık dönemde Fannie Mae tarafından yatırım amaçlı tutulan MBS'lerin payı %50'lerin üzerinde iken, Freddie Mac'te %80 ilâ %90 aralığındadır. Her iki GSE, kendi ihraç ettikleri MBS'leri daha fazla tutmayı

tercih etmekte olup, MBS portföylerinin %50'sini kendi ihraç ettikleri MBS'ler oluşturmaktadır (Tablo 3).²¹



Grafik 7: Kamu Destekli Kurumlarca Tutulan İpotek Portföyü (Milyar Dolar)

Tablo 3: Kamu Destekli Kurumlarca Tutulan İpotek Portföyü

		FANNIE MAE				FREDDIE MAC				
	Konut Kredisi	Fannie Mae MBS	Diğer MBS	Toplam MBS	Toplam ipotek portföyü	Konut Kredisi	Freddie Mac MBS	Diğer MBS	Toplam MBS	Toplam ipotek portföyü
Milyar Dolar										
1998	155,8	197,4	26,1	223,5	415,4	57,1	168,1	29,8	197,9	255,7
1999	149,2	281,7	61,4	343,1	523,1	56,7	211,2	56,6	267,8	322,9
2000	152,6	351,1	93,1	444,2	607,7	59,2	246,2	80,2	326,4	385,5
2001	167,4	431,8	109,27	541,07	706,3	62,8	308,4	126,4	34,8	03,8
2002	323,2	380,4	96,2	476,6	820,6	63,9	341,3	162,1	503,4	589,9
2003	397,6	405,9	105,3	511,2	919,6	60,3	393,1	192,4	585,5	660,5
2004	400,2	344,4	172,5	516,9	925,2	61,4	356,7	235,2	591,9	664,6
2005	366,7	234,5	136,7	371,2	736,8	61,5	361,3	287,5	648,8	709,5
2006	279,1	298,8	146,5	445,3	728,9	65,8	354,2	283,9	638,1	700,6
2007	386,9	255,9	125,2	381,1	727,9	80	346,6	318,2	664,8	720,8
2008	429,5	228,9	133,8	362,7	765,1	107,6	271,8	377,5	649,3	804,8

²¹ Yaşanan son finansal krizin sonucunda, az da olsa bir gerileme olmasına rağmen, kendi MBS'lerinin payı hala en yüksektir.

% Dağılım										
1998	37,5	47,5	6,3	53,8	100,0	22,3	65,7	11,7	77,4	100,0
1999	28,5	53,9	11,7	65,6	100,0	17,6	65,4	17,5	82,9	100,0
2000	25,1	57,8	15,3	73,1	100,0	15,4	63,9	20,8	84,7	100,0
2001	23,7	61,1	15,5	76,6	100,0	12,5	61,2	25,1	86,3	100,0
2002	39,4	46,4	11,7	58,1	100,0	10,8	57,9	27,5	85,3	100,0
2003	43,2	44,1	11,5	55,6	100,0	9,1	59,5	29,1	88,6	100,0
2004	43,3	37,2	18,6	55,9	100,0	9,2	53,7	35,4	89,1	100,0
2005	49,8	31,8	18,6	50,4	100,0	8,7	50,9	40,5	91,4	100,0
2006	38,3	41,0	20,1	61,1	100,0	9,4	50,6	40,5	91,1	100,0
2007	38,3	41,0	20,1	61,1	100,0	11,1	48,1	44,1	92,2	100,0
2008	56,1	29,9	17,5	47,4	100,0	13,4	33,8	46,9	80,7	100,0

Kaynak:-FHFA, 2007: 14-26 (2007 yılına kadar).

-Fannie Mae, 2009b; Freddie Mac, 2009b (2007 ve 2008 yılları için).

(*) Diğer kapsamında, Ginnie Mae ve diğer özel finans kurumları tarafından ihraç edilen MBS'leri yer almaktadır.

Bugüne kadar hem GSE'lerin büyüklükleri hem de ipotekli piyasalardaki yüksek payları nedeniyle, bu kurumlarca tutulan portföy büyüklüğüne bir tavan getirilmediği takdirde, tüm ekonomi açısından sistemik risk yaratacağı, hem akademik hem de üst düzey kamu yetkilileri tarafından pek çok kez ifade edilmiş olmasına rağmen (Greenspan, 2005; Jaffee, 2006b; Quigley, 2006a; Poole, 2007), yetkililerce gereken önlemler alınmamıştır. Bu durumda her iki GSE'nin, faiz riskinden korunamamaları durumunda hem tüm finans sistemi hem de ekonomi üzerinde risk yaratacağı açıktır. GSE'ler tarafından tutulan portföyün faiz riski, ABD ipotekli piyasalarında en yaygın kredi türü olan, sabit faizli, uzun vadeli ve istenildiği zaman genelde herhangi bir erken ödeme cezasına maruz kalmadan kapatılabilen geleneksel konut kredilerinden kaynaklanmaktadır. Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından satın alınan ipoteklerin en az yaklaşık %70-80'ini²² bu tür konut kredileri oluşturmaktadır. Ancak bu krediler hem artan faiz ortamında hem de düşen faiz ortamında risk yaratmaktadırlar. Çünkü, "...artan faiz ortamında uzun vadeli ve sabit faizli kredilerin önemli değer kaybına uğramaları mümkün iken, düşen faiz ortamında da kredi borçluları, herhangi bir cezaya maruz kalmadan özgürce borçlarını vadesinden önce kapatabilirler. Bu ise, her ne zaman faiz oranlarında hangi yönde değişiklik (yükselme ya da düşme) olursa, sabit faizli ipotek portföylerinin önemli değer kaybına uğraması olasılığının mevcut olması anlamındadır" (Jaffee, 2006a:23).

GSE'lerin taşıdıkları diğer bir risk, yüksek borç yükümlülüklerine rağmen düşük sermaye yeterlilik rasyosu ile faaliyet göstermelerine izin verilmiş olmasıdır. Genelde %2-2,5 arasında değişen sermaye yeterlilik rasyosu²³ ile faaliyet gösteren

²² Her iki GSE'nin ipotek alımlarında yıllar itibarıyla en yüksek paya her zaman sabit faizli krediler sahip olmuştur. 1995 yılında satın aldıkları ipoteklerin ortalama %20'sini ARM krediler oluştururken, yıllar itibarıyla değişmiştir. 2002 yılına kadar ARM kredinin payı azalmış, bu yıldan sonra tekrar yükselerek, %30'ları aşmış; ancak 2005 yılından sonra devamlı düşerek, toplam içinde payı 2007 yılında %20 ve 2008 yılında %10'un altına gerilemiştir. Bkz..FHFA, 2008.

²³ Son krizde negatife düşmüştür. Bkz.. Fannie Mae, 2009b; Freddie Mac, 2009b.

kurumlar faizlerdeki ufak bir değişme nedeniyle bir kayıpla karşılaştıklarında, bu kurumların portföy büyüklükleri dikkate alınırsa mevcut sermayelerinin yeterli koruma sağlamayacağı açıktır. “...ABD finansal piyasalarında yaşanan en az dokuz olayda, 10 yıl vadeli Hazine kağıtlarının, 12 ay içinde 2 b.p. ve daha fazla oranda değişmiş olduğu ve hatta bu değişimin çok kısa vadeli Hazine kağıtlarında daha fazla olduğu...” (Jaffee, 2006a:23) dikkate alınırsa, artan faiz riski ve bulaşma etkisiyle bu faiz değişimleri, GSE’leri doğrudan etkileyecektir. GSE’lerin finansal sıkıntıya düşmeleri, bu kurumlarla doğrudan ve dolaylı bağlantılı çok sayıda kurumun olması nedeniyle tüm finansal sistem, dolayısıyla ekonomi üzerinde sistemik risk yaratma olasılığını kuvvetlendirmektedir. Bu tehlike, FED’in üst düzey yetkilisi tarafından dile getirilmiş ve GSEs’lerce tutulan portföyün büyüklüğünün tehlikeli olduğu ifade edilmiştir (Greenspan, 2005:2-5). Nitekim 2007 Temmuz ayının sonlarında başlayan yüksek riskli konut kredisi (subprime mortgage) krizinde, her iki GSE de düşük sermaye yeterliliği rasyoları nedeniyle mali sıkıntıya düşmüşlerdir.

GSE’lerin taşıdıkları riskin diğer bir kaynağı, ABD borçlanma piyasalarında diğer menkul kıymet ihraçlarıyla karşılaştırıldığında, GSE’ler tarafından ihraç edilen borç senetleri ve MBS’lerin hacminin büyüklüğüdür. 2005 yılı sonunda toplam Hazine borcunun 4,7 trilyon dolar olduğu ortamda, GSE’nin yükümlülükleri 4 trilyon dolar iken, 2008 yılında son kriz nedeniyle Hazine borcunun çok artmış olmasına rağmen (6,3 trilyon dolar) GSE yükümlülükleri daha fazladır (6,9 trilyon dolar) (Tablo 2). Öte yandan son on yıldır GSE borcu, toplam tüketici ve ticari kredilerinin, mahalli idarelerce ihraç edilen tahvillerin her zaman birkaç katı üzerinde olmuştur.

Ayrıca, GSE’nin borçlanma senetlerinin önemli bir kısmının, bir yıl veya daha kısa vade ile ihraç ediliyor olması da riski artıran bir unsurdur. GSEs’lerin sistemik risk yaratma olasılıkları, her zaman cesaretle risk alarak uyguladıkları kısa vadeli borçlanma stratejileri ile daha kötüye gidebilir. 2000 yılı sonu itibarıyla, GSE borcunun %46’sı bir yıldan daha kısa vadeli iken, 2008 yılında her iki GSE’nin toplam borcunun %50’sini aşan kısmı kısa vadeliydi.²⁴ “...GSE borçlanma piyasasında kısa vadeli faiz oranları düşük olduğu için, her iki GSE’de özellikle, kısa vadeli fonlama stratejisi uygulamaktadır.”²⁵ Sonuçta, Fannie Mae ve Freddie Mac’in, her yıl toplam borçlarının yaklaşık yarısını finanse etmek için yeniden borçlanmaları gereklidir. Kredi piyasalarının küçülmesi, bu kurumların borçlanmalarını zorlaştıracaktır (Nitekim son yaşanan kriz bu durumu teyit etmiştir).²⁶

²⁴ 2008 yılı itibarıyla iki GSE’nin toplam borcu 1,7 trilyon dolar olup, kısa vadeli borç tutarı yaklaşık 800 milyar dolardır (Fannie Mae’nin toplam borcu 870,4 milyar dolar, kısa vadeli borcu 330,9 milyar dolardır. Freddie Mac’in ise, toplam borcu 843 milyar dolar, kısa vadeli borcu 435 milyar dolardır). Bu rakama, başlangıç olarak uzun vadeli olan ancak vade sonunu takip eden yıl olan borç dahil değildir Bkz.. Fannie Mae, 2009b:82; Freddie Mac, 2009b:183.

²⁵ Özellikle GSE borçlanmasının faiz eğrisi, genel olarak LIBOR’a dayalı swapların getiri eğrisinden daha fazla eğimlidir. Bu durumda, kısa vadeli GSE borcunu sentetik uzun vadeli borca dönüştürmek için GSEs’ler LIBOR’a dayalı swap piyasasını kullanmaktadırlar. Jaffe (2003), bu şekilde fonlama ile GSE’nin doğrudan uzun vadeli debt ihraç etmesine göre, fonlama maliyetlerinde bir yılda yaklaşık 23 b.p. tasarruf ettiklerini göstermiştir. Ancak GSE faiz oranları Libor oranlarına göre beklenmedik şekilde artarsa, bu firmalar önemli düzeyde riskle karşılaşacaklardır. Bkz. Jaffee, 2003:15-29.

²⁶ Son finansal kriz ve GSE’ler üzerinde etkileri konusunda daha fazla bilgi için Bkz. Jickling, 2008; CBO, 2008a; Fannie Mae, 2009; Freddie Mac, 2009.

GSE'lerin faaliyetlerinin riskini artıran diğer bir faktör, devlet (Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı-HUD) tarafından 1992 yılından itibaren, çok düşük, düşük ve orta-alt gelir grubuna ve yeterince hizmet götürülmeyen bölgelerde yaşayan kesime, daha kolay ödenebilir koşullarda ipotekli kredi açılmasını desteklemek amacıyla GSE'ler için "ödenebilir konut hedefleri (affordable housing goals)" başlığı altında hedefler belirlenmeye başlaması olmuştur. Amaç bu kesimler arasında ev sahipliğini artırmaktır (Manchester, 2008:1). 1992 yılına kadar sadece kredibilitesi yüksek konut alıcılarına açılan konut kredilerini satın alan Fannie Mae ve Freddie Mac, bu tarihten itibaren ödeme güçleri düşük, yüksek kredi riskine sahip kesime açılan konut kredilerini de satın almaya ve menkul kıymetleştirmeye başlamışlardır. Bu durumun, kredi geri ödemelerinde gecikmeler başladığında, son yaşanan krizde teyit edildiği gibi GSE'leri etkilemesinin yanında, bu kredilere dayalı ihraç edilen menkul kıymetlerin getirilerini, dolayısıyla bu menkul kıymetlere yatırım yapanları da etkileyeceği açıktır.

GSE faaliyetlerinin riskini azaltmak için yapılan öneriler, son 20 yıldır değişik platformlarda gündeme getirilmesine rağmen uygulamaya geçirilememiştir. 2008 yılına gelinceye kadar, GSEs'lerin kısmen çok güçlü finans kurumları olmaları kısmen de statüleri gereği federal hükümetle güçlü bağlantılarının da etkisiyle, GSE'lerin faaliyetlerine ilişkin riski azaltmaya yönelik herhangi bir yasal düzenleme Kongreden de geçmemiştir.

Sonuç

ABD ipotek piyasalarının bugünkü modern yapısına kavuşmasında önemli katkı yapan Fannie Mae ve Freddie Mac'in bu düzeyde etkin olmaları, sahip oldukları GSE statüsünden kaynaklanmıştır. Bu kurumlara verilen GSE statüsü ile sadece ikincil ipotek piyasalarında faaliyet göstermelerine izin verilen Fannie Mae ve Freddie Mac, bugün faaliyette bulundukları iki alanda (menkul kıymet ihracı ve ipotekli konut kredisi alımları), ipotekli konut piyasalarına hakim finans kurumlarıdır. Çünkü ABD'de, ipotek teminatlı konut kredisi alacaklarına dayalı olarak ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yarısından fazlası, bu iki GSE tarafından ihraç edilmektedir. Yine 2008 yılı sonu itibarıyla, açılan ipotekli konut kredileri piyasasında yaptıkları ipotek alımlarının, toplam içinde payları %73,3'tür.

GSE statüsünün sağladığı ayrıcalıklarla ve bunların piyasalara dolaylı etkileriyle Fannie Mae ve Freddie Mac, piyasalardan daha düşük maliyetle fon sağlayarak konut kredisi maliyetinin düşmesine, orta gelirli konut alıcılarının daha uzun vade ve daha yüksek LTV oranı ile ödenebilir koşullarda konut kredisi almalarına, ipotekli piyasalarda çok opsiyonlu seçenek yelpazesinin oluşmasına, ipotekli piyasalarda yeni teknolojilerin uygulanmasına öncülük ederek, işlem maliyetlerinin düşmesine ve aracılık faaliyetlerinde etkinliğin artmasına önemli katkılar yapmışlardır. Ancak Fannie Mae ve Freddie Mac, giderek artan büyüklükleri ile zaman içinde, federal hükümetle olan ilişkilerini de kullanarak, hem mali piyasalar hem de ekonomi üzerinde giderek risk yaratan kurumlara dönüşmüşlerdir. GSE'ler, hem kendileri için risk yaratan konularda gerekli önlemleri almamışlar hem de finansal piyasalardaki arkalarında zımnî devlet garantisinin olduğu algılamasını kullanarak daha çok kâr elde etmek amacıyla, faaliyetleri içinde riskli faaliyetlerin payını giderek artırmışlardır.

Sonuçta tıpkı, 1980’li yıllarda ABD ipotekli piyasalarında çok önemli sarsıntı yaratan S&L’ler gibi, 2008 yılında çok büyük mali sıkıntıya girmişlerdir. 2007 yılı Temmuz ayı sonunda başlayan finansal krizde, düşük sermaye rasyosu ile yükümlülüklerini yerine getirememiş ve her iki GSE’nin hisse senetleri bir yıl gibi kısa sürede 70 dolar düzeyinden 1 doların altına gerileyerek önemli değer kaybına uğramış ve sonuçta faaliyetlerini kontrol etmek üzere federal düzeyde bir kuruma (Federal Housing Finance Agency) tüm yetkileri devredilmiş ve ABD Hazinesi de bu kurumların yükümlülüklerini üstlenmek durumunda kalmıştır.

Aslında ipotekli piyasaların gelişmesine önemli katkılar yapan bu kurumlarla ilgili sermaye yeterlilik rasyosunu yükselten ve tuttukları portföy hacmine sınır getiren gerekli düzenlemeler zamanında yapılsaydı ve 1992 yılından itibaren, düşük gelirli kesimde ev sahipliği oranını yükseltmek amacıyla federal hükümet tarafından Fannie Mae ve Freddie Mac’in yüksek riskli konut kredilerini satın almaları yönünde zorlamalar olmasa idi, yani bu kurumların yükümlülüklerinin riskini artıran devletin popülist politikaları olmasaydı, ABD ipotekli piyasalarının gelişmesine önemli katkı yapmış olan bu GSE’ler, hem son yaşanan finansal krizden bu derece olumsuz etkilenmeyecek hem de ABD Hazinesine bu kadar yük getirmeyecekti.

Kaynakça

- Ambrose, B.W. ve Warga, A. (2002), “Measuring Potential GSE Funding Advantages”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 25(3), 129-150.
- Ambrose, B.W. ve King, T. D. (2002), “GSE Debt and Decline in the Treasury Debt Market”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(3), August, 812-839.
- Bartlett, W. (1989), *Mortgage-Backed Securities*, NYIF Corp. New York.
- Brueggeman, W. B. ve Fisher, J. D. (2008), *Real Estate Finance and Investments*, Thirteenth Edition, MacGraw-Hill Irwin, New York.
- CBO (1991), *Controlling the Risks of Government-Sponsored Enterprises*, April, http://www.cbo.gov/ftpdocs/90xx/doc9085/04-1991-GSEs_rev2..pdf (25/02/2009).
- CBO (2001a), *Federal Subsidies*, May, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/28xx/doc2841/GSEs.pdf> (25/02/2009).
- CBO (2001b), *Estimating the Value of Subsidies for Federal Loans and Loan Guarantees*, August, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/57xx/doc5751/08-19-CreditSubsidies.pdf> (25/02/2009).
- CBO (2004), *Updated Estimates of the Subsidies in the Housing GSEs*, April, 8 <http://www.cbo.gov/ftpdocs/63xx/doc6303/04-21-GSEs.pdf> (29/05/2009).
- CBO (2006), *Measuring the Capital Positions of Fannie Mae and Freddie Mac*, June, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/73xx/doc7323/06-23-FannieFreddie.pdf> (29/05/2009).
- CBO (2008a), *Policy Options for the Housing and Financial Markets*, April, <http://www.cbo.gov/ft> (30/06/2009).
- CBO (2008b), *CBO’s Estimate of Cost of the Administration’s Proposal to Authorize Federal Financial Assistance for the Government-Sponsored Enterprises for Housing*, July 28, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/95xx/doc9574/07-22-GSEs.pdf> (30/06/2009).

- Ely, B. (2000), "Fannie Mae and Freddie Mac: What's at Risk?", Wallison, P. J.(Edit.), *Public Purposes and Private Interests*, Volume.II, American Enterprise Institute, Washington, DC, 51-70.
- Fabozzi, Frank J. (Der.) (2007), *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Sixth Edition, MacGraw-Hill Companies.
- Fannie Mae, (2009), *The Annual 2008 Report*, 26/02/2009, http://www.fanniemae.com/pdf/earnings/2009/form10_022609.pdf;issesionid=sjhhuxrozfhkljzfeczfecisfgi (23/05/2009).
- FED (2009), *Federal Reserve Bulletin*, March.
- FHFA (2007), *Mortgage Markets and the Enterprises in 2006*, June, <http://www.fhfa.gov/webfiles/1161/MortgageMarkets.2006.pdf> (29/04/2009).
- Freddie Mac (2009), *The 2008 Annual Report*, 03/11/2009, www.freddiemac.com/investors/er/pdf_03/11/09 (23/05/2009).
- Frame, W. S. ve White, L. J. (2004), "Regulating Housing GSEs: Thoughts on Institutional Structure and Authorities", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter, 87-102.
- Frame, W. S. ve White, L. J. (2004), "Competition for Fannie Mae and Freddie Mac?", *Regulation*, Fall, 56-60.
- Gabrial, Stuart A. ve Rosenthal Stuarth S. (2009), "Government-Sponsored Enterprises, The Community Reinvestment Act, and Homeownership in Targeted Underserved Neighborhoods", Edward L. Glaeser ve John M. Quigley, (Edits.), *Housing Markets and the Economy*, Lincoln Institute of Land Policy, Cambridge, USA, 202-232.
- Glaeser, E.ve Jaffe, D. M. (2006), "What to Do About Fannie and Freddie?", *Economists' Voice*, September, 1-5, <http://www.hks.harvard.edu/taubmancenter/pdfs/WhattodoAbout.pdf> (30/04/2009).
- Holtz-Eakin, D. (2005), *Aligning the Costs and Benefits of the Housing Government-Sponsored Enterprises*, CBO Testimony, Congressional Budget Office, April 21, 2005.
- HUD (1996), *Studies on Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac*, May, Washington DC.
- Jaffee, D. M. (2006a), "Reinining in Fannie Mae and Freddie Mac", *Regulation*, Fall, 22-27.
- Jaffee, D. M. (2006b), "Controlling the Interest Rate Risk of Fannie Mae and Freddie Mac", *Networks Financial Institute*, Indiana State University, Policy Brief, April.
- Jickling, M. (2008), *Fannie Mae ve Freddie Mac in Conservatorship*, CRS Report for Congress, September 15, <http://fpc.state.gov/document/organization/110097.pdf> (09/06/2009).
- Kosar, K. R. (2007), *Government-Sponsored Enterprise (GSEs): An Institutional Overview*, CRS Report for Congress, 23 April.
- Kooppell, J.G.S. (2003), *The Politics of Quasi-Government*, Cambridge University Press, New York.
- Lehnert, A. v.d. (2008), "GSEs, Mortgage Rates and Secondary Market Activities", *Journal of Real Estate Finance Economics*, 36, 343-363.

- Lowell, L. ve Corsi, M. (2007), "Mortgage Pass-Through Securities", Fabozzi, F. J. (Edit.), *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Sixth Edition, MacGraw-Hill Companies, 45-79.
- Ling, D.C. ve Archer, W.R. (2008), *Real Estate Principles*, Second Edition, McGraw-Hill Irwin, New York.
- Manchester, P. B. (2008), *Goal Performance and Characteristics of Mortgages Purchased by Fannie Mae and Freddie Mac*, Housing Finance Working Paper Series No.HF-017, The US Department of Housing and Urban Development, Revised April 2007, <http://www.huduser.org/publications/hsgfin/workpaper17.htm> (26/05/2009).
- OFHEO (2003), *Systemic Risk: Fannie Mae, Freddie Mac and the Role of OFHEO*, February, <http://www.fha.gov/webfiles/1145/sysrisk.pdf> (29/04/2009).
- Pollock, A. J. (2005), "American Housing GSEs; Past Triumphs, Present Tensions, Possible Futures", *Housing Finance International*, 19 (3), March, 41-46.
- Poole, W. (2004), "Government Sponsored Enterprises", *The 40th Annual Conference on Bank Structure & Competition, May 6, 2004*, Organized by Federal Reserve Bank of Chicago, Illinois, 1-6, http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2004/05_06_04.html (30/05/2009).
- Poole, W. (2005), "GSE Risks", *Federal Reserve Bank of Louis Economic Review*, 87(1), March/April, 85-91.
- Poole, W. (2007), *The GSEs: Where Do We Stand?*, Federal Reserve Bank of St. Louis, January 17, http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2007/01_17_07.html (23/03/2009).
- Seiler, R. S. (2001), "Estimating the Value and Allocation of Federal Subsidies", Peter J. Wallison (Edit.), *Serving Two Masters*, The AEI Press, Washington, DC, 8-40.
- Stanton, T. H. (1996), "Restructuring Fannie Mae and Freddie Mac; Framework and Policy Options", *Studies on Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac*, US Department of Housing and Urban Development, May, 48-168.
- Stanton, T. H., (1988), *Government Sponsored Enterprises: Their Benefits and Costs as Instruments of Federal Policy*, The Trustees of the Banking Research Fund of the Association of Reserve City Bankers, April, Washington, DC.
- Stanton, T. H. (2001), *A State of Risk: Will Government Sponsored Enterprises Be the Next Financial Crises?*, Harper Business.
- Stanton, T. H. (2002), *Government Sponsored Enterprises: Merchantalist Companies in the Modern World*, The AEI Press, Washington, 2002.
- Stanton, T. H. ve Ginsberg, B. (Edits.) (2004), *Making Government Manageable*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, Maryland.
- Wallison, Peter J.(Der.) (2001), *Serving Two Masters*, The AEI Press, Washington DC.