

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**ABD’DEKİ MORTGAGE UYGULAMALARININ AMERİKAN
EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ VE TÜRKİYE’YE YANSIMASI**

Yüksek Lisans Tezi

SELMİN ÇELİK

İstanbul, 2010

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**ABD’DEKİ MORTGAGE UYGULAMALARININ AMERİKAN
EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ VE TÜRKİYE’YE YANSIMASI**

Yüksek Lisans Tezi

SELMİN ÇELİK

Danışman: YRD. DOÇ. DR. AYTEN ÇETİN

İstanbul, 2010

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İŞLETME Anabilim Dalı MUHASEBE FİNANSMAN Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi SELMIN ÇELİK' nin ABD'DEKİ MORTGAGE UYGULAMALARININ AMERİKAN EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ VE TÜRKİYE'YE YANSIMASI adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 07.06.2010 tarih ve 2010-10/23 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliğiyle Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 22.10.2010

- 1) Tez Danışmanı : YRD. DOÇ.DR. AYTEN ÇETİN
2) Jüri Üyesi : YRD. DOÇ.DR. FATMA PAMUKÇU
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. EROL EREN



GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı : Selmin Çelik
Anabilim Dalı : İşletme
Programı : Muhasebe Finansman
Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Ayten Çetin
Tez Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans – Haziran 2010
Anahtar Kelimeler : Gayrimenkul Finansmanı, İpotek, Menkulleştirme, ABD Mortgage Sistemi, ABD Mortgage Krizi, Amerikan Ekonomisi, Ekonomik Kriz, Türkiye Ekonomisi

ÖZET

ABD'DEKİ MORTGAGE UYGULAMALARININ AMERİKAN EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ VE TÜRKİYE'YE YANSIMASI

Toplumların en önemli ihtiyaçlarından birisi olan konutun edinimine yönelik birçok finansman sistemi geliştirilmiştir. Bu finansman sistemlerinden birisi de Mortgage'dir. Mortgage sisteminin en iyi uygulandığı ülke olan Amerika'daki uygulamasında hem Amerikan ekonomi politikaları hem de sistemin etkin işleyişini bozan uygulamaların sisteme dâhil olması sebebiyle ABD Mortgage Sisteminde kriz yaşanmıştır. Küresel finansal piyasaların sıkı ve yoğun ilişkilere sahip olması da ABD Mortgage piyasasında ortaya çıkan bu krizin küresel piyasalara sıçramasına sebep olmuş ve mortgage krizi küresel krize dönüşmüştür. Özellikle Avrupa Birliği ülkelerinin krizden etkilenmesi, dış ticaretinin büyük bir kısmını bu ülkelerle gerçekleştiren Türkiye'nin de etkilenmesine yol açmıştır. Bu çalışma ile Amerika'da krize sebep olan mortgage piyasasının gelişimi ve değişimiyle birlikte krizin gelişim süreci ve sonuçları ve küreselleşen bu krizin Türkiye ekonomisine etkileri anlatılmaya çalışılmıştır. Krizin Türkiye'ye etkilerine bakıldığında; Türkiye krizden bankacılık sektörü ve finans piyasalarından ziyade reel sektör üzerinden etkilenmiştir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Selmin Çelik
Field : Business Administration
Programme : Accounting and Finance
Supervisor : Assist. Prof. Dr. Ayten Çetin
Degree Awarded and Date : Master – June 2010
Keywords : Housing Finance, Mortgage, Securitization, USA
Mortgage System, USA Mortgage Crisis, American
Economy, Economic Crisis, Turkish Economy

ABSTRACT

USA MORTGAGE APPLICATIONS' EFFECTS ON THE U.S. ECONOMY AND ITS REFLECTIONS TO TURKEY

Numerous financial systems have been developed in order to housing which is the fundamental necessity of the societies. One of these finance systems is mortgage. In the USA which is the best developed country concerning mortgage system, a crisis in mortgage system was experienced due to the involvements of either US economy politics or applications disturbing the effective operation of the system. Since the global financial markets have tight and intense relationships, this crisis appeared in USA mortgage market bounced on global markets and therefore mortgage crisis turned into a global crisis. Particularly the European Union Countries affected from the crisis influenced Turkey which realizes the important part of its foreign trade with them. In this study, the development and changes in the mortgage market causing crisis in USA have been attempted to be explained with its developmental process and results; and its effects on Turkey economy. Regarding the effects of the crisis on Turkey, Turkey has been affected at real sector rather than banking sector and finance markets

ÖNSÖZ

“Abd’deki Mortgage Uygulamalarının Amerikan Ekonomisi Üzerine Etkileri ve Türkiye’ye Yansıması” konusunu ele aldığım yüksek lisans tez çalışmamın hazırlanmasında değerli görüşleriyle bana yol gösteren hocalarım Yrd. Doç. Dr. Ayten Çetin ve Prof. Dr. Erol Eren’e ve tüm hayatım boyunca olduğu gibi tezimin hazırlanma aşamasında da desteklerini ve yardımlarını esirgemeyen çok sevgili aileme teşekkürlerimi ve minnetlerimi sunar, çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını dilerim.

İSTANBUL, 2010

SELMİN ÇELİK

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ	iv
ŞEKİL LİSTESİ	v
KISALTMALAR	vi
0. GİRİŞ	1
1. GAYRİMENKUL FİNANSMANI	
1.1. Gayrimenkul Finansman Kaynakları	4
1.2. Gayrimenkul Finansman Sistemleri	8
1.2.1. Direkt Finansman Yöntemi (The Direct Financing Method)	10
1.2.2. Sözleşme Yöntemi (The Contractual Method)	11
1.2.3. Mevduat Finansmanı Yöntemi (The Deposit Financing Method)	11
1.2.4. İpotek Bankası Yöntemi (The Mortgage Bank Method)	12
1.3. İpotek Kredileri	14
1.4. İpotek Sigortası	16
1.5. Menkul Kıymetleştirme	17
2. MORTGAGE SİSTEMİ (İKMEK - İPOTEK KARŞILIĞI MENKULLEŞTİRİLMİŞ KREDİLER)	
2.1. Mortgage'ın Tanımı	19
2.2. Mortgage'ın Tarihsel Gelişimi	21
2.3. Mortgage Sisteminin İşleyişi	22
2.4. Mortgage Sisteminde İpoteğe Yatırımın Taşıdığı Riskler	25
2.4.1. İpotek Düzenlemenin Taşıdığı Riskler	26
2.4.1.1. Pipeline Riski	26
2.4.1.2. Stoklama Riski (Warehousing Risk)	27
2.4.2. İpotek Kredilerinin Taşıdığı Riskler	28
2.4.2.1. Kredi Riski (Geri Ödememe Riski – Default Risk) ..	28
2.4.2.2. Erken Ödeme Riski (Prepayment Risk)	29
2.4.2.3. Faiz Oranı Riski (Interest Rate Risk)	29
2.4.2.4. Satın Alma Gücü Riski (Enflasyon Riski)	30
2.4.2.5. Likidite Riski (Liquidity Risk)	30
2.5. Mortgage'ın Türleri	31
2.5.1. Geri Ödeme Özelliklerine Göre Sınıflandırma	31
2.5.1.1. Ana Para Ödemeli Mortgage	32
2.5.1.2. Faiz Ödemeli Mortgage	32

2.5.1.3. Anapara ve Faiz Geri Ödemesiz Mortgage (Reverse Mortgage)	33
2.5.2. Faiz Yapılarına Göre Sınıflandırma	33
2.5.2.1. Klasik İpotek Kredisi	34
2.5.2.2. Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisi (Graduated Payment Mortgage – GPM)	35
2.5.2.3. Değişken Faizli İpotek Kredisi (Variable Rate Mortgage – VRM)	36
2.5.2.4. Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi (Price Level Adjusted Mortgage – PLAM)	38
2.5.2.5. İki Oranlı İpotek Kredisi (Dual Rate Mortgage - DRM)	39
2.5.2.6. Karma (Hybrid) Mortgage	40
2.5.2.7. Basamaklı / Sabit Ödemeli İpotek Kredisi (Tiered Payment Mortgage –TPM)	41
2.5.2.8. İskontolu İpotek Kredisi (Buydown Mortgage)	42
2.5.2.9. Yüksek Ödemeli İpotek Kredisi (Balloon Mortgage)	43
2.5.2.10. İki Aşamalı İpotek Kredisi (Two Step Mortgage) ..	43
2.6. İpotek Piyasası Ve İpotekli Sermaye Piyasası Araçları	44
2.6.1. İpotek Piyasası	44
2.6.1.1. Birincil İpotek Piyasası	47
2.6.1.2. İkincil İpotek Piyasası	49
2.6.2. İpotekli Sermaye Piyasası Araçları	52
2.6.2.1. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (Covered Bonds)	52
2.6.2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Mortgage-Backed Securities – MBS)	55

3. ABD’DEKİ MORTGAGE SİSTEMİ VE SİSTEMİN AMERİKAN EKONOMİSİNE ETKİLERİ

3.1. ABD Mortgage Sisteminin Tarihçesi	56
3.2. ABD’de İpotek Kredisi İle İlgili Kuruluşlar	63
3.3. ABD’de İpotekli Konut Finansman Sistemi	75
3.3.1. Sistemin İşleyişiyle İlgili Genel Bilgiler	76
3.3.2. ABD’de Birincil İpotek Piyasası	80
3.3.3. ABD’de İkincil İpotek Piyasası ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	81
3.3.3.1. İpotekten Geçen Menkul Kıymetler (Mortgage Pass-Through Securities, MPSs)	86
3.3.3.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations, CMOs)	91

	Sayfa No.
3.3.3.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities, SMBs)	96
3.3.3.4. İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage – Backed Bonds, Mbbs)	99
3.4. ABD’de Mortgage Sigortaları	101
3.5. Amerikan Mortgage Krizi	106
3.5.1. Kriz Öncesi Durum (2000-2005)	106
3.5.2. Gayrimenkul Sektöründe Durgunluk ve Kriz Başlangıcı (2005-2007)	111
3.5.3. Krizin Gelişim Süreci – Nedenleri	115
3.5.4. Kriz Karşısında ABD’de Alınan Önlemler	134
3.5.5. Krizin Sonuçları ve Etkileri	139
 4. AMERİKAN MORTGAGE KRİZİNİN TÜRKİYE’YE YANSIMASI	
4.1. Türk – Amerikan Ekonomik Ve Ticari İlişkilerine Genel Bakış	146
4.2 Amerikan Mortgage Krizinin Türkiye’ye Etkileri	150
4.2.1 Gayrimenkul Sektörüne Etkileri	152
4.2.2 Türk Finansal Piyasalarına Etkileri	154
4.2.3 Bankacılık Sektörüne Etkileri	155
4.2.4 Reel Sektöre Etkileri	158
4.2.5 İhracat - İthalat Sektörlerine Etkileri	162
4.2.6 Turizm Sektörüne Etkileri	164
4.3 Türkiye Ekonomisinin Son Durumu	166
 5. SONUÇ	177
 KAYNAKÇA	181

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : Mortgage ile Konut Satın Alma Süreci.....	25
Tablo 2 : İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Karşılaştırılması	54
Tablo 3 : Fannie Mae, Ginnie Mae ve Freddie Mac'in Karşılaştırılması	74
Tablo 4 : Gelişmiş Ülkeler: Reel GSYİH, Tüketici Fiyatları ve İşsizlik	114
Tablo 5 : 2000 Yılı İtibariyle İkili Ticaretin Durumu	148
Tablo 6 : Türkiye'nin ABD'ye İhraç Ettiği Başlıca Mallar (Milyon Dolar) ...	148
Tablo 7 : Türkiye'nin ABD'den İthal Ettiği Başlıca Mallar (Milyon Dolar) ..	149
Tablo 8 : Ödemeler Dengesi İstatistikleri	171
Tablo 9 : 2008 Temmuz İtibariyle Para Politikası Kurulu Faiz Kararları	172
Tablo 10 : Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri	175

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1 : Konut Finansman Kaynakları	5
Şekil 2 : Finansman Sistemi Türleri	14
Şekil 3 : İKMEK Sistemi	24
Şekil 4 : Risk Türleri	28
Şekil 5 : İpotek Piyasaları	47
Şekil 6 : İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler	55
Şekil 7 : ABD Fannie Mae Finansman Sistemi	71
Şekil 8 : ABD’de Federal ve Özel Konut Finansman Kuruluşları	75
Şekil 9 : ABD Konut Piyasalarının İşlevi ve İçerdikleri Kurumlar	81
Şekil 10 : ABD’de İkincil İpotek Piyasasındaki İşlemler	83
Şekil 11 : Dünya Büyüme Oranları	142
Şekil 12 : ABD İşsizlik Oranları	143
Şekil 13 : Dünya Bütçe Dengesi	144
Şekil 14 : Dünya Borç Stokları	145
Şekil 15 : GSYİH Gelişimi (Çeyrek Dönemler İtibariyle - %)	166
Şekil 16 : İstihdam ve İşsizlik Oranları	168
Şekil 17 : Tüketici Fiyatları Endeksi Yıllık Değişim Oranları (%)	169

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIG	American International Group
ARM	Adjustable Rate Mortgage (Ayarlanabilir İpotek Kredisi)
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Bknz.	Bakınız
BI	Benchmark Index
CDO	Collateralized Debt Obligations (Teminatlandırılmış Borç Yükümlölükleri)
CMOs	Collateralized Mortgage Obligations (Teminatlı İpotek Yükümlölükleri)
COFI	Cost of Fund Index
CPI	Consumer Price Index (Tüketici Fiyat Endeksi)
DRM	Dual Rate Mortgage (İki Oranlı İpotek Kredisi)
EP	Endowment Policy (Hayat Poliçeleri)
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation (Federal Mevduat Sigorta Kooperatifi)
FED	Federal Reserve System (Amerikan Merkez Bankası)
FMHA	Federal Farmers Home Administration (Federal Çiftçiler Konut İdaresi)
FHA	Federal Housing Administration (Federal Konut İdaresi)
FHLB	Federal Housing Loan Bank (Federal Konut Kredi Bankaları)
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation (Federal Konut İpotek Kredileri Şirketi – Freddie Mac)
FNMA	Federal National Mortgage Association (Federal Ulusal İpotek Birliği – Fannie Mae)
FSLIC	Federal Savings and Loan Insurance Corporation (Federal Tasarruf ve Kredi Sigorta Kooperatifi)
FRM	Fixed Rate Mortgage (Sabit Faizli Mortgage)
GEM	Growing Equity Mortgage (Artan Özvarlık Ödemeli İpotek Kredisi)
GMC	Guaranteed Mortgage Certificate (Garantili İpotek Sertifikası)
GNMA	Government National Mortgage Association (Hükümet Ulusal İpotek Birliği – Ginnie Mae)
GPM	Graduated Payment Mortgage (Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisi)
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HFS	Housing Finance System (Konut Finansman Sistemi)
HOLC	Home Owners' Loan Corporation (Ev Sahiplerinin Borçları Kurumu)
HUD	Department of Housing and Urban Development (Konut ve Kent Geliştirme Departmanı)
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
ISA	Individual Saving Account (Bireysel Tasarruf Hesapları)
IO	Interest Only (Yalnız Faiz)
İDMK	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
İFK	İpotek Finansmanı Kuruluşları
İKMEK	İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler

İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTMK	İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
LİBOR	London Interbank Offered Rate
LTV	Loan to Value Ratio (Kredi Tutarının Gayrimenkulün Değerine Oranı)
MBBs	Mortgage Backed Bonds (İpoteğe Dayalı Tahviller)
MBS	Mortgage-Backed Securities (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)
MHE	Mortgage Housing Expense
MPI	Mortgage Protection Insurance (Mortgage Koruma Sigortası)
MPPI	Mortgage Payment Protection Insurance (Mortgage Ödemelerini Koruma Sigortası)
MPSs	Mortgage Pass-Through Securities (İpotekten Geçen Menkul Kıymetler)
MTI	Mortgage Title Insurance (Mortgage Tapu Sicil Sigortası)
NINJA	No Income, No Job or Asset
SEC	Securities and Exchange Commission (Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu)
S&L's	Savings and Loan Association (Tasarruf ve Kredi Birlikleri)
SMBs	Stripped Mortgage Backed Securities (Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)
PAC	Planned Amortization Class Tranches (Planlanmış Amortisman Sınıfları)
PCs	Mortgage Participation Certificate (İpotek Katılım Sertifikaları)
PLAM	Price Level Adjusted Mortgage (Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi)
PMI	Private Mortgage Insurance (Özel Mortgage Sigortası)
PO	Principal Only (Yalnız Anapara)
PP	Pension Plans (Emeklilik Planları)
PRB	Pro Rata Basis (Eşit Dağıtım)
PSMBS	Partiallystripped Mortgage Backed Securities (Getirileri Kısmen Ayrılan Menkul Kıymetler)
PTI	Payment to Income Ratio (İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı)
REMIC	Real Estate Mortgage Investment Conduits (Gayrimenkul İpotek Yatırım Aracı)
TAC	Target Amortization Class Tranches (Hedeflenmiş Amortisman Sınıfları)
TARP	Troubled Asset Relief Program (Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı)
TBS	Vadeli Konut Kooperatifleri
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
THE	Total Housing Expense
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TOKİ	Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TPM	Tiered Payment Mortgage (Basamaklı/Sabit Ödemeli İpotek Kredisi)
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
URA	Urban Redevelopment Agency (Kent Yeniden Geliştirme Birliği)
U.S.	United States
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
VA	Veterans' Administration (Emekliler İdaresi)
VRM	Variable Rate Mortgage (Değişken Faizli İpotek Kredisi)
vb.	Ve bunun gibi
ss.	Sayfalar Arası

0. GİRİŞ

Konut, tüm toplumların en önemli ihtiyaçlarından birisi olan barınma ihtiyacını karşılayan uzun ömürlü ve fiziksel bir mekân olarak tanımlanmaktadır. Konut kavramına detaylı olarak bakıldığında ise konut; barınak olma, yatırım aracı olma, ekonomik kalkınmaya katkı sağlama, bireylerin geleceği açısından bir güvence olma gibi birçok işleve sahiptir ve toplumların ekonomik ve sosyal açıdan gelişmişlik göstergesidir. Dolayısıyla konut sektörü, sosyal yönü kadar ekonomik yönü de ağır bastığı için ekonominin önemli bileşenlerinden biridir. Konut sektörünün diğer sektörlerle olan yoğun ve sıkı ilişkisi sebebiyle de konut sektöründeki herhangi bir gelişmeden bu sektörlerin ve tüm ekonominin etkilenmesi kaçınılmaz olmaktadır.

Bu sebeptendir ki konut sektörünün ihtiyacı olan finansman kaynaklarının temini konut sektörünün en önemli sorunudur. Genellikle konut sektörünün finansmanında iki husus önem arz etmektedir. Birincisi, kişilerin kurumsal yöntemlerle uzun vadeli konut finansmanı sağlayabilmeleridir. İkincisi ise, işletmenin bilançolarında ölü yatırım olarak duran gayrimenkullere hareket yeteneği kazandırılmasıdır. Her iki konuda başarı kazanılması gerek makroekonomik dengelerin sağlıklı bir şekilde kurulmasına, gerek finansal piyasaların gelişmişliğine ve gayrimenkul finansmanı ile sermaye piyasaları arasındaki bağlantının güçlü olmasına bağlıdır.

Çalışmada incelenmiş olan *ABD mortgage sistemi* yukarıda ifade edilen koşullara uyan son derece gelişmiş ve derin piyasalara sahiptir. Bu piyasalar aracılığıyla da hem konut talep edenlere kredi sağlanmakta, hem de oluşan büyük ikincil piyasalarla menkul kıymetleştirilmiş krediler birer yatırım enstrümanı olarak kullanılabilir. ABD ikincil piyasaları ile sermaye piyasalarının bu denli bütünleşmesinin ve gelişmesinin temelinde ise ipoteye dayalı menkul kıymetler yatmaktadır. İpoteğe dayalı araçların daha rahat işlem görmesi ve piyasaya katılımların artırılması için geliştirilmişlerdir. Nitekim bu amaçlar doğrultusunda ipoteye dayalı menkul kıymetler çeşitlenmiş ve tüm dünya piyasalarından alıcı bulmuşlardır. Günümüz ABD mortgage krizinin ve akabinde küresel krizin altında yatan da bu olmuştur.

Yapılan çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde *gayrimenkul finansmanı* incelenmiş olup gayrimenkul finansmanı için gerekli olan kaynakların nerelerden ve nasıl elde edildiği, gayrimenkul finansmanı için ne çeşit sistemlerin var olduğu ve bu sistemlerin nasıl işledikleri anlatılmıştır. Ayrıca gayrimenkul finansman sistemlerinin temelinde yer alan ipotek kredisi, ipotek sigortası ve menkul kıymetleştirme kavramlarının kısaca tanımlamaları da yapılmıştır.

Birinci bölümde gayrimenkul finansmanına ilişkin genel hatlar belirlendikten sonra ikinci bölümde gayrimenkul finansmanının önemli bir parçası olan *mortgage sistemi* de genel hatlarıyla incelenmiştir. Mortgage kavramının tanımı, tarihsel gelişimi, sistemin işleyişi, sistemde var olan riskler ve zaman içerisinde çeşitlenerek gelişen mortgage kredisi türleri anlatılmıştır. Mortgage sisteminin işleyişinin temelinde yatan ipotek piyasalarına da ayrıca detaylı olarak değinilmiş ve mortgage sisteminin uygulandığı iki modele dayanılarak ipotekli sermaye piyasası araçları açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise; *ABD’de uygulanan mortgage sistemi ve sistemin ABD ekonomisine etkileri* detaylı olarak incelenmiştir. ABD Mortgage sisteminin tarihsel gelişimi, sistemde yer alan ipotek kredisi ile ilgili kuruluşlar, sistemin yapısı ve işleyişi, sistemin temeli olan ipoteye dayalı menkul kıymet türleri ve kısaca ABD mortgage sigortaları anlatılmıştır. ABD mortgage sisteminin açıklanmasının ardından bu sistemin ABD ekonomisinde meydana getirdiği krizin gelişim süreci, nedenleri, kriz karşısında ABD’de alınan önlemler ve krizin sonuçları ve etkileri de açıklanmıştır.

Çalışmanın son bölümünde de, yayılarak tüm dünyayı etkisi altına alan *ABD mortgage krizinin Türkiye’ye yansımaları* incelenmiştir. İlk olarak ABD ve Türkiye arasındaki ekonomik ve ticari ilişkilere kısaca değinilerek ABD’deki krizin direkt olarak Türkiye’yi nasıl etkileyebileceğine ilişkin fikir verilmiştir. Daha sonrasında ise ekonomik krizin ülkemize etkileri sektörel bazda ele alınarak açıklanmıştır. Ve son olarak da makro ekonomik parametreler bazında ülkemiz ekonomisinin son durumu değerlendirilmiştir.

1. GAYRİMENKUL FİNANSMANI

Gayrimenkul, en geniş ifadesi ile bir arazinin üzerine inşa edilmiş her şey olarak tanımlanabilir. Bu tanım içerisinde gayrimenkulleri; oturmaya elverişli olup olmadıklarına göre iki gruba ayırmak mümkündür¹. Oturmaya elverişli gayrimenkuller; evler, apartmanlar, yazlık evler, kooperatifler, mobil evler ve müşterek mülkiyetli gayrimenkuller gibi konut tipi yapılardır. Oturmaya elverişli olmayan gayrimenkuller ise; ticari mülkler (ofis binaları, iş merkezleri, hastaneler, sanayi yapıları vs.) ve tarım arazileridir. Bu iki gayrimenkul türü arasında en çok önem verilen konut olarak kullanılan gayrimenkullerdir. Bu sebeple gayrimenkul finansmanı **“konut finansmanı”** olarak da adlandırılmaktadır.

Gayrimenkul finansmanının amacı; gayrimenkul satın almak isteyen kişilere veya büyük gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek isteyen kurumlara, ihtiyaç duydukları fonların sağlamasıdır. Bu en yalın amaç olup, bu finansmanın gerçekleştirilebileceği şekiller sınırlıdır. Amacın bu kadar basit ve yalın olmasının yanında, birçok ülkede özellikle konut alanında olmak üzere büyük ölçüde hükümetlerin çabalarının sonucunda, çok karmaşık finansman sistemleri geliştirilmiştir. Bununla birlikte her sistemin en önemli özelliği, fon açığı olan kişi ve kurumlara tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların fonlarını kanalize etmesidir². Etkin bir gayrimenkul finansman sistemi; fon fazlası olan birimlerden gerekli fonları toplayarak, bunları gayrimenkul almak için borçlanma ihtiyacında olan kişi ya da kurumlara aktarmak zorundadır. Yine, gayrimenkul finansman piyasasının etkinliği, o piyasada arz edilebilir yeterli miktarda uzun vadeli konut kredilerinin varlığı ile değerlendirilmektedir³.

Birçok gayrimenkul yatırımcısı gayrimenkul bedelinin tamamını nakit ödeyecek kaynağa sahip değildir. Gelişmiş ülkelerde gayrimenkul finansmanı için

¹ Frank J. Fabozzi, **The Handbook of Mortgage Backed Securities**, 4.ed., Chicago: Probus Publishing Company, 1995, s.9.

² Ali Alp ve M. Ufuk Yılmaz, **Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi**, 1.Baskı, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Haziran 2000, s.4.

³ İstanbul Ticaret Odası (İTO), **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, Yayın No:2005-13, İstanbul, 2005, s.69.

kaynak, kredi piyasalarından sağlanırken, büyük çaplı inşaat projelerinin finansmanının sermaye piyasası yolu ile yapılması daha az maliyetli olabilmektedir⁴.

1.1 GAYRİMENKUL FİNANSMAN KAYNAKLARI

Gayrimenkuller için en önemli fon kaynağı hanehalkı gelirleridir. Fakat genel olarak ele alındığında ekonomi 4 sektöre ayrılabilir⁵:

- Şirketler kesimi (corporate sector)
- Kamu kesimi (public sector)
- Uluslararası kesim (overseas sector)
- Hanehalkı (personal sector)

Konut finansman piyasasına kaynak aktarma bakımından en önemli kesim hane halkı kesimidir. Bunun dışında şirketler kesimi ve kamu kesimi genelde kendileri borçlanıcı konumundadır. Yani piyasalara fon arz etmek yerine kendileri piyasalardan fon talep etmektedirler. Bu kesimlerin dışında yer alan uluslararası kesim ise 1990'lı yıllara kadar ülkelerin finansman piyasasına doğrudan fon sağlamak yerine bu piyasaya teknik yardım sağlamıştır⁶. Ancak, günümüzde teknik yardım için sağlanan fonların yanı sıra, ülkeler arasında yapılan karşılıklı anlaşmalar, yurtdışı bankalar aracılığı ile sağlanan krediler ve uluslararası mali piyasalarda satılan menkul kıymetlerden elde edilecek fonlar bu piyasaya kaynak oluşturmaktadır⁷.

a- Kurumsal olmayan konut finansmanı; faaliyetlerini düzenleyen kural ve yönetmeliklerin resmi bir şekilde oluşturulmadığı, söz konusu faaliyetlerin yetenek ve uygulamalara dayandığı bir sistemdir. Bu özelliğinden dolayı kurumsal olmayan sektör kayıtlara girmemekte ve hukuki düzenlemelere konu olmamaktadır⁸. Kurumsal olmayan kaynaklar Şekil 1'de de görüldüğü üzere hanehalkının tasarrufları, işverenden sağlanan fonlar, gayriresmi olarak kredi veren kişilerden sağlanan fonlar, tasarruf ve

⁴ Murat Gökşin Berberoğlu, "Konut Finansmanı ve Türkiye'ye Uygun Bir Model Önerisi", (Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi SBE, 2005), s.32.

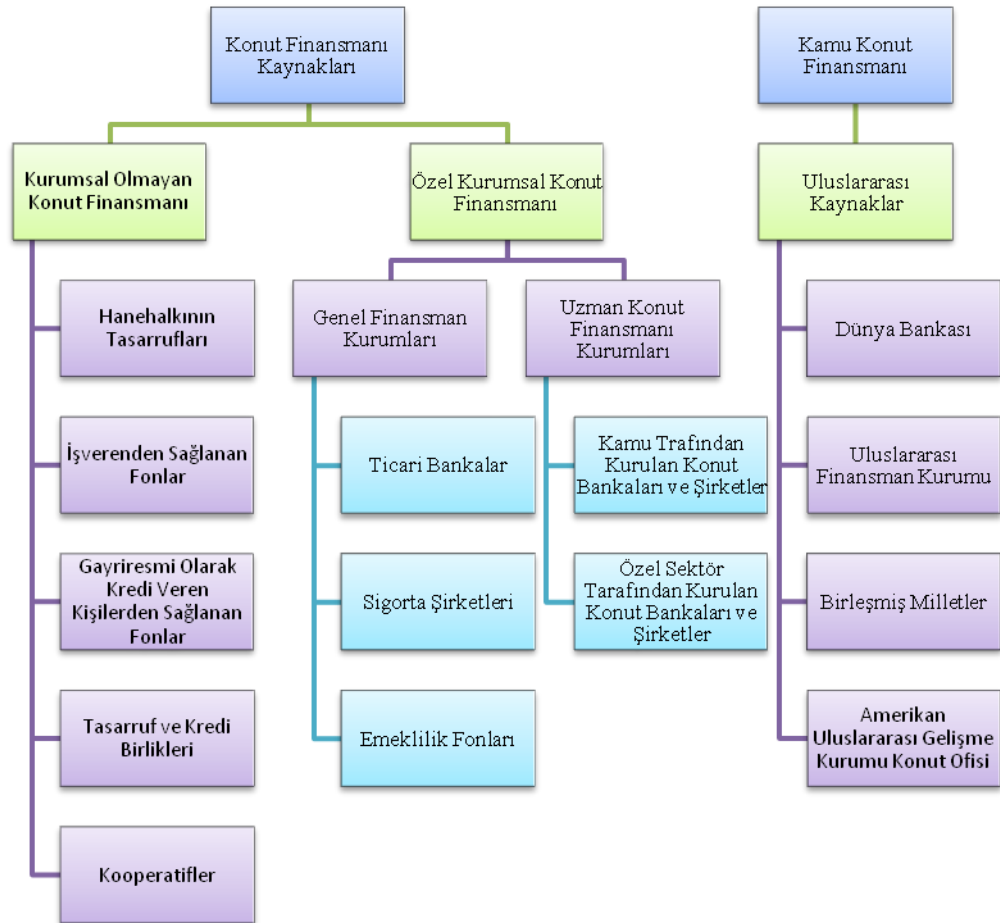
⁵ Alp ve Yılmaz, s.6.

⁶ Mark Faris, **Picking a Mortgage Strategy Bank Management**, November 1991, s.46.

⁷ Seda Ardıçlı, "Türkiye'de Konut Sorunu ve Uzun Vadeli İpotek Kredileri (Mortgage Sistemi)", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi FBE, 2003), s.66.

⁸ United Nations Center For Human Settlements (Habitat), **Housing Finance For Developing Countries: A Methodology for Designing Housing Finance Institution**, Training Material Series, Nairobi: 1991, s.37.

kredi birlikleri ve kooperatiflerdir. Bu kaynaklar genellikle uygun bir kurumsal finansman sistemin olmaması sebebiyle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kullanılan kaynaklardır. Ne var ki, gelişmiş ülkeler de finansal kurumlarının etkinliklerinin bozulması halinde bu kaynaklara başvururlar.



Şekil 1.: Konut Finansman Kaynakları

Kaynak: Nurol Bank, “Dünyada ve Türkiye’de Uzun Vadeli Konut Finansmanı, Uygulamalar ve Öneriler” 2002 Aktaran: Ardıçlı, s. 66.

b- Özel kurumsal konut finansmanı; kamu otoriteleri tarafından onaylanmış olan ve hukuki bir temele dayanan bir finansman sistemidir. Bu sistemde yer alan kurumların faaliyetleri incelemeye tabi olup, kamuya açıklanmaktadır⁹. Kurumsal

⁹ United Nations Centre For Human Settlements (Habitat), s.37.

kaynaklar Şekil 1’de de görüldüğü gibi uzman konut finansman kurumları ve genel finansman kurumları olarak ikiye ayrılır.

Uzman konut finansman kurumları; kamu tarafından kurulan konut bankaları ve şirketler ile özel sektör tarafından kurulan konut bankaları ve şirketler olarak ortaya çıkmaktadır. **Kamu tarafından kurulan konut bankaları ve şirketler;** sahip oldukları fonların büyük bir bölümünü, hükümetlerin sağladığı tahsislerden ya da bu konu ile ilgili olarak konan vergi ve diğer benzerlerinden sağlamakta ve özellikle konut finansmanında kullanmaktadırlar. Bu bahsedilen kaynakların yanında, özel ya da kurumsal mevduat da toplayabilmektedirler. Bu kurumlar aynı zamanda, sermaye piyasalarından da borçlanabilmektedirler. Bu şekildeki fon tedariki, düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilerek satılmasıyla sağlanır¹⁰. **Özel sektör tarafından kurulan konut bankaları ve şirketler ise;** hükümet kaynaklı ya da uluslararası fon sağlayabilmelerine karşın, esas itibariyle fon kaynakları, topladıkları mevduatlar ve ihraç ettikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır¹¹. Özel sektör finansman kurumları, kamu sektörü finansman kurumlarıyla benzer avantajlara sahip olarak aynı şekilde faaliyet göstermekte olup, hükümetten sağladıkları mali yardımlar oldukça düşük düzeydedir¹². Özel sektör tarafından kurulan finansman kurumlarını sınıflandırırken ülke uygulamalarını incelemek gerekir; çünkü bu kurumlar ülke uygulamalarına göre şekillenmektedir¹³.

Yukarıda belirtilmiş olan kurumlardan başka, ipotek bankaları (Mortgage Banks), tasarruf bankaları ve konut şirketleri (ki bu şirketler konutları vadeli satarak konut sahiplerini finanse etmektedirler) uzman konut finansman kurumları arasında sayılabilirler¹⁴.

Uzman konut finansman kurumları, isimleri ve faaliyet şekilleri bakımından farklılıklar gösterse bile, esas itibari ile bunların hepsi konut satın almak ya da inşa etmek isteyenlere ipotek kredisi tahsis etmektedir. Bu ipotek kredilerinin koşulları seçilecek olan ipotek kredisine göre değişmekle beraber, vadeleri 15 ile 30 yıl arasında değişmektedir. Uzman finansman kurumları, vermiş oldukları ipotek kredilerini

¹⁰ Alp ve Yılmaz, s.12.

¹¹ Alp ve Yılmaz, s.12.

¹² United Nations Centre For Human Settlements (Habitat), s.62.

¹³ Alp ve Yılmaz, s.13.

¹⁴ Alp ve Yılmaz, s.13.

tasarrüfçulardan toplamış oldukları mevduatlarla finanse edebilecekleri gibi, düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini menkul kıymetleştirerek veya sözkonusu bu iki yöntemi birlikte kullanarak kendilerini fonlamaktadırlar. Gelişmiş ülkelerin hemen hepsinde sözkonusu uzman konut finansman kurumları faaliyet göstermektedir¹⁵.

Genel finansman kurumları ise; ticari bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarıdır. **Ticari bankalar**; konut finansman piyasasına 1980’den sonra tüketici tercihlerini genişletmek amacıyla girmişlerdir¹⁶. Ticari bankalar, esas itibarıyla gayrimenkul finansmanı ile uğraşmayıp, ticari ilişkileri finanse etmektedirler¹⁷. Çünkü gayrimenkul kredilerinin uzun vadeli olmasına karşın ticari bankalar kredilerini kısa vadeli olarak vermektedirler. Bu da ticari bankaların genel kredi hacimleri içerisinde gayrimenkul kredilerinin düşük olmasına sebep olmaktadır.

Sigorta şirketleri; kamu, özel veya çok ortaklı olmak üzere üç şekilde kurulmakta ve belirli ölçüler ve koşullarla konut kredisi sağlayabilmektedirler. Bu kurumların konut finansmanı sektörüne katkıları, düzenlenmiş olan ipotek kredilerini ya da ihraç edilmiş olan ipoteye dayalı menkul kıymetleri satın alma şeklindedir. Diğer bir deyişle, bu kurumlar konut finansman sektörüne doğrudan değil, dolaylı bir şekilde fon sağlamaktadırlar¹⁸. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde sigorta şirketlerinin belirli oranlarda ipotek kredisi veya ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yapma zorunluluğu getirilmiştir. Zorunluluğun tek nedeni ise sigorta şirketlerinin yapıları gereği uzun vadeli fon toplamalarıdır¹⁹. **Emeklilik fonları** da sigorta şirketleri gibi topladıkları fonları uzun vadeli yatırımlara aktarmaktadırlar. Dolayısıyla emeklilik fonları da konut finansman sektörüne dolaylı olarak fon sağlayan genel finansman kurumlarıdır. Bunun nedeni, bu kurumların uzun vadeli fonlara sahip olmaları ve yine uzun vadeli olan, yüksek getiri sağlayan ipotek kredileri için çok cazip olmasıdır²⁰.

c- Kamu konut finansmanında; kamu tarafından konut sektörüne fon aktarımı 3 ana başlık altında gerçekleştirilebilir. Bunlardan ilk ikisi olan kamu konutu ve kamuca inşa edilen konut projeleri, hükümetlerin konut sektörüne dolaysız fon

¹⁵ Alp ve Yılmaz, s. 13-14.

¹⁶ Erol Işıl ve Patel Kanak, “Default Risk of Wage-Indexed Payment Mortgage in Turkey”, **Journal of Housing Economics**, 2005, s. 275 Aktaran: Serdar Gulamov, “İpotek Sisteminin Türkiye Sermaye Piyasasına Muhtemel Etkileri” (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Uludağ Üniversitesi, SBE, 2007), s.26.

¹⁷ Housing Finance For Developing Countries, s.63.

¹⁸ Alp ve Yılmaz, s.15.

¹⁹ Golamov, s.27.

²⁰ Alp ve Yılmaz, s.15.

aktarımını gerektirmektedir. Üçüncü yöntem olan kamu sübvansiyonları ve teşvikler ise, konut sektörüne dolaylı fon aktarımı sonucunu doğurmaktadır²¹.

d- Uluslararası kaynaklar da gayrimenkul finansman piyasasına fon sağlamaktadır. Ülkeler arasında yapılan karşılıklı anlaşmalar ya da yurt dışı bankalar aracılığıyla sağlanan krediler ve uluslararası mali piyasalarda satılan menkul kıymetlerden elde edilecek fonlar da kaynak oluşturmaktadır²². Yalnız uluslararası düzeyde yapılan yardımların genelde teknik yardım düzeyinde kaldığı görülmüştür.

Gayrimenkul finansmanını uluslar arası mali piyasalara taşıyan kurumlar genellikle uzman konut finansman kurumları olarak karşımıza çıkmaktadır²³.

1.2 GAYRİMENKUL FİNANSMAN SİSTEMLERİ

Amacı, gayrimenkul satın almak isteyen ve bu yüzden fona ihtiyacı olan tarafla, fon fazlası olduğu için borç vermeye hazır olan tarafı bir araya getirmek olan gayrimenkul finansman sistemi, birçok ülkede özellikle hükümetlerin çabası sonucunda karmaşık şekiller almıştır. Bu değişik hallerin ortaya çıkmasındaki esas problem, fonların ne şekilde verileceği ve geri ödemelerinin nasıl yapılacağıdır. Genelde insanlar hayatlarının ilk yirmi yılı boyunca dikkate değer bir tasarrufa sahip olamazlar. Genç insanların hayatlarının başında kazandıkları gelirleri tasarruf etmeye yetecek kadar yüksek olmadığından, ilk evlerini alacak birikime sahip olamazlar. 30-40'lı yaşlarda insanlar net borçlanıcı konumunda iken, ancak belli bir yaştan sonra tasarruf fazlasına sahip olabilmektedirler²⁴.

Bir konut finans sisteminin etkinliği, o piyasada arz edilebilir yeterli hacimde uzun vadeli konut kredilerinin varlığı ile değerlendirilir. Tabi böyle bir olgu da ancak finans ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile bağımlıdır. Konut finans sisteminin başarısını belirleyen başlıca faktörler²⁵;

²¹ Alp ve Yılmaz, s.18.

²² Alp ve Yılmaz, s.19.

²³ Alp ve Yılmaz, s.20.

²⁴ Belgin Akçay, "Kentleşmede Yeni Konut Finansman Modelleri" **İktisat İşletme ve Finans** Cilt.14, Sayı.163 (Ekim 1999), s.89.

²⁵ Feride Zeynep Temel, "Konut, İpotek Bankacılığı ve Türkiye", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, BSE, 2003), s.27.

- Konut satın alınacak düzeyde kredinin arz edilmesi,
- Arz edilen kredinin ödenebilecek koşullarda olması,
- Geri ödeme süresinin uzun bir vadeye yayılması

olarak kabul edilmektedir.

Bir gayrimenkul finansman sisteminde genel olarak, krediler uzun vadeli olarak sağlanmak zorunda olup, oluşturulması düşünülen sistem birçok durum ele alınarak, detaylı ve teknik bir altyapı üzerine kurulmalıdır. Toplanan fonların uzun vadeli olarak plase edilmesi, finansman kurumlarına birçok riskler yüklemektedir. Gayrimenkul finansman kurumu bu riskten toplamış olduğu kaynakların vadesini de uzun vadeye kaydırarak, yani kendisi de uzun vadeli olarak borçlanarak kurtulabilir. Ayrıca bu yola alternatif olarak, verilmiş olan uzun vadeli gayrimenkul kredilerinin faizleri de belirli sürelerle kısa vadeli faiz oranlarındaki değişmeye paralel olarak değiştirilerek fon toplama ve plase etme arasındaki uyumsuzluk (mismatch) sorunu da çözülebilir²⁶.

Toplanan fonların kısa vadeli ve plase edilen fonların uzun vadeli olması nedeniyle ortaya çıkan ve özellikle son yıllarda adından sıklıkla söz ettiren vade uyumsuzluğu sorunu, gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul finansman sisteminin gelişmesini engelleyen sebeplerin başında gelmektedir. Enflasyon ve buna bağlı olarak yüksek faiz oranları hem fon alan, hem de fon veren tarafın ileriye dönük plan yapma olanağını ortadan kaldırmakta ve istikrara sekte vurmaktadır²⁷. Enflasyonun etkileri ve artan faiz oranları birçok ülkede konut finansmanı sistemlerinin yeniden değerlendirilmesini ve yeni şartlara adaptasyonu kolay olabilecek esnek sistemlerin seçilmesini zorunlu kılmıştır²⁸. Buna göre; genellikle dört tür gayrimenkul finansman sisteminden bahsedilmektedir. Bunlar;

- Direkt Finansman Yöntemi (The Direct Financing Method)
- Sözleşme Yöntemi (The Contractual Method)
- Mevduat Finansmanı Yöntemi (The Deposit Financing Method)

²⁶ Berberoğlu, s.33.

²⁷ Berberoğlu, s.33.

²⁸ Alp ve Yılmaz, s.23.

- İpotek Bankası Yöntemi (The Mortgage Bank Method)

Bunlardan ilk iki sistem finansal aracıya ihtiyaç duymazken, son iki sistem finansal aracıyla çalışmaktadır. Bu nedenle, son iki sistem kurumsal konut finansmanı sistemlerini ifade etmekte ve uygulamada daha başarılı olmaktadır²⁹.

1.2.1 Direkt Finansman Yöntemi (The Direct Financing Method)

Direkt finansman yöntemi ile konut edinmek için fona ihtiyacı olanlar, bu fonları direkt ya şahsi ilişkilerinden ya da ticari ilişkilerinden kaynaklanan bireysel mali varlık fazlalarından sağlarlar³⁰.

Direkt finansman yöntemi finansal aracıya ihtiyaç duyulmaksızın gerçekleştirilmektedir. Bu yöntemde, gayrimenkul alıcısı ya kendi birikimleri ile ya da ihtiyaç duyulması durumunda kendi birikimlerine akrabalarından aldığı birikimleri de ekleyerek doğrudan konut sahibi olabilmektedir. Bu yöntem her ne kadar kaynak kullanım etkinliği açısından çok verimsiz gibi gözükse de az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde iyi işleyen bir finansman sistemi bulunmadığından, bu ülkelerde doğrudan finansman yöntemi etkin bir gayrimenkul finansman yöntemi olarak kullanılmaktadır³¹.

Sanayileşmiş ülkelerde de, finansal kurumların mali sıkıntıya düşmesi ve gayrimenkul sektörüne yönelik fon plasmanlarını azaltmaları halinde gayrimenkul almak isteyenler, gayrimenkul ediniminde dolaysız yöntemi kullanmaktadırlar. Bu yöntem, kurumsal finansmanın çöküntüye uğradığı dönemlerde, örneğin 1970’li yılların sonu ve 1980’li yılların başında mali piyasalarda sıkıntı yaşamış olan Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’de kullanılmıştır³².

²⁹ Akçay, s.89.

³⁰ Merter Gürgün, “Housing Finance in High and Uncertain Inflationary Environments” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, SBE, 1997), s.4

³¹ İTO, s.71.

³² Alp ve Yılmaz, s.25.

1.2.2 Sözleşme Yöntemi (The Contractual Method)

Sözleşme yöntemi ile konut alıcısı talep ettiği, tüm değil fakat bir kısım, fonları diğer potansiyel konut alıcılarının veya diğer sözleşmeye ilişkin tasarruf projelerinin birikimlerinden toplar³³.

Bu yöntem birçok ülke tarafından kullanılan bir yöntemdir. Özellikle Almanya'da Bausparkassen'ler ile Fransa'daki tasarruf kurumları bu yöntemin gelişmiş ve kurumsallaşmış bir şeklini uygulamaktadırlar. Konut almak isteyen kişiler önceden belirlenen bir süre boyunca piyasa faiz oranlarının altında bir getiri karşılığında tasarruflarını çeşitli kurumlara yatırırlar. Bu sürenin sonunda biriktirdikleri miktarlarla orantılı bir krediyi almaya hak kazanırlar. Bu kredinin faiz oranı da piyasa faizinin altındadır. Bu yolla sağlanan kredi konut alış bedelinin % 40'ını karşılayabilmektedir. Genellikle bu yöntemde sağlanan kredi miktarı, konutun bedelini tamamen karşılayamadığı için diğer finans yöntemleriyle desteklenen bir mekanizmadır³⁴.

Konut kredisi vermekte kullanılan fonlar sisteme yeni katılan potansiyel konut alıcılarının fonlarıdır. Yeni katılanların tasarrufları, kendileri krediyi hak kazanıncaya kadar bekletilmekte, bekleme süresini tamamlamış olanlara kredi olarak verilmektedir. Bu ise sisteme devamlı yeni kişilerin katılmasını gerekli kılmaktadır. Bu yöntemi cazip kılan genelde devletin sağladığı sübvansiyonlardır³⁵.

1.2.3 Mevduat Finansmanı Yöntemi (The Deposit Financing Method)

Mevduat finansmanı yöntemi ile araçlar, genellikle ya bireysel bankalar ya da gayrimenkul finansmanında uzmanlaşanlar, tarafından kısa dönem bireysel tasarruflar uzun dönem kredilere sevk edilir³⁶.

Konut Finansman Yöntemleri içerisinde en yaygın olarak kullanılan yöntemdir. Mevduat finansmanı kurumlarına örnek olarak İngiltere'deki Bulding Societies ve

³³ Gürgün, s.4.

³⁴ Zuhul Şahin, "İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage Sistemi) ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi" (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, EBE, 2008), s.3

³⁵ Belgin Akçay, *Türkiye İçin Yeni Bir Konut Finansman Modeli Yaklaşımı*, ODTÜ Mimarlık Fakültesi Yayınları, Ankara:1993, s.34.

³⁶ Gürgün, s.4.

ABD'deki Loan and Saving Associations gösterilebilir. Bu iki kurum topladıkları mevduatları, konut finansmanına kanalize etmektedirler. Mevduat finansmanı yönteminde, mevduat toplayan fon kurumları yoluyla konut finansmanı için kaynak yaratılmasına çalışılır. Bu sistem; Ticari Bankalar, Tasarruf Bankaları, Tasarruf ve Kredi Birlikleri, Emeklilik Fonları, Yapı Toplulukları, gibi pek çok kurumu kapsamaktadır. Bu finansal kurumlar piyasa faizi ile topladıkları fonları yine piyasa faizi ile fon açığı olanlara kredi olarak kullandırırılar. Bu kurumlardan bazıları devletçe sağlanan özel vergi avantajları ve disponibilite indirimi gibi ayrıcalıkları kullanarak piyasa faizinin altında ve nispeten uzun vadeli konut kredisi arz ederler. Ancak bu kurumların kısa vadeli olarak topladıkları fonları uzun vadeli konut kredilerine yatırmaları kaynak eşleştirme sorununa neden olmaktadır. Kısa vadeli mevduat ve kısa vadeli kredilerde uzmanlaşmış, ticaret bankaları için bir kaynak/ kullanım dengesizliği söz konusu olabileceğinden bu tür bankalar, bazı istisnalar dışında, uzun vadeli krediler konusunda isteksizdirler³⁷.

1.2.4 İpotek Bankası Yöntemi (The Mortgage Bank Method)

İpotek bankaları, tahvil ihracı yoluyla kurumsal yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılara göre daha az kapsamlı bireysel yatırımcılar tarafından satın alınacak, ipotek kredileri fonu yaratan kurumlardır³⁸.

İpoteğe dayalı konut finansman sistemi dünyada iki ana model altında uygulanmaktadır. Bunlardan birincisi “Avrupa Modeli (İpotek Bankaları)”dir. 1800’lü yılların başında Danimarka’da başlayan ve günümüzde de başarıyla uygulanmaya devam eden bu modelde, ipotek bankaları menkul kıymetler ihraç edip fon toplamakta ve bu fonlar ile gayrimenkul kredisi vermektedirler. Günümüzde birçok Avrupa ülkesinde ipotek bankacılığı modeli, gayrimenkul finansman yöntemi olarak kullanılmaktadır. Bankalar bu modelde konut kredisi verdikleri gibi, aynı zamanda büyük çaplı inşaat projelerine veya kamu destekli projelere de kredi verebilmektedir. Avrupa’da ipotek kredilerinin koşulları yasalarca çok detaylı şekilde belirlenmiştir.

³⁷ Şahin, s.4.

³⁸ Gürgün, s.4.

Piyasadaki faiz oranları ise serbest olarak belirlenmektedir³⁹. Avrupa modeli de risklerin üstlenilmesi bakımından ikiye ayrılmaktadır. Bunlar; gayrimenkul kredi riskinin ipotek bankasının üzerinde kaldığı Almanya ipotek bankalarının kullandığı “Phanbrief Modeli” ile ipotek bankalarının aracı rolünü üstlenerek risk taşımadıkları, tahvil yatırımcılarının riski taşıdığı “Danimarka İpotek Bankaları Modeli”dir.

İpoteğe dayalı konut finansman sistemlerinden ikincisi ise “Amerika Modeli (İpotek Merkezi)”dir. 1970’li yılların başında Amerika’da uygulanmaya başlanan bu sistemde, bankalar kullandıkları konut kredilerini servis ücreti keserek tüm hakları ile birlikte ikincil piyasa kuruluşlarına diğer bir deyişle ipotek merkezlerine devretmektedirler. İpotek merkezi kuruluşu bankalardan kredilere dayanarak ipotek tahvili çıkarmakta ve bunları kurumsal yatırımcılara garanti ücreti keserek ihraç etmektedirler⁴⁰.

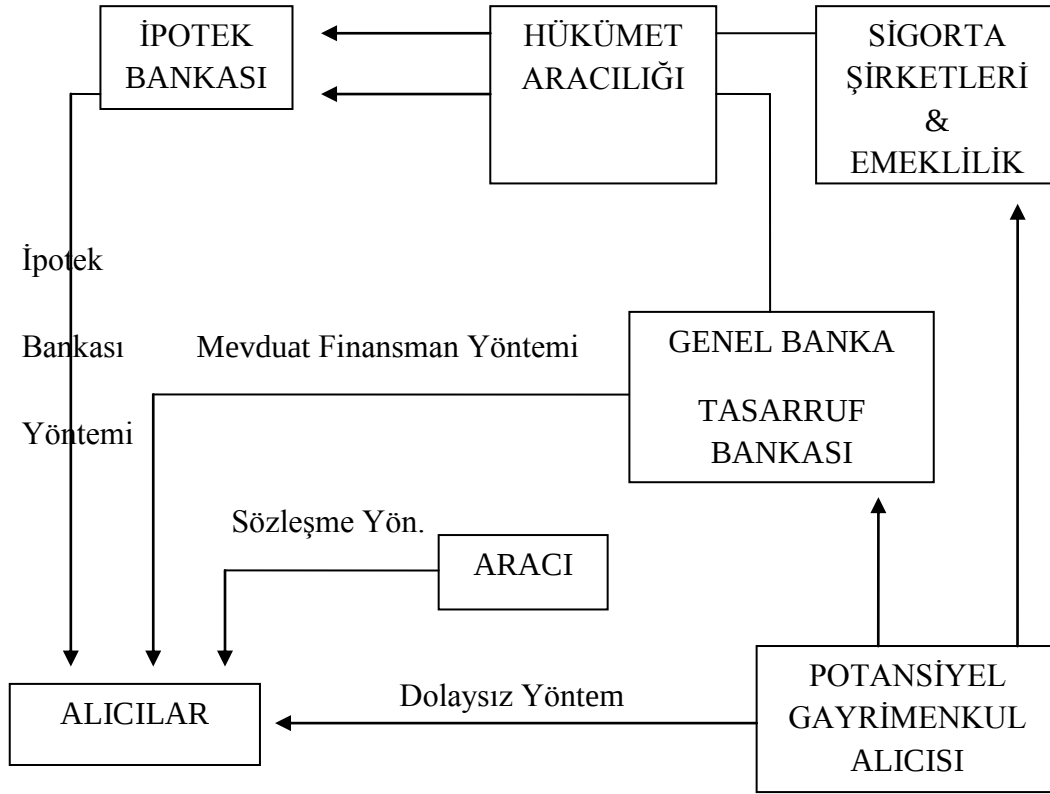
İpotek bankası yöntemi, gelişmiş ülkelerde kullanılmakta olan en gelişmiş konut finansman sistemidir. Birincil ipotek piyasası içinde konut için arz edilen ipotekli konut kredilerini tekrar likidite etmeye yönelik olarak ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracıyla, verilen fonların geri alınmasına çalışılan bu sistemde, çok çeşitli faiz ve vadeye sahip menkul kıymetler ikincil ipotek piyasalarında uzmanlaşmış finansman kurumlarınca satın alınırlar. Doğal olarak bu sistem özel kesim kurumlarının da yer aldığı etkin bir ikinci el menkul kıymetler piyasasının olması halinde mümkün olabilir⁴¹. Emeklilik fonları ile sigorta şirketleri menkul kıymetlerin asıl alıcı kurumlarıdır. İpotek bankaları da piyasada aktif rol oynarlar. İpoteğe dayalı menkul kıymetleri ihraç edenler konut satın alanlara uzun vadeli düşük faizli ipotekli konut kredisi verdiklerinden, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin karşılığı biriken fonların kaynak ve kullanım dengesi, vade ve faiz yapısı yönünden daha güçlü oluşturulabilmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin zorunlu sigortalanması ya kamu kuruluşları ya da sigorta şirketleri tarafından gerçekleştirilmektedir. İpotek bankacılığının klasik bankacılıktan en önemli farkı kredi veren kuruluşların kredileri,

³⁹ Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD), **Türkiye’de Yeniden Yapılanma Arayışları ve Seçilmiş Sektör/Kurum Politika Örnekleri**, TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:2, Yayın No: TÜSİAD-T/2005-06/399, Haziran, İstanbul, 2005, s.83.

⁴⁰ Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD), s.83-84.

⁴¹ Berberoğlu, s.3.

vade sonuna kadar aktiflerinde tutmak yerine krediden doğan alacaklarına dayanarak sermaye piyasalarına menkul kıymet ihraç etmeleridir⁴².



Şekil 2.: Finansman Sistemi Türleri

Kaynak: Ali Alp ve M. Ufuk Yılmaz “Gayrimenkul finansmanı ve değerlemesi” İMKB Yayınları, 1. Baskı, Haziran 2000, s.24.

1.3 İPOTEK KREDİLERİ

Bir gayrimenkulün rehin edilmesi olarak ifade edebileceğimiz ipotek işleminin temel fonksiyonu, borcun ödenmesini teminat altına almaktır. İpotek işleminde belirtilen borç, herhangi bir kişi ya da kuruma verilen ipotek kredisidir. Gayrimenkul alıcısı (ipotek yaptıran) kredi veren kuruma (ipotek yapan) gerekli ödemeyi yapmadığı takdirde, kredi veren kurum gayrimenkule el koymakta ve satma hakkını kullanarak

⁴² Salih Caka, “Konut Finansman (Mortgage) Sistemi ve Sigortalarının İncelenmesi Finans Sektörüne Etkileri”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, BSE, 2007), s.9-10.

krediyi bu yolla tahsile çalışmaktadır. İpotek yapan ve yaptıran arasında imzalanan ipotek sözleşmesinde ise, ipotek tutarı açıkça belirtilmelidir⁴³.

İpotek kredilerini veren kurumlara, ipotek düzenleyen (mortgage originator) denir. İpotek kredilerini düzenleyenler, her ülkenin mali sektörüne ve bu sektörde yer alan mali kurumlara göre farklılık gösterir. Daha önceki bölümlerde gayrimenkul finansman kaynaklarını incelerken, gelişmekte olan ülkelerde mali sektör yeterince gelişmemiş olduğu için kurumsal olmayan kaynaklardan, gelişmiş ülkelerde ise gelişmiş bir mali sektör olduğu için kurumsal kaynaklardan fon sağlandığından bahsetmiştik. Bu çerçevede kurumsal bir yapının söz konusu olması durumunda gayrimenkul satın almak isteyenlere sağlanacak kredinin ipotek kredisi olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla kurumsal gayrimenkul finansman piyasasında yer alan uzman konut finansman kurumları, genel finansman kurumları ve ipotek bankaları ipotek kredilerini düzenleyen taraflardır.

İpotek kredilerinin kayıtlarının tutulması, ödemelerin borçlulardan tahsil edilmesi gibi konularda faaliyet gösteren⁴⁴ ipotek kredisinin düzenleyicisi (mortgage originator), düzenlemiş olduğu ipoteği ya kendi portföyünde tutar ya da ikinci el piyasada satar.⁴⁵ Bu faaliyetleri sonucunda da ipotek kredisi düzenleme ücreti (origination fee), ipotek kredisinin takibi ile ilgili hizmet ücreti (servicing fee), ikinci el piyasa satış kârı (secondary market profit) ve satılan kredi ile ilgili faiz geliri elde eder.

İpotek düzenleme sürecinde üzerinde durulması gereken bir diğer husus ise, verilen kredilerin geri dönüşünü güvence altına almak amacıyla kullanılan değerlendirme kriterleridir. Kredi veren kurum tarafından hem kendi kredi riskini azaltmak hem de kredi talebinde bulunan tarafa kredi verilip verilmeyeceğine karar vermek amacıyla aşağıda belirtilen kriterler kullanılmaktadır⁴⁶:

⁴³ İTO, s.73.

⁴⁴ İTO, s.73.

⁴⁵ Alp ve Yılmaz, s.41.

⁴⁶ Fabozzi, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 1995, s.10-11.

1. İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı (Payment to Income Ratio – PTI)
2. Kredi Tutarının Gayrimenkulün Değerine Oranı (Loan to Value Ratio – LTV)

PTI oranı, gayrimenkul satın almak isteyen kişilerin başvurdukları kredinin geri ödeme tutarının, kişilerin aylık gelirlerine olan oranını ifade etmektedir. PTI oranının düşük olması geri ödenmeme riskinin az olduğunu gösterir. LTV oranı ise, kredi talebinde bulunan kişilerin alacakları kredilerin, gayrimenkulün satış fiyatına olan oranı şeklinde ifade edilmektedir. LTV oranının düşük olması, kredi açan kurum tarafından gayrimenkul değerinin tamamı kadar kredi açılmadığını ve bu sayede oluşabilecek risklere karşı bir miktar emniyet payı bırakıldığını göstermektedir.

Buraya kadar ipotek kredilerine ilişkin genel açıklamalar yapılmış olup ikinci bölümde ipotek kredileri, mortgage adı altında daha ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.4. İPOTEK SİGORTASI

İpotek sigortası, borçlunun krediyi geri ödememesi riskine karşı kredi veren kurumun uğraması muhtemel zararların sigortalanmasıdır⁴⁷.

İpotek kredisi almak isteyen tarafların yararlanabilecekleri iki tür ipotek sigortası bulunmaktadır. Bunlardan biri, kredi alanlar tarafından diğeri de kredi veren tarafından yaptırılmaktadır. Her iki tür sigortanın da kredi alanın kredibilitesi üzerinde olumlu etkisi olmasıyla beraber, kredi veren açısından kendisinin yaptırdığı sigortanın önemi daha büyüktür⁴⁸. Kredi alanlar tarafından yapılan ipotek sigortası genellikle hayat sigortası şirketleri tarafından yapılır. Bu sigorta, kredi alanın ölümü halinde ipotek ödemelerinin devamını sağlar bu sayede kredi alanın yakınları aynı ev içerisinde oturmaya devam edebilirler. Kredi verenler tarafından yaptırılan sigorta da maliyet, kredi alan tarafa yansıtılır. Verilen kredinin tamamını veya bir bölümünü kapsayan bu sigorta, kredi alanın borcunu ödeyememesi durumunda, hükümet tarafından desteklenen

⁴⁷ Afşın Dağlaroğlu, “Türkiye’de İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve İkincil Piyasaların Oluşumu” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, SBE, 2006), s.58.

⁴⁸ Alp ve Yılmaz, s.58.

kurumlarca ya da özel ipotek kredisi sigorta şirketlerince ipotek ödemelerinin yapılmasını sağlamaktadır.

İpotek sigortası uygulaması, ipotekli konut finansmanı sistemlerinde vazgeçilmez unsurlardan birisi olarak kabul edilmektedir⁴⁹. İkinci bölümde ABD’de mortgage sigortaları adı altında daha ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.5 MENKUL KIYMETLEŞTİRME

İngilizce karşılığı “ Securitization” olan menkul kıymetleştirmeye tanım olarak bakıldığında, en basit hali ile varlıklara ilişkin nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesidir. Geliştirilmek istenirse, likit olmayan varlıkların (gelecekte oluşacak nakit akımları kurum için **alacak** boyutunda olup henüz tam likit karaktere sahip değildir) likit ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüştürülmesidir⁵⁰. Firma alacaklarını bilançosunda tutmaya devam ettiği sürece türlü riskleri de almaya devam etmektedir. Menkul kıymetleştirme bu noktada riskin transfer edilmesi ve /veya paylaşılmasını sağlar⁵¹.

Bir diğer deyişle menkulleştirme, bir işletmenin (kredi veren kurumun) bilançosunda yer alan likit olmayan alacaklarının benzer nitelikte olanlarını bir araya toplayarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş olan bir kurumun (özel amaçlı kurum) vasıtasıyla sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin bu havuzdaki alacakların geri ödemeleriyle finanse edilmesidir. Oluşturulan bu süreci; likit olmayan ancak belirli bir getiri sağlayan varlıkların alınıp satılabilir menkul kıymetler şekline dönüştürülmesi olarak da ifade edebiliriz⁵².

⁴⁹ Mustafa Topaloğlu ve Yıldırım Beyazıt Önal, “Konut Finansman Sisteminde Mortgage Sigortası”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, Cilt.24, Sayı.1 (Haziran 2007), s.111.

⁵⁰ Leon Kendal, **A Primer On Securitization**, Londra: Mit Press, 1996, s. 2-3.

⁵¹ Barbaros Çıtmacı, “Alternatif Finansman Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, BSE, 2001), s. 4.

⁵² Çağrı Özkan, “Konut Kredileri ve Menkulleştirme”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Teknik Üniversitesi, FBE, 2007), s.15.

Menkul kıymetleştirmeye, kredi olarak kullanılmış fonların tekrar tedavül ve kullanıma sokulması anlamında bir kaynak yenilenmesi işlemi⁵³ de diyebiliriz.

Menkul kıymetleştirmeye en çok ipotekli konut kredileri ve diğer tüketici kredilerinden (taşıt ve kredi kartları gibi) doğan alacaklar konu olmaktadır⁵⁴.

Menkul kıymetleştirmenin üç türü bulunmaktadır⁵⁵. Bunlar; İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme (Mortgage Backed Securitization/Pass-Through Securitization), Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme (Asset Backed Securitization) ve Nakit Akımlı Menkul Kıymetleştirme (Pay Through Securitization)'dir. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirmede, kredi veren kurum vermiş olduğu kredilere ilişkin alacaklarını bir havuda toplayarak bir kredi grubu oluşturur ve bu kredi grubunu da özel amaçlı kurumlara satarak alacaklarını bilançosundan çıkartır. Bu şekilde kredi veren kurum alacaklar üzerindeki tüm mülkiyet hakkını özel amaçlı kuruma devrederken kredi riskini de devretmiş olur. Özel amaçlı kurum ise satın almış olduğu kredi grubuna dayalı menkul kıymet ihraç eder. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ise gayrimenkullerden ziyade menkullere dayalı menkul kıymetleştirmedir. Otomobiller, kredi kartları vb. bu tür örnekleri oluşturmaktadır. Menkul kıymet piyasalarında aktive dayalı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı menkul kıymetler arasında ayırım yapılması yaygın bir uygulamadır. Ancak, Amerika dışındaki piyasalarda aktive dayalı menkul kıymet ipoteye dayalı olanlar da dahil olmak üzere menkul kıymetleştirilen enstrümanları kapsamaktadır. Aktive dayalı menkul kıymetler geleneksel şirket tahvilleri gibi sabit bir getiriye ve belirli bir vade yapısına sahip olup bunların geleneksel tahvillerden farklı yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin kredi veren kurumun alacakları ile oluşturduğu havuzla teminat altına alınmasıdır.

⁵³ Dağlaroğlu, s.8.

⁵⁴ Halil Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar**, 1. Baskı, İstanbul: Doğru Hukuk Yayınları, Mayıs 2007, s.42.

⁵⁵ Pelin Ataman Erdönmez, "Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi", *Bankacılar Dergisi*, 2006, Say.57, www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57, (8 Mayıs 2009), s.75-76.

2. MORTGAGE (İKMEK - İPOTEK KARŞILIĞI MENKULLEŞTİRİLMİŞ KREDİLER)

2.1 MORTGAGE' İN TANIMI

Kira öder gibi uzun vadeli ev satın alma sistemi olarak bilinen ipotekli konut finans sistemi **mortgage**, gayrimenkul edinmede kullanılan finansman yöntemlerinden bir tanesidir⁵⁶.

“**Mortgage**” kelimesine etimolojik açıdan bakıldığında aslında kelimenin birleşik bir kelime olduğunu ve “mort” ve “gage” olmak üzere iki kelimeden oluştuğunu görmekteyiz. Her ikisi de Avrupa kökenli olan bu kelimelerden **mort**: Latince ve Eski Fransızca’da ölüm anlamına gelirken; **gage** kelimesi Eski Germen dillerinde rehin veya bir şeyi teminat olarak göstermek anlamına gelmektedir. İki kelime yan yana geldiğinde pek bir anlam ifade etmese de aslında mortgage kelimesiyle kastedilen, var oluş amacı gereği, borçlunun borcunu ödemesi durumunda gayrimenkul, borç veren açısından ölü anlamına gelirken; borçlunun borcunu ödeyememesi durumunda söz konusu gayrimenkul alacaklının oluyor veya alacaklıda rehin kalmaktadır, anlamı kastedilmektedir⁵⁷. Ülkemizde, “**Mortgage**” olarak bilinen İpotekli Konut Finansman Sistemi’ne, diğer bir deyişle İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler’e, Türk Dil Kurumu “tutsat” veya “tutulu satış” sözcüklerini önermektedir.

İpotek bankaları ve yapı toplulukları (building society) gibi konut finansman kurumlarının, konut sahibi olmak için kredi talep eden bireylere verdikleri uzun vadeli kredilere, “**Mortgage**” denilmektedir. Bu tür kredilerde, finansman kurumları krediyi verirken, kredi konusu konutlar üzerinde ipotek tesis ederek kredilerini teminat altına alırlar. Bu özelliğiyle söz konusu krediler, kredi alanın sözleşmedeki ödemeleri

⁵⁶ Hasan Abdioğlu, “Mortgage Sözleşmelerinde Üçüncü Taraflarca Yapılan Hileler ve Bu Hileleri Ortaya Çıkarmaya Yönelik Kırmızı Bayraklar”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)**, Sayı:35 (Temmuz 2007), s.160.

⁵⁷ Hakan Bebercuma, “ Mortgage Konut Finansmanı Sistemi ve Türkiye’deki Yapı”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi, BSE, 2006), s.26.

yapmaması durumunda, kredi verene, ipoteğin paraya çevrilmesi yoluyla alacağını tahsil etme hakkı verir⁵⁸.

İpoteğe dayalı konut finansman sistemi bitmiş konutların finansman sistemidir. Bu nedenle konut projelerinin finansmanını değil eski konut ya da konut yeni ise bitmiş konut satın almayı düşünen kişilerin finansmanını sağlamaktadır⁵⁹.

“**Mortgage**” uzun vadeli konut kredisi değildir. “**Mortgage**” kredisi, ipotek teminatlı konut kredisi de değildir. Bankalar tarafından uzun yıllardır verilmekte olan konut kredileri de ipotek teminatlıdır ama mortgage kredisi olduklarını söyleyemeyiz⁶⁰. Burada mortgage ile uzun vadeli konut kredileri arasındaki fark finansman kuruluşlarının konut kredisinin finansmanını yaptığı yöntem farkıdır. Finansman kuruluşları kredi vermek için genellikle mevduat toplama veya uluslararası finansal kurumlardan borçlanma gibi finansal yöntemleri kullanırlar. Mortgage’de ise bu araçlar kullanılmaz. Mortgage kullandıracak finansman kuruluşları, kredi verdikleri konutlara diğer kredilerde olduğu gibi ipotek tesis ederler. Daha sonra bu ipoteklerin karşılığında, menkul değerler çıkararak, ikincil piyasalarda fon fazlası olan yerli ve yabancı yatırımcılara ihraç ederler. Bu yolla finansman kuruluşları yeni kredilerinin finansmanında kullanacağı taze fonlar yaratmaktadır. İpoteğe dayalı konut kredilerine bağlı menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan bu süreçte, uzun vadeli konut kredilerine kaynak sağlayabilmek amacıyla, kredi veren kuruluşlar, bilançolarında yer alan alacakları karşılığında, menkul kıymet ihraç ederek, kredilerini, menkul kıymetlerini satın alan yatırımcılar aracılığıyla finanse ederler. Kısaca bankalar kredi vermek için ihtiyaç duydukları fonları, finansal piyasalardan doğrudan borçlanmak yerine, menkul kıymet arz ederek temin ederler⁶¹.

Mortgage’in işlevi, finansman ihtiyacı olan konut alıcıları ile ellerindeki fonları uzun vadeli değerlendirmek isteyen fon sahiplerini bir araya getirmektir⁶². Tüketicieye

⁵⁸ Suna Oksay ve Tolga Ceylantepe, **Mortgage ve Mortgage Sigortaları**, TSRSB Yayın No: 21, Sigorta Araştırma ve İnceleme Yayınları - 7, İstanbul: Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Kasım 2006, s.12.

⁵⁹ Mehmet Baydemir, **Dikkat Herkes Tutulu Satışı (Mortgage) Konuşuyor**, 1.Basım, İstanbul: Özüysal Yeminli Mali Müşavirlik Yayınları, Yayın No:1, Temmuz 2005, s.31.

⁶⁰ Ercan Alptürk, **Soru ve Cevaplarıyla Mortgage Sistemi (Tutsat)**, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, 2007, s.38.

⁶¹ Suna (Oksay) Özyüksel, **Türkiye’de Mortgage Sistemi ve İlgili Mevzuat**, İstanbul: Ceyma Matbaacılık, TSEV (Türk Sigorta Enstitüsü Vakfı) Yayın No: 33, 2007, s.14.

⁶² Alptürk, s.37.

konut için bu finansmanı sağlayan kuruluşlar faaliyetlerini, topladıkları mevduatlar ve ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarından elde ettikleri fon ile finanse ederler. Dünyada temel iki farklı yöntemle ipoteğe dayalı sermaye piyasası araçları ile menkul kıymetleştirilmektedir. Bunlardan ilki ödemeleri ipotek kredisi havuzlarının faiz ve anapara getirilerine dayalı menkul kıymet ihracıdır. Bilanço dışı menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan bu yöntem Amerika, Kanada, Avustralya ve İngiltere, vb.'lerinde uygulanan yöntemdir. Diğer yöntem ise ipotekli tahvil ihracıdır. Bilanço içi menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan bu yöntem ise Avrupa ülkelerinde yaygın olarak uygulanmaktadır⁶³.

Mortgage, tüketicilerin dışında kredi verenlere, genel ekonomiye ve sermaye piyasalarının derinleşmesine katkıları olan çok önemli bir finansal enstrümandır⁶⁴.

2.2 MORTGAGE'İN TARİHSEL GELİŞİMİ

Gelişmiş finans piyasalarında sermaye piyasalarının derinliğinin artmasına yol açan, bireylerin emlak sahibi olmalarını kolaylaştırarak, emlak piyasalarını canlandıran ipoteğe dayalı konut kredileri (mortgage) dünyada yaklaşık 900 yıldır kullanılan bir finansal araçtır⁶⁵.

Mortgage sisteminin temelleri 1800'lü yılların başında Danimarka'da atılmıştır⁶⁶. Dünyadaki ilk mortgage uygulamaları, 1190'lı yılların başlarında Avrupa'da görülmüştür. O dönemde, İngiltere'de kreditorler, gayrimenkul satın almak isteyenlere kredi verirken, bu gayrimenkulün mülkiyetini üzerlerinde tutar ve borcun ödenmemesi halinde gayrimenkulü satarak alacaklarını tahsil ederlerdi. Hatta, bu uygulamaya ilişkin bir düzenleme İngiliz Hukuku'nda yer almaktaydı⁶⁷.

1900'lu yıllardan itibaren, Avrupa'dan ABD'ye olan göçlerle birlikte ipoteğe dayalı konut kredileri sistemi, ABD'de de yaygınlaşmaya başlamıştır. ABD'de ilk

⁶³ Özgür Kurç, "Türkiye'de Konut Finansmanına Yeni Bir Yaklaşım: Mortgage Sistemi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, FBE, 2005), s.28.

⁶⁴ Abdioğlu, s.162.

⁶⁵ Suna Oksay, "Mortgage ve Türkiye", **Birlik'ten**, Sayı.2 (Ekim-Aralık 2005), s.10.

⁶⁶ Burhan Baloğlu ve Diğerleri, **100 Soruda Mortgage Uygulamaları**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2007-30, 2007, s.18.

⁶⁷ Oksay ve Ceylantepe, s.9.

düzenli ipoteğe dayalı konut kredileri uygulamaları 1930’larda, düşünülenin aksine bankaların değil, sigorta şirketlerinin öncülüğünde başlamıştır⁶⁸.

Sistem Avrupa’da 200 yıllık bir geçmişe sahipken, ABD’de 70 yıldan beri uygulanmaktadır. Günümüzde farklı biçimlerde birçok ülkede uygulanmaya devam etmektedir⁶⁹. Mortgage kredileri ülkemizde yeni yeni gündeme gelmeye başlamıştır. Bu kadar geç gelmesinin temel nedenlerinden biri ise yüksek reel ve cari faiz oranları olmuştur⁷⁰.

2.3 MORTGAGE SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİ

Mortgage sistemi, konut satın almak isteyen ancak yeterli fona sahip olmayanlarla ellerindeki fonları uzun vadeli olarak değerlendirmek isteyen fon sahiplerinin bir araya gelmesini sağlar. Bu bağlamda iki tarafın bir araya gelme aşaması aşağıdaki gibidir:

1. Konut kredisi talebinde bulunanlar öncelikle ödeme gücüne göre uygun bir konut beğenirler. Daha sonra bu konutu satın alabilmek için ihtiyaç duyduğu krediyi alabileceği konut finansman kurumlarından (kurumsal bir yapının mevcut olduğu ülkelerde uzman konut finansman kurumları ve genel finansman kurumları) birine başvuruda (başvuru formunun doldurulması, başvuru ücretinin ödenmesi vb. gibi işlemler yapılır) bulunurlar.

3. Kredi veren kurum, kredinin verilip verilmeyeceğine karar vermek için bazı kriterleri (PTI, LTV gibi) uygulayarak kredi talep eden tarafla ilgili kredi değerlendirmesi yapar.

3. Kredi değerlendirmesi sonucu olumlu çıkarsa kredi veren kurum beğenilen konutun değerlemesinin yapılması için gayrimenkul değerlendirme uzmanına ekspertiz raporu hazırlatılır ve konutun piyasa değeri belirlenir.

⁶⁸ Oksay ve Ceylantepe, s.9.

⁶⁹ Baloğlu ve Diğerleri, s.18.

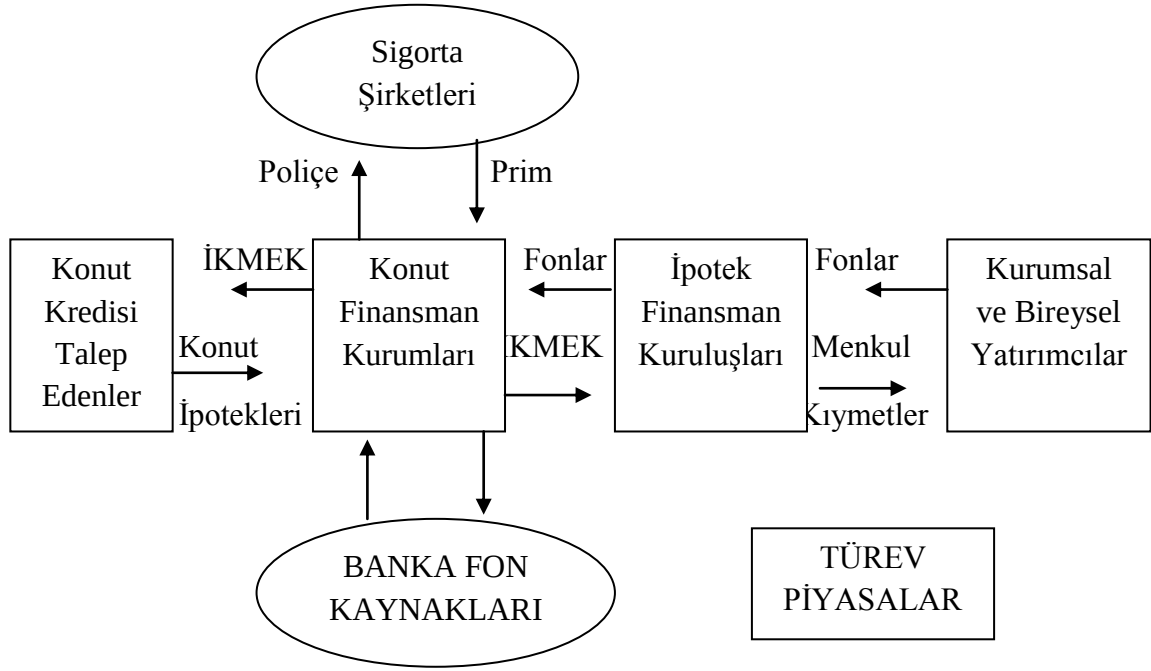
⁷⁰ Erdem Gülşen, “İpotekli Konut Finansman Sistemi Mortgage”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi, SBE, 2008), s.3.

4. Başvuru değerlendirmesinin olumlu çıkması sonucu kredi veren kurum ve kredi talebinde bulunan taraf kredinin vadesinde (15-30 yıl) ve sabit veya değişken faizli ipotek kredisi veya bunların türevlerinden birinde anlaşılacak şekilde seçilen ipotek kredisine ilişkin hususları belirleyip sözleşmeyi yaparlar. Finansman kurumları krediyi verirken, kredi konusu konut üzerinde ipotek tesis ederek kredilerini teminat altına alırlar. Krediyi alan kişi de evin değerinin tamamı için kredi alamayacağı için evin değerinin (genellikle) %25'i kadar peşinat öder. Sözleşme geri kalan %75 üzerinden yapılır. Ayrıca kredi talep edenler taksitleri ödeyememe riskine karşılık çeşitli sigorta (hayat sigortası vs.) uygulamalarını da gerçekleştirirler.

5. Kredi alanlar, krediyi düzenli ve zamanında öderlerse vade sonunda evin mülkiyetini edinirler. Ödemeleri kredi veren kuruma yaparlar. Kurum krediyi başka bir yere devrederse ödemeler kredinin transfer edildiği kuruma yapılır.

6. Konut finansman kurumları; kısa vadeli mevduatlarla uzun vadeli kredi açma riskini üstlenmemek, kredi alacağını hemen nakde çevirmek ve yeni kredilere fon yaratmak için konut kredilerini “İpotek Finansmanı Kuruluşları (İFK)”na satarlar. Böylece ipotek kredilerini menkul kıymetleştirerek elde etmekte diğer banka fon kaynaklarını kullanabilmekte ve ABD gibi bazı ülkelerde hazine fonlarından yararlanabilmektedirler. İpotek finansmanı kuruluşları ise; bu kredileri menkul kıymetleştirerek (ipotek fon katılma belgesi, varlığa dayalı menkul kıymet veya borç senedi ihraç ederek) kurumsal ve bireysel yatırımcılara satarlar. İFK'nın %49'u devlet (kamu bankaları ve TOKİ) %51'i özel sektöre (yerli ve yabancı bankalar ya da özel finans kuruluşları) ait olması gerekmektedir⁷¹.

⁷¹ Murat Berberoğlu, “Mortgage - İpotekli Konut Finansman - Sistemi ve Bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Cilt.1, Sayı.2 (Kış 2009), s.122.



Şekil 3.: İKMEK Sistemi

Kaynak: Esil Önal İnam, “İpotek Karşılığı Menkul Kıymetleştirilmiş Krediler ve Muhasebe Uygulamaları”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, SBE, 2008), s.9.

Mortgage sisteminde iki tür piyasa söz konusudur. Bunlar birincil ve ikincil piyasalardır. Yukarıda da anlatıldığı üzere konut satın almak için kredi başvurusunda bulunulmasından konut finansmanı kurumlarından kredinin alınmasına kadar ki süreç ve kredinin faiziyle birlikte belirli bir dönem içerisinde geri ödenmesi birincil piyasada yapılmaktadır. Konut finansmanı kurumlarının kaynak sağlayabilmek amacıyla ipotek kredilerini, ipotek finansman kuruluşlarına sattıkları ve bu kuruluşların da bu kredileri menkul kıymet ihraç ederek bireysel ve kurumsal yatırımcılara sattıkları süreç ise ikincil piyasada yapılmaktadır.

Tablo 1

Mortgage ile Konut Satın Alma Süreci

1.	Birincil Piyasa	Konut almak isteyen kişi satın almak üzere bir ev bulur ve kredi veren bir kuruma giderek kredi başvurusunda bulunur.
2.	Birincil Piyasa	Konutun değerinin, gayrimenkul değerlendirme uzmanları tarafından tespit edilmesi talep edilir (bazı ülkelerde zorunlu tutulmaktadır) ayrıca tapu sicil kayıtları incelenir.
3.	Birincil Piyasa	Kredi alan, konutun değerinin belirli bir miktarını (ülkeden ülkeye ve kredi veren kuruluşlara göre değişmekle birlikte, genellikle %20 ve altında bir orandır) peşin olarak verir.
4.	Birincil Piyasa	Kredi veren tarafından mortgage ile bağlantılı sigortaların yaptırılması talep edilir, bazen bu sigortalar kredi veren tarafından temin edilir ve maliyeti kredi alan kişiye yansıtılır (bazı ürünler, bazı ülkelerde zorunludur).
5.	Birincil Piyasa	Kredi onaylanır ve kredi veren kurum, gayrimenkul üzerine ipotek koymak suretiyle konut almak isteyen kişiye kredi verir.
6.	İkincil Piyasa	Kredi veren kurum, kredi karşılığında alınan ipoteklere dayalı olarak çıkardığı menkul kıymetleri satar ve daha fazla borç vermek için para toplar.

Kaynak: Oksay ve Ceylantepe, s.16.

Birincil ve ikincil piyasalar ilerleyen bölümlerde daha ayrıntılı olarak anlatılacaktır.

2.4 MORTGAGE SİSTEMİNDE İPOTEĞE YATIRIMIN

TAŞIDIĞI RİSKLER

Fiili getirinin beklenen getiriden farklı düzeyde gerçekleşmesi yatırımcının üstlendiği riski belirlemektedir. Riskin, fiili getirinin beklenen getiriden farklı düzeyde gerçekleşmesi şeklindeki tanımı, farklılığın sadece negatif değil aynı zamanda pozitif olabileceğini de içermektedir. Dolayısıyla, sadece kötü durum olan beklenen getiriden daha düşük bir getirinin gerçekleşebileceği durumu yanında, iyi durum olan beklenen

getirinin üstünde bir getiri elde edilebileceğini de söylemektedir. Zaten, risk sadece kötü durumların ortaya çıkma ihtimalini tanımlamış olsaydı, hiçbir yatırımcı risk üstlenme konusunda istekli olmazdı. Yatırımcıların risk üstlenme istekleri iyi durumların (fırsatların) gerçekleşebileceğinin ihtimal dahilinde olmasından kaynaklanmaktadır⁷². Bu bağlamda mortgage sisteminde ipoteğe yatırımın da hem kredi veren hem de kredi alan açısından birtakım riskler taşıdığını söyleyebiliriz. Bu risk kavramları “ipotek düzenlemenin taşıdığı riskler” ve “ipotek kredilerinin taşıdığı riskler” olmak üzere iki başlık altında toplanmaktadır.

2.4.1 İpotek Düzenlemenin Taşıdığı Riskler

2.4.1.1 Pipeline Riski

Belirli ödemesiz dönem zarfında teklif edilen ipotek faiz oranını onaylamama kararı alabilecek muhtemel kredi borçlularının seçtiği uygulamalarla ilişkili olan risktir⁷³. İpotek kredisi borçlusunun “mortgage pipeline”ı halen işlemde olan, onaylanmış fakat henüz kapatılmamış ya da kapatılmış fakat kârlı olarak satılmamış tüm kredileri içerir. “Pipeline riski” ise bu ipotek kredilerinin bir kısmının ya da tamamının kapatılmaması veya satılmaması riskidir. ⁷⁴. “Fiyat Riski” ve “Kredi Kullanmama Riski” olmak üzere iki kısımdan oluşur.

Fiyat Riski (Price Risk): Mortgage pipeline ile ilişkili faiz oranı riski fiyat riski olarak bilinir. Bu risk herhangi bir sabit faizli enstrümanı etkiler: faiz oranları yükseldiğinde menkul kıymetin piyasa değeri azalır ve tersi durumda tersi gerçekleşir. Arada faiz oranlarının düşmesi ve buna bağlı olarak mortgagein piyasa değerinin artması ihtimali de vardır⁷⁵. Bu nedenle ipoteği düzenleyen kurum gelecekteki faiz oranları beklentisine göre düzenlemiş olduğu ipotek kredisini ya mevcut koşullardan satar ya da yatırım olarak portföyünde tutar. Ancak yatırım olarak portföyünde tutması

⁷² Gürel Konuralp, *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, 2. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları, Ocak 2005, s.63.

⁷³ <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com> (17 Nisan 2009).

⁷⁴ Laurence G. Taff, *Investing in Mortgage Securities*, Illustrated Edition, CRC Press, 2003, s.134.

⁷⁵ Taff, s.134.

halinde, gelecekteki faiz oranları karşısında, ipotek kredisinin fiyatının değişmesi riski ile karşı karşıya kalacaktır⁷⁶.

Kredi Kullanmama Riski (Fallout Risk): İpotek kredisini almak için başvuruda bulunmuş ve adına taahhütname düzenlenmiş kişilerin kredi kullanmaktan vazgeçme riskleridir. Taahhütnamenin feshedilmesi ya da başvurunun geri çekilmesindeki temel neden, kredi talebinde bulunan kişinin daha uygun şartlarla fon sağlama şansını elde etmiş olmasıdır. Bir diğer önemli neden ise kredi konusu taşınmazın uzman raporlarının olumsuz olması nedeniyle alım işleminden vazgeçilmesidir. Kredi kurumu taahhüt ücreti aldıysa başvurunun geri çekilmesi halinde bu ücret başvuru sahibine iade edilmez. Bu ücret başvuru sahibinin kredi kullanmama opsiyonunun bedeli olarak işlem görür⁷⁷.

Pipeline risk ile ilgili tek zorluk fiyat riski ve kredi kullanmama riskleri kombinasyonunun, düşen piyasa faiz oranı açısından asimetrik risk dağılımı yaratmasıdır⁷⁸. Kredi veren kurum, piyasa faiz oranlarının yükselmesi durumunda fiyat riski ile karşılaşırken, piyasa faiz oranlarının düşmesi durumunda kredi kullanmama riski ile karşılaşır.

2.4.1.2 Stoklama Riski (Warehousing Risk)

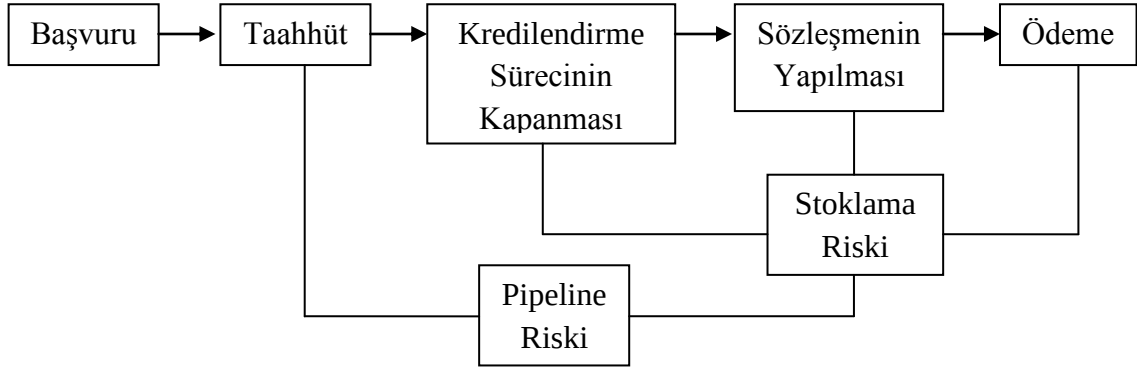
Stoklama kredi sözleşmelerinin belirli amaçlar doğrultusunda yeniden düzenlenmek amacıyla yatırımcı kurumun portföyünde tutulmasıdır. Kredilendirme süreci sona ermiş kredi sözleşmelerini menkul kıymetleştirmek ya da ikincil piyasada topluca satarak maliyet avantajı sağlamak isteyen kredi kurumları önce benzer sözleşmeleri bir araya getirerek bir grup oluştururlar. Stoklama yapan bir kredi kurumunun sadece fiyat riski vardır, kredilendirme süreci sona erdiği için kredi kullanmama riski yoktur⁷⁹.

⁷⁶ Alp ve Yılmaz, s.48.

⁷⁷ Dağlaroğlu, s.11.

⁷⁸ Taff, s.134.

⁷⁹ Frank S. Fabozzi, **The Handbook of Mortgage -Backed Securities**, 3. Ed, Chicago: Probus Publishing Company, 1992, s.26 Aktaran: Dağlaroğlu, s.12.



Şekil 4.: Risk Türleri

Kaynak: İlhan Uludağ, “Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri”, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 1997-48, Kasım 1997, s.23.

2.4.2 İpotek Kredilerinin Taşıdığı Riskler

2.4.2.1 Kredi Riski (Geri Ödememe Riski – Default Risk)

Kredi riski borç alan kişinin ödeme gücüne düşmesi durumunda oluşabilecek bir risktir. Kredi veren kurumun böyle bir risk ile karşılaşmaması için ipotek ödemelerinin kişinin gelirin oranını (PTI) ve alınan kredi tutarının gayrimenkulün değerine olan oranını (LTV) iyi değerlendirmesi ve bu oranları düşük olan kredilere öncelik vermesi gerekmektedir⁸⁰. Bu iki oran dışında riskin ortadan kaldırılabilmesi için, ipotek sigortasının gündeme getirilmesi ve kredi derecelendirme (rating) kurumlarının değerlendirmelerini dikkate almak gerekecektir⁸¹.

Kredi geri ödemelerinde aksaklık çıkması durumunda ise, ipotekli gayrimenkulün kredi veren kurum tarafından satılıp, kalan kredi bakiyesinin tahsil edilmesi yoluna gidilmelidir⁸².

⁸⁰ İTO, s.90.

⁸¹ Alp ve Yılmaz, s.56.

⁸² İTO, s.90.

2.4.2.2 Erken Ödeme Riski (Prepayment Risk)

İpotek kredisini alan taraflar, mevcut borçlarını, herhangi bir ödeme cezasına maruz kalmadan, vade tarihinden önce, ödenmesi gereken tutarlardan daha fazla ödeme yaparak veya borcunu tümünden ödeyerek kapatma hakkına sahiptir. Yani, ipoteğe yatırım yapan taraflar, ipotek kredisi almış olanlara, kredinin bir özelliği olarak, önceden ödeyebilme hakkını tanımaktadırlar. Böylece ortaya çıkabilecek nakit akımlarındaki belirsizliğe erken ödeme riski denmektedir⁸³.

Piyasa faiz oranlarının istikrarlı olduğu dönemlerde erken ödeme oranı düşük olmaktadır. Halbuki faiz oranlarının hareketli olduğu özellikle düştüğü dönemlerde artış olmaktadır. Bunun nedeni faiz oranlarının düşmesiyle kredi kullananların eski borçlarını kapatarak daha düşük faiz oranından tekrar borçlanma yoluna gitmeleridir⁸⁴.

Kredi veren kurumun kendini bu riskten korumak için kredi sözleşmesine erken ödemeyi yasaklayan ya da kısıtlayan hükümler koyabilmesi yasaldir⁸⁵.

2.4.2.3 Faiz Oranı Riski (Interest Rate Risk)

Bu tür riskler hem kredi borçlusunun hem de kredi alacaklısının karşı karşıya kalabileceği risklerdendir. Faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarının mortgage sözleşmelerinin düzenlenmesi sırasında esas alınan faiz oranlarından farklılık göstermesi durumunda ortaya çıkar. Riskten kimin ne kadar etkileneceği mortgagein türüne göre değişmektedir⁸⁶. Sabit faizli ipotek kredilerinde para piyasalarında faiz oranlarının artması durumunda kredi veren kurum parasını daha düşük olan sözleşme faiz oranına sabitlediği için zarar eder, kredinin değeri düşer. Bu durum borçlu açısından olumludur. Aynı durum değişken faizli kredilerde söz konusu olduğunda kredi veren değişen faiz oranını önceden belirlenen koşullarda sözleşmedeki faiz oranına yansıtabileceği için zarar etmez, fakat bu durum borçlu açısından olumsuzdur. Para piyasalarında faiz oranlarının düşmesi durumunda kredi veren ve borçlu açısından

⁸³ Gulamov, s.41.

⁸⁴ H. Erkoç Dalaman, “ABD’deki İpotek Kredisi, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ve Türkiye’de Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi, SBE, 1998), s.70.

⁸⁵ Bebercuma, s.36.

⁸⁶ Bebercuma, s.36.

ters etki yaratacaktır. İpotek kredilerinin vade yapıları uzun süreli olduğu için, kredi verenler açısından faiz oranı riski önemlidir.

2.4.2.4 Satın Alma Gücü Riski (Enflasyon Riski)

Enflasyon riski faiz oranı riskini beraberinde getirir. Dolayısıyla genellikle iki risk kavramından birlikte söz edilir. Faiz oranlarında olduğu gibi enflasyon oranlarında da artış söz konusu olduğunda enflasyon faiz oranlarına yansıdığı için kredi veren zarar ederken borçlu açısından bir zarar söz konusu olmamaktadır. Yalnız borçlu açısından bu durum, mortgagein türüne ve enflasyon oranlarında meydana gelen artışın borçlunun gelir düzeyine de yansımaları durumunda mümkündür. Aksi durumda borçlu, satın alma gücü azalacağı için geri ödememe riskiyle karşılaşabilir. Genellikle sabit faiz oranlı ipotek kredisi borçlularının karşılaştığı risk türüdür.

2.4.2.5 Likidite Riski (Liquidity Risk)

İhtiyaç duyulan miktarda fonun ihtiyaç duyulduğu anda uygun maliyetle bulunmaması, elde tutulan finansal varlığın istenilen zamanda ve fiyatta elden çıkarılmaması veya transfer edilememesi sonucunda zarara uğrama olasılığı olarak tanımlanabilmektedir. Bankaların aktif ve pasif kalemleri arasındaki vade uyumsuzluğu likidite riskine verilebilecek en iyi örnektir. Yükümlülükleri kısa vadeli olan banka topladığı fonları uzun vadeli kredilere ya da uzun vadeli diğer plasmanlara dönüştürdüğü takdirde likidite riskiyle karşı karşıya kalacak yükümlülüklerini vadesi geldiğinde yerine getirmek için gerekli fonları bulamayacaktır. Likidite riski ipotek kredilerinden ziyade bunlara dayalı çıkartılan menkul kıymetlerin vadesinden önce nakde çevrilememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. İkincil piyasaların gelişmediği durumlarda likidite riski artmaktadır. İkinci el ipotek piyasaları gelişmiş olan ülkelerde çıkartılan menkul kıymetlerde bu risk daha azdır. Çünkü bu menkul kıymetler gerektiğinde satılarak kolaylıkla nakde çevrilebilmektedir⁸⁷.

⁸⁷ Derya Dişbudak, “İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, 2006), s. 27.

2.5 MORTGAGE'IN TÜRLERİ

Gelişmiş ülkelerde, gelişmiş kurumsal bir yapının söz konusu olması durumunda gayrimenkul satın almak isteyen ancak yeterli fona sahip olmayan kişi ve kurumlara sağlanan kredinin ipotek kredisi olduğundan daha önce bahsetmiştik. Ve bu krediyi veren kurumların, kredi talebinde bulunanlara, krediyi verme konusunda belirli kriterleri (PTI, LTV, ön ödeme yapabilme vs. gibi) uyguladıklarından da bahsetmiştik. Bu kriterlerin uygunluğu halinde ipotek kredisi* almak isteyen kişi ve kurumlar kendileri için uygun olan ipotek kredisi türlerinden herhangi birini seçebilirler. Kredi talebinde bulunanlar bu seçimi yaparken, kredi veren kuruluşların kredi talebinde bulunanları belli kriterlere göre değerlendirdiği gibi, başvuracakları finansman kurumunun verebileceği ipotek kredisi türleri, kredilere uygulanan faiz oranları, kredi değerlendirme süreci gibi kriterlerini göz önünde bulundururlar.

Kredi talebinde bulunan kişi veya kurumların ve bu krediyi temin edecek olan finansman kurumlarının tercih ve beklentilerinin ipotek kredisi türlerinin geliştirilmesi üzerindeki etkisi, oldukça önemli düzeyde olmakla beraber, genellikle, kişi ve kurumların bu tercih ve beklentileri ülkenin genel ekonomik durumuna ve bu ekonomik durumun geleceğine endekslenmektedir. Dolayısıyla, ipotek türlerinin çeşitliliğini, ülkenin mevcut ekonomik durumu ve bunun geleceğiyle ilgili beklentiler oluşturmaktadır⁸⁸. Aşağıda ülkeden ülkeye farklılık gösteren çeşitli ipotek kredisi türleri “Geri Ödeme Özelliklerine Göre” ve “Faiz Yapılarına Göre” sınıflandırılarak anlatılmıştır.

2.5.1 Geri Ödeme Özelliklerine Göre Sınıflandırma

İpotek karşılığı menkulleştirilmiş krediler (İKMEK), geri ödeme özelliklerine göre 3'e ayrılmaktadır. Bunlar; Ana Para Ödemeli Mortgage, Faiz Ödemeli Mortgage ve Anapara ve Faiz Geri Ödemesiz Mortgage'dir.

* Mortgage her ne kadar klasik ipotek kavramı dâhilinde olmasa da mortgage'e ilişkin verilen krediyi ipotek kredisi olarak adlandırabiliriz.

⁸⁸ Alp ve Yılmaz, s.63.

2.5.1.1 Ana Para Ödemeli Mortgage

Anapara ödemeli mortgage’de; kredi alındıktan sonra yapılacak aylık ödemeler hem anapara ödemesini hem de anaparanın faiz ödemesini kapsar. Bu modelde, aylık ödemeler bittiğinde, kredinin tüm borçları da bitmiş olacaktır⁸⁹. Bu çeşit mortgage’lar belirli bir yıla (25 yıla) kadar yayılacak şekilde düzenlenirler⁹⁰.

Bu ürünlerdeki en önemli avantaj basit olması ve geri ödemelerin usulüne uygun şekilde yatırılması halinde mortgage’ın dönem sonunda tamamen ödenmiş sayılacağına garanti edilmesidir. En önemli dezavantajı ise faizin hesabı ve tahsil edilmesindeki usuldür. Bu hesaplamada mortgage’ın ilk yıllarında ödemelerin büyük kısmı faiz ödemelerine gitmekte bu sebeple anapara borcu az miktarlarda azalmaktadır. Bunun anlamı ise ana para borcunun büyük kısmı mortgage’ın son yıllarında ödenecektir⁹¹. Bununla birlikte bu tarz bir mortgage ürünü, diğerlerinden esnek olduğundan, istenildiğinde, mortgage dönemini kısaltmak üzere ödemeleri arttırma imkanı verir. (Bu durum sabit ya da iskontolu oranlarda, kredi kullandıranlar cezalar öngörmüş olabileceği için söz konusu olmayabilir.) Bu mortgage ürünüde hayat sigortası dahil değildir, ancak istenilmesi halinde yaptırılması gerekmektedir⁹².

2.5.1.2 Faiz Ödemeli Mortgage

Faiz ödemeli mortgage’de; isminden de anlaşıldığı üzere aylık ödemeler anapara olmaksızın sadece faizi içermektedir. Anapara’nın ödemesi vade sonunda tek bir seferde yapılmaktadır. Sistemde anapara ödemesinin garanti altına alınması için sadece mortgage’e özel finansal araçlar kullanılmaktadır. Örneğin İngiltere’de; “Emeklilik Planları (Pension Plans - PP)” ve “Hayat Poliçeleri (Endowment Policy – EP)” satın alınır veya “Bireysel Tasarruf Hesapları (Individual Saving Account – ISA)” kullanılır.

Bu mortgage türü “Yatırım Destekli Mortgage” olarak da adlandırılmaktadır. 90’ların başında sık kullanılan bu tür mortgage kredilerinde, yatırımın getiri oranı,

⁸⁹ Oksay, s.11.

⁹⁰ Özyüksel, s.28.

⁹¹ Caka, s.23.

⁹² Özyüksel, s.28-29.

borcun faizinden daha düşük seyretmeye başlayınca, birçok borçlu zarar etmiş ve kredilerini ödeyememiş, sistemde batık krediler artmıştır. Bu yüzden günümüzde bu kredi, finansal piyasalarda kullanılmamaktadır⁹³.

2.5.1.3 Anapara ve Faiz Geri Ödemesiz Mortgage (Reverse Mortgage)

Bu geri ödeme şekline “Ters Mortgage” de denilmektedir. ABD’de “Reverse Mortgage” olarak adlandırılan bu mortgage türü İngiltere’de “Life-time Mortgage” olarak adlandırılmaktadır.

Bu mortgage sözleşmesinde borçlunun yaşı 62’yi aşıysa (İngiltere’de bu yaş sınırı 55’tir) kanunen kendisine tanınan bir hak olan geri ödemesiz sistemde, anapara ve faiz taksitleri durdurulup, taşınmaz üzerinde oluşturulan ipoteğe eklenir ve vade boyunca faiz ve anapara ödemelerine uygulanan faizle birlikte birikir. Borçlunun evi satması, ölümü ya da evden taşınması durumunda borç mirasçılara ya da evin yeni sahibine intikal eder⁹⁴.

2.5.2 Faiz Yapılarına Göre Sınıflandırma

ABD başta olmak üzere birçok gelişmiş ülkede çeşitli ipotek kredileri mevcuttur. Aslında ipotek kredileri kendi içinde 1970 öncesi ve 1970 sonrası olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır. 1970 öncesinde gelişmiş ülkeler dahil olmak üzere birçok ülkede “Klasik İpotek Kredisi” olarak adlandırılan uzun vadeli, sabit faizli, anapara ve faizi kapsayan sabit aylık ödemeli bir yöntem kullanılmaktaydı. Dünya düzeninin değişmeye başlaması ve zorlaşan ekonomik şartlar sonucu 1970 sonrasında, ülke ekonomilerinde gözlemlenen enflasyon ve buna bağlı yüksek reel faiz oranları, alternatif ipotek kredisi türlerinin geliştirilmesini zorunlu hale getirmiştir⁹⁵. Bunlardan birkaçı aşağıda incelenecektir.

⁹³ Bebercuma, s.28.

⁹⁴ Bebercuma, s.28.

⁹⁵ Beberoğlu, s. 45.

2.5.2.1 Klasik İpotek Kredisi

1930’lardan beri uygulanan klasik ipotek kredileri, sabit faiz oranlı, eşit geri ödemeli ve tamamen amortize edilen bir konut kredisi şeklinde verilmektedir. Genelde enflasyon ve diğer risklerin faiz oranlarını değiştirmedeği, uzun yıllardır dengeli ekonomiye sahip ülkelerde uygulama alanı bulmuş olan kredi türüdür⁹⁶. Klasik ipotek kredisi olarak ifade edilen bu ipotek türünün arkasındaki temel düşünce, ipotek kredisinin vadesi ya da süresi olarak ifade edilen ve üzerinde anlaşılmaya varılan zaman içinde, ödünç alınan borcun, faiz ve anapara olarak eşit taksitlerle geri ödenmesidir. Böylece, dönem sonunda kredi tamamen geri ödenmiş olur⁹⁷. Klasik ipotek kredilerinde geri ödemeler aylık olarak yapılmaktadır. Vade ise konut kredilerinde 20-30 yıl arasında değişmekte, diğer gayrimenkullerde türüne göre farklılık göstermektedir. Klasik ipotek kredisi kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Bunlar;

a- Sabit Amortizasyonlu İpotek Kredisi (Constant Amortization Mortgage)

Özellikle Amerika’da kredi piyasasının ilk zamanlarında kullanılan bu kredi, birçok olumsuzluğun gözlemlenmesi üzerine ortadan kalkmıştır. ABD’deki insanların zamanla kazançlarının artmasına karşın, bu kredi geri ödemelerinin zaman içinde azalması, ilk yılda ödeme/gelir oranının çok yüksek olmasından ötürü insanların alabileceği kredi miktarının olumsuz yönde etkilenmesi, bu kredi türünün zaman içinde kullanımını yitirmesine neden olmuştur⁹⁸.

b- Sabit Faizli İpotek Kredisi (Fixed Rate Mortgage –FRM)

Genellikle 30 yıl vadeli olarak verilen sabit faizli ipotek kredileri de kendi içinde çeşitlenmiştir. Bu çeşitlenmede; **Çabuk Ödemeli İpotek Kredisi (quick pay – biweekly)** ve **Artan Özvarlık Ödemeli İpotek Kredisi (Growing Equity Mortgage – GEM)** olarak kredi verildiğini görmekteyiz. Çabuk ödemeli ipotek kredisinde, aylık sabit ödemeler, iki haftalık olarak ödenmeye başlamış, buna uygun olarak geri ödeme

⁹⁶ Burak Adıgüzel, **İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**, 1. Basım, İstanbul: Beta Yayınları, Hukuk Dizisi 913, Yayın No:1955, Mart 2008, s.17.

⁹⁷ Gulamov, s.44.

⁹⁸ Zehra Kaldırım, “İpoteğe Dayalı Konut Edinme Sistemi (Mortgage)”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, FBE, 2006), s.42.

tutarları arttırılmış ve vade yarısı kadar kısaltılmıştır⁹⁹(15 yıla indirilmiştir). Artan özvarlık ödemeli ipotek kredileri ise ipotek kredisi taksitleri 25 yıl olarak düzenlenir. Aylık taksitler eşit olup, faiz oranı sabittir ve vade sonuna kadar değişmez. Aylık ödemeler her yıl Mart ayında %4 arttırılır. Bu artırım yalnız anapara üzerinden yapılır. Böylece ödemede vade 15 yıla, hatta altına kadar inebilir¹⁰⁰. Artan özvarlık ödemeli ipotek kredisinin ilk yıl ödemesi klasik sabit faizli ipotek kredisi ile aynıdır fakat bakiye kısa vadede çok hızlı azalır¹⁰¹.

2.5.2.2 Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisi

(Graduated Payment Mortgage – GPM)

Artan geri ödemeli konut kredisi bazı kaynaklarda klasik konut kredisinin bir türü, bazı kaynaklarda ise ayrı bir konut kredisi türü olarak tanımlanmıştır. Artan geri ödemeli konut kredisinde de faiz oranı klasik konut kredisinde olduğu gibi sabittir. Ancak temel farklılığı ödemelerin eşit olmamasıdır. Bu kredi türünde ilk ödemeler klasik konut kredisinden daha düşük olmakta ve yıllar geçtikçe artmaktadır¹⁰². Aynı şekilde GPM ile klasik ipotek kredisinin bir çeşidi olan Artan Özvarlık Ödemeli İpotek Kredisi (GEM) de karıştırılabilir. Fakat GEM’de, Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisinden farklı olarak geri ödemeler vade boyunca artar ve vade yarısı (15 yıl) kadar azalır. GPM’de ise aylık ödemeler genellikle ilk 3-5 yıl boyunca arttırılır, daha sonra vade sonuna kadar (30 yıl) sabit hale dönüştürülür.

Bu sistemin temelinde, insanların iş deneyimleri gibi sebeplerden ötürü zamanla gelirlerinin artacağı düşüncesi yatmaktadır. (Türkiye’de Emlak Bankası’nın Ataşehir ve Bahçeşehir projelerinin satışında artan ödemeli ipotek kredileri alıcılara sunulmuştur.) Ayrıca bu kredi türünün ilk yılki aylık ödemelerinin, sabit faizli ipotek kredisine göre daha düşük olması sonucunda, daha fazla kredi alınabilmesi mümkün olmuştur. Ancak sabit faizli ipotek kredisinde de, artan ödemeli ipotek kredisinde de faiz oranı sabit olduğundan, ekonomideki olumsuzluklar karşısında ortaya çıkabilecek

⁹⁹ İlhan Uludağ, s.42.

¹⁰⁰ Gülşen, s.19.

¹⁰¹ Gürgün, s.52.

¹⁰² Şahin, s.11.

tüm risk kredi veren kuruma aittir¹⁰³. Bu kredi türünün ilk uygulamaya konulduğu ülke olan ABD’de bile enflasyon oranları düşük olmakla beraber bazı dönemlerde değişkenlik gösterdiğinden, kredi veren kurumlar açısından zaman içinde cazibesini yitirmiştir¹⁰⁴.

2.5.2.3 Değişken Faizli İpotek Kredisi (Variable Rate Mortgage – VRM)

Ayarlanabilir ipotek kredisi (Adjustable Rate Mortgage – ARM) olarak da bilinen değişken faizli ipotek kredisi, sabit faizli kredinin uygulanması esnasında ortaya çıkan vade uyumsuzluğu sorununu* ve enflasyonun geri ödemeler üzerindeki olumsuz etkisini** gidermek amacıyla bir alternatif olarak uygulamaya geçmiştir¹⁰⁵.

Değişken faizli ipotek kredisinin işleyişiyle ilgili bazı kavramlar aşağıda ele alınmıştır:

- **Ayarlama Dönemi:** Faiz oranının belirlenme aralığı, kredi faizinin piyasa koşullarına uygun olarak belirli endekslerle yeniden belirleneceği süreleri gösterir. Süre sözleşme imzalanırken belirlenir. 6 ay, 1 yıl, 3 yıl, 5 yıl (ülkenin ekonomik durumuna göre) aralık olarak seçilebilir. Faizin yeniden belirlenmesine kadar geçen sürede taksitler eşittir. Aralık uzadıkça kredi kurumu için faiz riski artar. Bu nedenle en çok tercih edilen aralık 1 yıldır. Faiz belirleme aralığı uzadıkça kredinin değeri düşecektir. Çünkü faiz riski artacaktır¹⁰⁶.
- **Endeks:** Endeks, kredi faizinin yeniden belirlenmesinde referans alınan piyasa faiz oranıdır. Değişken faizli ipotek kredilerinde ayarlama dönemleri boyunca uygulanacak olan faiz oranı, kredi sözleşmesinde esas alınan endeks oranına (benchmark index – BI) yine sözleşmede belirlenen sabit bir faiz oranı (spread) eklenerek bulunmakta ve dönem

¹⁰³ Kaldırım, s.47.

¹⁰⁴ Alp ve Yılmaz, s. 73.

* Vade uyumsuzluğu sorunu (mismatch), kredi veren kurumların vermiş oldukları kredilerin vadesi ile bu kredileri verebilmek için toplamış oldukları fonların vadelerinin farklı olmasıdır. Ekonomik konjonktürün ve buna bağlı olarak faiz oranlarının değişmesi halinde ortaya çıkar.(alp ve yılmaz, s.75.)

** Enflasyon faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. Yükselen faizler de kredi müşterilerinin, özellikle sözleşmenin ilk yıllarındaki ağır reel taksit ödemesi nedeniyle ödeme güçlükleri yaşamasına sebep olmuştur.

¹⁰⁵ İTO, s.81.

¹⁰⁶ Şahin, s.14.

kredi faiz oranı olarak belirlenen bu oran kullanılmaktadır¹⁰⁷. Belli dönemlerde yapılan bu ayarlamalarla faiz oranları değiştirilebileceği gibi, bazı durumlarda ödemeler sabit tutularak geri ödeme süresi de arttırılabilir¹⁰⁸. Kredi faiz oranları yeniden belirlenirken baz alınan iki endeks hazine bonoları faiz oranları ve COFI* (Cost of Fund Index) endeks ve ya LIBOR (London Interbank Offered Rate)'dur. Hazine kağıdının getirisi endeks olarak kullanılacaksa faizin yeniden belirlenme aralığı ile kağıdın vadesi eşit olmalıdır. Yani kredinin faizi yılda 1 kez yeniden belirleniyorsa 1 yıl vadeli hazine bonosunun faizinin kullanılması gereklidir¹⁰⁹.

- **Marj:** Faiz oranı her dönem, o dönemin faiz endeksi üzerine önceden belirlenmiş bir miktar ilave ederek belirlenir. Bu ilave miktara marj denilir. Bu marj genellikle %(2-4) civarında olup, değişken faizli ipotek kredisi kontratının diğer şartlarına göre değişir¹¹⁰.

Bu kredi türü, kredi veren kurumları faiz oranlarındaki değişim riskine karşı korur, riski bir bakıma ipotek borçlusuna aktarır. Dolayısıyla kredi veren kurumlar değişken faizli ipotek kredisinin bu avantajı sebebiyle ipotek kredisi alanları sabit faizli ipotek kredisi yerine değişken faizli ipotek kredisine yöneltmeye çalışırlar. Bunu da faiz oranlarını, başlangıç faiz oranlarına göre daha düşük tutarak sağlamaya çalışırlar.

Örneğin; kredi sözleşmesinde yer alan sabit faiz oranının %2, endeks oranı olarak kullanılan 1 yıllık hazine bonusu faiz oranının %6,5 olduğu bir ortamda, başlangıçta uygulanacak faiz oranının %8,5 olması gerekirken, kredi veren kurum %6,75 oranında bir kredi faiz oranı uygulayarak değişken faizli ipotek kredisini daha cazip hale getirmek isteyebilmektedir¹¹¹.

Daha öncede bahsettiğimiz gibi enflasyon ve buna bağlı olarak da faiz oranları değişken ve artan tutarlı ekonomilerde klasik ipotek kredileri değil değişken faizli

¹⁰⁷ Fabozzi, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 1995, s.21.

¹⁰⁸ Berberoğlu, s.47.

* COFI, uzman konut finansmanı kurumlarının ağırlıklı ortalama fon maliyetleridir.

¹⁰⁹ Dağlaroğlu, s.25.

¹¹⁰ Berberoğlu, s.48.

¹¹¹ İTO, s.83.

ipoteke kredileri uygulanabilir. Bunun sebebi de gelecekteki nakit akışlarının değerini enflasyonun azaltmasıdır. “Tilt problem” olarak bilinen enflasyon oranı arttıkça nakit akışlarının değerini azaltması durumu enflasyon yaşanan ülkelerde değişken faizli ipotek kredilerin hacminin artmasına ve çeşitlenmesine sebep olmuştur. Bunlardan en çok bilinenleri “Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi (PLAM)” ile “İki Oranlı İpotek Kredisi (DRM)” dir.

2.5.2.4 Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi

(Price Level Adjusted Mortgage – PLAM)

Fiyat seviyesine endeksli konut kredisi, kredi veren kurumları vade uyumsuzluğu ve dolayısıyla faiz oranı riskine karşı koruyan bir kredi türüdür. Reel faizin sabit olduğu bu sistemde, her yıl borcun kalan kısmı enflasyon oranında arttırılmakta, ortaya çıkan tutar kalan süreye göre tekrar taksitlendirilmektedir. Bazı yönlerden değişken faiz kredisine, bazı yönlerden ise klasik konut kredisine benzemektedir. Değişken faizli konut kredisine benzerliği, verilen krediye uygulanan faiz oranının belirli dönemlerde değişmesi ve kredi veren kurumu faiz oranı riskine karşı korumasıdır. Klasik konut kredisine benzer yanı ise; Klasik konut kredisinde aylık geri ödeme tutarları nominal olarak sabit tutarlar olarak yerine getirilirken, fiyat seviyesine endeksli konut kredisinde aylık geri ödeme tutarları enflasyon oranları çerçevesinde nominal olarak değişmekle birlikte reel olarak bu tutarlar sabittir. Başka bir deyişle, PLAM’de aylık ipotek kredisi geri ödeme tutarları satın alma gücü bakımından eşit ödemeler şeklindedir¹¹². Böylece enflasyon riskini ortadan kaldırmaktadır. İpotek kredisi türleri içinde yalnızca PLAM satınalma gücü riskini tamamen elimine eden kredi türüdür. Bununla beraber, ikinci el piyasalarının gelişmemiş olması nedeniyle PLAM’lerin likidite riskleri yüksektir¹¹³.

PLAM türü ipotek kredilerinde aylık ipotek geri ödeme tutarlarını hesaplayabilmek için, belirli unsurların kredi sözleşmesinde yer alması gerekmektedir. Bunlar; reel faiz oranı, kredinin süresi ve fiyat düzeyini hesaplamak için kullanılacak

¹¹² Şahin, s.15.

¹¹³ Eva Marikova Leeds, “The Riskness of Price-Level Adjusted Mortgages”, **Rewiev of Business**, Vol.15, No.1 (2001), s.42.

endeks (genellikle tüketici fiyat artış endeksi kullanılmaktadır)'tir. Her yıl vadesi gelen fiili ödemeleri hesaplayabilmek için, geri ödeme tutarlarının enflasyon düzeltme faktörü ile çarpılması gerekmektedir¹¹⁴.

Reel faiz oranı yaklaşık olarak nominal faiz oranı ile enflasyon arasındaki farka eşittir. Reel faiz oranı, enflasyon ayarlamalı faiz oranı olarak da bilinmektedir. Reel faiz oranı, enflasyonun bulunmadığı durumda, kredi verenin krediden beklediği verim oranını vermektedir¹¹⁵.

Fiyat seviyesine endeksli kredinin uygulanabilir olması için en temel varsayım, borç alan kişinin gelirinin de ayarlama dönemleri boyunca belirlenen endeks oranında artmasıdır. Böyle bir varsayımın gerçekleşmemesi durumunda, yani kredi borçlusunun gelirinin endeks oranı ile aynı oranda artmaması durumunda, borç alan kişinin geliri içerisindeki geri ödeme payı sürekli olarak değişiklik gösterecek ve kişinin ödeme güçlükleri zaman içerisinde daha da artacaktır¹¹⁶. ABD'deki vergi kanunları fiyat düzeyine ayarlı ipotek kredisinin kullanılmasını engellemektedir. Çünkü kredi kurumları endekslenmiş bu anapara ödemeleri üzerinden vergi vermek zorunda kalmaktadırlar. Oysa bu gelir henüz elde edilmemiştir. Kredi kurumları endeksleme dolayısıyla artmış görünen kredi bakiyesi ancak vade sonunda elde edilebilmektedir. Nakit akımlarının kredi vadesine yayılması ve verginin olumsuz etkisi nedeniyle kredi veren kurumlar fiyat düzeyine ayarlı ipotek kredisine çok sıcak bakmamaktadırlar¹¹⁷. Geri ödemelerde oluşabilecek bu tür sorunların giderilmesi amacıyla iki oranlı ipotek kredisine geliştirilmiştir.

2.5.2.5 İki Oranlı İpotek Kredisine (Dual Rate Mortgage - DRM)

Çift endeksli ipotek kredisine Amerika'da var olmamıştır. Enflasyonun yüksek seviyelere ulaştığı Meksika ve Latin Amerika'da popüler olan bir ipotek aracıdır¹¹⁸.

¹¹⁴ Alp ve Yılmaz, s.88.

¹¹⁵ Dalaman, s. 44.

¹¹⁶ İTO, s.84.

¹¹⁷ Dağlaroğlu, s.30.

¹¹⁸ What is a Dual Index Mortgage? (t.y) <http://www.mortgageqna.com/mortgage-loan-types/what-is-a-dual-index-mortgage.html> (13 nisan 2009).

İpotek kredisi borç bakiyesi enflasyon oranında değiştirilirken, kredi faiz oranları gelir artış oranına göre değiştirilen ipotek kredisidir¹¹⁹.

İki oranlı ipotek kredisinde iki endeks oran mevcuttur. Biri kredi borç bakiyesini sözleşmede belirtilen dönemler itibariyle yeniden ayarlayan enflasyon oranı; diğeri ise kredi geri ödemelerini sağlayan borçlunun gelir düzeyindeki artış oranıdır. Bu iki endekse göre ipotek kredisinin yeniden ayarlanmasıyla hem kredi veren kurum enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimlerden korunuyor hem de borçlunun geri ödememe sorunu ile karşılaşmaması sağlanıyor. DRM, bahsedilen ilk endeks oran özelliğiyle PLAM ile benzerlik gösterirken ikinci endeks oran özelliğiyle PLAM'dan ayrılmaktadır.

Endeks olarak alınan enflasyon oranlarında meydana gelen artış, kişinin gelir düzeyinde meydana gelen artışın üzerinde gerçekleşmişse, yeni geri ödeme tutarları kişinin gelir düzeyindeki artışlara göre belirlenecek, arada oluşan fark kredi bakiyesine eklenecektir. Ayrıca gelir düzeyindeki artışların, enflasyonun üzerinde kaldığı dönemlerde, artışlar gelir düzeyine göre belirlenecektir. Böylelikle, kredi bakiyesindeki artışlar daha yüksek geri ödeme ile telafi edilecektir¹²⁰. Örneğin, enflasyon oranının %30, kredi almış kişilerin gelir artış oranının %20 olması halinde, mevcut kredi bakiyesi %30 yükseltilecek kişilerin geri ödeme tutarları ise %20 oranında arttırılacak, arada oluşacak fark ise (kişilerin, enflasyona göre düzeltilmiş kredi bakiyesine kıyasla düşük geri ödemede bulunması nedeni ile) mevcut kredi bakiyesine ilave edilecektir. Söz konusu nedenden kaynaklanan farklar ise zaman içinde birkaç şekilde (toplu ödemeler ya da kredi vadesinin uzatılması gibi) geri ödenecektir¹²¹.

2.5.2.6 Karma (Hybrid) Mortgage

Karma ipotek kredileri, adından da anlaşılacağı gibi, farklı ipotek kredilerinin özelliklerini bünyesinde taşıyan bir ipotek kredisi türüdür. Bu ipotek kredilerinde genellikle klasik ipotek kredisi ile değişken oranlı ipotek kredisinin sahip olduğu

¹¹⁹ Hülya Demir ve Vildan K. Palabıyık, “Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredisi Sistemi”, **HKM Jeodezi, Jeoinformasyon ve Arazi Yöntemi Dergisi**, Sayı.2005/92 (Mart 2005), s.7.

¹²⁰ Şahin, s.17.

¹²¹ Kurç, s.36.

koşulların karması bir geri ödeme yöntemi uygulanır¹²². Kredi veren kurum, faiz oranı riskine karşı korunmak amacıyla kredi geri ödemelerinin başlangıçta sabit olduğu, daha sonra ise faiz oranı ve geri ödeme tutarının sözleşmede belirtilen endekse göre yeniden hesaplandığı karma ipotek kredisini yaratmıştır. Başlangıçta sabit kalınan dönem, tarafların anlaşmasına bağlı olarak 5, 7, 10 yıl gibi sürelerdir¹²³.

2.5.2.7 Basamaklı / Sabit Ödemeli İpotek Kredisi

(Tiered Payment Mortgage –TPM)

Berberinde Hesap Açılan İpotekler (Pledged Account Mortgages – PAM) olarak da bilinir. İpotek kredisi alındığında yapılan peşin ödemenin bir kısmı ya da tamamı için faiz getirici bir hesap açılması ve kredi borcunun ödenmesi sırasında bu hesaptan yararlanılması esasına dayanır¹²⁴.

Sıralı ödemeli ipotek kredileri tek bir yolla ödeme avantajını temin ederler. İpotek kredileri, piyasa tahakkuk oranını ve 15 yıl veya az yaygın olarak, 30 yıl vadeyi uygular, fakat ödeme, kredinin reel faiz oranından 300-500 taban puan kadar az bir faiz oranına dayanarak hesaplanır. Yapı negatif amortizasyona* izin vermez. Bu nedenle eğer ödeme, vadesi gelmiş reel faiz oranına dayanan kredi üzerindeki faiz oranının ödenmesi için gereken miktardan az ise, borçlunun ödemesi ve ödenmesi gereken birikmiş tüm faiz miktarı arasındaki fark, borçlu, satıcı, müteahhit veya diğer kişiler tarafından kurulan destek hesap tarafından tamamlanmalıdır. Ödemeler her yıl düzeltilir ve ödemenin, geri kalan vadesi boyunca krediyi tamamen amortize edene kadar her yıl için maksimum %7,5 arttırılmasına izin verilir¹²⁵.

Basamaklı/Sabit ödemeli ipotek kredilerinin başlangıç aylık mortgage ödemeleri, artan geri ödemeli ipotek kredisi (GPM) gibi klasik ipotek kredisinin

¹²² Jeffery D. Fisher ve Brain R. Webb, “Hybrid Mortgages: A Blend of Debt and Equity”, **Real Estate Finance**, Vol. 1, No.2 (1994), s. 36.

¹²³ İTO, s.88.

¹²⁴ Haydar Boysal, “İpotek Sözleşmeleri piyasası, Başlıca İpotek Sözleşmeleri Türleri ve İpotek Arkalı Yeni Menkul Kıymet Türlerinin Özellikle ABD Uygulaması Esas Alınarak İncelenmesi”, **SPK Raporu**, 1987, s.25 Aktaran: Gülşen, s.33.

* Negatif amortizasyon, toplam taksit ödemesinin dönem faizini karşılamada yetersiz kalması nedeniyle borç bakiyesinde meydana gelen artıştır. (dağlaroğlu,s.26)

¹²⁵ Frank J. Fabozzi, **The Handbook of Mortgage-Backed Securities**, Illustrated 5.ed., McGraw-Hill Professional, 2001, s.15.

altındandır. Buna rağmen GPM den farklı olarak burada negatif amortizasyon yoktur¹²⁶. TPM’lerin VRM’lerden farkı ise, bu kredilerde geri ödemeler kademeli olarak artmasına rağmen ödeme planının önceden belli olmasıdır. Ayrıca TPM’lerde uygulanan başlangıç faiz oranları piyasa koşullarına göre oldukça düşüktür¹²⁷.

2.5.2.8 İskontolu İpotek Kredisi (Buydown Mortgage)

İskontolu ipotek kredisi, mortgage kredisinden daha çok bir finansman yöntemidir. Büyük kredi arayan ancak birkaç yıl aylık ödemeleri yapabilecek paraya sahip olmayacak kişiler için yararlıdır. Temelde, geçici olarak konut kredisi üzerinde faiz oranını azaltmayı sağlar. İskontolu ipotek kredisinde faizi indirmek için toptan para ödenir ve borçlananın aylık ödemelerinin sırasıyla ekleneceği bloke hesaba aktarılır. Konut satıcısı genellikle bu toptan parayı, mülkünü satın alsın diye birisi için finansal teşvik gibi öder. Bazen kredi veren toptan parayı öder, bu “kredi veren iskontosu” olarak adlandırılır. Genellikle kredi veren toptan parayı sağlar çünkü iskontolu ipotek kredisi üzerinde belirlenen oran piyasa oranından daha yüksek belirlenir. Dolayısıyla, tüm iskonto düzenlemeleri bittiğinde kredi veren daha yüksek faiz oranından borç vermiş olur. Örneğin; piyasa oranı %7 ise kredi veren iskonto oranını %8 olarak belirler. Eğer 3-2-1 iskontolu ipotek kredisi alacaksınız faiz oranı, ilk yıl %5, ikinci yıl %6, üçüncü yıl %7 ve sonraki her yıl %8 olacaktır¹²⁸.

Bu hem borçlu hem de kredi veren için yararlıdır. Kredi veren tüm parasını ve çoğunlukla faiz oranından daha fazlasını geri alır. Diğer taraftan borçlu, başlangıç düşük faiz oranı ile krediye erişebilir. İskontolu ipotek kredilerinin üç tipi vardır. Bunlar; 3-2-1 iskontolu, 2-1 iskontolu ve 1-0 iskontoludur. 3-2-1 iskontolu, faizi en çok düşürendir. %6’lık iskonto söz konusudur. İlk yıl %3, ikinci yıl %2 ve üçüncü yıl %1 iskonto sağlar. 2-1 iskontoluda; ilk yıl %2 ve ikinci yıl %1 iskonto sağlar. Ve son olarak 2-1 iskontoluda; ilk yıl %1 faiz iskontosu sağlanır, sonraki her yıl sözleşmedeki oran üzerinden ödeme yapılır.

¹²⁶ Frank J. Fabozzi, **The Handbook of Fixed Income Securities**, Illustrated 6.ed., McGraw- Hill Professional, 2001, s.560.

¹²⁷ Alp ve Yılmaz, s.91.

¹²⁸ *What is a Buydown, 3-2-1 Buydown, 2-1 buydown and 1-0 buydown?*, (t.y) <http://www.creditanddebt.com/mortgage/buydown.html> (6 Nisan 2009).

2.5.2.9 Yüksek Ödemeli İpotek Kredisi (Balloon Mortgage)

Yüksek ödemeli ipotek kredisi, 30 yıllık itfa tarifesine dayanan aylık ödemelere sahiptir, fakat ipotek kredinizi cari oranda kapatmayı tercih etmezseniz tüm ipotek kredi hesabının vadesi 5. ya da 7. yılın sonunda gelir*. Dolayısıyla 30 yıllık kredili birisi gibi düşük aylık ödemenin avantajına sahip olursunuz, fakat belirlenen vadede krediyi ödemek zorundasınız ya da vade sonunda sıfırlama seçeneğini uygularsınız. Ayrıca yüksek ödemeli ipotek kredinizi yeniden finaslama** hakkınız da vardır. Yüksek ödemeli ipotek kredisi ile farkında olunan ek bedeller şunlardır:

- Yüksek ödemeli ipotek kredisinin vadesinden önce evi satmayı planlıyorsanız bu tip ipotek kredisi iyi bir seçenek olabilir. Fakat kredi vadesi geldiğinde sonunda evde kalırsanız, mortgage'i sıfırlamaya veya yeniden finanse etmeye ihtiyacınız olur.
- Yüksek ödemeli ipotek kredisi, genellikle diğer ipotek türlerine göre daha hafif başlangıç faiz oranı azalmasıyla sonuçlanır. Yüksek ödemeli ipotek kredisi ile ARM veya sabit oranlı ipotek kredisinden daha büyük bir kredi miktarına erişebilirsiniz.
- Yüksek ödemeli kredi dönemi boyunca faiz oranları artarsa, mortgage'i sıfırladığınızda veya yeniden finanse ettiğinizde aylık ödemelerinizde daha büyük artışlara sahip olursunuz¹²⁹.

2.5.2.10 İki Aşamalı İpotek Kredisi (Two Step Mortgage)

İki aşamalı ipotek kredisi, sabit faizli ipotek kredisine benzemekle birlikte, başlangıçtaki faiz oranı kredinin vadesi boyunca (genellikle yedinci yılın sonunda)

* Balloon mortgageler kredi vadesi içerisinde birkaç defa, belirli dönemlerde yüklü ödemelerin yapılması şeklinde organize edilebileceği gibi, düzenli bir taksit ödeme döneminin sonunda tek parça olarak bakiye tutarının ödenmesi şeklinde de düzenlenebilir.

** Yeniden finaslama (refinance), ilk kredi veren ile daha yüksek bir faiz oranından yapılan yeni bir ipotek anlaşmasıdır.

¹²⁹ Balloon/Reset Mortgages, (t.y)
http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what_is/balloon_reset.html (6 Nisan 2009).

yalnızca bir defa değişmekte ve yeni faiz oranı kredinin geri kalan vadesinde uygulanmaktadır¹³⁰.

İki aşamalı ipotek kredilerinde, vade boyunca bir defa bile faiz oranı mevcut koşullara göre yeniden belirlendiğinden kredi veren kurumlar faiz oranı risklerini azaltırlar. Buna karşılık kredi alanlara bu kredi türünün cazip gelmesi için başlangıç piyasa faiz oranlarına göre daha düşük oranlar teklif edilir¹³¹.

2.6 İPOTEK PİYASASI VE İPOTEKLİ SERMAYE

PİYASASI ARAÇLARI

Gayrimenkul finansmanın kurumsal bir yapı içerisinde çözümlenmesinde, ipotekli konut kredilerinin verilmesi ve bunların sürdürülebilir nitelikte olmaları ipotek piyasalarının gelişimi açısından çok önemlidir. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, ipotekli konut kredisi veren kurumlar yeni kredilere imkan sağlamak amacıyla düzenlemiş oldukları kredileri satarak ya da bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraç ederek kendilerine fon sağlamaktadırlar¹³². Bu noktadan hareketle aşağıda ipotek piyasası ve onun önemli bir unsuru olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler detaylı olarak incelenmiştir.

2.6.1 İpotek Piyasası

Bir ekonomide fon talep edenler ile fon arz edenler arasındaki iletişimi sağlayan, fon akımlarını düzenleyen kurumlar ve finansal araçlar ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurullardan oluşan yapı finansal piyasa olarak tanımlanır¹³³. Finansal pazarların yapısını ortaya koyabilmek için bu pazarları türlü açılardan ayırmak olanaklıdır. Finansal pazarlar ilk olarak para ve sermaye pazarları, ikinci olarak da, ipotek pazarları olmak üzere iki ana alt ayrıma ayrılabilir¹³⁴. Para ve sermaye piyasalarına baktığımızda bir yıldan kısa vadeli finansal varlıkların işlem gördüğü

¹³⁰ Fabozzi, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 1995, s.25.

¹³¹ Alp ve Yılmaz, s.93.

¹³² İTO, s.91.

¹³³ Erdem Tonguç, "Para Politikaları ve Finansal Piyasalar", *Genbilim*, Ocak 2001 <http://www.genbilim.com/content/view/1398/89/> (20 Nisan 2009).

¹³⁴ Baydemir, s.20.

piyasa para piyasası, bir yıldan uzun vadeli finansal varlıkların işlem gördüğü piyasa ise sermaye piyasası olarak adlandırılır.¹³⁵ İpotek piyasası ise; gayrimenkul üretiminden ve satışından başlayıp, para ve sermaye piyasalarından geçerek birikimlerin değerlendirilmesi aşamasına kadar uzanan fonksiyonel bir piyasadır¹³⁶.

Daha geniş bir tanımla ipotek piyasası, çeşitli amaçlarla talep edilen ve bu kapsam içinde konut finansmanı amacıyla da talep edilen fonların arz edildiği, bu konuda uzmanlaşmış fon kurumlarının içinde yer aldığı, konut kredileriyle ilgili faiz ve diğer hizmetlerin bedellerinin yurt çapında yasalarla düzenlenmiş olduğu örgütlü piyasalardır¹³⁷.

İpotek piyasaları incelendiğinde, birbirinden kesin çizgilerle ayrılmış olmamakla birlikte birincil ipotek piyasaları ve ikincil ipotek piyasaları karşımıza çıkar. Birincil ipotek piyasaları konut finansman kredisi talep eden ünitelerle bu krediyi arz eden fon kurumlarının karşı karşıya geldiği ortamdır. Bu piyasada bir ekonomik birime ipotek kredisi açıldığında bu hizmet başlar. Piyasanın katılımcıları konut satın almak isteyenler ile konut finansmanı amacıyla kredi arz eden uzman kurumlardır. Ancak ipotek tesis edildikten ve kredi açıldıktan sonra, bu ipotek kredisinin ilk alacaklı kurum tarafından, başka bir fon kurumuna (emeklilik fonu, sigorta şirketi) satılması durumunda bu işlemler ikincil ipotek piyasasını oluşturur. Fonksiyonlar açısından incelendiğinde birincil ipotek piyasası fonlama, hizmet ve yatırım işlevlerinin ağırlıklı olarak yapıldığı piyasa iken ikincil piyasalarda daha çok dönüştürme ve sigorta işlevleri yerine getirilir¹³⁸. Bu fonksiyonların tanımları aşağıdaki gibidir¹³⁹:

Fonlama (origination – ipoteğin tesis edilmesi): Bir finansal kurumun, ödünç almak isteyen birime bir gayrimenkul ipoteği karşılığında kredi açması durumudur. İpotek kredilerini düzenleyenler, her ülkenin mali sektörü ve bu sektörde yer alan mali kurumlara göre farklılık gösterir.

¹³⁵ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, Genişletilmiş 2. Basım, İstanbul: Literatür Yayınları, Mart 2003, s.28.

¹³⁶ Mehmet Tugay Nural, “Mortgage Sistemi, Dünya Üzerindeki Uygulamaları ve Türkiye’deki Uygulanırlığı”, **(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Haliç Üniversitesi, SBE, 2006)**, s.15.

¹³⁷ İlhan Uludağ, **Türkiye’de Yaşamda ve Yazında Konut Sorununun Gelişimi**, Konut Araştırmaları Dizisi:2, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 1996, s.30 Aktaran: Yalçın Cebe, “İpotekli Konut Kredi Sistemi ve Türkiye Uygulaması”, **(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, SBE, 2007)**, s.66.

¹³⁸ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar, Kurumlar, Araçlar**, 1. Basım, İstanbul: Beta Basım Yayım, Temmuz 1999, s.399.

¹³⁹ Cebe, s.69.

Hizmet (servicing – kredinin yönetilmesi): Bu fonksiyon aylık anapara ve faiz ödemelerinin toplanması, ilgili kayıtların tutulması, ödenmesi gerekli vergiler ve risk sigortası için taahhüt edilen hesapların tutulması fonksiyonlarını içermektedir.

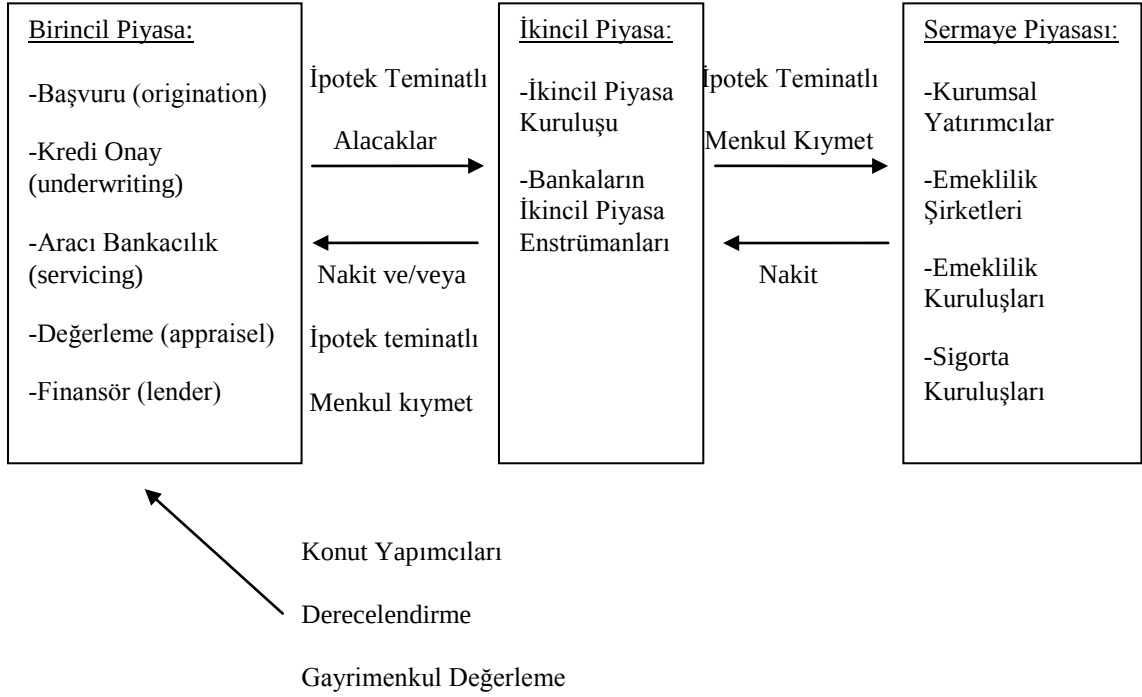
Yatırım (investment): İpoteği nihai olarak portföyünde bulunduran kişi veya kuruluşun üstlendiği bir fonksiyondur. Eğer ilk krediyi veren birim ipoteği portföyünde tutarsa, yatırımcı da kendisidir. Eğer krediyi açan ipoteği satarsa yatırım fonksiyonu ikinci kredi türüne geçmiş olur.

Dönüştürme (transformation): Bu fonksiyon ipotek kredisinin yatırımcılara daha kolay şekilde satabileceği bir biçime dönüştürülmesidir.

Sigortalama (insurance): Kredinin ödenmesi veya programa uygun bir şekilde ödenmemesi riskinin paylaşılması işlemleridir. İpotek kredisini almak isteyen taraflar, krediyi alan tarafından ve krediyi veren tarafından yapılan iki tür ipotek sigortasından yararlanabilirler.

Birinci el piyasada ipotek kredileri düzenlenmekte, ikinci el piyasada ise düzenlenmiş olan bu krediler işlem görmektedir, diğer bir deyişle, alınıp satılmaktadır. İpotek piyasasının bu iki alt bölümü arasında çok güçlü bir ilişki vardır. Birinci el piyasanın gelişimi yani gayrimenkul sektörüne akacak olan fonların sürekli olması için, ikinci el ipotek piyasasının gelişmiş olması şarttır. Öteyandan ikinci el piyasanın sağlıklı bir biçimde gelişimi de istikrarlı ve sağlıklı bir birinci el piyasanın olmasına bağlıdır. Zira, birinci el piyasada ipotek kredileri belirli özelliklere sahip olarak düzenlenmedikçe, standart hale getirilmedikçe, ikinci el piyasada bu ipoteklerin işlem görmesi zor olur ve bu piyasanın gelişimi olumsuz etkilenir¹⁴⁰. Aşağıda birincil ve ikincil piyasalar ayrıntılı olarak incelenecektir.

¹⁴⁰ Alp ve Yılmaz, s.94.



Şekil 5.: İpotek Piyasaları

Kaynak: Onur Özsan, “Mortgage Sisteminin Temelleri”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Temmuz-Ağustos 2005, No.43, http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=3726 (20 Nisan 2009), s.3.

2.6.1.1 Birincil İpotek Piyasası

Birincil ipotek piyasası; konut kredilerine dayalı veya ilişkili- menkul değerlerin kendi mevzuatları çerçevesinde belirli yöntem ve standartlarla oluşturularak, halka arz edildiği piyasadır¹⁴¹. Bu piyasa, konut kredisi talebinde bulunanlarla bu krediyi arz eden kurumların karşılaştıkları yerdir. Bu piyasada hizmet, konut kredisi talebinde bulunan herhangi bir kişiye veya kuruma ipotek kredisinin açılmasıyla başlar. Yeni ipotek kredilerine ilişkin anlaşmaların yapıldığı bu piyasada aynı zamanda verilen kredinin geri ödenmesi işlemi de yapılır. Birincil ipotek piyasaları konut almak isteyen

¹⁴¹ Uludağ, s.31.

ve fon ihtiyacı olanlarla bunlara fon sağlayan uzman kurumları ve piyasayı düzenleyen kamu kurumlarını kapsamaktadır¹⁴².

Birincil piyasaların aktörlerini kredi veren kuruluşlar, kredilerin anaparasının geri ödenmesi için tasarruf yaptıran kuruluşlar, sigorta yapan kuruluşlar, aracılık işlemlerini yapanlar, değerlendirme yapanlar ve tüketiciler olarak 5 ana grupta toplayabiliriz¹⁴³:

Kredi veren kuruluşlar; ticari bankalar, bankerler, tasarruf sandıkları, yapı kuruluşları, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri vb. kurumlardır. Kredi veren kuruluşların bazıları hem birincil hem de ikincil piyasalarda faaliyet gösterirler. Kredi veren kuruluşlar, sistemde üç temel işlev üstlenmektedirler:

- İpotekli konut kredisi vermek (Birincil Piyasa)
- Verilen krediler karşılığında alınan ipoteklere dayalı olarak, menkul kıymet ihraç etmek (İkincil Piyasa)
- Kredilerin geri ödemelerini tahsil etmek ve bu ödemelerin, menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara ödenmesini sağlamak (Birincil ve İkincil Piyasa)

Kredilerin anaparasının ödenmesi için tasarruf yaptıran kuruluşlar; tasarruf bankaları ile sigorta ve emeklilik şirketleridir.

Sigorta yapan kuruluşlar; üç temel fonksiyona sahiptir.

- İpotekli konut kredisinin ödenmesi için tasarruf yapılmasını sağlamak (Sigorta ve Bireysel Emeklilik Şirketleri)
- Bireyleri, sistemi ve ülke ekonomisini ortaya çıkabilecek riskler nedeniyle oluşabilecek ekonomik kayıplara karşı korumak (Sigorta Şirketleri)
- İkincil piyasalardaki ipotekli konut kredisi menkul değerlerini satın alarak yatırım yapmak (Sigorta ve Bireysel Emeklilik Şirketleri)

¹⁴² Yunus Bahadır Güler, “İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sisteminin (Mortgage) Tüketicilerin Konut Talebine Olası Etkileri”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, SBE, 2007), s.87.

¹⁴³ Özyüksel, s.17.

Aracılık işlemlerini yapanlar: İpoteğe dayalı konut kredisi kullanarak ev satın alma sürecinde, çoğu kez işlemi düzenleyen ve başvuruyu değerlendiren kurum kredi kullandıran değil, aracılık görevini üstlenen brokerlerdir. Kredi veren kurumlarla tüketicilerin taleplerini ve şartlarını değerlendirerek aracılık görevi üstlenen brokerler, bir veya daha fazla bankayı temsil edebilirler. Kredi veren kuruluşlar ile brokerler arasındaki temel fark, brokerlerin kredi veren kuruluşların tüm işlevlerini üstleniyorlar olmasına rağmen ödünç verici olarak faaliyet göstermemesidir. Kısaca, brokerler ödünç alıcılara danışmanlık hizmeti vererek, mortgage kredisi bulmalarına yardımcı olurlar, ancak, fon tedarik etmezler.

Gayrimenkul değerlendirme uzmanları: Bazı ülkelerdeki ödünç vericiler, kredi tutarlarını tespit etmek için, tüketicinin almak istediği konutun değerinin, tapusunun uygun olup olmadığının uzmanlar tarafından kontrol edilmesini talep etmektedir. Bu uzmanlar genel olarak, gayrimenkulün yasalar önündeki durumunu, tapu kayıtlarını, teminatlara yönelik değer tespiti yapılması vb görevleri yaparlar.

Tüketiciler; yarattıkları kredi arzıyla sistemin temelini oluştururlar.

2.6.1.2 İkincil İpotek Piyasası

İkincil piyasalar, sermaye piyasalarından, birincil konut piyasasına fon sağlayan piyasadır. Bu piyasanın etkinliği, iyi yapılandırılmış bir birincil piyasaya ve ipoteklere konu olan gayrimenkullerin doğrudan likiditesine bağlıdır¹⁴⁴. İpotek finansman kuruluşları veya uzman finansman kuruluşları gibi farklı isimlerle anılan ikincil ipotek piyasalarının temel işlevi, birincil piyasada oluşturulan ipoteklerin satın alınarak piyasaya kaynak sağlanmasıdır. ABD’deki Kredi ve Tasarruf Kurumları(Loan and Saving Associations) ve İngiltere’deki Konut Birlikleri(Building Societies), ikincil piyasaların uzman kurumlarına örnek olarak gösterilebilir. Bu kurumların birincil piyasa fonksiyonları olmakla beraber, diğer bir ifadeyle tasarruf toplayarak kredi verme fonksiyonunu da yerine getirmekle birlikte, esas fonksiyonları ipotek satın almak,

¹⁴⁴ Frank J. Fabozzi and David Yuen, **Managing MBS Portfolios**, Pennsylvania: F.J. Fabozzi Associates, 1998, s.28.

ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç etmek ve bu menkul kıymetleri kurumsal yatırımcılara satarak uzun vadeli kaynak sağlamalarıdır¹⁴⁵.

İkincil piyasalar esas olarak; kredi kullandıranların kredileri satabildikleri ve bu şekilde elde ettikleri fonları tekrar kredi vermek için kullanabildikleri bir piyasadır. İkincil piyasa kredilerin kullandırıldığı birincil piyasadan farklı bir terminolojiye sahiptir. İkincil piyasa yatırımcıları para “ödünç almazlar”, faiz kazancı elde etmek için ipotekli borç senedi “satın alırlar”¹⁴⁶. Bu durumda fon kaynağı yatırımcı iken, olaya konu olan konut, kredinin teminatıdır. Konut üzerine konan ipotek ise ikincil piyasada satılan menkul kıymetin teminatını oluşturmaktadır¹⁴⁷.

İkincil piyasaların aktörlerini, bankalar, sermaye piyasası kuruluşları ve yatırımcılar olmak üzere 3 grupta toplayabiliriz¹⁴⁸:

Bankalar: ipoteğe dayalı menkul kıymetleri doğrudan yatırımcılara satarak ihraç edebilirler. Böylece, finansman ihtiyacı olan konut alıcıları ile finansman fazlası olan ve finansmanlarını uzun vadeli olarak değerlendirmek isteyen fon sahipleri buluşmuş olur.

Sermaye Piyasası Kuruluşları: Bazı bankalar ile diğer kredi veren kuruluşlar, menkul değer ihraçlarını kendileri yapabilecek kapasiteye sahip olmayabilir veya bu işlevi gerçekleştirmeyi tercih etmeyebilirler. Bu durumlarda, bankalar mortgage menkul değerlerini doğrudan yatırımcılara satmak yerine, bir sermaye piyasası kuruluşu aracılığıyla bu satışı gerçekleştirebilirler. Bu durumlarda, sermaye piyasası kuruluşları, kredi veren kuruluşların, ipotekli krediler karşılığında çıkaracakları menkul değerleri, talep eden yerli ve yabancı yatırımcılara satmak için iki kurumun arasında aracılık görevini üstlenirler. Kısaca, sermaye piyasası kuruluşları, gerek bankaların gerekse diğer kredi veren kuruluşların menkul değer ihraçlarını yapan aracı kuruluşlardır.

Yatırımcılar: Fon fazlası olan yerli ve yabancı yatırımcılar ikincil piyasalardaki mortgage menkul değerlerini satın alarak, bu piyasalarda önemli bir rol oynarlar.

¹⁴⁵ Kürşat Yalçiner, “İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler”, Ankara: Gazi Kitabevi, 2006, s.50.

¹⁴⁶ Joan P. Wiedemer, “Real Estate Financing”, New Jersey: Prentice Hall, 1995, s.58 Aktaran: İnam, s.16.

¹⁴⁷ Güler, s.97.

¹⁴⁸ Özyüksel, s.20-21.

Sigorta ve bireysel emeklilik şirketleri de ikincil piyasaların önemli yatırımcıları arasında yer almaktadır. İkincil piyasadaki ipoteklerin yatırımcılar için cazip olabilmesi bazı şartlara bağlıdır. Bu şartlar¹⁴⁹:

- İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin daha uniform hale getirilmesi, yani ürünlerin tek tip olması son derece gerekli ve önemlidir.
- İpotek sigortasının mevcut olması; ipotek sigortasının varlığı özellikle kamu kuruluşlarına sigortalanan ipotekleri herhangi bir hükümet yatırımı kadar güvencelidir.

İkincil piyasada yer alan bu kuruluşlar, bireylere doğrudan konut kredisi vermezler. Bunun yerine, birincil piyasadaki kreditorlere devamlı ve istikrarlı bir şekilde fon girişi sağlayarak, bu kurumların daha fazla konut kredisi vermesini mümkün hale getirirler. Bazı tasarruf kurumları ve ipotek bankaları birincil piyasada ipotek kredisi verdikten sonra bu kredileri başka kurumlara satarlar. Bu kredileri alan kurumlar ise daha sonra bunları çıkaracakları diğer borçlanma enstrümanları için teminat olarak kullanırlar. İpotek kredilerini ilk ihraççısından (tasarruf kurumları) alan kurumlar fon akışının temel kaynağıdır. İlk ihraççı ipotek kredilerini satarak elde ettiği fonları yeni ipotek kredilerini fonlamak için kullanır. Böylece konut kredileri finansmanı tasarruf kurumlarının topladığı mevduatlarla sınırlı kalmaz¹⁵⁰.

Gelişmiş ekonomilerde ipotek teminatlı alacaklara dayalı olan kıymetler, devlet iç borçlanma senetlerinden sonra en az riskli enstrümanlardır. Getirileri de taşıdıkları riskle orantılı olarak, devlet iç borçlanma senetleri getirilerinden yüksek, hisse senetlerinden düşüktür. İkincil piyasalar, ekonominin geneline fayda sağlamaktadır. Bu piyasalar sayesinde, ipotek kredisi kullanımına ayrılmış öz kaynakların devir hızının artırılması, öz kaynakların verimli değerlendirilmesi sağlanmaktadır. Aynı şekilde, menkul kıymetleştirmeye konu ipotek kredisi havuzunun çok sayıda kredinin katkısıyla oluşması kredilerin gayrimenkul teminatı ile tahsisi nedeniyle düşük riskli menkul kıymetlerin yaratılmasına imkân tanımaktadır. Risk transferi yolu ile ipotek kredilerinin vadeleri ile kaynak vadesinin yakınlaşması sağlandığından verimli bir aktif-pasif

¹⁴⁹ Güler, s.97.

¹⁵⁰ Şahin, s.38.

yönetimi gözlemlenir. İkincil piyasalar yoluyla oluşturulan ipoteye dayalı menkul kıymetler, uzun vadeli sorumlulukları bulunan yatırımcılar tarafından risk yönetimi amaçlı kullanılabilir¹⁵¹. Ayrıca, bu aracın en önemli özelliği fon yapısından farklı olarak, menkul kıymetleştirilen varlıkların ihraççının bilançosu içinde kalması ve kredi riskine karşılık ihraççının garanti vermesidir. İhraççının menkul kıymetlere garanti vermesi piyasanın işlerliği ve devamlılığı açısından önem taşımakla beraber bu menkul kıymetlere olan talebi de artıracaktır¹⁵².

2.6.2 İpotekli Sermaye Piyasası Araçları

İpoteğe dayalı konut finansman sisteminin iki ana model altında uygulandığından daha önce bahsetmiştik¹⁵³. Bu bağlamda sermaye piyasası araçları, her ne kadar pek çok sermaye piyasası aracı olsa da, iki ana başlık altında incelenmiştir. Bu araçlar; Avrupa modeli bilanço içi menkul kıymetleştirme ile ihraç edilen “İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (Covered Bond)” ile ABD modeli bilanço dışı menkul kıymetleştirme ile ihraç edilen “İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler”dir.

2.6.2.1 İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (Covered Bonds)

İpotek teminatlı menkul kıymet (İTMK- Covered Bond- Covbond), ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senedir¹⁵⁴. İTMK’ler bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilebilir. İhraççılar, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin teminatı olan varlıkları, diğer varlıklarından ayrı olarak, oluşturacakları teminat havuzu içerisinde izlemekle yükümlüdür¹⁵⁵.

Covbondların geçmişi 1700’lü yıllara dayanmaktadır fakat ilk kez 1899’larda Almanya’da çıkarılmıştır. İhraç edildiği ülkeye göre değişik adlar almaktadır:

¹⁵¹ Güray Küçükkocaoğlu, “Bireysel Emeklilik Bağlantılı Konut Finansman Sistemi”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Mayıs-Haziran 2006, Sayı.48, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselbesvekf.pdf> (04.05.2009), s.4.

¹⁵² Gulamov, s.141.

¹⁵³ Bknz. s.11-12.

¹⁵⁴ SPK, İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri:III, No.33, Ağustos 2007, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_2/2_11_IpotekTeminatli_MK.pdf, (7 Mayıs 2009), s.193.

¹⁵⁵ Mehmet Tugay Nural, “Mortgage Sistemi, Dünya Üzerindeki Uygulamaları ve Türkiye’deki Uygulanırlığı”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Haliç Üniversitesi, SBE, 2006), s.33.

Covbondlara Almanya’da Phandbriefe, Fransa’da Obligations de Foncières, İspanya’da Cédulas denilmektedir¹⁵⁶.

İpotek teminatlı menkul kıymetler (covered bonds) bir çok yönden ipoteğe dayalı menkul kıymetlere (mortgage- backed securities) benzemektedir. Her iki ürün de sermaye piyasalarında borç menkul kıymetlerinin ihracı için ipotek kredilerinin teminat olarak kullanılması esasına dayanmaktadır. Bununla birlikte aralarında yapısal ve yasal açılardan önemli farklılıklar bulunmaktadır. En uzun soluklu ipotek teminatlı menkul kıymet piyasası Alman Pfandbriefe’dir. Hollanda, İrlanda, İspanya ve İngiltere gibi diğer Avrupa piyasalarında da ipotek teminatlı menkul kıymet piyasaları bulunmaktadır. Kıta Avrupası’nda yaygın olarak kullanılan ipotek teminatlı menkul kıymetler ihraççıların genel niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir. İpotek teminatlı menkul kıymetler itfa edilene kadar teminat havuzundaki aktifler herhangi bir amaçla kullanılamamaktadır¹⁵⁷.

İpotek teminatlı menkul kıymetlerin en önemli özelliği fon yapısından farklı olarak, menkul kıymetleştirilen varlıkların ihraççının bilançosu içinde kalması ve kredi riskine karşılık ihraççının garanti vermesidir. İhraççının menkul kıymetlere garanti vermesi piyasanın işlerliği ve devamlılığı açısından önem taşımakla beraber bu menkul kıymetlere olan talebi de artıracaktır¹⁵⁸.

Covbond’ların kalitesi oldukça yüksektir (genellikle AAA). Kalitenin yüksekliğinin en büyük sebebi genellikle düşük borç/değer oranından kaynaklanmaktadır. Covbondların en popüler olduğu Almanya’da bu oran %60’tır. Yüksek dereceli olmasından dolayı bu enstrümanların getirisi düşüktür. Düşük faizle konut, sanayi binaları ve kent projelerine finansman sağlamaktadır. Diğer taraftan kaliteli olmasına nazaran devlet tahvillerine göre getirilerinin yüksek olması yatırımcıları cezp etmektedir. Covbondlar ayrıca mortgage destekli tahvillere göre daha likit oldukları için de getirileri daha düşüktür. Ayrıca Phandbriefe çıkarmak için en az üç yatırım bankası sendikasyonu gerekmektedir. Çok sayıda bankanın yüklenici olması bu enstrümanların likiditesini arttırmaktadır. Bu tahvillerin en büyük dezavantajı

¹⁵⁶ Gülşen, s.55.

¹⁵⁷ Ersin Özince, “İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı.55, 2005, s.47-48.

¹⁵⁸ Gulamov, s.141.

heterojen yapılarıdır. Bu bonoların yapısı ülkeden ülkeye değişmektedir ayrıca bu bonoların kaliteleri de her yerde aynı değildir¹⁵⁹.

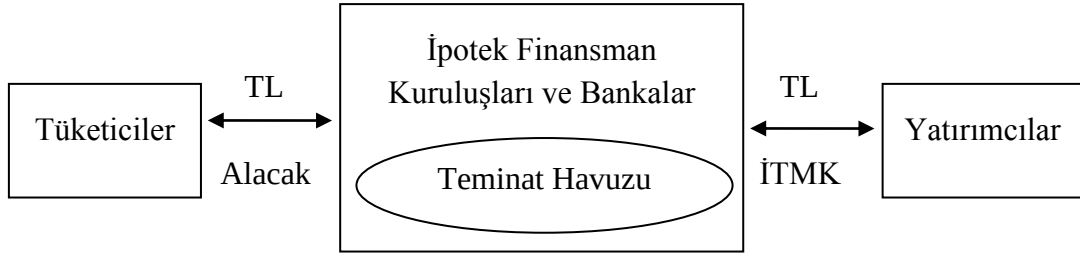
Tablo 2

İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Karşılaştırılması

Menkul kıymet türleri	İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İhraççı	Teminat havuzunu oluşturan varlıklar kredi kuruluşunun bilançosunda yer alır; ihraççı krediyi veren bankadır.	Teminat havuzunda yer alan varlıklar Konut Finansman Fonu tarafından satın alınır; ihraççı Konut Finansmanı Fonu
Yatırımcılara Yapılacak Ödemelerin Kaynağı	İhraççının genel nakit akışı	Teminat konusu varlıkların nakit akışı
Maruz Kalınan Riskler		
-Kredi Riki	İhraççı	Yatırımcı
-Erken Ödeme Riski	İhraççı	Yatırımcı
-Piyasa Riski	Yatırımcı	Yatırımcı
Yatırımcılar Açısından İflas Riskinden Korunma	Yatırımcılar yasa gereği ihraççının diğer alacaklılarının önündedir. İhraççı iflas ederse teminat gösterilen varlıklar öncelikle yatırımcıların haklarının ödenmesinde kullanılır. Yatırımcılar teminat havuzundan karşılanmayan hakları için kredi veren kuruluşun diğer varlıkları üzerinde diğer alacaklılarla eşit hakka sahiptirler.	Yatırımcılar Konut Finansmanı Fonunu oluşturan varlıkların tek hak sahibidir. Kredi veren kuruluşun iflası Fonu etkilemez. Yatırımcılar kredi veren kuruluşun hak talep edemezler.
Kredi Kalitesi	Teminat havuzundaki varlıkların yanı sıra ihracı kuruluşun mali gücüne ve yasal altyapıya bağlıdır. Kredi kalitesinin artırılması için dışarıdan garanti temin edilebilir.	Konut finansmanı fonunu oluşturan varlıkların kalitesine bağlıdır. Kredi kalitesinin artırılması için dışarıdan garanti temin edilebilir veya menkul kıymetler farklı sınıflara ayrılarak üst sınıfların kalitesi artırılabilir.

Kaynak: SPK, www.cmb.gov.tr Aktaran: Gulamov, s.142.

¹⁵⁹ Gülşen, s.57.



Şekil 6.: İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (İTMK)

Kaynak: Bilge L. Öztürk, “Türkiye’de Konut Sorunu ve Konut Finansman Sistemi (Mortgage)”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, SBE, 2008), s.106.

2.6.2.2 İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

(Mortgage-Backed Securities – MBS)

İpoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK), düzenlenmiş olan konut ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerdir. İDMK’lerin yatırımcılara sağladıkları nakit akımları dayalı oldukları ipotek grubunun nakit akımlarına bağlıdır. İDMK, fon portföyündeki varlıklar teminat gösterilerek ihraç edilen borçlanma senedir¹⁶⁰.

İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme sürecinde temel olarak 3 yöntem olduğundan bahsetmemiz gerekir. Bunlardan birincisi; İpotek borçlarından oluşan bir havuzdan hisseye sahip olduğunu gösteren sertifikalar. İkincisi; bono ve tahvil çıkarmak ve karşılığında ipotekli alacakları teminat göstermek. Üçüncüsü ise; İpotek havuzunun sahibi olan menkul değerler çıkarmaktır. Buradaki yöntemlere göre menkul kıymetlerin yönetimi ve ödeme şekilleri değişecektir¹⁶¹.

¹⁶⁰ SPK, Konut Finansmanı Fonları ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri: III, No.34, Ağustos 2007, <http://www.spk.gov.tr> (7 Mayıs 2009), s.5.

¹⁶¹ Güler, s.105-106.

3. ABD’DEKİ MORTGAGE SİSTEMİ VE SİSTEMİN AMERİKAN EKONOMİSİNE ETKİLERİ

3.1 ABD MORTGAGE SİSTEMİNİN TARİHÇESİ

ABD’de konut finansmanı ile ilgili ilk kurumsal düzenleme, İngiltere’de 1775 yılında ortaya çıkan ve 19. yy başlarından ortalarına kadar ABD’de etkili bir rol oynayan “Vadeli” Konut Kooperatifleri (TBS’ler)’dir. TBS’leri, konut finansmanına bir “toplu çözüm” olarak ifade edilebilir. Bir şehirden az sayıda kişi toplu tasarruf yapmış ve ev yapımı için birbirlerine finansman sağlamıştır. Genellikle, üyeler aralarında kredi ve finansman risklerini kontrol etmiştir. Bir TBS, bütün üyeler finansman alıncaya kadar devam etmiştir. Daha sonra, TBS’ler “Sürekli” Konut Kooperatifleri, Konut ve Finansman ve sonunda tasarruf ve borç (S&L’ler) gibi daha resmi borç verme kurumlarına dönüşmüştür¹⁶².

1930 yılına kadar devletin, konut finansmanını sağlayan ipotek piyasasına herhangi bir rolü olmamıştır. Bu döneme kadar, ABD’de ulusal anlamda bir ipotekle konut finansmanı sistemi kurulamamış, eyalet bazında veya daha mahalli nitelikte kişisel tasarrufların mevduat şeklinde yatırıldığı kaynaklar, bu kaynakları toplayan tasarruf birlikleri tarafından konut finansmanına yönlendirilmekteydi. Buna karşın, sadece araziler için çiftçilere yönelik uzun vadeli ipotek teminatlı krediler, 19. yüzyılda kurulmuş ipotek bankaları tarafından sağlanmaktaydı. Bu bankalar, 1914’te Çiftlik İpotek Bankaları Birliğini (Federal Farm Loan Corporation) kurmuştur. Bu birlik 1920 yılında isim değiştirerek İpotek Bankaları Birliği adını almıştır¹⁶³. 1916 yılında da Federal Arazi Bankası (Federal Land Bank) faaliyete geçmiştir¹⁶⁴. Bu dönemde “thrifts” olarak adlandırılan ipotekli konut kredisi veren finansman kuruluşları ise; Ticari Bankalar (commercial banks), Tasarruf ve Kredi Birliği (Savings and Loan Association - SL’s), Tasarruf Bankaları (Savings Banks) ve Kredi Birlikleri (Credit Unions)’dir.

¹⁶² Feyzullah Yetgin, **Mortgage Sistemi: Türkiye (Teori-Uygulama)**, 1.Basım, İstanbul: Dünya Gazetesi Kitaplığı Günün Kitapları: 1, Şubat 2007, s.47.

¹⁶³ Adıgüzel, s.10.

¹⁶⁴ Kaldırım, s.18.

1920’lerde patlayan ekonomi hem gayrimenkul piyasalarını hem de tüketici kredi piyasalarını desteklemiş ve sigorta şirketleri gibi yeni oyuncular konut finansman sistemi (Housing Finance System - HFS)’ne girmiştir¹⁶⁵. Fakat 1929 yılında bütün dünyayı saran büyük buhran, devletlerin ekonomik sistemlerinin çökmesine ve birçok insanın yoksullaşmasına yol açarken, bunda büyük etkiyi ABD görmüş ve sermaye sistemi dolayısıyla ipoteğe dayalı kredi verme imkânı, aşırı yükselen enflasyon, faiz ve azalan tasarruflar nedeniyle, bitiş noktasına gelmiştir. Bu durum, gayrimenkul piyasasına da yansımış, büyük bir talep azalması sonucu gayrimenkul fiyatlarının hızla düşmesi, ekonomik buhrana bağlı olarak verilen ipotek kredilerinin alanlar tarafından ödenmemeye başlaması, ipotek teminatlı konut kredisi veren bankaların iflas noktasına gelmelerine yol açmıştır. Bu da, o zamana kadar, ipotek piyasasında etkin olmayan devletin konut finansmanı için müdahalede bulunması sonucunu doğurmuştur¹⁶⁶.

Bu ekonomik riskle yüzleşen ABD hükümeti konut finansman sistemini desteklemek için kongreden ticari bankalarda ipotekli kredilerin akışkanlığını sağlamak amacıyla, 1932 yılında finans şirketlerinin yeniden yapılandırılması yönünde bazı kararlar almıştır. Bu kararlar sonucu kongreden Federal Home Loan Bank Act ile 12 bölgesel büyük banka ve bu bankaların üstünde denetim ve kontrol görevini görmekle yükümlü Federal Home Loan Banks (FHLB) ve üst kurulu (FHLBB- Federal Home Loan Bank Board) kurulması yönünde bir kanun çıkartmıştır. Bu kurumun görevi, hane tipi konutlar için sağlanan ipotekli kredilerin ulusal anlamda garantisini sağlamak ve bu fonların büyütülmesine yardım etmektir. 1933 yılında Bankacılık Kanunu ile meydana getirilen Federal Deposit Insurance Corporation (Federal Mevduat Sigorta Kooperatifi - FDIC) ticari bankalar ve yatırım bankalarındaki mevduatları ve kredi taleplerini sigortalama görevini alan bir devlet destekli kuruluş olarak oluşturulmuştur¹⁶⁷.

Yine 1933 yılında Home Owner’s Loan Act kanunu ile “Ev Sahiplerinin Borçları Kurumu” (Home Owners’ Loan Corporation - HOLC)’nu kurmuş, böylece hükümet garantili tahvil ihraç ederek ipotek borçlularını finanse etmeyi ve ipotek piyasasını yeniden canlandırmayı amaçlamıştır. Kurum bu amacını gerçekleştirebilmek

¹⁶⁵ Yetgin, s.50.

¹⁶⁶ Adıgüzel, s.11.

¹⁶⁷ Adıgüzel, s.11.

için problemlili ipotekli satın alıp yeniden düzenlemiş ve bunları yeni bir ödeme planına bağlamıştır¹⁶⁸. Bu kurum o dönem içinde bir milyon civarındaki ipotekli kredi ile ev sahibi olmuş kişinin evlerini kaybetmesini önlemiş, 1936 yılında ise Home Owners' Loan Act'deki hükümlere göre faaliyetlerini durdurmuştur¹⁶⁹. Ayrıca 1933 yılında HOLC ile benzer faaliyetlerde bulunan Reconstruction Finance Corporation (İmar Finansman Kooperatifi - RFC) da kurulmuştur.

Amerikan kongresi 1934'te tasarruf kurumlarının, mudilerinin sigortalaması için Federal Tasarruf ve Kredi Sigortası Teşkilatı'nı (Federal Savings and Loan Insurance Corporation - FSLIC) kurmuş¹⁷⁰ ayrıca National Housing Act ile yeni konut kredisi açmakta istekli olmayan kredi kuruluşlarının tekrar bu sektöre girmelerini teşvik etmek amacıyla ipotek sigortacılığına öncülük edecek olan Federal Konut İdaresi (Federal Housing Administration - FHA)'ni kurmuş ve borçluların kredilerini ödememeleri riskine karşı kredi kurumlarının kullandıkları kredileri sigortalamıştır¹⁷¹. FHA hükümetin ilk "ipotek ödenmeme" sigortasını vermiştir. Anaparanın sigortalanması ile kredi verenler FHA-sigortalı ipotek kredilerine daha düşük peşinat kabul edebilmişlerdir. FHA; ipotek kalite kriterleri ve değerlendirme uygulamalarıyla pazarda standartların oluşmasını sağlamıştır¹⁷².

Yine Amerikan kongresi tarafından 1938 yılında, daha önceden satışa çıkarılmış ve yatırımcılar arasında el değiştiren ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin piyasası olarak nitelendirebileceğimiz ikinci el ipotek piyasasını geliştirmek, ipotek kredisine olan arz ve talebi arttırmak ve piyasaya sürekli likidite sağlamak amacıyla "Federal Ulusal İpotek Birliği" (Federal National Mortgage Association – FNMA veya Fannie Mae) kurulmuştur¹⁷³. Çok geçmeden, Kongre, düşük gelirli ikinci dünya savaşı gazilerinin ev sahibi olmalarını kolaylaştırmak bakımından, 1944 tarihli Servicemen's Realjustment Act ile Veterans' Administration'u (Emekliler İdaresi - VA) kurdu¹⁷⁴. VA, FHA'dan farklı olarak sigortalayacağı konut kredilerinin miktarına üst sınır getirmemiş,

¹⁶⁸ Özkan, s.16.

¹⁶⁹ Adıgüzel, s.11.

¹⁷⁰ Saadet Tantan, "Amerika Birleşik Devletleri ve Türkiye'de Konut Finansmanı Sürecinde Kamunun Rolü", **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri**, Sayı.5, (Şubat-Mart 1999), s.76.

¹⁷¹ Fabozzi, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 1995, s.14.

¹⁷² Tantan, s. 76.

¹⁷³ İTO, s.19.

¹⁷⁴ Adıgüzel, s.12.

krediyi kullananndan herhangi bir peşinat veya sigorta primi tahsil etmemiştir¹⁷⁵. Kalite standardı açısından FHA kredileri ile eş görülen Veterans Administration (VA) garantili krediler 1948’de FNMA programına dahil edilmiştir¹⁷⁶. FNMA, FHA ve VA garantili kredileri, bu kredileri veren kurumlardan alıp portföyünde tutarak bu krediler için ikincil pazar yaratmıştır. Portföyün finansmanında kısa vadeli borç enstrümanları kullanmıştır¹⁷⁷.

ABD’de FHA ve VA programları altında direkt olarak ipotek sigortası oluşturulması konut sektöründe birçok olumlu sonuçlara neden olmuştur. Birincisi yatırımcıya diğer tasarruf mevduatlarına göre düşük riskten dolayı daha düşük maliyetler edinme imkanı sağlamıştır. İkincisi kredi riski azaldığı için yatırımcı daha düşük getiriye razı olmuştur. Üçüncüsü Hükümetin sigorta programı, ipotekli konutların standartizasyonu sağlamıştır¹⁷⁸. Bu iki yasada yer alan ikincil ipotek piyasasının kurulması ve geliştirilmesine yönelik hükümler ile ABD için ipotekli kredilere yönelik menkul kıymetleştirmeye yönelik temeller de atılmış oluyordu¹⁷⁹.

II. Dünya Savaşı sonrası 1945 ile 1955 arasındaki dönem, ABD tarihinin en büyük konut talebinin olduğu yıllar olmuştur. Bu dönemde, yine 1949 yılında çıkarılan bir başka Housing Act ile kentlerdeki hanelerin yenilenmesi ve ipoteğe dayalı kredilerin ödenmesinin sağlanması bakımından yeni bir kuruluş olarak; Urban Redevelopment Agency (URA) kurulmuştur¹⁸⁰.

1960’ların ortalarından itibaren faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalarla, büyük firmaların paralarını finansman bonusu ve repo piyasalarına transfer etmeleriyle birlikte mevduat kurumları açısından ciddi sorunlar ortaya çıkmıştır. Ülkenin bazı bölgelerinde yaşanan ipotek kredileri finansman darlığını aşmak amacıyla hükümet menkul kıymet pazarından ipotek pazarına fon aktarımını sağlamak için¹⁸¹ bazı değişiklikler yapmaya başlamıştır. 1965 yılında, FHA dâhil birçok federal konut

¹⁷⁵ Özkan, s.16.

¹⁷⁶ Tantan, s. 76.

¹⁷⁷ Tantan, s. 76.

¹⁷⁸ Yetgin, s.52.

¹⁷⁹ Norton J. Joseph, Spellman R. Paul ve Dupler S. Mitchell, **International Asset Securitisation**, London: Lloyd’s of London Pres Ltd., 1995, s.3 Aktaran: Adıgüzel, s.12.

¹⁸⁰ Adıgüzel, s.12-13.

¹⁸¹ Tantan, s.77.

kuruluşlarının birleştirilmesiyle oluşturulan U.S. Department of Housing and Urban Development (Konut ve Kent Geliştirme Departmanı - HUD) kurulmuştur. HUD'un amacı birçok devlet konut fonksiyonunu konsolide etmektir¹⁸². 1968 yılında ise; FNMA, etkinliğinin arttırılabilmesi için iki ayrı organizasyona ayrılmıştır. Bir tarafta, bazı hükümet düzenlemelerine tabi olmakla birlikte, hisseleri New York Borsası'nda alınıp satılır hale gelen özel bir yönetim yapısına dönüşen¹⁸³ mevcut FNMA devam ettirilirken diğer tarafta, HUD içerisinde, FNMA'nin de bir kısım görevlerinin devredildiği, ayrı bir birim¹⁸⁴ olan Government National Mortgage Association (GNMA – Hükümet Ulusal İpotek Birliği – Ginnie Mae) kurulmuştur. Ginnie Mae, Amerikan Hükümetinin tam güveni ve kredisiyle (full faith and credit of U.S. government), FHA ve VA'nın sigorta ettiği ipotek kredilerini satın alarak, ipotek kredisi piyasasını desteklemektedir¹⁸⁵.

1960 yılının ipotek piyasaları açısından diğer özelliği ise, 1900'lerin başından beri ABD'de var olmakla beraber yeterince faal olmayan Gayrimenkul Yatırım Ortaklarının (GYO), Real Investment Trust Act ile tanımlanıp, yeniden gayrimenkul finansmanında rol almaya başlamalarıdır¹⁸⁶. ABD Kongresi 1960 yılında aldığı bu kararla, küçük yatırımcıların yatırımlarını gayrimenkullerde ve gayrimenkul projelerinde değerlendirme yolunu açmıştır¹⁸⁷. Özellikle GYO'lar içinden ortaya çıkan İpotek GYO ve Karma GYO'ların ki; bunlar gayrimenkul sahiplerine ipotekle borç vermek ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmak yetkisine haizdirler, 1970 yıllar içinde pek çok gayrimenkulün ipotek kredisi ile finansmanını sağlamışlardır¹⁸⁸.

1970'li yıllara gelindiğinde; bu dönemde konut finansmanında iki tip kredi verilmektedir. Bunlar; kamu kurumlarının garanti verdiği FHA ve VA garantisi taşıyan krediler ile herhangi bir garanti taşımayan geleneksel krediler (conventional loans)'dir. FHA ve VA garantisi taşıyan kredilere, GNMA garanti vererek bu kredilere ikincil piyasayı sağlamaktaydı. Fakat geleneksel kredilerin de menkul kıymetleştirilmesi ve

¹⁸² Sibel Belma Bolay Gerçek, "Mortgage", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, SBE, 2007), s.55.

¹⁸³ İTO, s.20.

¹⁸⁴ Tantan, s.77.

¹⁸⁵ Alp ve Yılmaz, s.99.

¹⁸⁶ Adıgüzel, s.13.

¹⁸⁷ A. Ender Çolak ve Aşkın Alıcı, **Gayrimenkul Yatırım Ortakları: A'dan Z'ye**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2001, s.5.

¹⁸⁸ Adıgüzel, s.13.

bunlara ilişkin ikincil piyasanın oluşturulması gerekmektedir. Bu sebeple 1970 yılında ABD Kongresi tarafından FNMA geleneksel kredileri de satın almaya başlamıştır. Ayrıca yine 1970 yılında, GNMA tarafından garanti kapsamına alınmamış geleneksel ipoteklere ikincil piyasa yaratmak ve likidite sağlamak amacıyla FHLB'nin bir parçası olan Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC – Federal Konut İpotek Kredileri Şirketi – Freddie Mac) kurulmuştur.

Ginnie Mae, ipotek grupları oluşturarak bunlara dayalı menkul kıymet ihraç eden (ipotek kredilerini menkul kıymetleştiren) özel kurumların ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerden kendi standartlarına uygun olanlara garanti vererek (hükümet garantisi) ikinci el ipotek piyasasının oluşumu ve gelişimine destek vermektedir. Freddie Mac ve Fannie Mae ise, düzenlenmiş olan ipotek kredilerinden satın alarak ipotek grupları oluşturmakta ve bunlara dayalı olarak menkul kıymet ihraç etmektedir. Bu kurumların ihraç etmiş olduğu bu menkul kıymetler, İpotekten Geçen Menkul Kıymetler (Mortgage Pass-Through Securities) olarak adlandırılmaktadır¹⁸⁹. 1975 yılında GNMA – Mortgage - Backed Securities'lerin faiz oranlı satış sözleşmeleri ilk kez Chicago Borsasında (The Chicago Board of Trade – CBOT) işlem görmüştür¹⁹⁰.

Başlangıçta kamu kurumları tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, kısa zamanda özel sektör tarafından da benimsenerek yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1977 yılında Salomon Brothers ve Bank of America'nın öncülüğünde federal hükümet garantisi olmayan konvansiyonel ipotek kredileri ile desteklenmiş ödeme aktarmalı menkul kıymetler ihraç edilerek bu alandaki menkul kıymetleştirme özel sektörde de uygulanmaya başlanmıştır. Böylece özel sektör kuruluşları da kendi ipotek havuzlarını oluşturmuşlar, bu havuzdaki alacaklarla desteklenmiş menkul kıymetleri sigortalayıp risk derecelerine göre değerlendirme aldıktan sonra menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirmişler¹⁹¹.

1980'lerde menkul kıymetleştirmenin dönüm noktasının teminatlandırılmış ipotekli ev kredisi yüklenimi (collateralized mortgage obligation – CMO) ile olduğu

¹⁸⁹ F.J. Fabozzi ve F. Modigliani, **Mortgage Backed Securities**, s.21 Aktaran: Alp ve Yılmaz, s.99.

¹⁹⁰ Yıldırım Beyazıt Önal ve Mustafa Toplaoglu, **İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsat)**, Karahan Yayınları: 53, Adana: Karahan Kitabevi, Nisan 2007, s.221.

¹⁹¹ İTO, s.21.

görülmektedir. İlk CMO arzı Freddie Mac tarafından yapılmış olup çok büyük başarı kazanmıştır. Fakat vergi boyutunda yeni problemler ortaya çıkmıştır. 1981- 1986 arası menkul kıymetleştirmede yasal düzenlemelerin olduğu görülmektedir. Menkul kıymetlerin yasal yatırım aracı olarak benimsenmesi ve vergi probleminin çözülmesi bu döneme damgasını vurmuştur. Salomon Brothers'ın öncülüğü ile beraber yasal tanınma 1984 yılında Secondary Mortgage Market Enhancement Act ile gerçekleşmiştir. Böylece menkul kıymetleştirme ile ev finansmanının sermaye piyasası ile etkin bir bağının kurulması sağlanmıştır. Vergi mevzuatının çıkması ise iki yıl daha gecikmiş ve REMIC adıyla (Real Estate Mortgage Investment Conduct) 1986 yılında yürürlüğe girmiştir¹⁹².

1980'lerin sonlarında enflasyon ve faiz oranlarında artışlar gibi olumsuz ekonomik koşullar S&L'ler için çeşitli problemlere yol açmış ve bu durum "S&L Fiyaskosu" olarak adlandırılmıştır. Federal hükümet, problemlili kredi kurumlarının varlıklarını likidite etmek için Aktif Tröst Şirketini 1989 yılında kurmuştur¹⁹³.

İpotek garantili menkul değerlerin çıkışının yayılması, mortgage piyasasının sermaye piyasası ile birleşmesini teşvik etmiş ve mortgage finansmanı için kurumsal tabanı genişletmiştir. İkincil mortgage senetleri olarak bilinen çoklu-sınıf İpotek Garantili Menkul değerlerin ve gayri menkul kredi yatırım kanallarının (REMIC) girişi, birleşme sürecini hızlandırmıştır¹⁹⁴.

Faiz oranlarında ve yüksek enflasyonda yüksek dalgalanmalar ile geçen bu yıllar, piyasa katılımcılarının nakit akışı risklerini daha iyi yönetebilmelerini sağlayan bir dizi finansal korunma aracı (opsiyonlar, vadeli işlemler gibi) ve kurumların (vadeli döviz ve opsiyon ticareti ve gümrükler) oluşumuna neden olmuştur¹⁹⁵.

1980'den sonra, ipotekli kredi sistemi bütün ülkeye yayılmış, uzmanlaşmış bazı ipotek kredisi şirketleri de pazara girmiştir. 1990'lı yıllarda ise ipotekli kredi pazarına yeni ve nitelikli başka özel şirketler girmeye başlamıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde ipotek kredi piyasası, teknolojik ve finans alanında meydana gelen

¹⁹² Çıtmacı, s.7.

¹⁹³ Yetgin, s.55.

¹⁹⁴ Yetgin, s.56.

¹⁹⁵ Yetgin, s.56.

değişiklikler ile uluslararası şirketlerin içine girdiği ve ipotek kredilerinin internet üzerinden alınabildiği bir gelişmişliğe ulaşmıştır¹⁹⁶.

3.2 ABD'DE İPOTEK KREDİSİ İLE İLGİLİ KURULUŞLAR

Commercial Banks (Ticari Bankalar): Ticari bankalar özellikle ticari amaçlı taşınmaz alımları olmak üzere gereken taşınmaz alımlarını gerekse diğer fon taleplerini karşılayan önemli finans kurumlarıdır. Özellikle merkezi para piyasalarına yakın olan büyük bankalar ticari ve endüstri kurumlarına yönelik kredilere ağırlık verirken, daha küçük ve yerel bankalar konut kredileri ve çiftçi kredilerine ağırlık vermektedirler. Gayrimenkul ile ilgili kredi vermek istediklerinde daha çok inşaat firmalarına, büyük montanlı kredileri tercih etmektedirler. Hükümet düzenlemeleri gayrimenkul kredilerini sermayenin belli bir yüzdesi oranında sınırlaması, ipotek kredilerinin ticari bankaların kredi portföylerinde sadece %15-20 civarında olmasına neden olmuştur. Bu oran Tasarruf ve Kredi birlikleri portföyleri ile karşılaştırıldığında düşük kalmaktadır. Kredi portföylerinde, FHA, VA garantili ipoteklerin yanı sıra geleneksel ipotekler ve inşaat kredileri bulunmaktadır¹⁹⁷.

Ticari bankalar ABD'de Amerikan Finansal Sistemindeki en büyük paya sahip finansal araçlardır. Vadeli, vadesiz mevduatları toplar ve bu fonları kredi olarak bireylere, şirketlere ve hükümete sunarlar. Ticari bankalar Federal Reserve System tarafından denetlenir ve mevduatları FDIC (Federal Depozit Insurance Corporation) tarafından sigortalanmaktadır. Ticari bankalar Federal Mevduat Sigorta Şirketine (Federal Deposit Insurance Corporation- FDIC) üye olarak mevduatlarını sigortalatmak zorundadır ve bu bankalar ülkenin para arzının saptanması amacıyla Amerikan Merkez Bankası'nın (Federal Reserve) gözetimine tabidir¹⁹⁸.

Savings and Loan Association (S&L's – Tasarruf ve Kredi Birliği): Bu kurumların ilk örnekleri 1831'de İngiltere'den ABD'ye gelen göçmenler tarafından

¹⁹⁶ Adıgüzel, s.14.

¹⁹⁷ Şahin, s.32.

¹⁹⁸ Şahin, s.32.

“Oxford Provident Building Association” ismiyle kurulmuş ve bu kurumlar hızla diğer eyaletlere de yayılmıştır¹⁹⁹.

ABD’de 1932 yılında Federal Konut Kredi Bankası Kanunu (Federal Home Loan Act), 1933 yılında Evsahipleri Kredi Kanunu (Home Owners Loan Act) ile S&L’ler üzerinde kontrol arttırılırken, 1934 yılında çıkarılan Ulusal Konut Kanunu (National Housing Act) ile S&L’lerin topladığı mevduatı sigortalayacak Tasarruf ve Kredi Sigorta Birliği’nin (Federal Savings and Loan Insurance Corporation: FSLIC) kurulması sağlanmıştır²⁰⁰.

Tasarruf ve Kredi Birlikleri olarak bilinen “Savings And Loan Associations”, tasarruf bankalarına yakın özelliğe sahiptir. Tasarruf ve ikraz ortakları, A.B.D.’de değişik mali aracı tiplerini kapsayan bir terimdir. Bu mali araçların özelliği, “kaydırılmış krediler” yöntemini uygulamalarıdır. Örneğin mesken sahibi olmak isteyen, fakat içlerinden hiçbirinin elinde yeterli para bulunmayan bir grup, aralarında kooperatif kurmakta ve kaynaklarını birleştirmektedir. Bir araya toplanmış kaynaklarla yaptırılan ve daireler, sıraya göre dağıtılmaktadır. Bu müesseseler herkesten mevduat toplamakta ve borç almakta ayrıca, ipotek karşılığı kredi açmaktadır²⁰¹.

S&L’ler 1960’lı ve 1970’li yıllar boyunca sorunsuz bir şekilde faaliyetlerine devam etmeyi başarmışlardır. Banka olmamalarına rağmen mevduat sahiplerine çek verme, tüketici kredisi kullandırma gibi bankacılık hizmetleri de sunmuşlardır. Bununla birlikte S&L’lerin asıl fonksiyonu uzmanlaşmış konut finansman kurumları olmaları ve tasarruf sahiplerinden topladıkları kısa vadeli fonları uzun vadeli konut kredisi olarak müşterilerine kullandırmaları olmuştur. S&L’lerin yarı kamu kuruluşu niteliğinde olması ve kar amacı gütmemesi kullandıkları konut kredisi faiz oranlarının piyasa faiz oranının altında kalması sonucunu getirdiğinden 1970’lerin sonlarına doğru tasarruf sahipleri için cazibelerini yitirmelerine ve sonuçta da piyasadaki diğer finansal kurumlarla rekabet edememelerine yol açmıştır²⁰².

¹⁹⁹ Halil Tunalı, “Mortgage Sistemi: Temelleri, Gelişimi ve Krizi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt.58, Sayı.1, 2008, s.112.

²⁰⁰ Tunalı, s.112.

²⁰¹ Alptürk, s.79.

²⁰² Tunalı, s.113.

Mutual Savings Bank (MSB - Karşılıklı Tasarruf Bankaları): Amerika Birleşik Devletleri'nde ilk tasarruf yardımlaşma bankası (mutual savings bank) 1816'da, Philadelphia'da açılmıştır. Tasarruf yardımlaşma bankaları, kooperatifleri andıran kuruluşlardır. Mevduat sahiplerine kar dağıtırlar. Dağıttıkları kar, kooperatif vergisi dışındadır. Dağıtılmayan karın ise yalnız belirli kısmı (%40 gibi) vergi matrahına girmektedir. Bu kurumlarda hesabı olanların mevduatı, belirli bir meblağa kadar sigortalıdır. Açabilecekleri kredi miktarına federal otoritelerin çizdikleri bir tavan vardır. Tasarruf yardımlaşma bankalarının fon kullanımı kanunlarla sınırlanmıştır ve devlet kontrolündedir. Kanunla saptanmış bir listede yazılı olanlar dışında plasman yapamazlar. Bu kurumların karşı karşıya oldukları likidite yetersizliği ve ödeme güçlükleriyle fon kullanım düşüklüğü problemlerinin çözümünde; mevduat sigortası (limitli) uygulaması ve yasal plasman listesindeki değerlerden başka konularda fon kullanımının yasaklanması dışında, ayrıca tasarrufu işleten mali araçların merkez bankası ya da tasarruf yardımlaşma bankalarının bankası konumunda kuruluşlara ihtiyaç duyulmuştur. Bu amaçla, 1933 yılında Savings Banks Trust Company ve 1934 yılında Institutional Securities Corporation A.B.D.'nin New York eyaletinde faaliyete geçmiştir. Bu kurumlar, birel bazda farklılaşabilmekle birlikte genelde; tasarruf yardımlaşma bankalarına plasman konularında ışık tutmuş, ipotek ve gayrimenkul piyasası hakkında enformasyon temin etmiş, ipotekleri gerektikçe devralmış, menkul kıymet portföylerinin yönetmiş, bir ortak fondan rehin karşılığı likidite ödünç vermiş ve ellerinde toplanmış tasarruf mevduatını kendi vadeli hesaplarına kabul etmişler²⁰³.

MBS'ler ile S&L'ler aslında birbirlerine oldukça benzeyen kurumlardır. İkisi de tasarruf sahiplerinden topladıkları fonların büyük kısmını konut sektörüne yatırım yaparak değerlendirmektedir. S&L'ler topladıkları fonların yüzde 80'ini konut sektöründe değerlendirirken, MSB'lerde bu oran yüzde 50-75 arasındadır. MSB'ler de S&L'ler gibi konut sektöründeki Pazar paylarını ve etkinliklerini 70'li yılların sonunda ve 80'li yılların başında iyice kaybetmişlerdir. 1982'de çıkarılan Garn ve St. Germain Mevduat Kurumları Kanunu (Garn/St. Germain Depository Institutions Act) ile S&L'ler ile MSB'lerin birbirine dönüşmesine izin verilmiş e böylece zaten çok az olan fark iyice

²⁰³ Alptürk, s.79-80.

ortadan kalkmıştır. “Thrifts Institutions” (Tasarruf Kurumları) adı ile bilinen bu kurumlar özellikle New York ve Massachusset eyaletlerinde yaygınlık kazanmıştır²⁰⁴.

Credit Unions (Kredi Birlikleri): Kredi birlikleri, en çok Amerika Birleşik Devletlerin’nde gelişmiş bir kooperatif türüdür. Birkaç kişi bir araya gelerek bir kredi birliği kurabilmektedir. Hissedar olmak için ödenecek meblağ çok ufaktır. Hiçbir ortak, birlik sermayesinin belirli oranından (%10) fazlasına sahip olamaz. Hisse oranı ne olursa olsun her ortak tek oy sahibidir. Kredi birlikleri borçlanarak talep ettikleri fonları, talep edenlere ödünç verirler. Birliğe borç verenlere ödenecek faiz serbesttir. Birlikten borç alanlara ödettirilecek faiz ise kanunla sınırlanmıştır. A.B.D.’de kredi birliklerinin kurucuları genellikle aynı kiliseye devam eden gruplar, hayır dernekleri veya büyük şirketler personelidir²⁰⁵.

Federal Home Loan Bank (FHLB – Federal Konut Kredi Bankaları): ABD hükümeti 1930’lardan sonra özellikle ekonomik buhranın etkilerine bağlı olarak konut finansman sistemine girmek zorunda kalmıştır. O dönemde özellikle konut talebinin azalması, konut fiyatlarındaki düşüşe ve kredi sağlayıcı kurumların zor duruma düşmesine neden olmuştur. Hem kredi sağlayıcıların sıkıntı içinde olması hem de inşaat sektörünün canlandırılması için 1932 yılında Federal Konut Kredi Bankası Sistemini(FHLBS) kurmuştur²⁰⁶. ABD’de farklı eyaletlerde faaliyet gösteren 12 adet federal konut kredi bankası bulunmaktadır. Bu bankalar hükümet destekli kuruluşlar olup, temel amaçları ipoteğe dayalı kredi kullanımının desteklenmesidir. Bu amaçla bu bankalar temel olarak finansal kuruluşlara konut kredileri vermeleri için avans niteliğinde borç vermektedir. Diğer bir deyişle bu bankalar konut kredisi vermek isteyen finansal kuruluşların fon temin ettiği bir toptancı banka görevini üstlenmişlerdir²⁰⁷.

FHLBS sistemi genel olarak ticari bankalar dışındaki S&Ls’lere, tasarruf bankalarına ve kredi birliklerine yönelmiştir. Bunun en önemli sebebi bu kurumların,

²⁰⁴ Tunalı, s.113.

²⁰⁵ Alptürk, s.79.

²⁰⁶ Uludağ, s.83.

²⁰⁷ Arif Uğur, **Mortgage**, 1. Baskı, Ankara: Destek Yayınları 12, Finans Dizisi 3, Mart 2007, s.57.

hesaplarının neredeyse %80 den fazlasını konut finansmanına aktarıyor olmasındandır²⁰⁸. Bu kurumlara hazineden borçlanma imkanı da tanınmıştır²⁰⁹.

Federal konut kredisi bankaları, diğer kuruluşlara borç verebilmek için gereken kaynakları sermaye piyasalarında borçlanma senetleri ihraç ederek temin etmektedirler. Bu ihraçlar halka arz şeklinde olabileceği gibi, tahsisli satış şeklinde de olabilmektedir. Bu bankalar tarafından ihraç edilen kıymetler ticari bankalar, merkez bankaları, yatırım fonları, anonim şirketler, emeklilik fonları, kamu kurumları ve bireysel yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır. Söz konusu kıymetlerin geri ödemeleri devlet güvencesi altında bulunmamaktadır. Ancak federal konut kredisi bankalarının ihraç ettiği kıymetler, derecelendirme kuruluşlarından en yüksek kredi notunu (AAA) alabilmektedir. Ayrıca bu kıymetlerden elde edilen faiz gelirleri için yerel ve federal düzeyde vergi istisnaları sağlanmış bulunmaktadır²¹⁰. Bu haliyle FHLB, bir kredi ortaklık programı olmaktadır²¹¹.

Federal Housing Administration (FHA- Federal Konut İdaresi): Amerikan hükümetinin düşük ve makul fiyatlı barınmaya yönelik bir kurumudur²¹². 1934 yılında National Housing Act ile kurulmuştur. FHA, balon ipoteklerinden (Balloon Mortgage) kaynaklanan sorunları çözmekle görevlendirilmiştir²¹³. Ödeme riskine karşı bazı seçilmiş ipotekleri sigorta ederek, kişilerin ipotek karşılığı borç vermelerini ve bu senetlerin uygun fiyatlarla halka satışını teşvik etmektedir. İpoteklerin kurallara uygunluğunu belirlemek ve kredi düzeyini değerlemek için FHA tarafından kullanılan kriterler sayesinde ipotek araçları büyük ölçüde standartlaşmış ve likidite kazanmıştır²¹⁴. FHA'nın kullandığı bu kriterler "Underwriting Standartları" olarak adlandırılmaktadır. Underwriting Standartları, düzenlenen ipotek kredilerinin türleri ve kredilerin verilme koşullarıyla ilgili standartları ifade etmektedir. Kamusal kurumlar,

²⁰⁸ Uludağ, s.83.

²⁰⁹ F.J. Fabozzi ve F. Modigliani, **Capital Markets: Institutions and Instruments**, New Jersey: Prentice Hall, 1992, s.602 Aktaran: Cebe, s.40.

²¹⁰ Uğur, s.58.

²¹¹ Ali Cüneyt Çetin, "Konut Finansman Yöntemleri Ve Türkiye Kosullarında Uygulanabilirlik Analizleri", (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2002), s.127.

²¹² R.J. Turner, **The Mortgage Maze: The Complete Guide To The Risks And Rewards Of Creative Real Estate Financing**, Arlington, VA: Alexandria House Books, 1982, s.300.

²¹³ Şahin, s.41.

²¹⁴ Emil Zeynalov, "İpoteğe Dayalı Konut Kredileri: Azerbaycan Uygulaması" (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, 2008), s.18.

finans kurumlarının düzenlediği ipotek kredilerinden, hangilerinin satın alınacağı, garanti edileceği ya da sigorta edileceği konusunda önceden gerekli kriterleri belirlemektedir²¹⁵.

FHA bir kamu kurumu olmasına karşın, faaliyetlerini sigorta primlerinden elde ettiği gelirlerle sürdürmekte ve ek bir kamu kaynağına ihtiyaç duymamaktadır. FHA'nın sigorta primleri, kredi kullanıcıları tarafından karşılanmakta ve genellikle aylık ödemelere dahil edilmektedir. FHA'dan kendi finansmanını sağlaması, zarar etmemesi beklenirken, uzun dönemde kâr etmesi de beklenmemektedir. Bu yapısı ile FHA, aynı alanda faaliyet gösteren özel sektör kuruluşlarına göre daha düşük maliyetlerle sigortalama yapabilmekte ve kredi kullanıcılarına daha uygun koşullar sunabilmektedir²¹⁶.

FHA, ipotek kredileri için sigorta uygulamasını başlatarak, konut kredisi veren kurumların kredi riskinden kurtulmasını sağlamıştır. Bu idare sabit geri ödemeli, sabit faizli ve tamamen amortize edilen klasik konut ipotek kredilerinin geliştirilmesi ve teşvikini sağlamıştır²¹⁷. İpotek kredilerinde standardizasyonu sağlayarak da ikinci piyasaların gelişmesinde çok etkili olmuştur. 1965 yılında HUD ile birleştirilmiştir.

Veterans Administration (VA – Emekliler İdaresi): 1944 yılında Servicemen's Realjustment Act ile ABD hükümeti tarafından İkinci Dünya Savaşı'ndan dönen gazilerin konut edinimlerinin desteklenmesi için kurulmuştur²¹⁸. Söz konusu yıllarda ipotek ve konut kredi darlığından dolayı, VA'a özel sektörce emekli askerlere verilen çok az ya da hiç peşinatsız ipotek kredilerine garanti verme yetkisi verilmiştir. Buna ek olarak da, 1980'de Kongre tarafından son verilinceye kadar VA, doğrudan kredi programları uygulamaya koymuştur. VA garantili krediler FNMA tarafından satın alınmaktadır²¹⁹.

²¹⁵ Şahin, s.41.

²¹⁶ Uğur, s.53.

²¹⁷ Cebe, s.41.

²¹⁸ Uğur, s.53.

²¹⁹ Tantan, s.76.

Federal National Mortgage Association (FNMA – Federal Ulusal İpotek Birliğı – Fannie Mae): FNMA, 1938’de Amerikan Kongresi tarafından İnşaat Finans Kurumu'nun (Reconstruction Finance Corporation) bir parçası olarak düşük ve orta gelirli kişilerin uygun koşullarda konut sahibi olmalarını sağlamak, konut ipotek kredilerinin likiditesini arttırmak ve FHA ve VA tarafından sigortalanan ipotek kredilerinin ikincil ipotek piyasasını oluşturmak amacıyla kurulmuştur. Bu sebeple FHA tarafından sigortalanan ve VA tarafından garantilenen ipotek kredilerini satın alma yetkisine sahiptir.

FNMA gerek sigorta işlemleri gerekse ipotek kredilerini satın almak için oldukça büyük tutarlarda fonlara ihtiyaç duymaktadır. FNMA’nın sermayesi bu plasmanlara yetecek düzeyde olmadığından, Kongre Hazine’den kredi alabilme hakkı tanıyarak bu kurumun kaynak sorununu çözmüştür²²⁰. Para darlığı yaşanan dönemlerde FNMA’ya verilen fon desteğın azalması ve dolayısıyla FNMA’nın da finans piyasalarına verebileceğı fonları azaltması nedeniyle FNMA’nın etkinliğini arttırabilmek için Kongre, kurumu 1968 yılında FNMA ve GNMA olarak iki ayrı kuruma bölmüştür. Böylece başlangıçta kamu kuruluşu olan FNMA kendi özsermayesi ile işleyen özel bir şirket olarak yeniden düzenlenmiş ve hisse senetleri New York Menkul Kıymetler Borsasında alınıp satılmaya başlamıştır. Fannie Mae özel bir şirket olmasına rağmen faaliyetlerinin uygunluğu ve finansal yeterliliğı kamu tarafından denetlenmeye devam etmiştir.

1968 yılında yeniden yapılanmasıyla birlikte Fanni Mae, 1970 yılından itibaren hükümet garantisi taşıyan FHA ile VA tarafından sigortalanan ipotek kredilerinin dışında kalan ve konvansiyonel ipotek kredileri (conventional mortgages) olarak adlandırılan kredilerin de alım satımını yapmaya başlamıştır. 1981 yılından itibaren ise ipoteğē dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymet ihracına başlayan kurum, yatırımcıların değışen beklentilerine uygun olarak 1986 yılında, ilk defa getirisi ayrılan ipoteğē dayalı menkul kıymetleri ihraç etmiştir. Bugün, Fannie Mae tarafından ihraç edilen ödeme aktarmalı menkul kıymetler “Fannie Mae MBS” olarak adlandırılmakta ve bunlara

²²⁰ Alp ve Yılmaz, s.98.

ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin tam ve zamanında yapılması yine Fannie Mae'nin garantisi altında olmaktadır²²¹.

Fannie Mae tüketicilere doğrudan ipotek kredisi sağlamaz, sermaye piyasalarından borçlanarak, tüketicilere doğrudan ipotek kredisi sağlayan firmalara kaynak temin eder²²². Fannie Mae, 2 yolla ipotek almaktadır; bunlardan birincisi ipotekler için nakit ödeme yapmak ve portföyüne kaydetmektir. İkincisi ise, borç verenlerden topladığı ipoteklerden oluşturulan havuz karşılığında menkul kıymet ihraç edilmesidir²²³. Fannie Mae ipotek kredilerini satın aldığı anda, kredi riskini de üzerine almakta, ancak bu riski ihraç ettiği menkul kıymetlere aktarmamaktadır. Diğer bir deyişle krediyi ilk veren kuruluşun geri ödemeleri garanti etmemesine karşın, Fannie Mae ihraç ettiği kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini garanti etmektedir*. Bu garanti karşılığında Fannie Mae, belirli oranda bir garanti ücreti almaktadır. Krediyi ilk veren kuruluşlar ise, kredinin açılması, geri ödemelerin müşterilerden alınarak Fannie Mae'ye aktarılması vb. konulardaki hizmetleri karşılığında bir servis ücreti elde etmektedirler. Böylece ihraç edilen menkul kıymetler için yatırımcılara ödenen faiz oranına, Fannie Mae'nin aldığı garanti ücreti ve kredi veren birincil kuruluşun aldığı servis ücreti eklenerek, krediyi kullanan tüketicinin ödemesi gereken faiz oranına ulaşılmaktadır²²⁴.

Fannie Mae, Amerika'nın aktif büyüklüğü bakımından üçüncü büyük, ipotek kredisi sektörüne sağladığı kaynak bakımından ise en büyük firmasıdır²²⁵. Fannie Mae faaliyet alanında tekel olmayıp, Freddie Mac ve bu alanda faaliyet gösteren tüm özel sektör kuruluşları ile rekabet halindedir²²⁶.

FNMA, kredi verenlerden satın aldığı ipotek kredilerinden havuz oluşturarak yatırımcılara bu havuza dayalı menkul kıymet ihraç edebilmektedir. Fakat alternatif olarak kredi verenlere nakit aktarmak yerine, bu kuruluşlara satın aldığı ipotek kredileri

²²¹ Özübek, s.155.

²²² Ardıçlı, s.76.

²²³ Önal ve Topaloğlu, *İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsat)*, s.222.

* Fannie Mae tarafından ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin geri ödemeleri devlet güvencesi altında bulunmamaktadır.

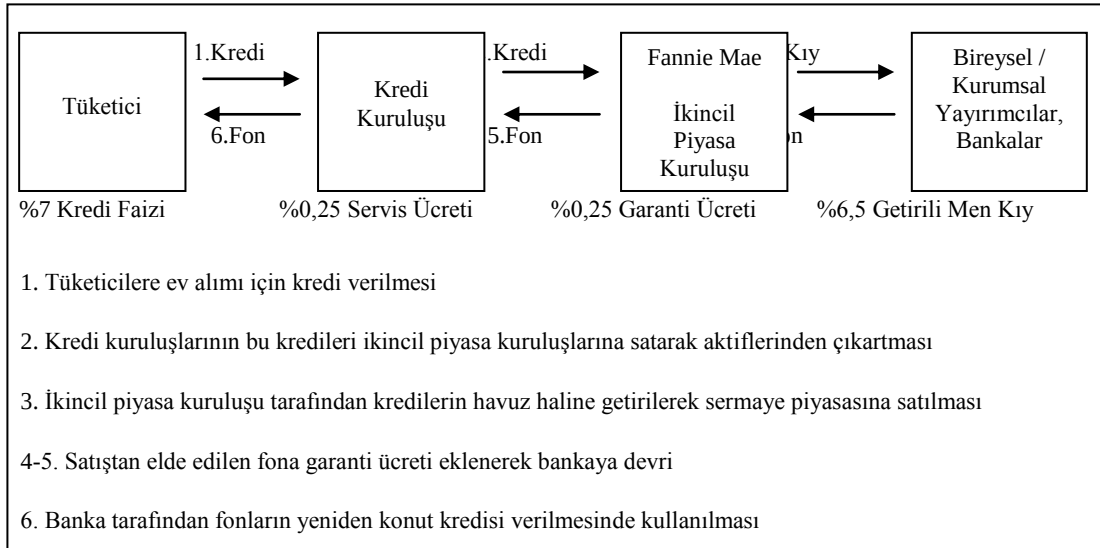
²²⁴ Uğur, s.54.

²²⁵ Ardıçlı, s.76.

²²⁶ Uğur, s.56.

karşılığında ihraç ettiği menkul kıymetleri verebilmektedir. Kredi veren kuruluşlar da bu menkul kıymetleri direkt kendileri yatırımcılara arz edebilirler.

Fannie Mae'nin ihraç ettiği kıymetler Trust yapısını içermekte, Fannie Mae tarafından oluşturulan Trust'lar, yine Fannie Mae'nin garantisi altında menkul kıymet ihracını gerçekleştirmektedir. Böylece Fannie Mae'nin iflası gibi bir durumda, kredi alacakları Trust'a devredilmiş olduğundan, yatırımcıların zarar görmesi önlenecektir. Diğer yandan ilgili kredi alacaklarının ödenmemesi gibi bir durumda, Fannie Mae gerekli ödemeyi yatırımcılara yapacaktır(karşılığında garanti ücreti aldığı unutulmamalıdır)²²⁷.



Şekil 7.: ABD Fannie Mae Finansman Sistemi

Kaynak: Arif Uğur, **Mortgage**, 1. Baskı, Ankara: Destek Yayınları 12, Finans Dizisi 3, Mart 2007, s.56.

Government National Mortgage Association (GNMA – Hükümet Ulusal İpotek Birliği – Ginnie Mae): GNMA, ülkedeki menkul kıymetleştirme uygulamalarını başlatmak ve teşvik etmek amacıyla Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı (U.S. Department of Housing and Urban Development) bünyesinde 1968 yılında FNMA'nın etkinliğinin artırılması için iki ayrı organizasyona ayrılması sonucu oluşturulmuştur.

²²⁷ Uğur, s.55.

GNMA'nın iki temel görevi vardır: Bu görevlerden birincisi kurulmuş olan ipotek kredilerinin yönetimini ve likiditesini sağlamak diğeri ise ipotek kredilerinin sürdürülebilirliğini sağlamaktır. Kuruluşunu takip eden yıllarda GNMA düşük gelirli ailelerin ev sahibi olmalarına katkıda bulunmak amacıyla düşük faizli kredi kullandırmak misyonunu da yüklenmiştir. Tandem Planı adıyla anılan bu düzenlemeye göre GNMA düşük gelirli ailelere açtığı kredileri bir iskonto oranından FNMA'ya satmaktadır. Belirlenen iskonto oranı FNMA'ya piyasa faiz getirisi sağlayacak şekilde belirlendiği için oluşan zarar GNMA'nın üzerinde kalmaktadır. GNMA'nın Tandem Planı çerçevesinde sürdürdüğü bu görev birincil piyasa görevi olarak nitelendirilmektedir ve hiçbir zaman çok büyük boyutlara ulaşmamıştır²²⁸.

GNMA; FHA, VA ve Çiftçiler Ev İdaresi garantili ipoteklere dayalı ve diğer kredi veren kurumlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin faizine ve anaparasına garanti vermeye yetkilendirilmiştir. Bir kamu kurumu olmasından dolayı bu garanti ABD hükümetinin kredi ve güvencesini taşımaktadır. Diğer bir ifadeyle bu garanti ile borçlanma oranı risksiz yatırım aracı oranına çekilmektedir. GNMA; FHA ve VA garantili kredilerden oluşan havuzun hissesini temsil eden ipoteye dayalı pass-through menkul kıymetlere garanti vererek bu tür krediler için ikincil pazar sağlamış olmaktadır²²⁹.

Ginnie Mae ihraçlarında kullanılan menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin tam ve zamanında yapılması (the timely payment of principal and interest) ABD Hükümeti'nin tam güveni ve kredisi (full faith and credit of the United States) ile garanti altında olduğu için²³⁰ GNMA havuzlarındaki kredilerin bazıları ödenmese bile GNMA pass-through sahipleri ödemelerin tahsil edilmesini beklemek zorunda kalmamaktadır. GNMA pass-through menkul kıymetler, bireysel konut kredilerinden çok tahvil özellikleri taşıdığından sigorta kuruluşları, emeklilik fonları ve başlıca yatırımcılar için cazip bir yatırım aracı olmaktadır.

²²⁸ Dağlaroğlu, s.65.

²²⁹ Tantan, s.77.

²³⁰ Özübek, s.158.

Ginnie Mae mortgage şirketlerinden mortgage alan ve bunları pass-through menkul kıymetlere dönüştüren ilk kurumdur. Bunu ilk olarak 1970 yılında gerçekleştirmiştir.

Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC – Federal Konut İpotek Kredileri Şirketi – Freddie Mac): Freddie Mac, 1970 yılında klasik ipotek kredilerinin ülke çapında ikincil piyasasını geliştirmek ve sürekliliğini sağlamak görevi ile oluşturulmuştur. Kredileri çoğunlukla S&L’lerden satın almaktadır²³¹. Sermayesinin tamamı özel sektöre ait olan Freddie Mac, kurucusu olan FHLB üyelerine hizmet vermektedir. Fannie Mae ve Ginnie Mae’den farklı olarak Freddie Mac, ipotek kredileri yanında iştirakleri de satın almaktadır²³². FHLMC, şirket statüsünde olduğu için hisse senetleri New York Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem görmektedir.

FHLMC, FNMA ile benzer yasal düzenleme ile kurulan, bazı imtiyazları olan, sermayesinin tamamı özel sektöre ait olan, aynı yasal düzenlemeye ve denetime tabi olan, aynı alanda faaliyet gösteren ve rekabet eden bir kuruluştur. Dolayısıyla FHLMC aslında herhangi bir garanti taşımayan klasik ipotek kredilerinin yanında FHA ve VA garantili ipotek kredilerini de satın almaktadır. Fakat FNMA da aynı faaliyetlerde bulunduğu için FHLMC klasik ipoteklerde FNMA ise FHA ve VA garantili kredilerde uzmanlaşmıştır.

FHLMC konvansiyonel (klasik) ipotek kredilerini, bu kredilerden bir havuz oluşturarak ve bu havuza dayalı İpotek Katılım Sertifikaları (Mortgage Participation Certificate – PCs) ihraç ederek menkulleştirmektedir. Bunu ilk defa 1971 yılında gerçekleştirmiştir. FHLMC faaliyetlerinin finansmanını Katılım Sertifikaları dışında Garantili İpotek Sertifikaları (Guaranteed Mortgage Certificate – GMC) ile de sağlar. Bunlar genellikle tahvil yatırımcısı için oluşturulur vadeleri 30 yıla kadar olabilir. Anapara ödemesi yılda bir, faiz ödemesi ise 6 ayda birdir. Kurum ihracını gerçekleştirdiği bu sertifikaları alanlara, bunlara ilişkin anapara ve faizin tam ve zamanında ödenmesini kendisi garanti etmektedir. FHLMC ayrıca kredi kurumlarına,

²³¹ Atalay Muharrem Gümrah, “Analysis of Different Housing Finance Methods and a Proposal of Housing Finance Model for High and Volatile Inflationary Economies”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, FBE, 1994), s. 8.

²³² Özübek, s.158.

ülkenin her yerindeki kurumlardan satın aldıkları katılım sertifikalarıyla teminatlandırılmış kredileri swap yapma imkânı da sağlamaktadır.

Federal Kredi Acenteleri: ABD'de birincil ve ikincil ipotek piyasasında faaliyet gösteren pek çok federal kredi kurumu vardır. Bunlar genelde tarım sektöründe faaliyet göstermektedirler. 1987'deki yasal düzenlemeleri temel alan bu kurumlar tarım sektörüne destek vermek amacını gütmektedirler. Bu kurumlardan en önemlisi Farmer Mac adıyla anılan Federal Agricultural Mortgage Corporation'dır. Farmer Mac tıpkı GNMA ve FNMA gibi ipotek kredilerinden oluşturulmuş havuzlara dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlere ödenme garantisi vermektedir. Ancak Farmer Mac'in faaliyet alanı tarımsal ipoteklerden oluşturulmuş havuzlarla sınırlıdır. Farmer Mac garantisi diğer kurumların aksine ödemelerin (faiz+ana para) %90'ını kapsamaktadır. Farmer Mac faaliyetlerinin devamı için ihtiyaç duyduğu fonları hazineden, banka sigorta şirketi ve tarım sisteminde yer alan kurumlara sattığı hisse senetlerinden ve garanti ücreti olarak topladığı ücretlerden sağlar. Garanti ücreti 50 basis puan ile garanti kapsamındaki havuz değerinin %1'i oranında yıllık ödemelerden oluşmaktadır²³³.

Tablo 3

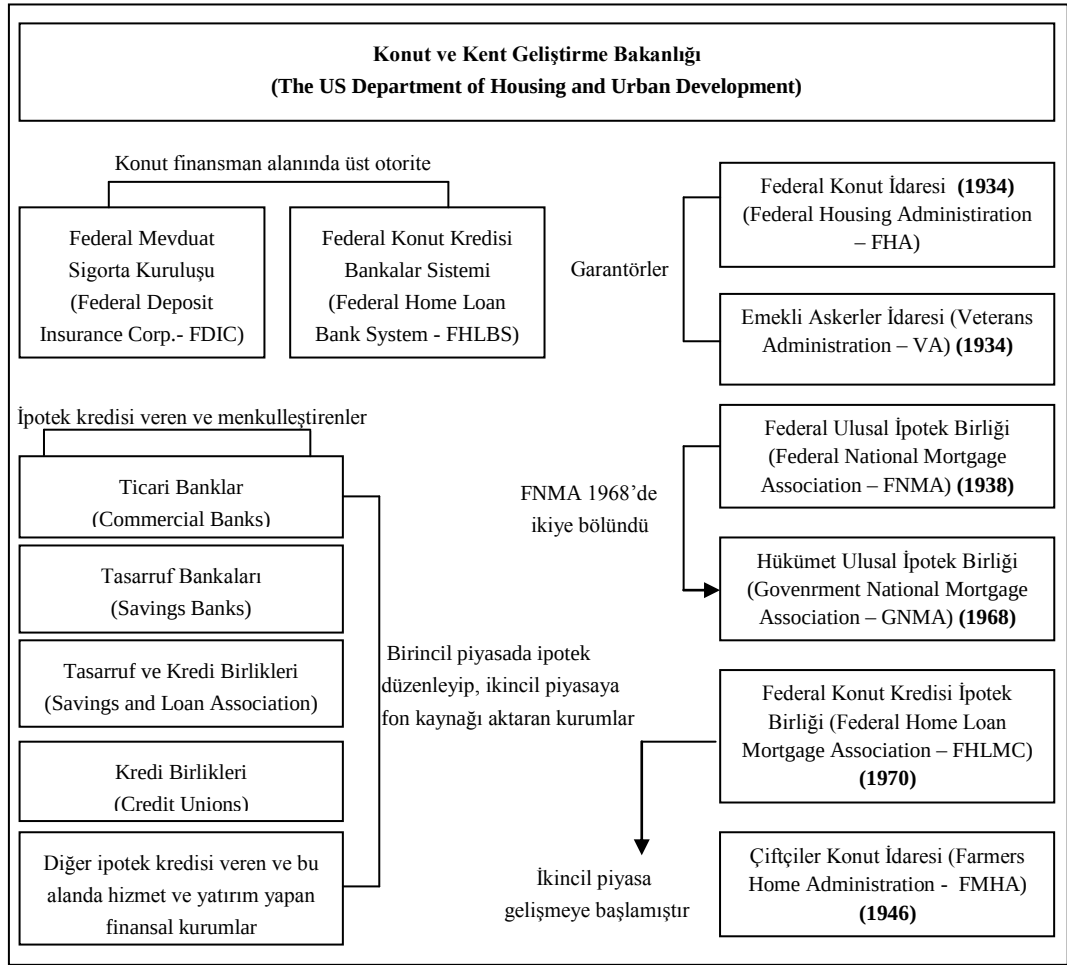
Fannie Mae, Ginnie Mae ve Freddie Mac'in Karşılaştırılması

Fannie Mae: Kuruluş amacı, mortgage piyasasının likiditesini arttırmaktır. İkincil piyasalarda menkul kıymet yatırımcısı olarak faaliyet gösterir. Mortgage bankalarının kullandığı klasik ve FHA/VA mortgage kredilerine ikincil piyasa sağlar.
Ginnie Mae: Kuruluş amacı, hükümet güvenceli mortgage kredilerine ikincil piyasa oluşturmak ve işleyişini sağlamaktır. FHA/VA garantili mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesini sağlar. Ayrıca, Ginnie Mae, çok başarılı olan bir mortgage yatırım aracı oluşturmuştur. Mortgage kredilerine dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymet, Ginnie Mae tarafından ihraç edilmektedir. Bu menkul kıymet aracı, mortgage havuzları ile teminatlandırılarak ilave likidite sağlamaktadır.
Freddie Mac: Kuruluş amacı, klasik krediler için ikincil piyasa oluşturarak, işleyişini sağlamak ve kredilerin likiditesini artırmaktır. Kredi birlikleri, tasarruf kurumları ve mortgage kredisi veren kurumlar tarafından kullanılan klasik mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirir ve sermaye piyasalarında bu kredilere dayalı katılım sertifikaları satarak aracı rol oynar.

Kaynak: James Kinney and Richard T. Garrigan, **The Handbook of Mortgage Banking**, Dow Irwin, Homewood, IL, 1985, p. 57-73 Aktaran: Bolay Gerçek, s.68.

²³³ Terrence M. Clauretie and G. Stacy Sirmans, **The Theory and Practise of Real Estate Finance**, Boston: South Western Pub, March 2005, ss.248-249.

3.3 ABD’DE İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ



Şekil 8.: ABD’de Federal ve Özel Konut Finansman Kuruluşları

Kaynak: Uludağ, s. 85.

ABD’de konut finansman uygulamaları, tarihçesinde de ayrıntılı olarak belirtildiği gibi 1929 “Büyük Buhran” sonrasında ortaya çıkan konut sorunu ile gelişmeye başlamıştır. O zamana kadar konut finansman piyasasında etkin bir rolü olmayan devlet Büyük Buhranın piyasalar üzerindeki etkisini gidermek için konut sektörüne müdahale etmeye başlamıştır. Böylece zamanla ortaya çıkan ihtiyaçlar doğrultusunda Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı (The US Department of Housing and Urban Development – HUD) bünyesinde konut kredilerini teşvik eden, organize eden, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere garantiler veren, konut finansmanına fon

aktaran çeşitli kuruluşlar ve sistemler²³⁴ geliştirilerek bugünkü konut finansman sistemi oluşturulmuştur.

Günümüzde Mortgage sisteminin en başarılı uygulandığı ülke Amerika'dır. Sistemdeki tüm elemanlar olması gerektiği gibi işlevsel düzeyde çalışmaktadır. Amerikan ipotek piyasasında birincil piyasa, ikincil piyasa ve sermaye piyasaları birbirleriyle uyumlu, sağlam ve istikrarlı bir şekilde çalışmaktadır. Bunda da kamu ve kamu destekli kurumların olumlu etkilerinin dolayısıyla devletin sistemdeki rolünün büyük etkisi bulunmaktadır.

3.3.1 Sistemin İşleyişiyle İlgili Genel Bilgiler

Amerika'daki mortgage sisteminin işleyişi genel anlamda ikinci bölümde(mortgage sisteminin işleyişi) anlatıldığı gibidir. Tüketicinin kredi talebiyle başlayan süreç mortgage kredi ödemelerinin bitmesiyle sona ermektedir. Tüketici, ipotek kredisini başlıca dört kuruluştan temin eder. Bu kurumlar;

- Ticari bankalar (commercial banks)
- Tasarruf Bankaları (Savings Banks)
- Tasarruf ve Kredi Birlikleri (Savings and Loan Associations, S&L's)
- Kredi Birlikleri (Credit Unions)'dir.

ABD'de kredi veren kurumlar kredi talep edene krediyi verip vermeyeceğine, ne kadar kredi kullandıracağına ilişkin değerlendirmeleri tüketicinin ödeyebilme gücü ve sürekliliğine bakarak yapar. Ödeyebilme gücünü tüketicinin finansal durumuna bakarak, sürekliliğini ise tüketicinin geçmişine bakarak değerlendirir. Sistemde bununla ilgili üç rasyoya bakılır. Bunlar²³⁵; Gelir kuralı, borç kuralı ve nakit kuralıdır. Gelir kuralına göre, tüketicinin mortgage kredilerinin geri ödeme masrafları olan* mortgage taksitleri, emlak vergileri ve gerekli sigortaların primlerinin toplamı, kişinin toplam

²³⁴ T.C. Ziraat Bankası A.Ş.. **Mortgage Ülkemizdeki ve Dünyamızdaki Uygulamaları**. Eğitim Yayınları No:18, Ankara: 2008, s.20.

²³⁵ Bebercuma, s.38.

* Amerika'daki sistemde buna Mortgage Housing Expense(MHE) denilmektedir.

gelirinin kredi kullandıran tarafından belirlenmiş bir oranını geçemez. Sözelimi bu oran %28, gelir 4.000 YTL ise, mortgage geri ödemeleri 1.120 YTL'den fazla olamaz. Borç kuralı, vergiler artı sigorta primleri ve mortgage taksitlerinden oluşan(MHE) toplama kredi kullananın var olan diğer borçların aylık ödemelerin eklenmesiyle oluşan yekûn**, kişinin toplam gelirinin kredi kullandıran tarafından belirlenmiş bir oranını geçemez. Önceki kuraldan farkı, formüle kredi kullanan şahsın diğer aylık borç ödemelerinin de eklenmiş olmasıdır. Son kural olan nakit kuralında ise, kredi kullanan şahıs taksitlerin geri ödenmesine başlamadan önce yatırması gereken peşinatı ve işlemlerin masraflarını karşılayacak güce sahip olmasını gerektirir.

Tüketicinin niteliklerinin uygunluğunda kredinin verilmesi için bazı evrakların tüketiciden alınması gerekmektedir. Evrakın niteliğine göre mortgage bankacılık sisteminin parçası olarak bazı durumlar ortaya çıkmaktadır. Bunlar²³⁶;

- Eğer müşteri, bordro, banka hesap cüzdanları ve W-2* gibi tüm gerekli belgeleri sunmuşsa tam dokuman durumu,
- Müşterinin belgelerinde bazı eksiklikler varsa ya da beyan ve beyanı doğrulama konusunda bankanın incelemeleri sonucu beyan edilmiş gelir/doğrulanmış mal varlığı, beyan edilmiş gelir/beyan edilmiş mal varlığı, yalnızca doğrulanmış gelir, yalnızca doğrulanmış mal varlığı, beyan edilmiş veya doğrulanmamış mal varlığı, mal varlığının olmaması, gelir/mal varlığının olmaması gibi durumlar ortaya çıkmaktadır. Müşterinin bu gibi durumlarda bile kredi alabilme şansı vardır.

İşte bu ve bunun gibi gereklilikler, bankaların araştırmaları, her müşterinin Amerika finans sisteminde bir kredi puanının olması(credit score), geçmişte kullandıkları krediler ve bunları geri ödeme yetenekleri ve başka birçok kriter göz önünde tutularak, mortgage müşterileri, “A, B, C, D- kredi müşterileri” olarak 4 ana grupta toplanmaktadır.

** Sistemdeki karşılığı Total Housing Expense(THE)dir.

²³⁶ Bebercuma, s.39-40.

* W-2, Amerikan Vergi Sistemi'nde işverenlerin, her çalışanı için ayrı ayrı düzenlemesi gereken ve çalışanın ücreti ve ödenen vergilerinin gösterildiği ve her bütçe yılı sonunda devlete rapor olarak bildirilmek zorunda olan özel bir formdur.

Sistemin üç tane önemli unsuru bulunmaktadır. Bunlar; faiz oranı, anapara ve vadedir. Faiz oranı, alınan kredinin vade süresince geri ödenmesinde uygulanacak faizi temsil etmektedir. Taksit ödemeleri çoğunlukla aylık olmasına rağmen faiz oranı yıllık olarak uygulanan faizi gösterir.

Öte yandan Amerika konut finansman piyasalarına has ve başka hiçbir konut finansman piyasasında bulunmayan **point** kavramı mevcuttur. Buna göre sistemde her 1 puan, çekilen toplam kredinin %1'ine eşittir. Puan, bir çeşit mortgage kredi maliyeti olup, kredi alanın çoğu zaman ödemek zorunda olduğu ve bankaların tahsil ettiği bir maliyet kalemidir. Müşteri, puan ödemelerini yapmak istemiyorsa, bu durumda nispeten kısa vadeli(15 yıl) bir kredi seçip daha yüksek faize katlanarak puanları ödemekten kurtulabilir. Ancak uzun vadeli(30 yıl) kredi kullanan kredi talep edenlerin puan ödemeyi tercih edip yüksek faiz seçeneğinden uzak durması daha uygundur. Point ödemelerinin, yalnızca mortgage ödemelerinin son taksit yılında olanları vergiden düşülmekte; daha önce yapılmış olan point ödemeleri vergiden düşülememektedir²³⁷. Amerika'da kredileri peşin ödemenin de bir cezası bulunmamaktadır. Ödenen ipoteklerin faizleri vergiden düşmekte ve buda ABD'deki orta sınıfın en büyük vergi teşvikini sağlamaktadır²³⁸. Ayrıca, Fannie Mae, Ginnie Mae ve Freddie Mac gibi kurumların tahvillerini satın alanlara vergi teşviki sağlanmaktadır²³⁹.

Amerika Birleşik Devletleri'nde kredi veren kuruluşlar, satın alınmak istenen konutun piyasa fiyatının tamamı üzerinden kredi vermemektedirler. Sözelimi \$240.000 değerinde olan bir konuta kullandırılan kredi miktarı \$198.000 olursa, kredi müşterisinin cebinde bulundurması gereken paranın \$42.000 olduğu görülmektedir. İşte sistemde buna down payment denmektedir. Down payment, $[1 - (\text{kredi olarak kullanılan miktar/emlağın piyasa değeri}51)]$ şeklinde hesaplanır²⁴⁰. Peşinat oranı sıfır ile %20 arasında değişmektedir.

²³⁷ Durmaz, s.16.

²³⁸ Çebe, s.35.

²³⁹ T.C. Ziraat Bankası A.Ş., s, 19.

²⁴⁰ Bebercuma, s.41.

ABD'nin mortgage piyasasını diğer birçok ülkenin mortgage piyasalarından ayıran en önemli özelliklerinden biride değişken faiz oranlı kredilerdedir. Ülkedeki değişken faizli mortgage kredilerin en belirgin üç farkı²⁴¹:

- **Faiz oranları otomatik olarak ayarlanmaktadır:** ABD'de değişken faiz oranlı mortgage kredilerinin faiz ayarlamaları bu görevi yerine getirmek için programlanmış bir bilgisayar tarafından otomatik olarak yapılmaktadır. Borç verenler bu sürece karışamaz ve borç alanlarla yapılan kontratlarda bu husus belirtilir.
- **Faizlerdeki ayarlamaları genellikle sınırlandırılmıştır:** ABD'de, yapılacak faiz değişikliklerinde limitler vardır. Yapılacak artış belirli bir oranı geçemez ya da faiz değişikliği sadece bir kere yapılabilir.
- **Başlangıç faiz oranlarının süresi daha uzun bir dönem için geçerlidir:** Kredi faiz oranlarında değişim yapılmadan önce kredinin başlangıcında kararlaştırılan faiz oranının geçerlilik süresi daha uzundur. Örneğin; Güney Afrika'da bankalar başlangıçtaki faiz oranlarındaki ayarlamaları en fazla 2 yılda değiştirirken, ABD'de bu on yılı bulmaktadır.

İpotekli krediler azami 40 yıl vadeye kadar verilebilmekte olup, ağırlıklı olarak sabit faiz oranlıdır. Ülkedeki ev alıcılarının %70-80'i sabit faiz oranlı krediyi tercih etmektedir²⁴².

Kredi şartlarında ve standartlarında son değişikliklerle ipotekli konut kredilerinde kredi tavanı getirilmiştir. Tavanı aşan kredi miktarları için garanti veya sigorta kurumlarınca güvence verilmemekte ve menkul kıymet havuzuna da dahil edilmemektedir²⁴³.

ABD'de kredi alanın ödemelerini aksatması durumunda, kredi veren ile kredi alanın karşılıklı olarak anlaşmaktan, evin satışına kadar yapabileceği seçenekler mevcuttur. Uygulamada, borçlunun finansal durumundaki bozulmanın geçici ise 6 aya kadar ödemeler dondurulabilmekte ve sürenin sonunda borçluya ödeyemediği kısma

²⁴¹ Guttentag, s.37 Aktaran: Caka, s.41.

²⁴² T.C. Ziraat Bankası A.Ş., s.18-19.

²⁴³ Nural, s.50.

işleyen faizle birlikte, takip eden 1 yıl içinde ödeme yapma hakkı tanınmaktadır. Eğer finansal durumdaki kötüleşme kalıcı ya da uzun vadeli ise kredi veren ile anlaşma yoluna gidebilmektedir. Faiz oranlarını düşürmek, vadeyi uzatmak ya da her ikisini birden yapmak gibi değişikliklere gidebilir ve bunu yeni bir kontrat oluşturarak düzenleyebilirler. Tüm bunlar dışında başvurulabilecek son seçenek olan evi satma ve kontratı sona erdirmeye seçeneği de mevcuttur.

3.3.2 ABD’de Birincil İpotek Piyasası

Daha önce anlatıldığı gibi birincil ipotek piyasaları konut almak isteyen ve fon ihtiyacı olanlarla bunlara fon sağlayan uzman kurumları ve piyasayı düzenleyen kamu kurumlarını kapsamaktadır. Kredinin verildiği ve ipoteklerin tesis edildiği piyasadır. Amerika’da birincil piyasanın işleyişine bakıldığında; kredinin başvuru sürecinden, onaylanmasına, ipoteğe konu olan gayrimenkulün değerlemesinden, kredinin nakit akışının sağlanmasına kadar her aşamada uzmanlaşmış kuruluşların yer aldığı dikkat çekmektedir. Amerikan birincil piyasa modeli, piyasada yer alan oyuncular arasındaki işbölümünün başarıyla yapılması, dolayısıyla piyasanın oturmuş ve verimli bir işleyiş kazanmış olması açısından önem taşımaktadır²⁴⁴.

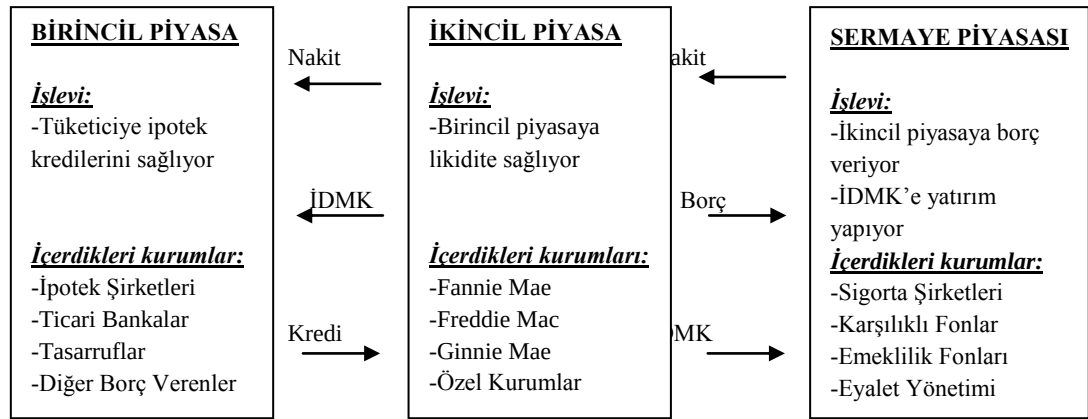
ABD birincil ipotek piyasasındaki kurumları düzenleyici ve finansal araçlar olmak üzere ikiye ayırabiliriz. Düzenleyici kurumlar; FHA (Federal housing administration) ve VA (Veterans Administration) gibi piyasaların etkin çalışmasını sağlayan kamu kurumları iken, araçlar; ticari bankalar, tasarruf kurumları, yatırım şirketleri, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları olarak sıralanabilir²⁴⁵.

Ayrıca ABD birincil ipotek piyasasını iki kısma ayırarak inceleyebilmek de mümkündür. Bunlardan birini, FHA ve VA tarafından sigortalanan kredilerin piyasası olarak kamu sigortalı ipotekli kredi piyasası olarak adlandırırken diğerini de herhangi bir sigortanın söz konusu olmadığı kovansiyonel (klasik) kredilerin piyasası olarak klasik ipotekli kredi piyasası olarak adlandırabiliriz.

²⁴⁴ Alper Tolga Selimoğlu, “Türkiye’de Konut Finansmanı ‘Mortgage’ Konusunun İlgili Yasa Tasarısı Çerçevesinde İncelenmesi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, FBE, 2006), s.127-128.

²⁴⁵ Güler, s.88.

Birincil ipotek piyasasında tasarruf sahiplerinden, finansal ürün çıkaran varlık sahiplerine ya da kurumlara fon aktarımı söz konusu iken, ikincil piyasada sadece alıcılar ile satıcılar arasında el değiştirme söz konusudur²⁴⁶. Birincil piyasanın gelişebilmesi, yani yeni ipotek kredilerinin verilmesi ve bunlar için fon yaratılabilmesi ikinci el ipotek piyasasının sağlıklı işlemesine bağlıdır. Yine ikinci el ipotek piyasasının istikrarı birinci el ipotek piyasasında ipotek kredilerinin standardize edilmesi ve yaygınlaştırılması ile mümkündür²⁴⁷.



İDMK: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet

Şekil 9: ABD Konut Piyasalarının İşlevi ve İçerdikleri Kurumlar

Kaynak: Kaldırım, s.23.

3.3.3 ABD’de İkincil İpotek Piyasası ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Şekil 9’da da gösterildiği gibi ikincil ipotek piyasası, sermaye piyasalarından, birincil ipotek piyasasına fon sağlamaktadır. Temelinde ise ipotek kredilerinin ya da bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin alınıp satılması yatmaktadır. İkincil piyasanın etkinliği, iyi yapılandırılmış bir birincil piyasaya ve ipoteklere konu olan gayrimenkullerin doğrudan likiditesine bağlıdır. Birincil ipotek piyasasında ipotek kredilerinin sigortalanması ve standart hale getirilmesi ikincil piyasada bu kredileri cazip hale getirmektedir. Dolayısıyla her ne kadar birincil ipotek piyasası ile ikincil ipotek piyasası ayrı ayrı incelenmiş de olsa aslında bu iki piyasanın tam olarak

²⁴⁶ Güler, s.87.

²⁴⁷ İTO, s.92.

birbirinden ayrılması mümkün değildir. Sonuç olarak, birincil ipotek piyasasında düzenlenen ipotek kredilerinin ikincil ipotek piyasasında satılarak ya da devredilerek yeni ipotek kredilerine fon yaratması hem ipotek piyasası ile sermaye piyasalarının bütünleşmesini sağlamakta hem de gayrimenkul finansmanı sorununa çözüm getirmektedir.

Amerikan ikincil ipotek piyasasına bakıldığında; gelişmiş serbest piyasa ekonomileri arasında bilanço dışı modelin en gelişmiş uygulaması görülmektedir. Bilanço dışı menkulleştirme Amerikan ikincil piyasasının temelini teşkil etmekte²⁴⁸ olup benzer özelliklere sahip ipotek kredilerinden oluşturulan portföylere dayanılarak menkul kıymet ihraç etme esasına dayanmaktadır. Bu tip menkul kıymetleştirmede kredi veren kuruluşlar vermiş oldukları ipotek kredilerini satarak bu kredilerden doğan alacak haklarının tamamını başka bir kuruluşa devrederler. Böylelikle ödememe riski vb. gibi riskleri transfer etmiş olurlar. Aynı zamanda yeni krediler verebilmek için fon yaratmış olurlar.

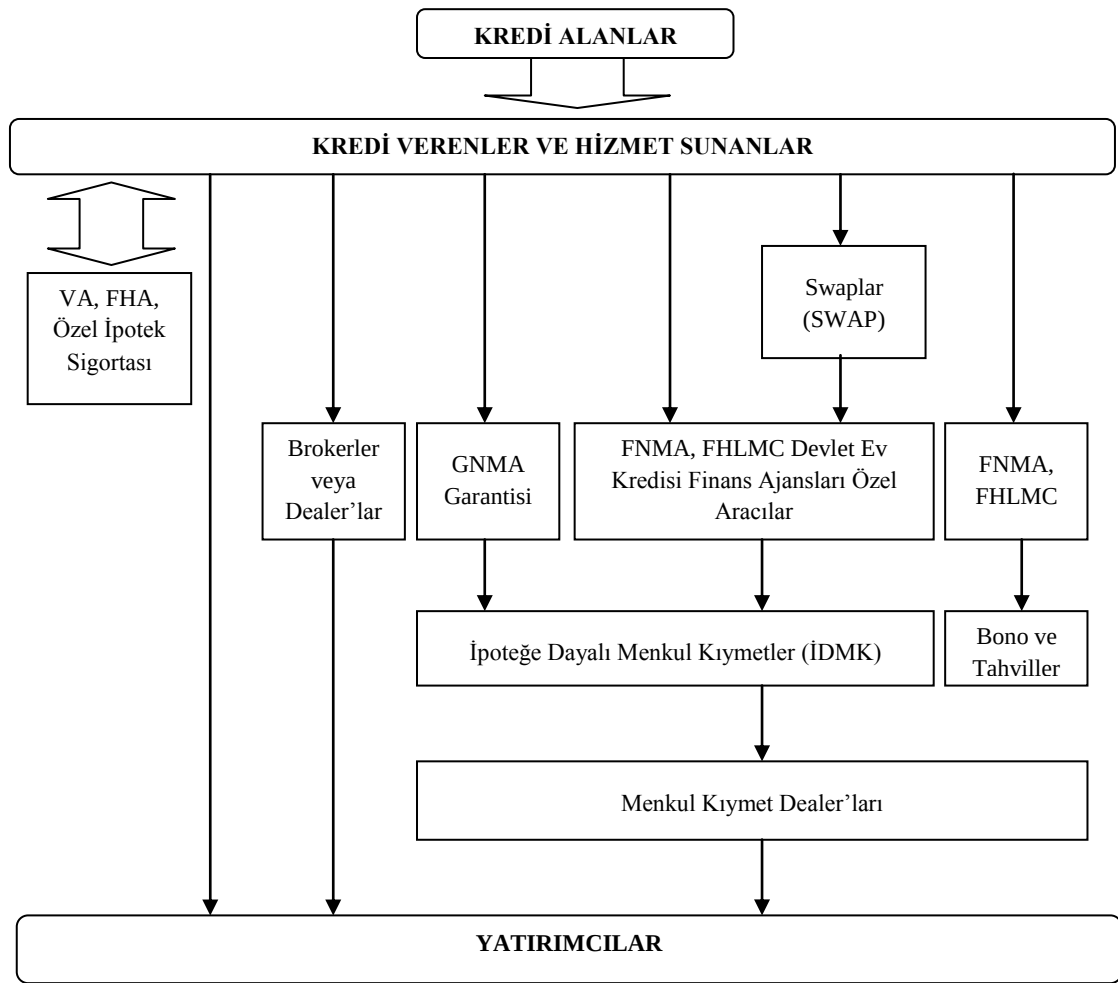
ABD’de ikincil piyasaların oluşumu ve gelişimi kamusal ve kamu destekli kurumların oluşturulmasıyla gerçekleşmiştir. Bu kurumların gelişiminin dolayısıyla ABD ipotekli konut finansman sisteminin gelişiminin nasıl olduğuna daha önce ayrıntılı olarak değinmiştik. Sisteme baktığımızda ikincil ipotek piyasasında aktif olarak faaliyet gösteren üç tane kamu destekli kuruluş bulunmaktadır. Bunlar kamu kuruluşu olan GNMA, kamu destekli olan FNMA ve FHLMC’dir. Aynı zamanda bu üç kuruluşun başarılı menkulleştirmelerinden sonra özel sektör kuruluşları da ikincil ipotek piyasasında faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu kuruluşlar sadece birinci derece ipotek satın alırlar* ve bu ipotekleri menkul kıymetlere dönüştürürler. İpotek kredilerini satın almak için de hükümet kaynaklarından veya sermaye piyasalarından temin ettikleri fonları kullanırlar. Bu kuruluşların ihraç ettikleri menkul kıymetler devlet garantisi taşıdıkları için derecelendirilmeksizin ihraç edilirler.

ABD’de ikincil piyasada iki tür yaygın uygulama vardır. Birincisi; doğrudan kredi veren kurumun her bir kredinin belli bir bölümünü başka bir kuruma satmasıdır.

²⁴⁸ Selimoğlu, s.128.

* Böylece, krediyi alan kişi veya kuruluş ödeme zorluğu içine düşerse, kendilerine öncelik tanınmaktadır.

Kredi veren kurum, kredileri kendisi doğrudan bir kuruma satabileceği gibi bu satışı bir broker ya da dealer aracılığıyla yapabilir. Dealer'lar, ipotek alım satımını kendi hesaplarına yaparken, broker'lar, sadece muhtemel alıcılarla satıcıları karşı karşıya getirirler. İkinci uygulama ise; menkul kıymetleştirmedir. İpotek kredisi veren kurum bu kredileri bir aracı kuruma devreder. Yeddiemin tarafından saklanacak ipoteklere dayalı olarak, ipoteye dayalı menkul kıymetler veya katılım sertifikaları ihraç edilir²⁴⁹.



Şekil 10: ABD’de İkincil İpotek Piyasasındaki İşlemler

Kaynak: Topaloğlu, s.177.

Basit bir şekilde ikinci piyasada menkul kıymetleştirme şöyle gerçekleşmektedir:

²⁴⁹ Tantan, s.77.

Zaman içinde birçok ipotekli kredi anlaşması yapmış olan kredi kurumu, bilançosunda bulunan aynı veya benzer özellikler taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur ve bu havuzdaki ipotekleri FNMA, FHLMC gibi devlet destekli konut amaçlı bir kuruma satar²⁵⁰. FNMA ve FHLMC gibi kuruluşlar da kendi bünyelerinde tutmak için satın aldıkları bu ipotekli kredilere dayalı olarak menkul kıymet ihraç eder. Veya kredi kurumları oluşturdukları havuza dayalı olarak menkul kıymet ihraç edilebilmesi için FNMA ve FHLMC'ye garanti kapsamında başvururlar. FNMA ve FHLMC de yeddiemine (trustee) menkul kıymet ihracı için garanti verir. Yeddiemin de ipoteğe dayalı menkul kıymetler veya katılım sertifikaları ihraç eder.

Bu menkul kıymetlerin her biri ipotek havuzundaki bölünmez hakların sahipliğini göstermektedir. Yatırımcılar, havuzdaki ipoteklerin anapara ve faiz ödemelerinden kendi paylarına düşeni alırlar²⁵¹.

Krediyi açmış olan ilk kurum, kredileri kullananların yaptığı anapara ve faiz ödemelerini tahsil ve bunları menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara aktarılmasında aracılık etme görevi ile sistemin içinde kalmaya devam etmektedir. Kredi veren kurumlar bunun yanında, yine aynı yolla kendileri menkul kıymeti çıkarıp, buna ilişkin ödemelerin karşılanacağına dair GNMA'nın veya yerel konut kurumları ile banka teminat mektuplarının garantisi altında da ihraçta bulunabilmektedirler. Ya da, ipotekler FNMA ve FHLMC dışında özel kuruluşlar tarafından satın alınıp, bu kurumlar tarafından bir ipotek grubu oluşturulup, buna dayalı menkul kıymet ihraç edebilmektedir²⁵².

İkinci el ipotek piyasasındaki en önemli gelişme, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin geliştirilmesiyle bu piyasanın geleneksel sermaye piyasaları ile bütünleşmesidir. MBS'ler esas itibarıyla, ipoteğe dayalı araçların daha rahat işlem görmesi ve bu piyasaya olan katılımların artırılması için geliştirilmiştir. Bu olay ilk kez, FNMA daha sonra ise ikinci el ipotek piyasasında faaliyet gösteren kamusal ve özel şirketler tarafından sermaye piyasasına tahvil ihracıyla gerçekleştirilmiştir. Ancak, ihracı sözkonusu olan bu tahviller, hükümet tarafından sigorta edilmiş olan ipotek

²⁵⁰ Adıgüzel, s.33.

²⁵¹ Önal ve Topaloğlu, *İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsat)*, s.177.

²⁵² Adıgüzel, s.33.

kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek gruplarına dayalı olmuştur. Daha sonra sırasıyla GNMA, FNMA ve ipotek kredisi düzenleyen özel kurumlar, İpotekten Geçen Menkul kıymetler (Mortgage Pass-Through Securities – MPSs) geliştirip piyasaya ihraç etmişlerdir.

ABD’de ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ortaya çıkışı aşağıda sayılan başlıca dört faktöre bağlanmaktadır²⁵³:

- Enflasyonun ve faiz oranlarının dalgalı bir seyir izlemesi
- Mevzuatta ipoteğe dayalı menkulleştirmeyi kolaylaştırıcı şekilde değişikliklere gidilmesi
- Ekonomik büyümenin artması
- Hükümetin çeşitli kurumlar kurması ya da kurulmasına zemin hazırlaması

ABD’de ipotek kredilerinin menkul kıymetlere dönüştürülmesinde farklı yapılar kullanılmaktadır. Bu yapıları şu şekilde sıralayabiliriz:

- İpotekten Geçen Menkul Kıymetler (Mortgage Pass-Through Securities, MPSs)
- Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations, CMOs)
- Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities, SMBs)
- İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage-Backed Bonds, MBBs)

²⁵³ Dalaman, s.63.

3.3.3.1 İpotekten Geçen Menkul Kıymetler

(Mortgage Pass-Through Securities, MPSs)

İpotekten geçen menkul kıymetler (MPSs)* bir ipotek düzenleyici (örn. Mortgage kurumu, thrift) tarafından çıkarılır ve ipotek havuzundaki bölünmemiş sermaye payını temsil eder. Havuz bir veya daha çok ipotekten oluşabilir. Buna rağmen genellikle 1000 veya daha çok klasik ipoteği temsil eden bu çeşit bir havuzun minimum büyüklüğü 100 milyon\$'dır. Havuz içerisinde yer alan her ipotek kredisi, düzenleyicisi veya onaylanmış hizmet sağlayıcıları tarafından servis edilmeye devam eder. Bir yeddiemin havuzdaki ipotek kredilerinin sahibi olarak atanır ve tüm ödemelerin menkul kıymet sahiplerine yapılmasını garanti eder. Nakit akışı, anapara ve faizden oluşan havuzdan hizmet ve garanti ücretleri düşülüp menkul kıymet sahiplerine dağıtılır. Bu, menkul kıymetlerin “geçen (pass-through)” olarak adlandırılmasının nedenidir, çünkü nakit akışı ipotek kredisi düzenleyicileri tarafından yatırımcılara geçer²⁵⁴. Sistemde menkul kıymet sahipleri payları oranında nakit akımlarından pay almaktadırlar. Yapılan her ödemenin ardından ödeme aktarımlı menkul kıymetin bakiyesinde bir azalma meydana gelmektedir.

Yatırımcılar, düzenlenmiş olan ipotek kredilerini satın alıp bunlara yatırım yapmaları durumunda bir takım risklerle karşı karşıya kalırlar. Bunlar; kredi riski, fiyat riski, likidite riski ve erken ödeme riskidir. Bu risklerden kısmen de olsa kaçınabilmek için ipotek kredilerine yatırım yapmanın daha etkin yolu MPS'lere yatırım yapmaktır. Risklerini azaltmak isteyen yatırımcılar tek bir ipoteğe kredisine yatırım yerine MPS satın alarak ipotek kredilerinden oluşturulan grupların bir bölümüne yatırım yapmayı tercih ederler bu yatırımcıların tek bir hisse senedine yatırım yapmak yerine portföy çeşitlendirmesi yapması durumuna benzer²⁵⁵. Tek bir ipoteğe yatırım yapan kişi, hem sistematik hem de sistematik olmayan riskle karşı karşıyadır. Sistematik risk, genel ülke ekonomisinin durumundan kaynaklanan risktir. Sistematik olmayan risk ise bireysel

*“Mortgage Pass-Through Securities”; konu ile ilgili çalışmalarda “İpotekten Geçen Menkul Kıymetler” veya “Ödeme Aktarımlı Menkul Kıymetler” olarak ifade edilmiş olup, bu çalışmada ilk belirtilen karşılığı esas olmak üzere “MPS” veya “pass-through” kısaltmalarıyla yer almaktadırlar.

²⁵⁴ William B. Brueggeman and Jeffrey D. Fisher, **Real Estate Finance and Investments**, 12. Edition, New York: McGraw Hill International Edition, 2005, s.526.

²⁵⁵ Caka, s.16.

ipoteke kredisi sahibinin genel ülke koşullarından bağımsız olarak erken ödemesidir. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlere yatırım yapanlar sistematik olmayan riski azaltırken, sistematik riskten kaçınmaları mümkün olmamaktadır²⁵⁶.

Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin ihracı, faiz oranı riskini azaltmaktadır. Çünkü menkul kıymet sahiplerine ödenecek faiz tutarı ipotek borçlularından sağlanan faiz tutarına paralel olmaktadır. İhraççı kurumlar, ipotek kredilerini söz konusu menkul kıymetler yoluyla finanse ettikleri sürece kar marjlarını sabitlemektedirler²⁵⁷.

Risk şüphesiz her menkul kıymetin tercihinde etkili olan bir değişkendir. Pass through'lardaki güvence dışında²⁵⁸ menkul kıymetlerin riskini düşürmenin bir diğer yolu da "aşkın teminatlandırma"dır (overcollateralizasyon). Bu yöntemde bir havuza dayalı iki tip menkul kıymet ihraç edilir. Birinci tip menkul kıymet imtiyazlı (senior) pass through olarak adlandırılır ve bu grup ipotek ödemelerinden öncelikli olarak pay alma hakkına sahiptir. Diğer grup ise ikincil (subordinated) pass throughlardır. Örneğin \$100.000.000 değerinde bir havuza dayanılarak \$94.000.000 tutarında imtiyazlı, kalan \$6.000.000 tutarında ise ikincil pass through ihraç edilir. İmtiyazlılar piyasada işlem görürken ihraççı ikincil pass throughları kendi portföyünde tutar. Havuzun sağladığı tüm nakit akımı öncelikle imtiyazlı pass throughların ödenmesi için kullanılır. Havuzdaki kredilerin nakit akımlarında oluşan sorunlar öncelikle ikincil pass throughların getirisini tehlikeye sokar. İmtiyazlı pass throughların fiyatı diğerlerinden 2040 basis puan azdır. Çünkü taşıdıkları riskler daha azdır²⁵⁹.

Kredi veren kurumlar açısından baktığımızda da daha öncede belirttiğimiz gibi; ödeme aktarmalı menkul kıymetler kredi veren kurumlara riskli aktiflerini bilanço dışına çıkartma imkanı sağladıkları için kurumların bilançoları daha risksiz hale gelmekte, ayrıca öz sermaye/toplam aktif ve borç/öz sermaye oranlarında iyileşmeler gözlenmektedir. Böylece bu kurumlar daha iyi koşullarla ve ucuza fon sağlayabilme imkanına kavuşmaktadırlar²⁶⁰.

²⁵⁶ Alptürk, s.182.

²⁵⁷ Cebe, s.100.

²⁵⁸ Güler, s.107.

²⁵⁹ Dağlaroğlu, s.69.

²⁶⁰ T.C. Ziraat Bankası A.Ş., s.22.

Genel olarak incelendiğinde, MPS’lerin nakit akımları aylık kredi geri ödemelerinin faiz ve anapara kısmı ile erken ödemelerden oluşmaktadır. Burada belirtilen ödeme unsurlarından ilk ikisi normal koşullarda yatırımcıların menkul kıymetten beklediği nakit akımlarıdır. Ancak, ipotek kredisi alanların piyasa koşullarındaki değişmelere ya da kendi durumlarındaki iyileşmelere bağlı olarak kredi borç bakiyelerini vadelerinden önce kapatmaları durumunda oluşan erken ödemeler, menkul kıymet sahiplerine aynen nakit akımı olarak yansıtılmaktadır²⁶¹.

İpotekten geçen menkul kıymetlerin kamu veya kamu destekli kurumlar tarafından ihraç edildiğini ve bunun yanında 1981’den itibaren özel kuruluşlar tarafından da menkul kıymet ihraç edilmeye başlandığından daha önce bahsetmiştik. Bu bağlamda kamu ve kamu destekli kurumların ihraç ettiği ipotekten geçen menkul kıymetler, Kurumların İhraç Ettiği MPS (Agency Pass-Through Securities), özel kurumlarınkine ise, Klasik MPS (Conventional Pass-Through Securities) olarak adlandırılmıştır.

İkinci el ipotek piyasasında faaliyet gösteren kurumlar GNMA, FHLMC ve FNMA’dır. Kurumların ihraç ettiği ipotekten geçen menkul kıymetler genellikle isimleriyle bilinir. GNMA’nın ihraç ettiği menkul kıymetlere “GNMA Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymet”, FHLMC’ninkine “FHLMC Katılım Sertifikaları” ve FNMA’ninkine “FNMA İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler” denilmektedir.

GNMA, Pass Through menkul kıymetler içinde en büyük paya sahiptir. ABD hükümetinin tam garantisine/kredi güvencesine sahip olup, ipotek havuzu FHA, VA gibi kurumlar tarafından sigortalanmış ipotek kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu garanti, anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılacağına ilişkindir. ABD hükümetinin tam garantisine sahip olması GNMA Pass Through’larını MBS’ler arasında en fazla kredi kalitesine sahip ve en likit menkul kıymetler haline getirmektedir²⁶².

²⁶¹ ITO, s.96.

²⁶² Semra Bank, “Konut Finansmanı Sistemi ve Türkiye Uygulaması”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, SBE, 2006), s.36.

Ginnie Mae esas olarak iki pass-through programı yönetir, orijinal Ginnie Mae programı, Ginnie Mae I 1970'den beri vardır ve Ginnie Mae II 1983'te kurulmuştur. Garanti her iki program içinde esas olarak aynıdır ve cari aylık faizin ve planlanmış anaparanın, ek olarak planlanmamış anapara geri ödemelerinin zamanında ödenmesini temin eder²⁶³. Ginnie Mae I MBS havuzdaki tüm ipotek kredilerinin aynı tip (örn. tek aile) olmasını talep etmektedir. Her ipotek kredisi FHA, VA, RHS veya PIH tarafından sigortalı veya garanti edilmiş olmalı ve değişmeden kalmalıdır. Ek olarak ipotek kredisi faiz oranları aynı olmalı ve ipotek kredileri aynı ihraççı tarafından ihraç edilmelidir. Havuzun minimum büyüklüğü 1milyon\$; GNMA I MBS'de ödeme 14 gün gecikmeli olarak belirlenmiştir (ödeme her ayın 15. günü yapılır). Ginnie Mae II MBS, daha büyük ve çok coğrafyaya yayılmış havuzlara ve daha küçük portföy menkulleştirmesine izin veren çok ihraççılı havuzların oluşturulmasına müsaade eder. Ginnie Mae II MBS havuzunda çok çeşitli kuponların olmasına ve ihraççıların, 25 ile 75 temel puan aralığında, daha yüksek hizmet ücretleri almasına müsaade edilir. Havuzların minimum büyüklüğü; çok borç verenli havuzlar için 250.000\$ ve tek borç verenli havuzlar için 1milyon\$'dır. Ginnie Mae MBS ilave olarak 5 gün daha geç ödemelidir çünkü ihraççıların ödemeleri merkez ödeme kurumu tarafından birleştirilir (ödeme her ayın 20. gününde yapılır)²⁶⁴.

FHLMC'nin ihraç ettiği kurum menkul kıymetlerinin çoğu klasik ipotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilmektedir. FHLMC çoğu menkul kıymetlerde sadece faiz ödemelerinin zamanında yapılacağını garanti etmektedir. Zamanında ödenmeyen anapara ödemeleri ise ödenmesi gereken zamandan en geç bir yıl içinde FHLMC tarafından yatırımcılara ödenmektedir. Bu menkul kıymetlerin faiz oranları GNMA'nın ihraç ettiği menkul kıymetlerin faiz oranlarından daha yüksektir²⁶⁵.

Freddie Mac'ın katılma belgeleri oluşturduğu farklı programlar vardır. En önemlisi Nakit Program ve Garantör/Swap Programıdır. Ayrıca, Freddie Mac ve Fannie Mae birlikte Swap programları geliştirmişlerdir. Buna göre; tasarruf ve kredi birlikleri

²⁶³ Frank J. Fabozzi, **The Handbook Of Mortgage Backed Securities**, 6. Edition, New York: McGraw Hill Professional, 2006, s.48.

²⁶⁴ <https://www.ginniemae.gov/about/about.asp?subTitle=About> (26 Ocak 2010).

²⁶⁵ Zeynalov, s.48.

ellerindeki düşük faiz oranlı ipotek kredilerini bu iki kurumun ipoteğe dayalı Pass Through menkul kıymetleri ile değiştirebilmektedirler²⁶⁶.

FNMA'nın ihraç etmiş olduğu MBS'ler, yalnızca ulusal piyasada değil uluslararası sermaye piyasalarında da çok talep gören ve bu çerçevede işlem hacmi oldukça yüksek olan menkul kıymetlerdir. Bu MBS'ler, birçok bakımdan FHLMC'nin katılım belgelerine benzemektedir. Bununla beraber, FNMA ihraç etmiş olduğu MBS'lerin hem faiz hem de anapara ödemelerinin zamanında yapılacağını garanti etmektedir²⁶⁷. FNMA'nın faiz oranları FHLMC'ye göre daha yüksektir. Bunun nedeni; devlet garantisinde olma oranlarındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. FNMA MBS'leri devlet garantisine sahip değildir. FNMA ihraççının düzenlemiş olduğu kredileri portföyünde tutabilmekte ve bunlara ilişkin teminat verip satış yapabilmektedir. Ayrıca, FHLMC'ye benzer Swap programları da mevcuttur²⁶⁸.

Özel kesim tarafından ihraç edilen Pass Through menkul kıymetler uzman konut kuruluşları (thrifts), ipotek bankaları, ticari bankalar gibi kurumlarca ihraç edilmektedirler. Bu kurumların bu alandaki esas görevleri; FHLMC, FNMA ve GNMA'nın standartlarına uymayan geleneksel kredilerin (jumbo krediler) ikincil piyasasını oluşturmaktır. Bu menkul kıymetler "Private Label Pass Through" olarak da adlandırılabilirler ve herhangi bir hükümet kuruluşunun garantisine sahip değildirler. Bu yüzden bu menkul kıymetlerde kredi kalitesi ve kredi arttırıcı özellikler ön plana çıkmaktadır²⁶⁹.

Kamusal kurumların ihraç etmiş olduğu MPS'ler derecelendirmeye (rating) tabi değildir. Fakat klasik MPS'ler derecelendirme kurumlarınca derecelendirilmektedirler. Bu menkul kıymetler AA ya da daha yüksek dereceler almaktadırlar. Bunun yanında kurum MPS'lerin SEC (Securities and Exchange Commission – Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu)'ye kaydı gerekmemektedir. Ancak klasik MPS'lerin SEC'ye kaydettirilmesi zorunludur²⁷⁰. Ayrıca bu menkul

²⁶⁶ Bank, s.37.

²⁶⁷ Alp ve Yılmaz, s.112.

²⁶⁸ Bank, s.37.

²⁶⁹ Bank, s.38.

²⁷⁰ Alp ve Yılmaz, s.113.

kıymetler kamu destekli kurumlar tarafından garanti edilmesine rağmen, bu kıymetlere yatırım yapanlar kredi riski ve erken ödeme riskini üstlenirler²⁷¹.

3.3.3.2 Teminatlı İpotek Yükümlülükleri

(Collateralized Mortgage Obligations, CMOs)

MBSs'nin erken ödeme belirsizliği 1983'te Freddie Mac'in teminatlı ipotek yükümlülüklerini geliştirmesini doğurmuştur. Bu ipotek menkul kıymetlerinin çok karmaşık yapısı, erken ödeme riskini bölmeye ve yatırım süresi ve nakit akışı ihtiyacı için daha iyi bir yapıya olanak sağlar²⁷². CMO'lar, teminat için bir grup ipotek kredisi kullanılarak ihraç edilen borç enstrümanlarıdır (MBBs gibi). Pass-through'da, yatırımcılar tüm grupta ayrı hisseye sahiptirler. Buna karşın CMO'nun ihraççısı ipotek grubunun sahipliğini elinde bulundurmaya ve tahvilleri, ipotek grubuna karşılık borç olarak ihraç etmeyi teklif eder. CMO, yatırımcılara yansıyan tüm itfa ve erken ödeme akışında pay-through bir menkul kıymettir. Bunun anlamı menkul kıymet sahibi erken ödeme riskini üstlenmeye devam eder. CMO, riskin nasıl dağıtılacağına ilişkin değişiklik yapar²⁷³.

CMO, ipotek kredisi grubu ve/veya MPS portföyüne dayanılarak ihraç edilen bir menkul kıymet türüdür. CMO'lar nakit akımlarını doğrudan dayalı oldukları ipotek kredisi gruplarından veya MPS'lere dayalı olmaları halinde dolaylı olarak yine ipotek kredisi gruplarından sağladıklarından, türev (derivate)* menkul kıymetler olarak ifade edilirler. Nakit akımlarını esas itibarıyla dayanan portföyden almakla birlikte, getirileri dayanan gruptan farklıdır²⁷⁴.

CMO'lar kurumsal ve kurumsal olmayan şekilde ikiye ayrılmaktadırlar: Kurum CMO'larından kastedilen; GNMA, FNMA ve Freddie Mac şartlarına uygun ipotek kredileri teminatı altında veya bu kurumların ihraç etmiş oldukları MPS'lere dayalı

²⁷¹ Zeynalov, s.48.

²⁷² Andrew Kelman, "Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: Prudent CRA Investment Opportunities", **Communitiy Investment**, March 2002, s.22.

²⁷³ Bruggeman and Fisher, s.544.

* Türev menkul kıymetler değerlerini diğer menkul kıymet, endeks veya finansal haklardan elde ederler. CMO de değerini ipotek gruplarından elde ettiği için türev menkul kıymettir.

²⁷⁴ Dağlaroğlu, s.71.

olarak ihraç edilmiş türev menkul kıymetlerdir. Kurumsal olmayan CMO'lar ise GNMA, FNMA ve Freddie Mac standartlarına uygun olmayan ipotek kredileri teminatı altında veya klasik MPS'lere dayalı olarak ihraç edilmiş menkul kıymetlerdir²⁷⁵. Kurum CMO'ları AAA kredi derecesi almaktadırlar ve bunlar için kredi riski çok düşüktür. Fakat özel kuruluşlar tarafından ihraç edilen MBS'lere veya FHA/VA tarafından garanti edilmeyen ipotek kredilerine dayanan CMO'lar grup sigortasına sahip olarak ihraç edilirler ve faiz ve anapara geri ödemeleri garanti edilir.

En temel CMO yapısı, çok titiz bir düzen içinde ödeme yapan dilimlere (tranches) sahiptir. Her dilim düzenli faiz ödemelerini tahsil eder fakat anapara ödemesi, yalnızca birinci dilime tamamen itfa edilene kadar yapılır. Birinci dilim itfa edilince anapara ödemeleri, tamamen itfa edilinceye kadar ikinci dilime uygulanır ve süreç son dilim itfa edilinceye kadar devam eder. Birinci dilim 2-3 yıl ortalama vadeye sahiptir, ikinci dilim 5-7 yıl, üçüncü dilim 10-12 vb. gibi. Bu tip bir CMO “sıralı ödemeli (sequential pay)”, “tasfiyeli (clean)” veya “plain vanilla” olarak bilinir²⁷⁶.

Yatırım tabanını genişletmek ve yatırımcıların farklı taleplerini karşılamak amacıyla standart CMO (sequential pay CMO) yapısı dışında değişik CMO yapıları da yaratılmıştır. Bunlar:

- 1- Planlanmış Amortisman Sınıfları (Planned Amortization Class Tranches – PAC): Bu tür bir tahvil yapısı içerisinde, mevcut ipotek havuzuna ek olarak bir fon oluşturulmakta ve nakit akımlarının düzenli bir şekilde amortize edilmeleri sağlanmaktadır. PAC yapısındaki bir diğer farklılık ise, anapara ödemelerinin tahvil gruplarına sırayla ödenmesi yerine, bütün gruplara ödemelerin aynı anda gerçekleştirilmesidir. Özellikle nakit akımlarının kesin olarak planlanabilmesi sayesinde PAC tahvilleri, yatırımcılar açısından cazip bir alternatif oluşturmaktadır²⁷⁷.
- 2- Hedeflenmiş Amortisman Sınıfları (Target Amortization Class Tranches – TAC): Hedeflenmiş amortisman sınıfları, planlanmış amortisman

²⁷⁵ Fabozzi, 1999, s.9 Aktaran: Bank, s.51.

²⁷⁶ The Bond Market Association, An Investor's Guide to Collateralized Mortgage Securities (CMOs), 2003, http://www.freddiemac.com/mbs/docs/investors_guide_CMOs.pdf (28 Ocak 2010), s.10.

²⁷⁷ İTO, s.99.

sınıflarında olduğu gibi yatırımcılara erken ödeme riskinden koruma alternatifi sağlarlar. TAC yapısında, hedeflenen anapara ödemelerinin erken ödeme teminatı oranı, tüm vadeler için değil sadece bir kez ve sabit olarak planlanır. Gerçeklesen erken ödeme tutarının, hedeflenen orandan daha az ya da daha fazla olması durumunda, TAC tahvil sahipleri hedeflenenden daha az ya da daha fazla anapara ödemesi alırlar. TAC serilerinin ödeme hızı, CMO yapısındaki önceliğine ve o seri içerisinde PAC tahvillerinin yer alıp almamasına bağlıdır. Eğer mevcut CMO yapısında PAC serisi de bulunuyorsa, TAC serisinin nakit akım olasılığı daha düşük olacaktır. PAC serisi bulunmaması halinde ise, TAC tahvilleri yatırımcıya, erken ödemenin hızlanması ve anapara getirisinin beklenenden erken ödenmesi risklerinden korunma alternatifi sağlayacaktır. TAC tahvilleri, genellikle PAC serisine göre daha fazla getiri sağlamaktadırlar²⁷⁸.

- 3- Değişken Oranlı CMO'lar (Floating Rate Tranches): İlk kez 1986 yılında kullanılmışlardır. Anapara ödemeleri tahvil gruplarına sıra ile yapılmakta, ancak üç ya da altı aylık periyotlarla yapılan faiz ödemeleri “LİBOR” ya da benzeri bir ölçüte endekslenmektedir. Bunun dışında, LİBOR arttıkça azalan faiz oranına sahip ters dalgalı (Inverse Floater) faiz oranına sahip CMO türleri de mevcuttur²⁷⁹.
- 4- Z Sınıfı Tahviller (Z-Tranches/ Accrual Bonds): Z grubu tahviller, kendinden önceki grupların tamamının itfası gerçekleşmeden, faiz ve anapara ödemesi almazlar. Bunun yerine, tahakkuk eden reeskont faizi kredilendirilir ve tahvilin değeri her bir ödeme gününde belirlenen kupon faizi kadar arttırılır. Reeskont süresince, bileşik faiz üzerinden kalan anapara tutarı hesaplanır. Böylece yatırımcı piyasa getirilerinin düşmesi halinde, yatırdığı tutarın değerinin altına inme riskine maruz kalmaz²⁸⁰.

²⁷⁸ Neslihan Süme, “Gayrimenkul Finansmanında İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, SBE, 2007), s.62.

²⁷⁹ İTO, s.99.

²⁸⁰ Süme, s.56.

Tipik Z sınıfı tahviller, sıralı ödemeli veya PAC serilerinin son sınıfı olarak yapılandırılmıştır ve ortalama 18 ile 22 vadeye sahiptir²⁸¹.

- 5- CMO Strips: CMO yapısındaki sınıflardan biri yalnız anapara veya yalnız faiz ödemeli* ise bunlar CMO strip'leri olarak ifade edilmektedirler. Bir CMO strip PAC veya TAC türünde olabilmektedir. CMO strip PO sınıfı ise (PAC veya TAC olmadan), Süper PO olarak ifade edilmektedir. Süper PO tahvilleri iskontolu olarak ihraç edildiğinden Süper PO tahvil yatırımcıları ödemelerini daha erken alabilmektedirler²⁸².
- 6- Gayrimenkul İpotek Yatırım Aracı (Real Estate Mortgage Investment Conduit – REMIC): CMO'ların yeni bir versiyonu olup, çoğu zaman CMO ve REMIC birbiri yerine kullanılabilir. REMIC kavramı, ilk kez 1986 yılında çıkartılan ABD Vergi Reformu Yasası'nda kullanılmıştır. İpotek kredilerinden alınan faizlerin, borç olarak nitelendirilen CMO'ların yatırımcılarına aktarılması sırasında ihraççı kurum vergilendirme sorunu ile karşılaşmış ve REMIC olarak adlandırılan araçlar ile bu soruna çözüm getirilmiştir. Yeni yasa ile birlikte, ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi sürecinde portföyünde sahip olduğu ya da devraldığı ipotek kredilerinden oluşan bir ipotek havuzu bulunan kurumlar, gayrimenkul yatırımlarına aracılık eden kurumlar olarak sayılmışlar ve bu kurumlar tarafından ihraç edilen CMO'lar ödeme aktarmalı yapıda olduğu gibi varlıkların satışı olarak nitelendirilmişlerdir. Böylece, REMIC yapısıyla ihraç edilen CMO'larda sadece yatırımcı düzeyinde vergilendirme yapılmakta, ihraççı kurum vergiye tabi olmamaktadır. Yasa gereği ipotek dışındaki teminatlarda kullanılmayan REMIC'ler, ipotek kredilerinin CMO yapısı ile menkul kıymetleştirilmelerinde avantajlı bir vergi sınıfı oluşturmaktadır²⁸³.

²⁸¹ The Bond Market Association, An Investor's Guide to Collateralized Mortgage Securities (CMOs), 2003, http://www.freddiemac.com/mbs/docs/investors_guide_CMOs.pdf (28 Ocak 2010), s.14.

* Yalnız Anapara (Principal Only – PO) ve Yalnız Faiz (Interest Only – IO) Ödemeli Menkul Kıymetlere ilişkin açıklamalar ayrıntılı olarak Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler konusu adı altında yapılacaktır.

²⁸² Bank, s.66.

²⁸³ İTO, s.100.

CMO'ların dayalı oldukları ipotek kredisi havuzu veya MPS'lerden sağladığı nakit akımlarının yani gelirlerinin, yapacakları faiz ödemeleri, anapara geri ödemeleri ve idari harcamaları gibi giderlerinden fazla olması halinde, artan nakit akımları CMO bakiyeleri (CMO residuals) olarak adlandırılmaktadır²⁸⁴. Yatırımcılar ipoteye dayalı yatırım araçlarına yatırım yaptıkları gibi CMO bakiyelerine de yatırım yapıp, hak sahibi olabilmektedirler²⁸⁵. CMO'ların nakit akımlarında fazlalık olmasının nedenleri şu şekilde ifade edilmektedir²⁸⁶:

1- Cari ve gelecek faiz oranı

2- Primli faiz oranı

3- Teminatın türü

4- Yeniden yatırma gelirleri

5- CMO ihracının yapısı

CMO bakiyesi için en önemli kaynak primli faizdir. Primli faiz; teminat üzerindeki kupon oranı ile CMO yapısındaki en yüksek kupon oranlı tahvile ödenen kupon oranı arasındaki farktır²⁸⁷.

CMO bakiyelerinin fiyatları, faiz oranlarındaki değişmelerle aynı yönde hareket ettiğinden, kurumlar CMO bakiyelerine yatırım yaparak bunları MPS portföyleri için hedging (korunma) aracı olarak kullanabilirler. Diğer bir deyişle, MPS'leri portföylerinde bulunduran yatırımcılar, aynı zamanda bu portföylerine CMO bakiyelerinde hak sağlayan araçları da dahil etmeleri halinde, faiz oranlarındaki değişmeler sonucunda değişmeler sonucunda MPS araçlarıyla ilgili olarak karşılaşılabilecekleri risklerden korunabileceklerdir²⁸⁸.

²⁸⁴ Alp ve Yılmaz, s.121.

²⁸⁵ Bank, s.60.

²⁸⁶ Alp ve Yılmaz, s. 122.

²⁸⁷ Bank, s.61.

²⁸⁸ Alp ve Yılmaz, s. 123.

3.3.3.3 Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

(Stripped Mortgage Backed Securities, SMBs)

Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ipotek havuzuna dayalı olarak oluşturulmuş türev menkul kıymetlerden olup, ilk kez Fannie Mae tarafından 1986’da piyasaya sunulmuşlardır. Sahip oldukları farklı özelliklerle ikincil ipotek piyasasına yenilik getirmişlerdir²⁸⁹.

Genel olarak MBS’ler, dayanmış olduğu ipotek kredisi grubundan sağladığı nakit akımlarını “pro rata basis” (PRB, eşit dağıtım – aynı kritere göre dağıtım)’e göre yatırımcılara dağıtırlar. SMBS’ler ise, dayanılan ipotek grubundan sağlanan nakit akımlarının dağıtımını PRB’ye göre değil de ihraç edilen menkul kıymetin satış aşamasında oluşturulmuş olan niteliğine göre dağıtırlar²⁹⁰. Genellikle, ipotek havuzunda yer alan kredilerden sağlanan anapara ve faiz tutarları birbirinden ayrılarak farklı seriler yaratılmakta, bu yola yatırımcıların erken ödeme ve faiz riskine karşı korunmaları sağlanmaktadır. Bir seri yalnızca ipotek havuzundan gelen anapara ödemelerine dayalı olarak ihraç edilirken, diğer seri ise yalnızca faiz ödemelerine dayanmaktadır. Bu uygulamayla birlikte, ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisi ile dayanak oluşturulan ipotek havuzunun getirisi birbirinden farklılaşmaktadır. SMBS’ler REMIC yapısıyla, CMO’lar gibi vergi muafiyetiyle donatılmışlardır²⁹¹.

Normal koşullarda bir MPS, yüksek kupon oranına sahipse erken ödenme hızı yüksek, düşük kupon oranına sahipse erken ödenme hızı düşük olacaktır. SMBS’ler bu kuralın dışına çıkarak yatırımcıya düşük kupon- yüksek erken ödenme hızı veya yüksek kupon düşük erken ödenme hızına sahip yatırım fırsatları sunabilmektedirler²⁹².

SMBS’ler dalgalı piyasalarda etkilidirler, böylelikle yatırımcı kendi faiz oranı beklentileri doğrultusunda strip yüzdeleri seçebilir. SMBS’lerin bir özelliği de çoğunun

²⁸⁹ Murat Bahadır Teker, *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*, 2. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2000, s.55.

²⁹⁰ Alp ve Yılmaz, s.124.

²⁹¹ İTO, s.100.

²⁹² Bank, s.63.

AAA dercesine sahip olmasıdır çünkü mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerle ve toplu kredilerle teminatlandırılmışlardır²⁹³.

SMBS piyasasında en büyük ihraççı FNMA'dır ve temelde iki çeşit SMBS vardır. Bunlar:

- 1- Yapay Getirili Menkul Kıymetler (Synthetic-Coupon Pass-Through Securities): SMBS'lerin ilk uygulamasıdır ve Getirileri Kısmen Ayrılan Menkul Kıymetler (Partiallystripped Mortgage Backed Securities – PSMBS) de denilir. Piyasada faiz oranlarının yükseleceği ya da düşeceği beklentisinde olan yatırımcıların bulunduğu göz önünde bulundurularak geliştirilen menkul kıymet türüdür. Bu amaçla, havuza alınan ipotek kredilerinin faiz oranlarından farklı iki yapay faiz oranlı sentetik kuponlu menkul kıymet oluşturulmaktadır. Faiz oranlarının gelecekte artacağını bekleyen yatırımcılar yüksek faiz oranlı menkul kıymeti tercih etmektedirler. Çünkü yükselen faiz oranları karşısında daha önce belirlenmiş ipotek kredisi faiz oranları değişmeyecek, ödemeler normal seyrile devam edecektir. Erken geri ödemeler azalacak, anapara daha uzun vadede itfa edileceğinden yatırımcı daha uzun süre nakit akımına sahip olacaktır. Faiz oranlarının düşeceğini bekleyen yatırımcılar ise düşük faiz oranlı menkul kıymetleri tercih edeceklerdir. Faiz oranları düştüğü durumda ipotek kredisi faiz oranları piyasanın üstünde kalacak ve erken ödemeler hızlanacaktır. Yatırımcı daha kısa sürede gelirini artıracaktır²⁹⁴. Bir örnekle açıklarsak; % 9 faiz ödemeli bir ipotek grubuna dayalı olarak iki farklı menkul kıymet grubunun oluşturulduğunu ve ihraç aşamasında her iki grubun anapara ödemelerini eşit, ancak faiz ödemelerini ise eşit olmayan bir şekilde (örneğin: bir grup 1/3'ünü alırken diğerinin 2/3'ünü) aldığını varsayalım. İpotek grubunun faiz oranı % 9 olduğu için ilk gruptakiler % 3, ikinci gruptakiler ise % 6 oranında faiz almaktadırlar. Her 100 dolarlık anapara ödemesinden her iki grup da 50 dolar alırken, her 9 dolarlık faiz ödemesinde ilk grup 3 dolar ikinci grup ise 6 dolar alacaktır.

²⁹³ Bolay Gerçek, s.78.

²⁹⁴ Zeynalov, s.52.

Bu durumda % 9'luk bir faiz verilen ekonomi içerisinde ilk grup menkul kıymetler iskontolu, ikinci grup menkul kıymetler ise primli olarak satılacaktır²⁹⁵.

- 2- Yalnız Faiz / Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler (Interest Only / Principal Only Pass-Through Securities – IO / PO): Bu yöntemde menkul kıymetler iki sınıfa ayrılmakta, birinci sınıftakiler yalnız anapara ödemelerinden faydalanırken, ikinci sınıftakiler yalnız faiz ödemelerinden gelir elde etmektedirler. 1987 yılında uygulamaya geçirilen bu yöntemde Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler piyasada iskontolu olarak satılırken, Yalnız Faiz Ödemeli Menkul Kıymetler primli olarak satılmaktadır. Bunun sebebi Yalnız Anapara Ödemeli Menkul Kıymetler' de kar edebilmek için anapara geri ödemelerinin hızlı olmasının gerekmesidir. Yalnız Faiz Ödemeli Menkul Kıymetler' de ise anapara ödemesi ne kadar yavaş olursa elde edilen gelir o kadar fazla olmaktadır. Örneğin 30 yıl vadeli 500 milyon dolarlık anapara ödemeli bir ipotek kredisi grubunun menkul kıymet ihraç edecek şirket tarafından 200 milyon dolara alındığını kabul edelim. Bu durumda şirketin nominal kazancı 300 milyon dolar olacak ve eğer bu anapara hemen ödenirse anapara enflasyon aşınmasına maruz kalmayacağı için reel kazancı da 300 milyon dolar olacaktır. Ancak gerçekte bu anapara ödemeleri 30 yıla yayılmakta ve mutlaka enflasyon karşısında aşınmaya maruz kalmaktadır. Eğer enflasyon giderek yükselirse ve anapara ödemelerinin önemli kısmı ileriki vadelere yayılırsa bu durumda zarar bile söz konusu olabilecektir. İşte bu riskten dolayı Yalnız Anapara Ödemeli Menkul kıymetler piyasada iskontolu olarak satılmaktadır. Yalnız Faiz Ödemeli Menkul Kıymetler' de ise durum tam tersinedir zira faiz ödemeleri anapara bakiyesi üzerinden hesaplandığından, anapara ödemesi ne kadar gecikirse faiz geliri de o oranda artmaktadır²⁹⁶.

²⁹⁵ Cebe, s.105.

²⁹⁶ Tunalı, s.106.

SMBS’ler kendileri gibi türev sermaye piyasası araçlarından olan CMO’larla karşılaştırıldıklarında aralarında birçok benzerliğin ve farklılığın olduğu görülür. SMBS’ler ile CMO’ların ortak özellikleri²⁹⁷:

- Bir ipotek grubuna dayanırlar
- SMBS ve CMO’ların bazı türleri korunmaya (hedging) müsaittirler.
- MPS’lerle karşılaştırıldıklarında çeşitlendirilmiş olmaları nedeniyle SMBS ve CMO’lar değişik yatırımcı gruplarının ihtiyaçlarına cevap verirler.
- Türev sermaye piyasası araçlarındandır.

SMBS’ler ile CMO’ların farkları şöyle özetlenebilir²⁹⁸:

- SMBS’lerde faiz ve anaparalar yapay olarak belirlenirken, CMO’larda “libor” gibi belirli kriterlere bağlanabilirler.
- CMO’ların temel yapılarında kategoriler belirli bir sıra ile itfa edilirken, SMBS’lerde eş zamanlı bir ödeme planı vardır.
- SMBS’lerin piyasası CMO’lara göre daha dardır.
- CMO’lar SMBS’lere dayalı olarak da ihraç edilebilirler.
- CMO’larda dayanılan portföyden elde edilen faiz ve anapara ödemelerinden artan miktarlar vardır.

3.3.3.4 İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage – Backed Bonds, MBBs)

ABD’de ilk ihraçları 1975 yılında olan, menkul kıymet niteliğindeki ipoteğe dayalı tahviller; hem yerel hükümet kuruluşları hem de belediyelerin konut finansmanları içinde ortaya çıkmış ipotek kredilerine bağlı olarak çoğunluğu piyasanın iki büyük hükümet destekli kuruluşu olan FNMA ve FHLMC tarafından ihraç edilen menkul kıymetler olup*, bunun yanında, ipotek portföyüne sahip tüm kuruluşların bu tip menkul kıymetleri ihraç etme yetkisi vardır. Aynı ödeme aktarımlı menkul kıymetlerinde olduğu gibi, ipotek kredilerinin meydana getirdiği bir grup temel

²⁹⁷ Alp ve Yılmaz, s.127.

²⁹⁸ Şahin, s.58.

* ABD sisteminde bu ipoteğe dayalı tahviller (MBB) hükümet destekli kurumlar tarafından ihraç edildikleri için Agency Bond adını da almaktadırlar.

alınarak, ihraç edilir²⁹⁹. Fakat MPS'lerden farklı olarak, ipoteğe dayalı tahvil ihracında, ipotek kredilerinin bilanço dışına çıkartılmaları söz konusu olmamakta, sadece aktifteki krediler teminat gösterilerek tahviller ihraç edilmektedir³⁰⁰. Yani MBB'ler ihraç eden kurum için bir borç yükümlülüğüdür. MBB'ler klasik bir tahvilin tüm özelliklerine sahiptirler. Dolayısıyla ipotek havuzlarının nakit akımlarıyla MBB'lerin nakit akımları birbirinden bağımsızdır. Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aylık olarak değil klasik tahvillerde olduğu gibi faizlerin ödemesi 6 aylık veya 1 yıllık dönemler itibarıyla anaparanın ise dönem sonunda yapılır. Burada ipotek havuzunun fonksiyonu, MBB ihraççısının anapara ve faiz ödemelerini yapamaması durumunda ipotek kredilerinin satılarak (yediemin tarafından) tahvil sahiplerine karşı yükümlülüğün yerine getirilmesidir. MBB'lerin vadeleri 5-12 yıl arasında değişmektedir.

MBB'lerin ipotek kredilerinden oluşan teminatlarının tutarı, ihraç edilen tahvillerin tutarından daha fazla olmaktadır. Teminat tutarları bazı durumlarda yapılan tahvil ihracının %200'ü kadar olurken ipotek kredilerinin özelliklerine göre bu oran %140 ve hatta %115'lere kadar düşebilmektedir. Teminat yüzdesi belirlenirken dikkate alınan husus, dayanan ipotek kredileri grubunda yer alan ipoteklerin niteliğidir. Örneğin, grupta yer alan ipoteklerin kamusal kurumlar (FNMA/VA gibi) tarafından belirlenen standartları taşıması ve /veya bu kurumlar tarafından sigorta edilmesi halinde, teminat yüzdesinin göreceli olarak düşük olması aksi takdirde ise teminat yüzdesinin %200 gibi rakamlara ulaşması beklenmektedir³⁰¹. Teminat tutarının bu kadar yüksek tutulmasının nedeni, tahvillere ilişkin nakit akımlarının garanti altına alınması ihtiyacıdır. Ayrıca teminat tutarı ne kadar yüksek olursa, tahvilin alacağı kredi derecesi de o kadar yüksek olmaktadır³⁰². Aynı zamanda özel kuruluşların ihraç ettiği ipoteğe bağlı tahvillerin talep ve kabul görmesi rating (derecelendirme) kuruluşlarından yüksek derece almalarına bağlı³⁰³ olduğu için de yüksek teminatlandırma yapılmaktadır.

İpoteğe dayalı tahviller, ipotek portföyüne sahip bütün kuruluşlarca ihraç edilebilmekte ve canlı bir taleple karşılanmaktadır. Buna sebep, ipotek kredilerinden

²⁹⁹ Adıgüzel, s.38.

³⁰⁰ İTO, s.102.

³⁰¹ Alp ve Yılmaz, s.128-129.

³⁰² İTO, s.102.

³⁰³ T.C. Ziraat Bankası, s.24.

oluşan teminat tutarının ihraç edilen tahvil tutarından fazla olmasıdır. Bu durum, erken ödeme ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar sonucunda teminatların değer kaybetmeleri halinde bile teminat fonksiyonlarını yerine getirebilme imkanı sağlamaktadır. Yüksek teminatları nedeniyle ipoteğe dayalı tahviller kredi riski taşımamaktadırlar. Kredi riskinin düşük olması bu yatırım aracını hem yatırımcılar hem de ihraççı kurumlar açısından cazip hale getirmektedir³⁰⁴.

3.4 ABD’DE MORTGAGE SİGORTALARI

ABD’de mortgage sigortası yapılmasına izin veren ilk yasal düzenleme, 1904 yılında (New York eyaletinde) yapılmıştır. Bu yasal düzenleme, 1911 yılında yeniden gözden geçirilmiş ve yetkili sigorta şirketlerine mortgageları satın alma ve yeniden satabilmelerine olanak sağlamıştır. Bu durumun, mortgage kredileri için ikincil piyasanın oluşması ve gelişmesine önemli katkısı olmuştur. Bir başka deyişle, sigorta edilmiş mortgage kredileri yatırımcıların daha fazla ilgisini çekmeye başlamıştır. 1920’li yıllarda gayrimenkul fiyatları oldukça yükselmiş ve birçok gayrimenkul yüksek karlarla paraya çevrilerek satılabilmektedir. Bu dönemde, New York’ta yaklaşık 50 mortgage sigortası şirketinin faaliyette bulunduğu bir ortam oluşmuştur. O dönemde mortgage sigortası risksiz bir faaliyet alanı olarak kabul edilmiştir. Ancak, 1929 bunalımı sonrası 1930’lara gelince tüm gayrimenkul piyasası yerle bir olmuş ve gayrimenkullerin değeri önemli ölçüde düşüş göstermiştir. Sonuç olarak bu dönemde, New York’taki tüm mortgage sigortası şirketleri iflas etmişlerdir. Bu gelişmelerin sonucunda ABD hükümeti tarafından bir rapor hazırlanarak bu durumun bir daha olmaması için bir rapor hazırlanmıştır (Alger Report). Bu gelişmeler sonrasında yeni yasal düzenlemeler yapılması yoluna gidilmiştir. Ayrıca kredi kurumları, konut kredileri kullanılırken daha fazla ön ödeme alma yolunu tercih etmeye başlamışlardır. 1934 yılında ABD devleti FHA’yı (Federal housing Administration) kurmak suretiyle (özellikle imkanı az olan aileler için) ipotek sigortası işine girmiştir. Devlet II. Dünya Savaşı’ndan sonra VA (Veterans Affairs – Emekli Askerler İdaresi)’yi da ipotek sigortası içine alarak devlet garantisi kapsamını genişletmiştir. 1957 yılına gelindiğinde, ilk modern özel mortgage sigortası şirketi “Mortgage Guaranty Insurance Corporation –

³⁰⁴ Zeynalov, s.53-54.

MGIC”, Max Karl tarafından kurulmuştur. 1960’lı yıllarda özel ipotek sigortası endüstrisinin geliştiği gözlenmiştir. 1970’lerin başlarında da, ikincil mortgage pazarının da etkisiyle, sektörde önemli ölçüde bir büyüme sağlanmıştır. 1980’li yıllarda yaşanan reseyon sistemi tekrar sarsmış, ayarlanabilir değişken faizli mortgage kredileri gündeme gelmiştir. Bu dönemde sistem birtakım sıkıntılar yaşamıştır. 1980’li yıllarda mortgage sigortası şirketleri beş milyar dolardan fazla tazminat ödemek sorunda kalmıştır. Bu gelişmeler, kredi/gayrimenkul değeri (Loan to Value – LTV) oranının azaltılması için önlemler alınmasını gündeme getirmiştir³⁰⁵.

Mortgage sigortaları kredi veren finansal kuruluşları ve yatırımcıları, kredi alanların kredi borçlarını ödeyememe durumundan koruyan sigortalardır. Bu sigortalar kredi alanın kredi ödemelerini çeşitli sebeplerden dolayı kestiği andan itibaren kanuni icra işlemlerinin sonuçlanmasına kadar olan zaman dilimi içinde oluşan kredi veren finansal kuruluşların tüm zararlarını karşılayacak bir sigorta poliçesidir. Mortgage sigortasının geri ödeme fonksiyonundan başka kredi alan kişinin bir eve erken dönemde sahip olmasını sağlamaktadır³⁰⁶. Mortgage sisteminin gelişimine baktığımızda sigorta sisteminin katkısının büyük olduğunu görürüz. Mortgage sigortası ile sistem, tarafların ileride karşılaşılabileceği çeşitli risklerden korunmalarını sağlamaktadır. Risklerden korunmayı sağlayan bir sigortanın olmayışı mortgage sisteminin işleyişini olumsuz etkileyerek çökmesine dahi sebep olabilir.

İpotekli konut finansman sisteminde sigorta şirketlerinin üç temel fonksiyonu vardır³⁰⁷:

1- İpotekli konut kredisinin ödenmesi için tasarruf yapılmasını sağlamak (Sigorta ve Bireysel Emeklilik Şirketleri)

2- Bireyleri, sistemi ve ülke ekonomisini ortaya çıkabilecek riskler nedeniyle oluşabilecek ekonomik kayıplara karşı korumak (Sigorta Şirketleri)

³⁰⁵ David Lui, “Exporting mortgage Insurance Beyond The United States”, Housing Finance International, http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156603/housing/pdf/Lui_MortInsur.pdf (15 Mart 2006), s.38-39
Aktaran: Topaloğlu ve Önal, *Konut Finansman sisteminde Mortgage Sigortası*, s.111-112.

³⁰⁶ Caka, s.69.

³⁰⁷ Suna Oksay, “Dünyada ve Türkiye’de Mortgage Sigortaları”, *Türk Sigorta Enstitüsü Vakfı (TSEV)*, www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/SunaOksay.ppt (3 Şubat 2010), s.6.

3- İkincil piyasalardaki ipotekli konut kredisi menkul değerlerini satın alarak yatırım yapmak (Sigorta ve Bireysel Emeklilik Şirketleri)

ABD mortgage sisteminde sigorta hizmeti hem hükümet tarafından desteklenen kurumlarca hem de özel ipotek kredisi sigorta şirketlerince verilmektedir. Hükümet tarafından yapılan sigortalara “Kamusal Mortgage Sigortaları” denilmektedir. Bu sigortalar daha önce de bahsedildiği üzere FHA Sigortaları ve VA Kredi Garantileridir. Özel ipotek kredisi sigorta şirketlerince yapılan sigortalara ise “Özel Mortgage Sigortaları” denilmektedir ve çok çeşitli sigorta ürünleri kullanılmaktadır. Bu sigorta ürünleri de kendi içinde kredi alan tarafından ve kredi veren tarafından yaptırılmalarına göre ikiye ayrılmaktadır. Her iki tür sigortanın da kredi alanın kredibilitesi üzerinde olumlu etkisi bulunmaktadır fakat kredi veren açısından kendisinin yaptırdığı sigortanın önemi daha büyüktür.

“Kredi Alan” açısından mortgage sigortaları:

- Tapu Sicili Sigortası(Mortgage Title Insurance - MTI)
- Mortgage Ödemelerini Koruma Sigortası (Mortgage Payment Protection Insurance - MPPI)
- Mortgage Koruma Sigortası (Mortgage Protection Insurance - MPI)
- Özel Mortgage Sigortası (Private Mortgage Insurance - PMI)

“Kredi Veren” açısından mortgage sigortaları:

- Tapu Sicili Sigortası (Mortgage Title Insurance - MTI)
- Mortgage Değer Kaybı Sigortası (Mortgage Indemnity Insurance)
- Konut Sigortası (Homeowners Insurance)

Tapu Sicil Sigortası (Mortgage Title Insurance – MTI): Kredi verilerek ipotek altına alınan gayrimenkulün tapu sicil kayıtlarının temiz olduğunu ve ipoteğin nakte çevrilmek istendiğinde bir sorun çıkmayacağını garanti eden ve aksi durumlardaki zararı kapsama alan bir sigorta ürünüdür. Bu sigorta tipinde primin peşin olarak tahsil

edilmesi esastır. Kapsamı farklılık gösteren çok çeşitli türleri olmakla birlikte, genel olarak iki ana başlık altında incelenebilecek olan bir sigorta tipidir³⁰⁸.

- 1- İpotek alacaklısını korumaya yönelik olan sigortalar (lender's policy)
- 2- Taşınmazın mülkiyetini alan kişileri korumaya yönelik olan sigortalar (owner's policy)

ABD'de tapu sicil sigortası ile gayrimenkul devri veya mortgage işlemlerinde yoğun olarak kullanılmaktadır. Özellikle mortgagein ikincil piyasa devri söz konusu olduğunda, tapu sicil sigortası yaptırılması zorunlu tutulmaktadır³⁰⁹. Diğer taraftan, ortak alana ilişkin mülkiyetin de söz konusu olduğu kat mülkiyetli gayrimenkuller için tapu sicili sigortası (lender's policy) her zaman aranmaktadır. Konut sahibine yönelik teminat sunan tapu sicili sigortası (owner's policy) ise her durumda ihtiyaridir³¹⁰.

Mortgage Ödemelerini Koruma Sigortası (Mortgage Payment Protection Insurance - MPPI): Kredinin tamamını değil, kredi taksitlerinin ödenmemesi riskini garanti altına alan bir sigorta ürünüdür³¹¹. Esasen kredi alan tüketicileri korumaya yöneliktir. İşsiz kalmak, hastalanmak veya kaza geçirmek gibi nedenlerle gelirinde düşme olan kredi borçlusunun mortgage taksitleri poliçede belirtilen limitler doğrultusunda sigortacı tarafından ödenmektedir³¹². Mortgage ödemelerini koruma sigortası (MPPI), ABD'de yaygın olarak kullanılan bir ürün değildir³¹³.

Mortgage Koruma Sigortası (Mortgage Protection Insurance - MPI): Kredi alanlar tarafından yapılan mortgage koruma sigortaları genellikle hayat sigortası şirketleri tarafından yapılmaktadır³¹⁴. Mortgage koruma sigortası temelinde kredi alan kişinin ölümü halinde kalan borcun ödenmemesi nedeniyle ipoteğin paraya çevrilmesi riskini önlemeye yönelik bir üründür³¹⁵. Kredi alan kişinin ölümü halinde sigorta şirketi

³⁰⁸ Suna Oksay, "Dünyada ve Türkiye'de Mortgage Sigortaları", *Türk Sigorta Enstitüsü Vakfı (TSEV)*, www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/SunaOksay.ppt (3 Şubat 2010), s.12.

³⁰⁹ Topaloğlu ve Önal, *Konut Finansman Sisteminde Mortgage Sigortaları*, s.116.

³¹⁰ Nural, s.87.

³¹¹ Oksay, *Mortgage ve Türkiye*, s.13.

³¹² Topaloğlu ve Önal, *Konut Finansman Sisteminde Mortgage Sigortası*, s.117.

³¹³ Nural, s.107.

³¹⁴ Topaloğlu ve Önal, *Konut Finansman Sisteminde Mortgage Sigortası*, s.118.

³¹⁵ Ahsen Yalın, "Konut Yapı Kooperatiflerinde Pazarlama Stratejilerinin Rekabet Üstünlüğü Yaratması ve Mortgage Sisteminin Konut Yapı Kooperatiflerinin Pazarlama Stratejilerine Etkileri", (*Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi, SBE, 2007), s.83.

evin kalan tüm borcunu kredi kuruluşuna bir kerede öder ve daha sonra evin mülkiyeti mirasçılara geçer. Sigorta yapılmazsa kredi alanın ölümü durumunda mirasçılar eve sahip olamaz ve gayrimenkul satılarak kalan borç tahsil edilir.

Özel Mortgage Sigortası (Private Mortgage Insurance - PMI): Özel mortgage sigortası, borçlunun borcunu ödeyememesi nedeniyle teminat olarak alınan gayrimenkulün paraya çevrilmesinden kaynaklanan zararlara karşı kredi vereni korumaya yardım eder. Kredi verenler genellikle, konut satın alınırken peşin ödemenin, konutun toplam değerinin %20'sinden az olması durumunda PMI'yı talep ederler. Poliçenin tipine bağlı olarak, kredi alan borcu geri ödeyemezse sigortacı, ipotek kredi tutarının %20 ile %30'u kadarını kredi verene öder. Bu tutar, kredi verenin uğrayacağı gayrimenkulün paraya çevrilmesi, satışı ve yeniden sahip olma zararlarını karşılamaya yeterli gelmektedir³¹⁶. Özel mortgage sigortası, sadece klasik (konvansiyonel) mortgage kredileri finansmanında kullanılmaktadır ve peşin ödemenin az olduğu durumda kredi alanın kredi maliyetini azaltan bir sigortadır.

Mortgage Değer Kaybı Sigortası (Mortgage Indemnity Insurance): İpotek tesis edilen konutun değerinde meydana gelebilecek olumsuz değişimleri garanti altına alan bir sigortadır³¹⁷. Bu sigorta, ülkeden ülkeye ve bu sigortayı sağlayanın sigorta şirketi veya kamu kurumu olmasına göre farklı isimlerle anılmaktadır. Bu sigorta ile sağlanan koruma temelinde kredi veren kuruma yöneliktir. Mortgage değer kaybı garanti sigortası veya kısaca mortgage sigortası; kredi alanın mortgage geri ödemelerinde temerrüde düşmesi ve bu nedenle üzerinde ipotek tesis edilmiş olan gayrimenkulün satılarak alacağın tahsil edilmesi yoluna gidilmesi sonucunda, borç bakiyesi ile satış sonucu elde edilen miktar arasında kredi veren aleyhine oluşabilecek zararları teminat altına alan bir ürün olarak tanımlanabilir³¹⁸.

³¹⁶ North Carolina Department of Insurance , A Consumer's Guide to Private Mortgage Insurance, <http://www.ncdoi.com> (3 Şubat 2010), s.1.

³¹⁷ Suna Oksay, "Dünyada ve Türkiye'de Mortgage Sigortaları", *Türk Sigorta Enstitüsü Vakfı (TSEV)*, www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/SunaOksay.ppt (3 Şubat 2010), s.14.

³¹⁸ Yalın, s.83.

Konut Sahiplerinin Sigortası (Homeowners Insurance): Konut sahiplerinin sigortası ya da kısaca, konut sigortası esas itibarıyla yangın, patlama, kar yığılması, yıkılma gibi binaya gelebilecek birtakım riskleri teminat altına almaktadır. Bunun yanında hırsızlık, evde bulunan insanların yaralanması, evcil hayvanların verdiği zarardan sorumluluk gibi riskler de teminat kapsamına dahil olabilmektedir³¹⁹.

ABD’de bu temel sigorta ürünlerinden başka Sel Sigortası (Flood Insurance), Özel Tehlike Sigortası (Special Hazard Insurance), Mortgage Hizmeti Verenler için Teminat Senedi (Mortgage Servicer Performance Bond), Nakit Akışı ve Finansal Garanti Sigortası (Cashflow Insurance and Financial Guaranty Insurance), Mortgage Bankerleri – Finansal Kurumlar Kefalet Senedi (Mortgage Bankers Bond – Financial Institution Fidelity Bon), Mortgage Bankerleri İpotekli Tahvili (Mortgage Bankers Blanket Bond) gibi sigorta ürünleri de kullanılmaktadır.

3.5 AMERİKAN MORTGAGE KRİZİ

3.5.1 Kriz Öncesi Durum (2000-2005)

Kuruluş yıllarında tarıma dayalı ekonomiyi benimseyen daha sonrasında da sanayileşmeyi başarılı bir şekilde gerçekleştiren Amerika, 1980’li yıllarda “sanayi toplumundan bilgi toplumuna geçme” eğilimine girdi. Bu kararı ile bazı sanayi kolları ihmal edilmeye başlandı. ABD, ağır sanayi yerine bilişim teknolojilerine ve hizmet sektörüne yatırım yapmayı tercih etti³²⁰. 2000’li yıllara gelindiğinde hizmet sektörünün Amerikan ekonomisi içindeki ağırlığı %80’leri geçti³²¹. Böylece ekonominin %20’lik kısmını oluşturan sanayi sektörü sebebiyle sanayi üretimi azalmaya başlamıştır. Fakat sanayi üretiminin fazla olduğu dönemlerde tüketime alıştırılan Amerikan toplumunun bu tüketim alışkanlığı sanayi üretiminin azalışına rağmen düşüş göstermemiş aksine artarak devam etmiştir. Bu da Amerika’nın ithalatında artışlara dolayısıyla ekonomisinin ürettiğinden çok tüketen bir özellik kazanmasına sebebiyet vermiştir.

³¹⁹ Topaloğlu ve Önal, *Konut Finansman Sisteminde Mortgage Sigortası*, s.121.

³²⁰ İbrahim Arıkan, **Kriz Önce Haber Verir Sonra Kapıyı Çalar**, İstanbul: Arıkanlı Holding Yayınları, Mart 2008, s.4.

³²¹ Arıkanlı, s.4.

Üretim sanayindeki bu durgunluk, ABD hükümetinin 1985 Plaza Antlaşması zamanında Japon ve Alman rakiplerine yaptığı baskı sonucu yenin ve markın değerinin büyük oranlarda yükselmesinin (revalüasyonun) sağladığı yardımla 1985 ile 1995 yılları arasında %70 oranında aratarak³²² yerini canlanmaya bırakmıştır. Fakat 1995 yılı itibariyle Japonya ve Almanya’da imalat sanayi krizlerinin yaşanmasıyla ABD dolarda artışa gitmek zorunda kalmıştır. Buna bağlı olarak 1995-2001 yılları arasında hızla artan dolar, ABD imalat sanayi, ihracatı ve (2000 yılından sonra) yatırımlarında krize sebep olmuştur. 1997 Asya krizinin patlak vermesiyle uluslararası aşırı kapasite yükü ABD’ye kaymış ve imalat sanayinin kâr oranlarında büyük düşüşler gerçekleşmiştir. Buna rağmen ABD borsasında hızlı bir yükselme yaşanmıştır. Bu durum başlarda Doğu Asya devletlerinden ABD mali piyasalarına çok büyük tutarda para akmasıyla ve doların değerinin yükselmesiyle sonuçlanan, uzun vadeli faizlerin düşmesiyle sağlanmıştır.³²³ Fakat daha sonrasında dönemin FED başkanı Alan Greenspan’ın gevşek para politikası sonucu faizleri düşük tutarak kurumsal ve bireysel borçlanmayı yükselterek bu şekilde yatırımları ve tüketici talebini arttırarak bunları dengeleyebilmek için borsanın servet etkisine yönelmesi³²⁴, sermaye piyasalarında şirketlerin, özellikle internet ve bilgi teknolojisi şirketlerinin hisse fiyatlarının çok hızlı artışını doğurmuştur. Bu kontrolden çıkmış sermaye piyasası fiyatlarının yarattığı servet etkisinden dolayı tüketici harcamaları, yatırımlar ve üretkenlik hızla artmıştır. 1995-2000 yılları arasında, üretim, üretkenlik, istihdam artışının ve nihayetinde reel ücret artışının damgasını vurduğu güçlü bir hızlı büyüme biçimlenmeye başladı. Ancak bu hızlı iktisadi büyüme, neredeyse bütünüyle, borsada yaşanan, ardında şirketlerin elde ettikleri kârların bulunmadığı temelsiz bir yükselişe dayanıyordu³²⁵. Bunun sonucu önlem olarak FED faiz oranları yeniden yükseliş trendine girdi ve 2000 yılı ortasına kadar sekiz defa arttırılarak %4,75’ten %6,5’a çıkarıldı³²⁶. Faiz artırımları sonrasında teknoloji hisse senetlerinin fiyatı hızla değer kaybına uğramıştır ve böylece internet ve teknoloji balonu patlamıştır. Bunun haricinde 2001 yılı sonunda büyük bir enerji şirketi olan Enron’un muhasebe yolsuzlukları yaptığının anlaşılması ve sonrasında iflas etmesi ayrıca Arthur Anderson

³²² Robert Brenner, **Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon, Dünya Ekonomisinde ABD’nin Yeri**, Bilge Akalın (çev.), İstanbul: İletişim Yayınları – 1274, Araştırma İnceleme Dizisi 219, 2007, s.372.

³²³ Brenner, s.374.

³²⁴ Brenner, s.374.

³²⁵ Brenner, s.375-376.

³²⁶ Saruhan Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi**, 4. Basım, İstanbul: Alfa Yayınları 1872, Mayıs 2008, s.10.

gibi büyük bir denetim firmasının bu yolsuzlukları ört bas etmesi gibi skandallar sonucu yatırımcıların güven erezyonu yaşaması da hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilemiştir. 11 Eylül 2001 İkiz Kuleler saldırısının ve 2001 Türkiye ve Arjantin krizlerinin yaşanması da bu olumsuzlukların tuzu biberi olmuştur. Tüm bu olumsuz koşullar sebebiyle ABD’de resesyon ve deflasyon endişeleri FED’in faiz oranlarını aşağıya çekerek müdahale etmesine sebep olmuştur.

2001 yılı Ocak ayı itibariyle FED bir yıl içinde 11 kez indirimle giderek kısa vadeli faiz oranlarını %6,5’tan %1,75’e indirmiştir. Bu oran 2003 yılı ortasında %1’e düşürülene kadar sabit kalmıştır. FED bu dönemde yaşanan imalat ve yatırım krizi sonucu global ekonominin resesyona girmesini engellemek için para politikalarını gevşeterek ucuz ve kolay borçlanma imkânı sağlayarak piyasaya likidite pompalamıştır. Aynı şekilde Avrupa ve Japonya’da global krizin etkileriyle para politikalarında gevşeme yoluna gitmiş ve piyasalara likidite enjeksiyonuna katkıda bulunmuşlardır. Bu dönem içinde FED’in enflasyon konusunda bir endişesi yoktu. 2000 yılı sonunda gıda ve enerji fiyatlarının dahil edilmediği çekirdek tüketici fiyat endeksi %2,6 ve çekirdek tüketim harcamaları endeksi %1,5 gibi makul oranlardaydı. Kaldı ki, ekonominin resesyona girme olasılığının yükselmesi, enflasyonun daha da düşebileceğini gösteriyordu. Güneydoğu Asya krizi sonrasında toparlanan petrol ve emtia fiyatları yeniden düşüş trendine girmişti. Gerçekten de 2002 yılı ortasında tüketici fiyat endeksi %1,1’e kadar geriledi. FED için sorunun enflasyon değil, ekonomik büyüme olduğu açıktı³²⁷.

1997-2000 yılları arasında rekor seviyelerde borçlanmaya giden şirketler teknoloji ve internet balonunun patlamasıyla kârlılıklarında yaşanan düşüş sonrasında 2001-2003 yılları arasında maliyetlerini azaltmak için bir yandan üretim ve sermaye harcamalarını azaltmaya diğer yandan istihdamı ve ücretleri kısma yöneldiler. Bu durum kaçınılmaz olarak ekonominin genelinde tüketimin ve yatırımların azalmasıyla sonuçlandı. FED ne kadar faiz oranlarını düşürürse düşürsün, şirketlerin borçluluk oranları 1995-2000 yılları arasında üretimlerinin %73’ünden %90’ına çıktığından³²⁸, şirketler 2001-2003 döneminde yatırımlardan kaçınıp daha fazla tasarruf sağlayarak

³²⁷ Özel, s.24.

³²⁸ Brenner, s.379.

bilançolarını düzeltmeye çalıştılar. Hanehalkının da işten çıkarmalar ve ücret azalışları karşısında daha fazla borçlanma yoluna gitmesi mümkün değildi. Dolayısıyla ekonominin canlanması için - internet ve teknoloji (dot-com) balonunda olduğu gibi - servet artışı etkisi ve tüketim harcamaları ilişkisiyle borçlanma kapasitesi ve bu yolla harcamaları arttırma yoluna gidildi. Fakat “dot com” balonu sebebiyle hisse senetleri yoluyla bunun yapılması mümkün değildi yeni mekanizmaların yaratılması gerekiyordu ve bu da ipotek karşılığı konut kredileri oldu.

FED başkanı Alan Greenspan’ın uyguladığı gevşek para politikası bütçe politikası tarafından da destekleniyordu. 2001’den itibaren Bush yönetimiyle bütçe açık vermeye başladı. Bunda da en önemli etken vergide büyük çaplı indirimlere gidilmesi ve askeri harcamalardı. Gevşek para ve bütçe politikalarıyla piyasa fonlanırken tüketim eğilimi de bir yandan gayrimenkul sektörü üzerine teşvik edilmiştir. Bu teşviklerin temelini en başta Bush’un seçim öncesi “konut edinmeye dair bir takım kolaylıklar getirilerek, ulusal çapta, herkesi konut edindirmeye yönelik siyasi vaatleri³²⁹” oluşturmaktadır. Bu vaatlerin gerçekleştirilebilmesi için çeşitli vergi indirimlerine gidilmiş (2001 Vergi İndirim Paketi) ve bu indirimler 2003 yılında da artarak devam etmiştir. Ayrıca düşük gelirli ailelerin konut alabilmeleri için peşin ödemelerine katkı sağlamak amacıyla 2003 yılında Amerikan Rüyası Peşin Ödeme Fonu Kanunu da imzalanmıştır. Böylece tüketicilerin ödeme gücünü dikkate almayan subprime denilen riskli kredilerin önü de açılmış oldu.

Gerçekten de hanehalkı borçlanması 2001 yılından başlayarak hızla tırmanmaya başladı ve 2003 yılının ilk yarısında bütün rekorları kırarak %12 düzeyine yaklaştı. 2000-2003 yılları arasında hanehalkı borçlanmasının neredeyse tamamı - %85- konut fiyatlarının artışı ve indirilmiş faiz oranları sayesinde ev ipoteği yoluyla sağlandı³³⁰. Böylelikle hanehalkı borçlanmasındaki artışa bağlı olan kuvvetli tüketim artışı ile 2001 yılındaki hızlı düşüş sınırlandırılarak 2002 ve 2003 yıllarında GSMH’da artış sağlandı.

³²⁹ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), **ABD Mortgage Krizi**, Sayı.3, İstanbul: Ağustos 2008, s.16

³³⁰ Brenner, s.387.

2001 sonrası dönemde gayrimenkul sektörüne yapılan teşvikler 2003 yılı itibariyle esnetilerek ve alanı genişletilerek devam etmiştir. Mortgage sisteminde ipotek kredileri verilirken dikkat edilen bir husus konut kredisi talebinde bulunanların peşin ödeme kriterini yerine getirebiliyor olup olmamasıdır. Bu peşin ödeme genellikle ipotğe konu olan konutun %25'i kadardır ve ipotek kredisi veren kuruluşlar bu oranın ödenmesini zorunlu tutarlar. İpotek finansman kuruluşları bu peşin ödemeyi yapabilecek olan itibarlı ve ödeme gücü yüksek müşterilere yeteri kadar ipotek kredisi sattıktan sonra 2003 yılı itibariyle -devletin de çeşitli yasalarla bu kredilerin önünü açmasıyla- riski yüksek, yeteri kadar peşin ödeme yapamayan hatta hiç peşin ödeme yapamayan, düşük gelirli bir işte çalışan ve geliri alacağı konuta göre düşük kalan ve bu sebeple kredi alması zor olan müşterilere de kredi dağıtmaya başladılar. Kredi imkanlarının bu derece kolaylaştırılması ve ucuzlamasıyla bu “NINJA (No Income No Job or Asset)” olarak adlandırılan kişilerin de kredi taleplerinde patlama yaşandı. Ayrıca kredi satışlarında yaratıcılık kullanılmaya da başlandı. Böylece gelecek aylarda gelirlerinde artış bekleyenlerin aylık ödemelerinde 6 ay gecikme, ilk birkaç yıl sadece faiz ödemesi yapma, birkaç ay ödeme yapamayanların biriken ödemelerinin gelecek aylara atılması gibi esneklikler sağlayan Option ARM ve Interest-Only gibi krediler dağıtılarak bu kredilere taleplerde de patlama yaşandı. Bu tür krediler 2003 yılında toplam ipotek kredilerinin %1'i civarındayken 2006 yılında %15'ine kadar çıkmıştı³³¹. Bu ipotek kredilerindeki artış beraberinde hem konut fiyatları ile doğru orantılı olarak konut inşaatında hem de bu kredilere dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlere yatırımlarda artış getirmiştir. Böylece ekonomi konut kredilerini veren finans sektöründen ve sermaye piyasalarından konutları yapan inşaat sektörüne kadar canlanmış oldu, emlak balonu da şiştikçe şişti.

Fakat 2003 sonu itibariyle yaşanan ekonomik canlılık zamanla faizler üzerinde baskı oluşturmaya başladı. Bir taraftan likidite bolluğu nedeniyle artan harcamalar diğer taraftan hammadde fiyatlarındaki artışın yarattığı etki nedeniyle ortaya çıkan enflasyonist baskıyı durdurmak için faiz oranlarının yükseltilmesi zorunlu hale geldi. ABD'de FED kısa vadeli faiz oranlarını 2004 yılının ortasında artırmaya başladı.

³³¹ Charles Whalen, “The US Credit Crunch of 2007, A Minsky Moment”, Public Policy Brief, The Levy Economics Institute of Bard College, No.92, 2007, s.14, <http://www.slideshare.net/businessanalyst/credir-crunch-from-the-levy-economics-institute-presentation> (30 Mart 2010).

Çeyrek puanlık artışlar 2007 yılına kadar devam etti ve yüzde 1 olan faiz oranları 5.25'e kadar yükseltildi³³². 2004 sonu itibariyle, faiz yükselişinin, finansal piyasalardaki sert düşüşünü önlemek için çok küçük oranlarda (çeyrek puan) faiz oranları yükseltirse de global likidite sınırlı da olsa daralmaya başladı³³³. Gayrimenkul sektöründe faizlerin artışıyla ödenemeyen borçlar da icralar da artmaya başladı. Böylece gayrimenkul sektöründeki canlılık dolayısıyla ekonomideki canlılık yerini yavaş yavaş durgunluğa bırakmaya başladı.

3.5.2 Gayrimenkul Sektöründe Durgunluk ve Kriz Başlangıcı (2005-2007)

Bu döneme kadar faizlerin çok düşük seyretmesi ve para politikasının bu şekilde devam edeceği düşüncesi subprime nitelikli kredi alanların mortgage için çok yüksek faiz oranlarına katlanmalarına, ödeyememe durumunda ise ev fiyatlarının çok yüksek seyretmesi nedeniyle evleri ellerinden çıkararak borcu ödeyebileceklerini düşünmelerine sebep olmuştur. Ayrıca bankaların da ellerindeki bol likiditeyi aktarmaları gerekiyordu. Yalnız bilanço ve sermaye limitlerine takıldıkları için bu aşırı likiditeyi dağıtırken yeni yöntemler geliştirmeleri gerekiyordu. Bunu da menkul kıymetleştirme yolu ile yaptılar. Böylece kredileri diğer yatırımcılara satarak bilançolarından çıkarttılar ve hem daha fazla sermaye ayırma zorunluluğundan kurtuldular ve daha fazla kaynak sağlayabildiler hem de diğer piyasa katılımcılarına riski aktararak bilançolarını rahatlattılar. Yatırımcılar (sigorta şirketleri, sigorta fonları, yatırım fonları, hedge fonlar ve bireysel yatırımcılar) ise yüksek riskli dolayısıyla yüksek getirili bu menkul kıymetlerden yüksek kârlar elde ettikleri için yatırımlarını bu ipoteye dayalı menkul kıymetlere kaydırdılar.

Fakat bu saadet zinciri üzerine kurulu konut piyasasının koşulları 2005'te değişmeye başladı. 2005-2006 yıllarında kredi döngüsünün doyum noktasına ulaşmasıyla birlikte, piyasada yatırım amaçlı kullanılabilecek büyük miktarlarda likiditenin varlığı dar kar marjlarının oluşmasına yol açmış, agresif bir şekilde kredi kullandırımında artışa neden olmuş ve zaman zaman kredi kullandırımı ile bu krediler

³³²Uzunoğlu, Sadi. "Dünya Ekonomisinde Hammadde Fiyatlarının Yarattığı Kaos", Sadi Uzunoğlu (Ed.), **Güncel Ekonomik Sorunlar: Dünya Ekonomisi** içinde (15-31), İstanbul: Literatür Yayınları 535, Kasım 2007, s.25.

³³³ Uzunoğlu, *Dünya Ekonomisinde Hammadde Fiyatlarının Yarattığı Kaos*, s.26.

karşılığı alınan teminatlarda gevşek politikalar izlenmesi sonucunu doğurmuştur³³⁴. 2004 yılı ortasından itibaren FED'in kısa vadeli faiz oranlarını kademeli olarak arttırması da ekonomideki canlılığın lokomotifini olan gayrimenkul sektörünü öncelikli olarak etkilemeye başladı. Konut talebi 2005 yılı ortalarından başlayarak yavaşladı ve konut fiyatlarındaki artış yerini durgunluğa bıraktı. Bu dönemde başta değişken faizli konut kredileri olmak üzere tüm konut kredilerinde ödeme zorlukları ortaya çıktı. Konut fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin tersine dönmesi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma imkanını sınırladı. 2006 yılından itibaren konut kredilerinde ortaya çıkan ödeme zorlukları, kredi dönüşlerine bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerde fiyatlandırma gücüne yol açtı. Yatırımcılar, güven kaybı nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetlere ve ticari kâğıtlara olan taleplerini azalttılar ve daha az riskli olan hazine kâğıtlarına yöneldiler. Finansal kuruluşlar, kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için sahip oldukları varlığa dayalı menkul kıymetleri teminat göstermek konusunda problemler yaşamaya başladılar. Piyasalarda önceleri likidite sıkışıklığı olarak ortaya çıkan problemler, bir süre sonra finansal kuruluşların bilançolarında yüksek miktarda zarar yazmaları ile birlikte bu kuruluşları iflas tehlikesi ile karşı karşıya getirdi³³⁵.

2006 yılının ortalarında mortgage kredilerinde yaşanan sıkıntıya rağmen “Amerikan ekonomisinde işgücü piyasalarında artan ücret baskıları ile enerji ve emtia fiyatlarının yüksek düzeyi³³⁶” FED'in bu dönem de faiz oranlarını artırma kararı almasına sebep oldu ve kısa vadeli faiz oranları %5,25 seviyelerine yükseldi. Bu sayede 2005 yılında yıllık %3,4 olan enflasyon (CPI - Consumer Price Index – Tüketici Fiyat Endeksi) 2006'da %3,2 oranına düşürülebildi³³⁷.

Daraltıcı para politikalarının etkileri ABD ekonomisi üzerinde iyiden iyiye hissedilmeye başlandığından 2006'nın ikinci ve üçüncü çeyreğinde özellikle konut sektöründe talep azalmasından kaynaklanan keskin büyüme düşüşü yaşanmıştır. Yılın son çeyreğinde büyümesini sürdüren ABD olumsuz küresel gelişmelere rağmen %3,3

³³⁴ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.5.

³³⁵ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), *Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?*, Ankara: Aralık 2008, s.2.

³³⁶ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), *Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları*, Sayı.2, Ankara: Nisan 2008, s.20

³³⁷ *Historical US Inflation Rate 1914- Present*, (t.y), <http://www.inflationdata.com> (1 Nisan 2010).

ile bir önceki yıla yakın düzeyde büyümüştür³³⁸. Ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olan reel sektör, mortgage krizinden olumsuz yönde etkilenmiştir. Özellikle mortgage piyasası ile ilişkili olan inşaat sektörünün katma değeri 2006 yılında talep daralmasıyla beraber %6 düşmüş, 2007 yılında krizin de etkisiyle %12 azalmıştır³³⁹.

2007 yılı ABD ekonomisinde yılın ilk çeyreğinde konut yatırımı harcamalarındaki azalma büyüme oranında 1 puan düşüş yaratmış, yatırım harcamalarında canlanma görülmezken, güçlü özel tüketim büyümeyi beslemiştir. ABD konut sektörü ve yüksek riskli mortgage kredilerinde potansiyel riskler devam etmekte ancak henüz diğer piyasalara geçişlilik göstermemiş bulunmaktadır³⁴⁰.

2007 yılının ikinci yarısında ABD'deki şirketlerde kâr azalması ve ekonomik yavaşlama yönünde sinyallerde artış görülmeye başlanmıştır. Özellikle otomobil satışları, dayanıklı tüketim malı talebi azalması, sanayi eğilim anketlerindeki düşüşler, artan yavaşlama işareti sayılarak, kimi iktisatçılar tarafından durgunluk belirtileri olarak yorumlanmıştır. Bu konjonktür içerisinde 2007 yılı Haziran ayında ABD konut satışı rakamlarının %6,6 düşmesi ve riski yüksek mortgage kredilerine yatırım yapan iki büyük hedge fonunun batmasını* takiben 24 Temmuz'dan itibaren piyasalarda risk iştahı aniden azalarak tüm borsalardan kaçış başlamıştır. Kaçışla birlikte borsalarda yüksek oranlarda düşüş yaşanırken pozisyonların kapatılmasından dolayı da Japon yeni değerlendirilmiştir. 24 Temmuz'u takip eden günlerde hızlanarak devam eden düşüşler 26 Temmuz Perşembe günü doruğa çıkmış, haftanın son günü azalarak devam etmiştir³⁴¹. Böylece 2006 yılında başlayan dalgalanmalar 2007 Temmuz ayı itibariyle öncelikle kredi krizine devamında likidite krizine dönüşmüş ve global finansal piyasaları etki altına almıştır.

ABD'de 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam dört sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır. Ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden

³³⁸ BDDK, *Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları*, s.22.

³³⁹ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.33.

³⁴⁰ BDDK, *Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları*, s.24.

* Haziran 2007'de ABD'nin beşinci büyük aracı kurumu, dünyanın en büyük hedge fon yöneticisi ve ABD'nin ikinci büyük mortgage tahvilleri ihracatçısı konumunda olan uluslararası yatırım bankası Bear Sterns, mortgage kredileri yatırımı yapan 2.6 milyar dolarlık 2 fonunu kapattı.

³⁴¹ BDDK, *Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları*, s.24.

olan reel sektör, mortgage krizinden olumsuz etkilenmiş ve faiz oranlarındaki değişim kredi piyasasında daraltıcı etki yaparak, kredi piyasasında 2006 yılında yüzde 13.2 oranında artış sağlanırken, 2007 yılında bu oran yüzde 4.8 olarak gerçekleşmiştir³⁴².

ABD ekonomisi belirgin bir şekilde yavaşlayarak 2006 yılında yüzde 3'e yakın iken 2007 yılında yüzde 2.2 büyüdü (Tablo 4). Ekonomideki canlılık dördüncü çeyrekte keskin bir şekilde yüzde 0.6 (yıllık oranda) kadar zayıfladı. Tam hızla konut fiyatlarında düzelme devam ederken konut yatırımı daralması 2007'de büyümeyi yarım puan kesmiştir. Tüketim ve iş yatırımları da belirgin bir şekilde yılsonuna doğru hafiflemiştir. Ağustos'ta finansal çalkantı patlak verdikten sonra Federal Reserve'in gevşek para politikalarına* rağmen önemli ölçüde beklentiler bozulmuş ve borçlanma koşulları sıkılaşmıştır³⁴³.

Tablo 4

Gelişmiş Ülkeler : Reel GSYİH, Tüketici Fiyatları ve İşsizlik
(Yıllık yüzde değişim ve iş gücü yüzdesi)

	Reel GSYİH		Tüketici Fiyatları		İşsizlik	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Gelişmiş Ülkeler	3.0	2.7	2.4	2.2	5.7	5.4
ABD	2.9	2.2	3.2	2.9	4.6	4.6
Euro Bölgesi	2.8	2.6	2.2	2.1	8.2	7.4
Japonya	2.4	2.1	0.3	-	4.1	3.9
İngiltere	2.9	3.1	2.3	2.3	5.4	5.4
Kanada	2.8	2.7	2.0	2.1	6.3	6.0
...						

Kaynak: International Monetary Fund (IMF), **World Economic Outlook April 2008, Housing and the Business Cycle**, 2008, s.66.

³⁴² Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., **Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri**, Ankara: Ekim 2008, s.1.

* Amerikan Merkez Bankası mortgage krizinin patlak vermesi ve birçok kurumun zarar açıklaması sonrası para politikasında yeniden değişikliğe gitmiş ve Ağustos 2007 itibarıyla faiz oranlarını düşürerek piyasaya likidite fonlamaya başlamıştır.

³⁴³ International Monetary Fund (IMF), **World Economic Outlook April 2008, Housing and the Business Cycle**, 2008, s.65.

** Verilerin çokluğu nedeniyle tamamı alınmamıştır.

3.5.3 Krizin Gelişim Süreci – Nedenleri

ABD’de 2006 yılında mortgage kredilerinde sorunların yaşanmasıyla başlayan dalgalanma 2007’nin Temmuz ayında yatırım bankası Bear Stearns’in mortgage yatırımı yapan iki hedge fonunun batışı itibariyle finansal piyasalara sıçrayarak likidite krizine dönüşmüştür. 2008 yılı boyunca kredi piyasalarında işlemler durmuş, borsalar çökmüş ve birçok firmanın ödeme güçlüğüne düşmesi tüm uluslararası finans piyasalarını tehdit eder hale gelmiştir. Eylül 2008’de de Fannie Mae ve Freddie Mac’in kamulaştırılmasını takiben yatırım bankası Lehman Brothers’ın iflas etmesi ve ardından yine yatırım bankası olan Merrill Lynch’in satılmasıyla likidite krizi boyut değiştirerek küresel krize dönüşmüştür.

ABD’de 2007 Temmuz ayı itibariyle finansal piyasalarda yaşanan krizin kronolojik gelişimi aşağıdaki gibidir³⁴⁴:

17 Temmuz 2007 – Mortgage şirketi Bear Stearns’in subprime yatırımları yapan hedge fonu yıkıldı.

- FED faiz oranlarını %6.25’den %5.75’e indirdi.

18 Eylül 2007 - FED fonlarının oranını 50 baz puan indirdi

11 Aralık 2007 – FED faiz oranlarını 25 baz puan düşürerek piyasaları hayal kırıklığına uğrattı.

22 Ocak 2008 – FED 75 baz puanlık acil faiz indirimi yaptı.

29 Ocak 2008 – ABD’de Temsilciler Meclisi, Başkan Bush’un resesyon iddialarıyla çalkalanan 146 milyar dolarlık paketini kabul etti.

31 Ocak 2008 – FED 50 baz puanlık daha indirim yaptı.

³⁴⁴ Ahmet Naci Arıkan, **Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler Nedenleri ve Sonuçları**, Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Yayınları, 2008, ss.38-39; Pelin Ataman Erdönmez, “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılar Dergisi*, 2009, Sayı. 68, <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/68.pdf> (10 Mart 2010), ss.91-95; Barkın Akçayer, “Kriz Teorileri Işığında Mortgage Krizi ve Etkileri”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, SBE, 2009), ss.37-42; *Ekonomide 2009 Nasıl Geçti?*, 1 Ocak 2010, <http://www.denizhaber.com/HABER/20587/28/ekonomik-kriz-borsa-avro-imf-dolar-tl-ekonomi-turkiye.html> (14 Nisan 2010).

07 Mart 2008 – FED 200 milyar dolarlık tahvil verdi.

17 Mart 2008 – JP Morgan Chase bankası Bear Stearns'ı hisse başı 2 dolardan Fed'in de desteğiyle yaklaşık 1 milyar dolara satın aldı. Bear Stearns'ın bir yıl önceki değeri yaklaşık 32 milyar dolardı.

11 Temmuz 2008 - ABD'nin Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu olarak kabul edilen ``Federal Deposit Insurance Corp`` (FDIC), konut sektöründeki kredi krizinden etkilenen ve varlıkları 32 milyar dolar, toplam mevduatı 19 milyar dolar olan IndyMac bankasına (ülkenin 7. Büyük mortgage sağlayıcısı) el koydu.

14 Temmuz 2008 – Hazine Bakanı Paulson, Amerika'da ödenmemiş mortgage kredilerinin yarısını elinde bulunduran Fannie Mae ve Freddie Mac için bir kurtarma planı hazırladı.

7 Eylül 2008 – Hükümet her iki kuruma da 100 milyar dolar enjekte etmeyi göze alarak Freddie Mac ve Fannie Mae'ye el koydu.

14 Eylül 2008 – 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers, FED'den yardım alamayınca ve alıcı da bulamayınca iflas başvurusunda bulundu.

- Bank of America, Merrill Lynch'i 50 milyar dolara satın aldı.

17 Eylül 2008 – FED, ABD'nin en büyük sigorta şirketi AIG (American Internation Group)'un %80 hissesi için 2 yıllığına 85 milyar dolarlık acil kredi açtı.

- Reserve Primary Fund hisselerinin 1 dolar altına inmesiyle piyasalar yatırımcıların güvenini kazanmak için yarışa girdi.

- Morgan Stanley hisselerin yüzde 33 değer yitirmesiyle sermaye pozisyonu konusunda korkular arttı. Lehman'ın etkisiyle tüm dünya borsalarında düşüş sürdü.

18 Eylül 2008 – Hazine Bakanı Paulson, FED Başkanı Ben Bernanke ve SEC Başkanı Cox önderliğinde sorunun köküne inen bir kurtarma planı olan Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program - TARP) açıklanmıştır.

Bu program kapsamında hükümetin 700 milyar dolar tutarında ipoteğe dayalı menkul kıymet almasına imkan tanınacaktır.

- Açıklama tüm dünya borsalarında olumlu etki oluşturdu.

22 Eylül 2008 – Japon şirketler batan ve iflasın eşiğinde olan Amerikan finans kuruluşlarıyla ilgili harekete geçti. Önce Japonya'nın en büyük aracı kurumu olan Nomura Holdings'in, geçen hafta başında iflasını açıklayan ve global piyasaları sarsan Lehman Brothers'ın Asya operasyonlarını satın almak için görüştüğü bildirildi.

- MITSUBISHI UFJ Financial Group, Morgan Stanley'in yüzde 10 ila 20'sini almak için anlaşmaya vardığını bildirdi. FED, ABD'nin en büyük iki yatırım bankası Goldman Sachs ve Morgan Stanley'yi desteklemek için her iki bankanın da statüsünü değiştirdi.

- ABD'de Bush yönetimi, zor durumdaki şirketleri iflastan kurtarmak için Kongre'ye 700 milyar dolar önerdi.

25 Eylül 2008 – ABD Kongresinde Demokratlarla Cumhuriyetçilerin, 700 milyar dolarlık ekonomiyi kurtarma planının temel ilkelerinde anlaşmaları açıklandı.

26 Eylül 2008 – ABD hükümeti, ülkenin 119 yıllık en büyük mevduat ve kredi bankası Washington Mutual'a (WaMu) el koydu. Hükümetin bu bankaya el koymasını takiben bankanın varlıkları 1,9 milyar dolara JP Morgan'a satılmıştır.

29 Eylül 2008 – ABD'de Kongre'nin alt kanadı Temsilciler Meclisi, 700 milyar dolarlık finans sektörünü kurtarma paketini az farkla da olsa reddetti.

03 Ekim 2008 – ABD Kongresi'nde Senato tarafından finans sektörünü kurtarmak için hazırlanan kurtarma planı 150 milyar dolar daha eklenerek 850 milyar dolara çıkarılarak Temsilciler Meclisi'nden geçti.

5 Ekim 2008 Haftası – Amerikan Merkez Bankası (FED) ticari tahvil piyasasına Büyük Depresyon'dan beri ilk kez müdahale etmiştir. ABD Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası, İsviçre, İsveç ve Kanada Merkez

Bankaları ile koordineli faiz indirimi yaptı. Çin Merkez Bankası da eş zamanlı olarak faiz indirimi yaptı.

12 Ekim 2008 Haftası – ABD 700 milyar dolar tutarındaki kurtarma paketinin 250 milyar dolar tutarındaki kısmının bankaların yeniden sermayelendirilmesinde kullanılacağını açıklamıştır.

- Japonya'nın en büyük bankacılık kuruluşu Mitsubishi UFJ Financial Group (MUGF) Morgan Stanley'in yüzde 21'ini yaklaşık 9 milyar dolara aldığını açıklamıştır.

9 Kasım 2008 – Amerikan Merkez Bankası tarafından AIG sigorta şirketinin destekleme planının yeniden yapılandırıldığı açıklanmıştır.

23 Kasım 2008 Haftası – Citigroup ABD Hazine Bakanlığı, FED ve FDIC ile anlaşma sonucu 40 milyar dolar değerinde sermaye desteği almıştır.

- ABD Merkez Bankası 600 milyar dolarlık ipotek finansmanı kredilerine dayalı menkul kıymet alacağını ve 200 milyar dolar büyüklüğünde tüketici borçlarına dayalı menkul kıymet alma imkanı sunacağını açıklamıştır. Ayrıca FED Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Home Loan Banks tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin de 100 milyar dolara kadar olan kısmını alacağını belirtmiştir.

11 Ocak 2009 – ABD hazinesi Bank of Amerika'dan 20 milyar dolar değerinde imtiyazlı hisse aldığını açıklamıştır.

- Ayrıca 118 milyar dolar tutarındaki toksik varlıklarının bir çoğuna garanti getirildiği açıklanmıştır.

25 Ocak 2009 Haftası – Amerika Merkez Bankası ABD Merkez Bankası (FED), gösterge faiz oranını yüzde 0-0,25 aralığında tutmaya karar verdi.

- Hollandalı bankacılık devi Ing Group, Holanda hükümetinin, 27,7 milyar Euro'luk (35,8 milyar dolar) ABD ipotekli konut kredisinden kaynaklı sorunlu varlıkların büyük çoğunluğunu satın alacağını bildirilmiştir.

8 Şubat 2009 Haftası – ABD Hazinesi, bankacılık sistemini kurtarmak için büyüklüğü 2 trilyon dolara ulaşabilecek yeni bir plan açıklamıştır. Buna göre bankaların bilançolarındaki kötü varlıkları satın almak için kamu ve özel sektör ortaklığıyla 1 trilyon dolarlık bir fon oluşturulurken, tüketici kredilerini canlandırmak için de 1 trilyon dolarlık bir kaynak sağlanacaktır. Planla;

ABD Tasarruf Sigorta Mevduat Fonu (FDIC), ABD Merkez Bankası (FED), ABD Hazinesi ve özel sektörün ortaklığıyla bir yatırım fonu kurulması,

Kamu-Özel Yatırım Fonu, bankaların bilançolarındaki ipotekli konut finansmanı kaynaklı zararlı menkul kıymetleri satın alması,

Fonun büyüklüğü başlangıçta 500 milyar dolar olacak, ancak bu rakam 1 trilyon dolara kadar çıkabilmesi,

FED'in tüketici kredilerinin yanı sıra küçük ölçekli şirketlere verilen ticari kredileri desteklemek için uyguladığı 200 milyar dolarlık programın büyüklüğü 1 trilyon dolara çıkması,

İpotekli konut kredisi kullanan ev sahiplerinin konutlarına haciz gelmesini önlemek ve tüm ekonomiyi etkileyen konut krizin bu etkisini hafifletmek için federal kurtarma fonlarına 50 milyar dolar aktarılması öngörülmektedir.

- ABD Başkanı Barack Obama'nın reel ekonomiyi canlandırmak için hazırladığı 838 milyar dolarlık teşvik paketi Senato'dan geçmiştir. Teşvik paketi ile milyonlarca yeni iş yaratması ve ekonomiyi tekrar rayına oturtmasının amaçlandığı belirtilmiştir.

14 Şubat 2009 – ABD'de işletmelere, birey ve ailelere, işsizlere yönelik teşvikler ile enerji yatırımları, otoyol ve köprü inşaatları, sağlık bilim ve araştırma için kaynak ayrılmasını öngören ve 838 milyar \$'lık paket 787 milyar \$ olarak yürürlüğe girmiştir.

21 Şubat 2009 - ABD Başkanı Barack Obama, Hazineye, 787 milyar dolarlık ekonomiyi teşvik paketi kapsamındaki vergi kesintilerini uygulaması talimatı verdi.

- Citigroup ve Bank of America'nın kamulaştırılacağı iddiaları ile Bank of America'nın hisselerini 1984'ten, Citigroup'un ise 1990 yılından bu yana ki en düşük seviyesine gerilettiler.

24 Şubat 2009 – ABD hükümetinin geçen yıl iki kez yardım ettiği sigorta şirketi American International Group'un (AIG), hükümetten daha fazla yardım istediği ve geçen yılın dördüncü çeyreği için 60 milyar dolar zarar açıklamasının beklendiği bildirildi.

19 Mart 2009 – ABD Merkez Bankası (FED), ABD ekonomisine 1,4 trilyon dolar nakit akışı sağlayacağını açıkladı

23 Mart 2009 – ABD Yönetimi, bankaların bilançolarında bulunan ve kredi piyasasının çalışmasını önleyen toksik (zehirli, batık) varlıkları satın almak için 1 trilyon dolara kadar harcama kararı aldı.

24 Mart 2009 – ABD Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, 1930'lardaki gibi bir ekonomik çöküşün yaşanmaması için AIG'nin kurtarılmasına karar verildiğini kaydetti.

9 Nisan 2009 - İngiliz Barclays Bankası, ABD merkezli menkul kıymet yönetimi birimi iShares firmasını, Avrupa merkezli yatırım şirketi CVC'ye 4,4 milyar dolara satma konusunda anlaştı.

1 Mayıs 2009 – Bir zamanlar ABD otomotiv endüstrisinin simgelerinden Chrysler, mahkemeye iflas koruma başvurusunda bulundu.

13 Mayıs 2009 – ABD'li tutsat devi Freddie Mac ilk çeyrekte 9,9 milyar dolar zarar etti.

22 Mayıs 2009 – ABD, IMF'ye 100 milyar dolar kredi imkanı tanıyacak. ABD Senatosunda onaylanan yasa uyarınca, IMF, ABD tarafından açılan 100 milyar dolarlık kredi hattını, ihtiyacı çerçevesinde kullanabilecek.

27 Mayıs 2009 – ABD Federal Mevduat Sigorta Fonu ülkedeki bankaların ilk çeyrekte 7,6 milyar dolar kar elde ettiğini, buna karşılık zor durumdaki banka sayısının 300’ü aştığını bildirdi.

1 Haziran 2009 – ABD’li otomotiv devi General Motors (GM), iflas koruma başvurusunda bulundu.

17 Haziran 2009 – ABD Başkanı Barack Obama, gelecekteki mali krizleri önleyebilmek için bankacılık sistemine yönelik önemli reformlar açıkladı.

3 Temmuz 2009 – ABD’de 7 banka daha kapısına kilit vurdu. Böylece ABD’de 2009 yılında kapanan banka sayısı 52’ye ulaştı.

15 Ağustos 2009 – ABD’nin TMSF’si FDIC, elinde bulunan ve ülkenin önde gelen emlak kredi bankalarından olan Colonial Bankacılık grubunun tasfiyesine karar verdi.

18 Ağustos 2009 – ABD’li otomotiv devi General Motors bünyesindeki İsveçli marka Saab’ı satmak için Koenigsegg ile anlaştı.

19 Ağustos 2009 – ABD yönetimi ile İsviçre’nin bankacılık devi UBS, gizli hesapların öğrenilerek açıklanması konusunda anlaşma imzaladı.

29 Ağustos 2009 – ABD’de, küresel finansal kriz nedeniyle batan banka sayısı, dün üç bankanın daha katılmasıyla, 2009 başından bu yana 84’e çıktı.

4 Eylül 2009 – ABD’de Ağustos ayında işsizlik oranı yüzde 9,7’ye yükseldi. Böylece, işsizlik oranı son 26 yılın en yüksek seviyesine çıkmış oldu.

10 Eylül 2009 – FED, ekonomide resesyonun sona erdiğini ve ekonominin nihayet yeniden büyümeye başladığını bildirdi.

21 Eylül 2009 – ABD’de bu yıl kapanan banka sayısı 94’ü buldu.

23 Eylül 2009 – ABD Merkez Bankası Fed yüzde 0-0,25 aralığındaki gösterge faiz oranını değiştirmede.

3 Ekim 2009 – ABD’de TMSF benzeri işlevi bulunan FDIC, Warren Bank, Jennings State Bank ve National Bank’ın kapandığını açıkladı.

23 Ekim 2009 – ABD Hazine Bakanlığı, 7 şirkete, üst yöneticilerin toplam ücretlerinin yarıya indirilmesi talimatı verdi.

24 Ekim 2009 – ABD’de TMSF benzeri işlevi bulunan FDIC, 7 küçük bankanın daha yönetimine el koydu.

4 Kasım 2009 – ABD Merkez Bankası faiz oranlarını değiştirmeyerek, 0-0,25 aralığında korudu. Banka, faizleri "uzun dönemde" aynı seviyede tutmayı vaat etti.

6 Kasım 2009 – ABD’li tutsat (mortgage) şirketi Fannie Mae, 15 milyar dolar tutarında yeni hükümet yardımı istedi.

21 Kasım 2009 – ABD’nin TMSF niteliğindeki kurumu FDIC, Güneydoğu Florida Ticaret Bankasını kapattı. ABD’de bu yıl içinde kapanan banka sayısı 124’e ulaştı.

27 Kasım 2009 – ABD Doları, Japon Yeni karşısında 14 yılın en düşük seviyesine geriledi.

10 Aralık 2009 – ABD’nin 700 milyar dolarlık kurtarma programını gelecek yıl Ekim ayına kadar uzatacağı bildirildi.

28 Ocak 2010 – FED, yüzde 0-0,25 olan gösterge faiz oranında değişikliğe gitmedi.

- ABD Başkanı Obama, işçi alımı ve ücretlerde artırıma giden küçük işletmelere 33 milyar \$ vergi indirimi desteği planladığını açıkladı.

11 Şubat 2010 – FED faiz oranlarını arttırabileceğinin sinyallerini verdi.

20 Şubat 2010 – ABD’de, Federal Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (FDIC), Florida ve Teksas’da iki bankayı kapattı.

24 Şubat 2010 – ABD'li tutsat devi Freddie Mac, 2009 yılı son çeyrekte 7,8 milyar dolar zarar etti.

26 Şubat 2010 – ABD TMSF'si olarak kabul edilen FDIC, Nevada ve Washington eyaletlerindeki iki küçük bankayı daha kapattı. FDIC verilerine göre, ABD'de sorunlu banka oranı, geçen yılın son çeyreğinde, yüzde 27 oranında artarak 702'ye ulaştı. ABD'de, yılbaşından buyana kapatılan banka sayısı 22 oldu. 2008 yılı başından buyana ise 187 banka kapandı.

1 Mart 2010 Haftası – AIG, Asya merkezli sigorta birimi AIA'yı İngiliz Prudential sigorta şirketine 35,5 milyar dolara ayrıca ABD hükümetinden aldığı yardımı ödemek amacıyla Alico'yu da MetLife'a 15,5 milyar dolara satmayı kabul etti.

16 Mart 2010 – FED, faiz oranlarını arttırabileceğinin sinyalinin verdi.

ABD’ de ortaya çıkarak global krize sebep olan mortgage krizinin gelişiminin açıklanmasından sonra nedenlerine de değinmemizde fayda vardır. Bu nedenleri ise aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Bol ve Ucuz Likidite ve Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması
- Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması
- Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar
- Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık
- Hedge Fonlar
- Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi
- Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar
- Denetim Dışı Kalan Mortgage Broker’ları
- Saydamlık Eksikliği ve Asimetrik Bilgi

- Deregölasyon ve Düzenleyici Denetleyici Kuruluşlar

Bol ve Ucuz Likidite ve Mortgage Kredilerinin Yapısının Bozulması: 2000 yılında dot-com balonunun patlamasının ardından ekonominin resesyona girmesinin önlemesi için gevşek para politikaları uygulanmaya başlanmış, faizler çok düşük seviyelere düşürölerek piyasa fonlanmışır. Bu bol ve ucuz likiditenin gayrimenkul sektörü üzerinden ekonomiye aktarılması teşvik edilmiş ve bu yolda yapılan çeşitli yasal düzenlemelerle daha çok kredinin dağıtılmasının önü açılmışır.

ABD mortgage piyasasında mortgage kredileri, ödeme şekline, faiz yapısına, kredi talebinde bulunanın kredibilitesine göre çeşitli ayrımlara tabi tutulmaktadır. Ancak mortgage piyasalarının sorunlu kredi yapısını subprime mortgage kredileri ile değişken faiz oranlı mortgage kredileri oluşturmaktadır. Subprime mortgage kredileri, konut kredisi talebinde bulunanların kredibilitesine* göre alt gelir grubu olarak nitelendirilmektedir ve kötü kredi geçmişı olması nedeniyle birincil piyasalardan yüksek ücret ve faiz oranları ile verilen kredilerdir. Başkan Bush yönetiminin özellikle düşük gelirli aileleri hedef alan konut edindirmeye yönelik politikaları nedeniyle her türlü esneklik sağlanması sonucu subprime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış olmuştur. Ancak ABD Hükümeti tarafından desteklenen bu programlar çerçevesinde, her türlü yatırımın hükümet tarafından sağlanacağı düşüncesiyle yatırımcılar tarafından doğru bir planlama yapılmadan konut alımları gerçekleşmiştir³⁴⁵.

Ayrıca bu dönemde kredi veren kuruluşlar artan likidite imkanlarını mortgage kredisi vererek kâra dönüştürme yoluna gitmişlerdir. Bu bağlamda kredi talep edenlerin ödemelerinde 6 ay geciktirme gibi esneklikler sağlamışlar hatta kredi alması imkânsız olan, herhangi bir işi geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle konut fiyatlarının çok hızlı bir

* Konut kredisi talebinde bulunanların kredibilitelerine göre yapılan ayırmada; subprime(alt gelir grubu), devlet garantili/sigortalı (ülkeye hizmeti geçen alt gelir grubu), alt A (orta gelir grubu) ve prime (üst gelir grubu) krediler bulunmaktadır. Buna göre subprime 'dan prime risk azaldığı için faiz oranları da azalır.

³⁴⁵ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.49.

şekilde artmasına yol açmıştır³⁴⁶. Kredibilitesi düşük bu kişiler de faizlerin düşük seyredeceği ve konut fiyatlarının daha da yükseleceği düşüncesi ile bu yüksek borç ve faizlere katlanmışlardır.

Fakat kredi koşullarındaki esneklikler ve özensizlikler faiz oranlarının artmasıyla birlikte kredilerin geri ödemelerinde sorunlar çıkmasına zemin hazırlamıştır. Mortgage krizinin ortaya çıkış nedenlerinden biri olarak kabul edilen kredi taksit ödemelerinin gecikmesi, 2007 yılında artış göstermiştir. 2007 yılının ilk çeyreğinde gecikme oranı, prime krediler için %1,1 iken subprime krediler için bu oran % 8,2 olarak gerçekleşmiş ve 2007 yılının son çeyreğinde %12,4 oranına ulaşmıştır. 2007 yılının dördüncü çeyreğinde mortgage kredilerinde toplam ödenmeme oranı, 2007 yılının ilk çeyreğine göre %35,3 oranında artış göstermiştir³⁴⁷. Bununla birlikte ödeme sorunu olan kredilere faiz yapısı itibarıyla bakıldığında sabit faizli kredilerin %3,5'nin, değişken faiz oranlı kredilerin ise %7,6'sının ödeme sorunu olduğu görülmektedir³⁴⁸. Bu durum subprime mortgage kredilerinde değişken faizli kredi kullanımının yarattığı sorunların bir göstergesidir.

Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması: Emlak fiyatlarında yaratılan balonun en önemli nedeni 2001 yılından itibaren neredeyse %1'lere çekilen faiz oranları ve piyasada bulunan atıl fonların artışı karşısında bazı finansal kurumların güvenilirliği düşük kimselere yüksek riskli krediler (subprime credit) vermesi oldu. Bu krediler, dar gelirli grupların piyasaya dahil olmasına veya insanların imkanlarının üzerinde konutlara yatırım yapmalarına yol açtı. Bunun sonucu olarak da emlak talebi ve dolayısı ile emlak fiyatları hızla yükseldi. Yakın bir zamana kadar ABD'de piyasa faiz oranı oldukça düşük bir seviyede seyrettiği için “yüksek riskli kredilerden faydalanan” alt gelir grubundaki kişiler değişken faizli kredileri kullanmayı tercih etmişlerdi. Ancak krizin ortaya çıkmasından iki yıl evvel FED'in faiz oranlarını aşamalı olarak artırması geri ödemeleri zorlaştırdı ve emlak piyasasına talebin azalmasına neden oldu. Konut

³⁴⁶ Doğan Alantar, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, [http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan Alantar Kuresel Finansal Kriz Nedenleri Sonuclari MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan%20Alantar%20Kuresel%20Finansal%20Kriz%20Nedenleri%20Sonuclari%20MFY81.pdf) (2 Nisan 2010), s.2.

³⁴⁷ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.47-48.

³⁴⁸ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.15.

talebinin ve fiyatlarının düşmesi daha önce ipotek altına alınan evlerin kredi kuruluşları tarafından düşük fiyata elden çıkarılmasına sebep oldu ve kreditorlerin zararı büyüdü³⁴⁹.

Kredi faiz oranları arttığında, değişken faizli kredi kullananlarının faiz yükü dolayısıyla taksit tutarları artmaktadır. 2000-2001 döneminde değişken faizli mortgage kredileri yüksek oranda kullanılmıştır. Bu dönemde faiz oranları ortalama %1,5-2 bandında seyretmiştir. Kredi faiz oranlarının %1,5'ten %6,5'e yükselmesi 200.000 dolarlık kredi kullanıcısına ortalama yıllık 6.400 dolar ek maliyet getirmiştir. 20 yıl vadeli yıllık % 1,5 faiz üzerinden aylık taksit tutarı 964 \$ iken aynı koşullarda faizin % 6,5'e yükselmesi taksit tutarını 1490 \$'a yükseltmektedir. ABD'de yıllık kişi başı gelirin 46.000 \$ olduğu düşünülürse özellikle değişken faizli konut kredisi kullanan düşük gelirli kesim için göreceli olarak ipotek kredisinin sürdürülmesi zorlaşmaktadır³⁵⁰.

Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar: Amerika'da konut sektöründe patlama 2000'li yıllarda başladı. 'Dot-com' balonunun sönmelerinden sonra konut sektörü Amerika'lılar için güvenli bir yatırım alanı olarak görüldü³⁵¹. Faiz oranlarının düşük oluşu ve ABD hükümetinin gayrimenkul sektörüne yönelik teşvikleri konut sektörüne yatırımı yönlendirdi.

1997-2006 tarihleri arasında Amerika'da konut sektörünün hızlı büyümesi sonucunda oluşan balon nedeniyle reel konut fiyatlarının %100 artmasının arkasında yatan sebepler³⁵²;

- 2001 sonrası dönemde FED faizlerinin düşük olması (gevşek para politikası)
- Küresel tasarruf fazlası nedeniyle uzun vadeli faizlerin düşük kalması

³⁴⁹ TÜSİAD ABD Temsilciliği, "ABD Finans Sisteminde Yaşanan Kriz Üzerine Notlar", 18 Eylül 2008, http://www.bulentsenver.com/Kultur/pdf/ABD%20FINANS%20SISTEMINDE%20%20KRIZ_200809.pdf (27 Mart 2010), s.2.

³⁵⁰ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.50.

³⁵¹ Nurgül Chambers, "Kredi Daralması (Credit Crunch)", 30 Mart 2008, http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers/view/4836/kred_daralmasi_credit_crunch (25 Ağustos 2008), s.2.

³⁵² Gültekin Bayar, "İpoteğe Dayalı Konut Kredisi Uygulamasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, SBE, 2008), s.74.

- Geleneksel olarak ABD’de uygulanan konut destekleme politikaları ve bu sektörde görülen kolaylaştırıcı vergi uygulamaları
- Eşikaltı krediler dışında da gözlemlenen, denetleme ve düzenleme eksikliğinin borç vermeyi kolaylaştırması
- Finansal yenilikler/menkul kıymetleştirme nedeniyle ortaya çıkan aşırı borç verme faaliyetleri ve düşük kredi standartları
- Konut fiyatlarının artmaya devam edeceğine dair oluşan yanlış beklentiler

olarak sıralanabilir.

Gayrimenkule olan talebin artması gayrimenkul fiyatlarının artmasına neden oldu ve borç veren kurumlar daha karmaşık ürünlerle daha fazla risk alabilir duruma geldiler. “Başlangıçta düşük ve zaman içerisinde artan faiz oranları, peşinat gerektirmeyen esnek ürünler” tüketiciye cazip paketler halinde sunulurken zaman içerisinde tüketicilerin artan aylık taksitleri ödeyememesiyle birlikte sorunlar ortaya çıkmaya başladı. Kredi ürünlerindeki esneklik olgusu ve rekor niteliğindeki düşük faiz oranları gün geçtikçe daha çok kişiyi gayrimenkul çılgınlığının içerisine çekerek daha sonraki aşamalarda bu piyasaya olan talebin azalmasına, bozuk ve niteliksiz bir borçlanma döngüsüne ve son olarak da sorumsuz diye nitelendirebileceğimiz borç verme alışkanlığına neden oldu³⁵³.

Emlak balonunun krizi ağırlaştıran bir başka etkisi ise “home equity loan” adı verilen ikincil ipotekler üzerinden oldu. Emlak fiyatlarındaki hızlı yükseliş çok sayıda orta ve dar gelirli evlerine artan emlak değeri üzerinden ikinci kez ipotek yaptırıp yeniden kredi almasına sebep olmuştu. Emlak balonunun sönmesi yükselen faizler karşısında kredilerin geri ödemelerini zorlaştırdı ve ikinci ipotekten doğan krediler de büyük oranda karşılıksız kaldı³⁵⁴.

³⁵³ Amerika’daki Mortgage Krizi Nasıl Patladı - Türkiye Aynı Hataları Yapacak mı?, 10 Nisan 2008, <http://www.finzoom.com.tr/Info/art/Advices/Amerika-daki-Mortgag~952e6815b2be483da5236d2ff4ad4e1c/> (23 Şubat 2010).

³⁵⁴ TÜSİAD ABD Temsilciliği, “ABD Finans Sisteminde Yaşanan Kriz Üzerine Notlar”, 18 Eylül 2008, http://www.bulentsenver.com/Kultur/pdf/ABD%20FINANS%20SISTEMINDE%20%20KRIZ_200809.pdf (27 Mart 2010), s.2.

Mortgage krizinin ABD ekonomisini etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, inşaat ve sigortacılık başta olmak üzere konuta bağlı sektörlerde başlayan yavaşlamanın hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansımalarıdır. Özellikle hükümet politikaların tüketime dayalı politikalar üzerine kurulması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne dayandırılması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim, kısa sürede ekonomik ve finansal göstergeleri olumsuz yönde etkilemiştir³⁵⁵.

Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık: Mortgage sisteminin temel işlevlerinden olan menkulleştirme işlemi bankalardan yatırım bankalarına ve sigorta şirketlerine kadar uzanan bir değer zinciri üzerindeki oyuncuların risk almadan komisyon kazanmasını sağlaması nedeniyle yapılan işlem üzerinden komisyon alan aracılardan ipotek başvurularını yeterince incelemeyen kabul etmelerini sağlamıştır. Ayrıca ipotek değerlemesini yapan kurumlar ev piyasasındaki balondan fayda sağlamış, konut kredisi veren bankalar kredi riskine değil ipotek bonolarından kazanacağı komisyona odaklanmışlardır³⁵⁶.

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

Hedge Fonlar: Menkulleştirme işlemini yaparken bankalar ellerindeki mortgage borçlarından bir demet oluşturup bunu yatırım fonlarına sattılar. En büyük alıcılar arasında ise **hedge fonlar** vardı. Hedge fonlar denetim dışı bulunan statülerinin sağladığı avantajla, mortgage demetini yüksek kaldıraçlı borçlar için teminat olarak

³⁵⁵ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.51.

³⁵⁶ Bayar, s.74-75.

kullandılar³⁵⁷. Hedge fonlar* genellikle vadeli piyasalarda işlem yapan, nispeten daha yüksek riskli yatırımlara girişerek, yüksek karlar elde etmeyi amaçlayan fonlar. Bu fonlar vadeli piyasalarda kabaca 1 liralık yatırımla 10 liralık pozisyon alan çok hızlı hareket eden fonlar. Dünyada hedge fonların yönetiminde yaklaşık 1.5 trilyon dolar var. Ama fonların tuttuğu pozisyonların toplam değeri ise 13 trilyon dolar³⁵⁸.

Hedge Fonların işleyişine bakarsak; diyelim 10 \$ ödeyerek 100 \$ tutarında bir petrol hedge fonu satın alınmış olsun. Burada 100\$ ile temsil edilen değer, aslında, belli bir petrol miktarına, örneğin bir varil ya da 10 litre petrolün değerine tekabül etmektedir. Buna karşın hedge fon adı altında satılan/satın alınan şey, söz konusu petrolün kendisi değil, yalnızca bu miktardaki petrolün piyasada oluşacak değer (değişim değeri) farkıdır. Hedge fonu satın alan kişi ya da kurumlar bu fonu satın aldıkları anla sattıkları anda oluşan iki fiyat arasındaki farkı ya kazanmış ya da kaybetmiş olurlar. Bu bağlamda, eğer hedge fon sahibi kişi ya da kurumlar Petrol fiyatındaki %10 ‘luk bir artışı müteakiben ellerindeki fonu satarlarsa elde edecekleri para yatırdıklarına oranla yükselir; bu, aynı zamanda elinde hedge fon bulunduranların yatırımlarının %100 (bir misli) büyüdüğü anlamına gelir. Ancak, söz konusu yatırımın 100\$ değil; 10\$ olduğu hatırlanacak olursa hedge fon satışından elde edilecek miktarın da 20\$ ile sınırlı olacağı açıktır³⁵⁹.

Mortgage kredilerinden özellikle subprime mortgage kredilerinden oluşturulan havuzlara dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan bu hedge fonlara yatırım yapanlar kredi geri ödemelerinin yapılamaması sebebiyle menkul kıymetlerin değerleri düşünce bu fonlardan paralarını çekmeye başladılar. Bu durum da hedge fonlar yatırım yaptıkları varlıkları nakde çevirmeye çalışınca piyasada satış baskısı arttı,

³⁵⁷ Nurgül Chambers, “Kredi Daralması (Credit Crunch)”, 30 Mart 2008, http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers/view/4836/kred_daralmasi_credit_crunch (25 Ağustos 2008), s.2.

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

³⁵⁸ 10 Soruda Mortgage Krizi, 22 Ağustos 2007, http://www.haberne.com/haber.php?haber_id=394 (15 Aralık 2008), s.2.

³⁵⁹ Fuat Ercan, “Sermayenin Aşırı Değersizleşme ve Birikim Krizi”, 15 Nisan 2009, <http://fuatercan.wordpress.com/2009/04/15/sermayenin-athiri-byrykym-ve-dedhersyzlethme-kryzy/> (20 Mart 2010), s.4.

gayrimenkullerin değeri daha da düştü ve menkul kıymetlerin değerini karşılayamaz oldu. Hedge fonların ipoteğe dayalı menkul kıymetleri yatırım aracı olarak yaygın bir şekilde kullanması, mortgage kredilerinde yaşanan geri ödemeler sorunu sonrasında piyasada kredi daralması yaşanmasına etki eden faktörlerdendir. Sonuçta bu durum hedge fonların büyük zararlara uğramasına ve hatta iflas riskiyle karşılaşmasına sebep olmuştur.

Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi: 2008 küresel krizi, altında emlak fiyatlarının şişkinliği de olsa, kredinin değil ona dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı bir çeşit kredi krizi olarak tanımlanıyor. Sorunu yaratan şey, kredinin elden ele inanılmaz bir ölçekte el değiştirmesinden kaynaklanıyordu. Bu el değiştirme türev ürünler adı verilen bir finansal buluşla yapılıyordu. Türev ürün, şirketlerin başka işlemlerden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler, mortgage kredisini verenin bu krediyi kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere, örneğin hedge fonlara devretmeye yarıyordu. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük risklere girebiliyor ve krediler ile doğal olarak türev ürünler çıg gibi büyüyordu. Başlangıçta riski devretmeye yarayan ve bu anlamda sistemde sigorta işlevi gören türev ürünler giderek kendileri birer risk unsuru olmaya başlamışlardı³⁶⁰.

Kredi veren kuruluşlar, CDO* gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkanı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kar elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir. Serbest fonlar fon büyüklüğünden daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır. Ancak ABD'de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişince bu fonların varlıklarında ciddi kayıplar olmuş fon büyüklüklerindeki büyük kayıplar sonrası gelen fon satış talepleri likidite sorununu beraberinde getirmiştir.

³⁶⁰ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi (Piyasa Sisteminin Eleştirisi)**, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2008, s.67-68.

* Varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracı olarak CDO'lar en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO, krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirir ve yatırımcılara sunar. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlar. CDO dayanak varlığın çeşidine göre isimlendirilebilir. Mortgage kredisine dayandırılan CDO'lara CMO (Collateralized Mortgage Obligations) denilir, daha önceki bölümlerde ayrıntılarıyla anlatılmıştır. Bknz. s.90.

Büyük bankalar riskli müşterilerine borç vermeyi durdurmuş, likidite krizi oluşmuş ve merkez bankaları piyasaya para enjekte etmeye başlamıştır³⁶¹.

2000 yılı öncesinde birkaç milyar doları geçmeyen global CDO hacmi 2004 yılında 157 milyar \$'a, 2006 yılı sonunda ise 549 milyar \$'a kadar çıktı. Finansal mühendislik sınırları iyice zorluyordu. Nakit CDO'ların yanında CDO'ların üzerine yazılmış CDO'lar (CDO²'ler CDO³'ler) ve nakit teminatı olmayan sebtetik CDO'lar yaratıldı. Sentetikler, nakit CDO'lar gibi tahvil veya kredi içermek yerine Credit Default Swap (CDS)** denen ve bu tahvil ve kredilerin batma riskine karşı sigorta imkanı sunan enstrümanlardan oluşuyor ve yatırımcısına yine aynı nakit CDO mantığı ile farklı risk gruplarında sigortaların primlerini dağıtıyordu³⁶².

Mortgage piyasasında yaşanan kriz sonrasında CDO ihraçları, 2005 yılında toplam ihracın %65'i iken 2008 Ocak ayında %40,4 oranına gerilemiştir³⁶³.

Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar: Birçok yatırımcı kredi derecelendirme kuruluşlarının bu yeni karmaşık ürünler hakkında değerlendirmelerine bakarak karar vermiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları bu menkul değerlerin derecelendirmelerinde ciddi hatalar yapmıştır. Söz konusu menkul kıymetleri alanlar hakkında ipotekli konut kredisi tahsis eden kuruluşlarının yaptıkları değerlendirmeleri yeterli varsayarak kendileri gerekli incelemeleri yapmamışlardır. Teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin (Collateralised debt obligations (CDOs)) büyük dilimlerinin geçmişte ödenmeme oranının düşük olması göz önüne alınarak yüksek derece verilmiştir. Bu derecelendirmeler yapılırken yüksek riskli ipotekli konut kredileri menkul kıymetleştirmelerde daha az kullanılmakta olup, bu kredilere erişim imkanı kısıtlı olmuştur. Bir başka deyişle kredi derecelendirme kuruluşları konut fiyatlarının

³⁶¹ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.54.

** Taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. Bu açıdan bakıldığında sigorta poliçesi olarak değerlendirilmek mümkündür. Burada sigorta edilen dayanak varlığın temerrüdüdür.

³⁶² Özel, s.39.

³⁶³ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.55.

asla düşmeyeceğini varsaymışlar ve ALT-A ve yüksek riskli ipotek kredilerinin kalitelerindeki düşmeleri görememişlerdir³⁶⁴.

Kredi derecelendirme kuruluşları ard arda mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir³⁶⁵. Özellikle, kredi derecelendirme kuruluşlarının karmaşık yapılı Subprime kredilerine verdikleri yüksek derecelerin yetersiz tarihsel veriye dayanması ve derecelendirmede kullanılan bazı modellerin iyi işlememesi neticesinde, yatırımcıların daha çok menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin derecelerine olmak üzere; tüm finansal hizmet ve ürün derecelerine olan güveni azalmıştır. Bu da finansal dalgalanmanın şiddetinin artmasına neden olmuştur³⁶⁶.

Denetim Dışı Kalan Mortgage Broker'ları: Konut sektörüne yeni ve kredibilitesi düşük yatırımcıların yanı sıra, denetim dışı mortgage broker'ları gibi yeni oyuncuların da katılması sorunların büyümesine neden oldu. Broker'ları motive eden unsur aldıkları komisyonudur. Bu motivasyonla, mortgage kredisi verirken yeterince titiz davranmadılar. Borçlananları yüksek maliyetli ve kendi ödeme güçlerine uygun olmayan borçlara yönlendirdiler. Aynı zamanda evin gerçek değerini belirleyecek düzenli keşifler, expertizler yapılmadı. Verdikleri borçları kendilerinde tutmayıp sattıkları için mortgage kredisi vermiş oldukları kişilerle uzun süreli bir ilişkileri de olmadı. Ancak, 2006 yılının sonlarına doğru broker'lar bütün mortgage kaynaklarının %80'i için hesap vermek durumunda kaldılar³⁶⁷.

Saydamlık Eksikliği ve Asimetrik Bilgi: Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD'de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç

³⁶⁴ Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", *Bankacılar Dergisi*, 2009, Sayı. 68, ss. 85-101, <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/68.pdf> (10 Mart 2010), s. 87-88.

³⁶⁵ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.57.

³⁶⁶ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.91.

³⁶⁷ Nurgül Chambers, "Kredi Daralması (Credit Crunch)", 30 Mart 2008, http://www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers/view/4836/kred_daralması_credit_crunch (25 Ağustos 2008), s.2.

oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve girift ilişkilere sahiptir. Örneğin faiz haddi türev piyasaları forward swap işlemlerinden dalgalı swape kadar bir çok finansal araç sunmaktadır. Finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılmasında önemli bir zorluk söz konusudur. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün değildir. Hele de özellikle anlaşılacak istendiğinde ciddi bir saydamlık sorunu ile karşılaşmaktadır. Saydamlıktaki bir diğer eksiklik “asimetrik bilgi” diye adlandırılan olgudur³⁶⁸. 2008 küresel krizinin altına yatan nedenlerden biri de asimetrik bilgidir. Türev ürünlerin tam olarak neyi içerdiğini bilmeyen ve balonlara dayalı bir saadet zinciri yarattığını algılamayan pek çok kişi ve kurum daha fazla getiri elde etmek için bu ürünleri almaya yöneldi. Bu ürünlere yönelik talep artışı da ürünlerin miktarının artmasına ve balonun giderek büyümesine yol açtı³⁶⁹.

Deregülasyon ve Düzenleyici Denetleyici Kuruluşlar : 2008 krizinin nedenlerinden biri de deregülasyon çılgınlığıdır. Kuralların gevşetilmesi piyasa mekanizmasının daha rasyonel çalışmasına değil bir saadet zinciri yaratılmasına yol açmış ve maliyeti yüksek olmuştur³⁷⁰. Ayrıca, düzenleyici denetleyici kuruluşların özellikle de FED’ in değişen risk ortamına karşı önlem almakta geciktiği de söylenebilir. FED başkanı Mayıs 2007 de yaptığı bir açıklamada konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklemediklerini dile getirmişti³⁷¹.

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

³⁶⁸ Doğan Alantar, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf (2 Nisan 2010), s.3.

³⁶⁹ Eğilmez, s.96.

³⁷⁰ Eğilmez, s.120.

³⁷¹ Alantar, s.4.

Sistemin temelinde sorunlar olmasına rağmen bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraçlarının devam etmesi menkul kıymet ihraç standartlarının kalitesini düşürmüştür³⁷².

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

3.5.4 Kriz Karşısında ABD'de Alınan Önlemler

Dalgalanmanın başında, FED'in para politikası kararları ile tedbirler almaya çalışan ABD, bu önlemlerin yetersiz kalması, piyasalarda tedirginliğin devam etmesi, durgunluk ihtimalinin ortaya çıkması sebebiyle maliye politikası uygulamaları, yeniden yapılanma çalışmaları ve çeşitli düzenlemelerle dalgalanmanın negatif etkilerini ortadan kaldırmaya çalışmıştır³⁷³.

FED, krizin likidite krizine dönüşmesiyle birlikte öncelikli olarak faiz oranları üzerinden önlem almaya çalışmıştır ve 17 Ağustos 2007'de para politikasında 3. kez değişikliğe giderek %6.25 olan iskonto faiz oranını* %5.75'e düşürmüştür. Daha sonra 30 Nisan 2008'e kadar kademeli olarak bu oranı düşürerek %2.25 seviyesine sonrasında %0.50 seviyesine kadar indirilmiştir. Ayrıca FED, %5.25 olan gösterge faiz

³⁷² BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.7.

³⁷³ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.72.

* İskonto faiz oranı; merkez bankalarının, bankalara doğrudan verdikleri krediler için uyguladıkları faiz oranıdır.

oranlarında* da indirime giderek gösterge faiz oranlarını 30 Nisan 2008'e kadar %2 seviyesine 29 Ekim 2008'e kadar %1 seviyesine, 16 Aralık 2008 itibariyle de %0-0.25 aralığına kadar indirmiştir.

Bu süreçte ABD Merkez Bankası Ağustos 2007'de başlayan finansal dalgalanmaların etkilerini en aza indirmek ve finansal istikrarı sağlamak için bir dizi likidite arttırıcı işlem yapmıştır. Açık piyasa işlemleri, vadeli ihale kolaylığı, vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı ve piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı gibi spesifik piyasa araçları ile piyasaya likidite sunmuştur. Piyasaya likidite desteği sağlayan bu önlemlerin ortak özelliği borç geri ödemelerini kolaylaştırmak ve bu yolla piyasalarda oluşan likidite sıkışıklığını ortadan kaldırmaktır³⁷⁴. FED nakit ve menkul kıymet şeklinde büyük tutarlarda borç vererek, piyasaya yeniden bir düzen kazandırmak istemiştir. Mart 2008 sonu itibariyle yaklaşık 1 trilyon dolarlık bilançosunun yarısından fazlasını yeni geliştirmiş olduğu programlar teşkil etmektedir. Yapılan işlemler arasında³⁷⁵:

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

FED'in aldığı önlemlerin yetersiz kalması, durgunluğa girme beklentilerinin artması üzerine ABD hükümeti, ekonomiyi yeniden canlandırmak, durgunluk bekleyişlerinin önüne geçmek amacıyla genişletici maliye politikası tedbirleri de almaya başlamıştır.

* Gösterge faiz oranı; mevduat kuruluşlarının, merkez bankası üzerinden diğer mevduat kuruluşlarına gecelik borç verme oranıdır.

³⁷⁴ Hayal A. Şimşek ve Asuman Altay, "Küresel Kriz Ortamında Türkiye'de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi", Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, Şubat 2009, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_528.pdf (12 Nisan 2010), s.7.

³⁷⁵ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.77-78.

Tüketiciler için yapılan indirimde yıllık brüt geliri 75000 doların altında olan bireyler ile 150000 doların altında olan evli çiftler esas alınmıştır. Bu kesimlere yüzde 10 oranında vergi indirimi uygulanmıştır. Bireyler gelirlerinin ilk 6000 doları ve evli çiftler gelirlerinin ilk 12000 doları için yüzde 10 vergi indiriminden yararlanmıştır (600 dolar ve 1200 dolarlık vergi indirimleri söz konusu olmuştur). Diğer yandan vergi indirimi kapsamına giren evli çiftlere her çocuk başına 300 dolarlık vergi indirimi uygulanmıştır. Yatırımcılar için ise temel amaç yeni yatırım imkanları oluşturmak ve işsizliği azaltmak olarak belirlenmiş ve bu amaçla yıl içinde alınan ekipmanın yüzde 50'si vergi indirimine tabi tutulmuştur³⁷⁶.

ABD'de seçim sonrasında yeni hükümetin kriz ile mücadelede 2009 itibarıyla uygulamayı planladığı maliye politikaları da bu genişletici önlemlerin devamı niteliğindedir. Nitekim vergi politikasına ilişkin olarak yatırımlardan sağlanan kazançların gelir vergisi statüsünde değerlendirilmesi ve bu yolla vergi gelirlerinde yüzde 15'in üzerinde artış sağlanmasının planlanması, yıllık brüt geliri 200000 doların üzerinde olan bireyler ve 250000 doların üzerinde olan evli çiftler için gelir vergisinin üst limitinin yükseltilmesi, yıllık brüt geliri 250000 doların altında olan evli çiftler için 1000 dolarlık vergi indirimi getirilmesi, düşük ve orta gelirli için yeni vergi muafiyetleri sağlanması, yıllık brüt geliri 75000 doların altında olan evli çiftlerin emeklilik fonlarına devlet tarafından katkı yapılması, yeni çalışan istihdam eden her şirkete 2009-10 döneminde 3000 dolarlık vergi avantajı sağlanması ve işsizlik sigortası üzerindeki vergilerin tamamen kaldırılması öngörülmektedir. Diğer maliye politikalarına ilişkin olarak ise emeklilik hesabında biriken paranın her yıl emekli maaşı olarak ödenmesi için belirlenen 70 yaş sınırının geçici olarak kaldırılması, federal hükümetin eyalet ve belediyelere mortgage krizinden doğan bütçe açıklarını kapatabilmesi için kaynak sağlaması ve çok yüksek riskli fonlardan zarar görenlere 10 milyar dolarlık destek fonu oluşturulması planlanmaktadır³⁷⁷.

³⁷⁶ Hayal A. Şimşek ve Asuman Altay, "Küresel Kriz Ortamında Türkiye'de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi", Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, Şubat 2009, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_528.pdf (12 Nisan 2010), s.8.

³⁷⁷ Şimşek ve Altay, s.8.

ABD Hükümeti, ortaya çıkan dalgalanma karşısında Amerikalı ailelerin evlerini kaybetmemeleri ve konut edindirme projesine olan güvenin zarar görmemesi için de bir takım önlemler almıştır. Ancak, alınan önlemler dalgalanma karşısında yeterli olmamış ve 2007 yılının ikinci yarısında icra yoluyla satışların artmasıyla ekonominin olumsuz etkilenmesi üzerine hükümet tarafından aşağıda belirtilen üç alanda yeni önlemler alınmıştır³⁷⁸:

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

ABD hükümeti, finansal kriz nedeniyle aşağıdaki kalemlere kaynak ayırmak zorunda kalmıştır³⁷⁹:

850 milyar dolar: Bankalar ile finans kurumlarının elindeki batık varlıkları satın almak için 700 milyar dolarlık bir kaynak ayırmıştır. Ayrıca, maliyeti çeşitli sektörlerle ve vatandaşa 150 milyar dolarlık vergi indirimi ve kolaylıkları getirilmiştir.

300 milyar dolar: Emlak sektörünü bulunduğu durumdan kurtarmak amacıyla çıkartılan bir yasa ile batık mortgage kredilerinin devlet garantisiyle yeniden yapılandırılması için Federal İskân Dairesi'ne 300 milyar dolarlık bir kaynak ayırmıştır.

³⁷⁸ BDDK, *ABD Mortgage Krizi*, s.17-18.

* HopeNow, özellikle iyi bir kredi geçmişine sahip olan, şimdiye kadar ödemelerini düzenli yapan fakat değişken faiz oranlı kredilerin faizlerinin güncellenmesiyle evini kaybetme ihtimali olan ev sahiplerine yönelik bir anlaşmadır.

** FHASecure kapsamında değişken faiz oranlı kredilerin sabit oranlı kredilere dönüşmesi için kişilere garanti verilmeye başlanmış, böylece ev sahiplerinin sabit oranlı olmak şartıyla yeniden kredi alarak (refinance) değişken faiz oranlı kredilerini daha rahat finanse edebileceği düşünülmüştür.

³⁷⁹ Ahmet Naci Arıkan, s.34-35.

200 milyar dolar: ABD'nin iki dev mortgage kurumu Fannie Mae ve Freddie Mac devletleştirilmiştir. Her bir kuruma 100 milyar dolarlık bir kaynak ayrılmıştır. Bu müdahalenin faturası 200 milyar doları bulmuştur.

200 milyar dolar: ABD Merkez Bankası FED, nakit sıkıntısı çeken bankaları rahatlatmak amacıyla 200 milyar dolarlık bir borçlanma fonu oluşturmuştur. Daha önce 28 gün olan vade süresi de 84 güne uzatılmıştır.

144 milyar dolar: ABD Hazine Bakanlığı, Fannie Mae ve Freddie Mac'i devletleştirmeden önce bu kurumların elindeki sorunlu mortgage kredilerinin bir bölümünü 144 milyar dolara almıştır.

87 milyar dolar: Yatırım bankası JP Morgan Chase için batan Lehman Brothers'daki fonlarından kaynaklanacak zararı en aza indirmek amacıyla 87 milyar dolarlık bir geri ödeme paketi sunulmuştur.

85 milyar dolar: Zor durumdaki American International Group'un (AIG) yüzde 79,9 oranındaki hissesi 85 milyar dolara devletleştirilmiştir.

50 milyar dolar: Para piyasalarına güven aşılama amacıyla Döviz Dengesi Fonu'na 50 milyar dolarlık bir kaynak ayrılmıştır.

43 milyar dolar: Mortgage krizi nedeniyle bankalar ve finans şirketleri ile zor durumdaki kredi borçlularına ABD Hazinesi tarafından 29 milyar, 10 milyar ve 4 milyar olmak üzere toplamda 43 milyar dolarlık destek sağlanmıştır.

787 milyar dolar: Bush'un yerine geçen Obama 825 milyar dolarlık ekonomik kalkınma paketi önerisinde bulunmuştur. Bu 825 milyar dolarlık paketin üçte ikisine karşılık gelen 550 milyar dolarlık bölümü alternatif enerjilere, yeni yol ve okul yapımına ve altyapı çalışmalarına ayrılacaktır. Kalan 275 milyar dolarlık kısım ise bireylere ve şirketlere uygulanacak vergi indirimlerinde kullanılacaktır³⁸⁰. Bu paket revize edilerek kabul edilmiş ve 787 milyar dolarlık kaynak ayrılmıştır.

³⁸⁰ *Demokratlar, Obama'nın Yeni Ekonomik Kalkınma Planını Açıkladı*, 19 Ocak 2009, <http://www.nethaber.com> (15 Nisan 2010).

3.5.5 Krizin Sonuçları ve Etkileri

ABD'deki konut kredilerinin geri ödenememesiyle başlayan sorunlar; beraberinde varlık fiyatlarındaki şişkinliğin patlamasına ve bunların teminatıyla uluslararası piyasalara sürülen türev ürünlerdeki ciddi bozulmaları açığa çıkardı³⁸¹. Konut fiyatlarındaki yükselişler küresel finansal krizin nedenlerinden birisi iken konut fiyatlarının düşmesi bu krizin sonuçları arasında yer almaktadır. Konut kredilerinin bir kısmının geri dönmemesi sonucu konut piyasası yukarıda belirttiğimiz kısır döngüye girmiş ve ABD’de 2007 yılının başından itibaren konut fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmıştır³⁸².

Mortgage krizi ile bağlantılı kredi krizi, mortgage kuruluşlarının ve bankaların hisse değerlerinin erimesine, bazı kuruluşların el değiştirmesine ve iflasına neden olmuştur³⁸³. Bu süreçte yatırım bankacılığı sektöründe Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch; bankacılık sektöründe Citigroup, IndyMac, Washington Mutual, Northern Rock, Hypo Real Estate Bank, Dexia, Fortis, UBS ve Creditte Suisse gibi bankalarda, sigortacılık sektöründe AIG ve ipotek aracılığı sektöründe ise Fannie Mae ve Freddie Mac de yaşanan başarısızlıklar finansal krizi derinleştirmiştir³⁸⁴.

Kredi krizi öncesinde ABD’de beş büyük yatırım bankası bulunuyordu. Yatırım bankaları, uzun vadeli kaynak transferi yapma görevini üstlenmiş kurumlar niteliğini taşıyor. Bu bankaların mevduat toplama yetkisi bulunmuyor. Bear Stearns’ün Mart’ta JP Morgan’a satılmasının ardından, Bank of America Merrill Lynch’i satın aldı. Alıcı bulamayan Lehman Brothers iflasını açıkladı. Son olarak Fed, ABD’nin en büyük iki yatırım bankası Goldman Sachs ve Morgan Stanley’yi desteklemek için her iki

³⁸¹ Ahmet Yetim, “Küresel Krizin Anatomisi ve Türkiye’ye Etkileri”, *AR&GE Bülten*, Ekim 2008, <http://www.izto.org.tr> (8 Nisan 2010), 5.

³⁸² Doğan Alantar, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, [http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan Alantar Küresel Finansal Kriz Nedenleri Sonuclari MFY81.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan%20Alantar%20Kuresel%20Finansal%20Kriz%20Nedenleri%20Sonuclari%20MFY81.pdf) (2 Nisan 2010), s.5.

³⁸³ Ahmet Naci Arıkan, s.43.

³⁸⁴ Yener Coşkun, “Küresel Kriz Sürecinde Yatırım Bankaları ile Diğer Finansal Aracılarda Yaşanan Finansal Başarısızlıklar ve Kamusal Müdahaleler”, *Bankacılar Dergisi*, Aralık 2009, Sayı.71, ss.23-47, <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/sayi71.pdf> (12 Nisan 2010), s.23.

bankanın da statüsünü değiştirdi. Tüm bu gelişmeler Wall Street'teki yatırım bankacılığı modelinin sonu olmuştur³⁸⁵.

Bireysel mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler piyasasında ABD'nin lider olması, 2007 yılı itibari ile konuta dayalı menkul kıymetlerin yüzde 89.2'sinin bu ülkeden ihraç edilmesi ve bu sistem içinde yer alan yeni finansal kurumların (monoline ve hedge fonlar gibi) karmaşık kredi türev ürünlerini kullanmaları, bu ülkede başlayan finansal bir sorunun global finansal piyasalar üzerinde domino etkisi yapmasına neden olmuştur. Küreselleşmiş finansal piyasalar arasındaki sıkı bağlantılar nedeni ile ABD mortgage piyasalarında başlayan ve daha sonra likidite krizine dönüşen bu problem ABD bankalarının borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarması sonucu başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılmıştır³⁸⁶.

Finans piyasalarına olan güvenin azalmasıyla birlikte piyasalardaki likidite azalmış ve kriz, bir güven krizine dönüşmüştür. En sonunda kriz reel sektöre sıçramıştır. Birçok ülke krize karşı önlem paketleri hazırlamaya başlamış, ama istenilen sonuç tam anlamıyla alınamamıştır. ABD'de başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan kriz için alınan bireysel önlemler piyasanın ateşini söndürmeye yetmemiştir. Bunun sonucu olarak, birçok gelişmiş ülke toplu faiz indirimlerini uygulamaya sokmuştur. Şu an ABD başta olmak üzere, birçok gelişmiş ülke resesyona girmiş durumdadır. Küresel likiditenin azalmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkeler de krizden fazlasıyla nasibini almaktadır. Sonuç olarak; küresel bir resesyon dönemine girilmiştir³⁸⁷.

ABD'deki krizin, küresel krize dönüşmesi nedeniyle, sıcak para ve sermaye New York ve Londra gibi büyük merkezlere dönmekte, ulusal ekonomilerden sermaye çıkışları başlamakta ve bu ülkelerin borsa endeksleri düşmektedir. İçinde bulunduğumuz dönemde, uluslararası piyasalarda görülen ve geçtiğimiz yıllarda Türkiye'yi de olumlu etkilemiş olan likidite bolluğu sona ermiştir.

³⁸⁵ Bilge Afşar, "Küresel Krizin Nedenleri Neler? Kriz Nasıl Başladı, Nasıl Yayıldı?", 17 Kasım 2008, <http://www.kto.org.tr/tr/dergi/dergiyazioku.asp?yno=1446&ano=88> (10 mart 2010), s.2.

³⁸⁶ Nazan Susam ve Ufuk Bakkal, "Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?" *Maliye Dergisi*, Temmuz-Aralık 2008, Sayı.155, ss.72-88, http://portal1.sgb.gov.tr/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/155/05.Nazan.SUSAM_Ufuk.BAKKAL.pdf (6 Nisan 2010), s.74-75.

³⁸⁷ M. Burak Kahyaoglu, "Minsky Modeli Çerçevesinde Küresel Mortgage Krizi", *Politika Dergisi*, Ocak 2009, Sayı.11, ss.27-28, <http://www.politikadergisi.com/makale/minsky-modeli-cercevesinde-kuresel-mortgage-krizi> (09 Mart 2010), s.28.

Devletler, şirketler ve tüketiciler için aşırı borçlanma ciddi bir tehdide dönüşmüştür. Türkiye gibi dış ticaret açığı rekorları kıran, ürettiğinden daha çok tüketen ülkelerde ekonomik türbülans riski artmıştır. Ulusal ekonomilerde dış borç geri ödemelerinde aksamalar ve devalüasyon baskısı artmıştır. Devalüasyon, durgunluk ve enflasyon sarmalına dayalı kriz riski büyümektedir.

Kriz sırasında doğru bir “çıkış stratejisi” ile hareket edenler özellikle emtia piyasalarına yöneldi. Bu durum geçtiğimiz aylarda gıda ve hammadde fiyatlarının hızla artmasının ve gündemin “gıda krizi” ile meşgul olmasının temel nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir³⁸⁸.

Dünya genelinde azalan talep ve bozulan beklentilerin tüketim üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle ABD otomobil sektörü de olumsuz etkilenmiştir. Otomotiv endüstrisinin dev oyuncularını ABD kongresinden aldıkları krediler ile iflaslarını ertelemişlerdir³⁸⁹.

Dünya kapitalizmine yön veren başlıca ekonomi olan ABD ekonomisinde ortaya çıkan geniş ölçekli finansal başarısızlıklar ve kamu müdahalesine dayalı kurtarmalar ABD kapitalizminin niteliğinin sorgulanmasına da neden olmuştur³⁹⁰. Finansal krizin bir diğer sonucu özellikle gelişmiş ekonomilerde regülasyon taleplerinin artması olmuştur. Hedge fonlar gibi hafif şekilde regüle edilmiş riskli araçlardan geleneksel bankacılık operasyonlarına kadar tüm finans alanında yeni regülasyonlar beklenmektedir. Piyasanın tüm sorunlarını kendiliğinden çözeceği veya selfregülasyonlarla yetinilmesi tezi artık dillendirilmemektedir³⁹¹.

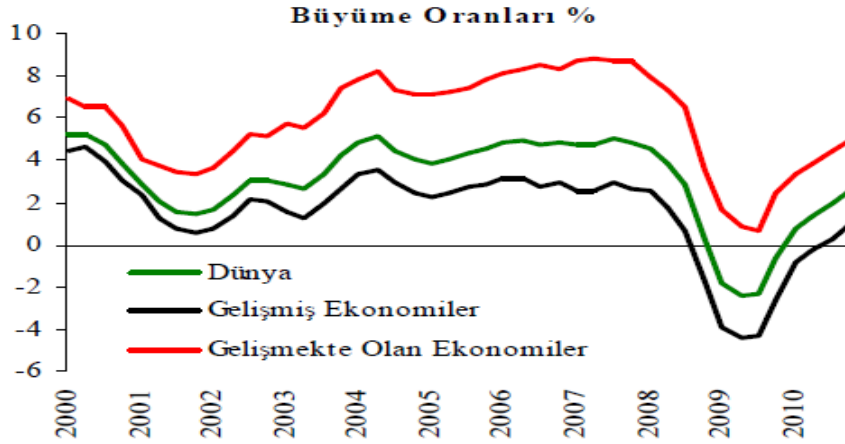
Finansal krizin reel ekonomiye yansımaları sebebiyle hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelere ekonomik büyüme yavaşlamıştır. Böylece üretim gerilemiş, istihdam ve dolayısıyla tüketimde daralma meydana gelmiştir.

³⁸⁸ “Mortgage Krizi ve Türk Ekonomisine Etkileri”, 01 Ağustos 2008, <http://www.sedefed.org/default.aspx?pid=57574&nid=49682> (10 Şubat 2010), s.3.

³⁸⁹ Ali Ünal ve Hüseyin Kaya, “Küresel Kriz ve Türkiye”, İstanbul: Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi, Şubat 2009, www.ekopolitik.org (10 Mart 2010), s.7.

³⁹⁰ Coşkun, s.23.

³⁹¹ Alantar, s.8.



Şekil 11.: Dünya Büyüme Oranları

Kaynak: Burak Saltoğlu, “Kredi Krizi Nedenleri ve Türkiye Ekonomisi”, **Boğaziçi Üniversitesi TBB Eğitimi**, İstanbul, 9 Kasım 2009, www.tbb.org.tr/Dosyalar/Konferans_Sunumlari/kredi_2009_kasim.ppt (15 Nisan 2009), s.63.

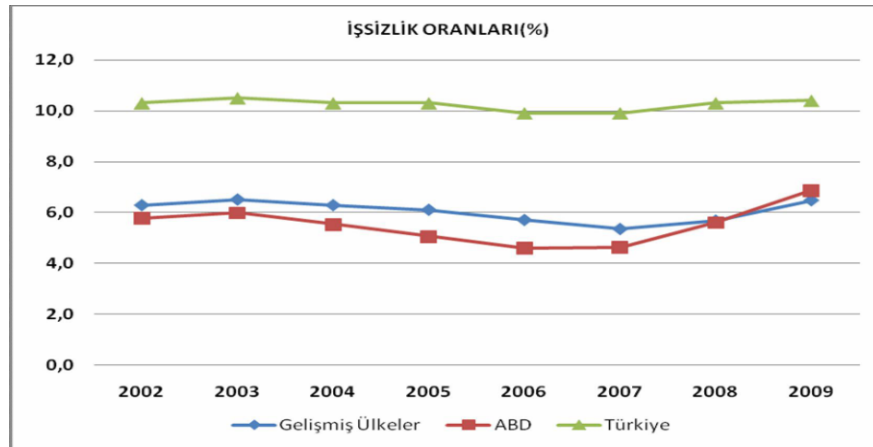
Dünya Bankasının verilerine göre ABD’de yıllık bazda 2007 yılı GSYİH büyüme oranı %2,0 iken bu oran 2008’de %0,4’e düşmüştür³⁹². 2009’da %-2,4 oranında negatif büyüyen ABD ekonomisinde resesyonun etkileri yoğun olarak hissedilmektedir. 2010 yılı için IMF’nin tahmini reel GSYİH büyüme oranları iyimserdir yüzde 5’lik bir artışla %3,1 olarak tahmin edilmiştir. Dünya geneline bakarsak; 2008 yılında %3 büyüyen dünya 2009’da %-0,6 olarak negatif büyümüştür. 2010 yılına ilişkin büyüme tahmini %4,2 ile iyimser olsa da içinde bulunduğumuz dönemde resesyonun etkileri hala sürmektedir³⁹³.

2007 ve 2008 yılında enflasyondaki yükselme sadece finansal krizden kaynaklanmamıştır. Bu dönem de petrol ve gıda fiyatlarındaki yükselmeler önemli miktarda enflasyonist etkiye yol açmıştır. Özellikle enerji talebi hızla artan gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları hızla yükselmiştir. 2009 yılında ise petrol fiyatlarındaki düşüş ve krizin etkisinin azalacağından hareketle enflasyonist eğilimlerde

³⁹² Gross Domestic Product (GDP) Growth (Annual %), (t.y.), <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> (20 Nisan 2010).

³⁹³ International Monetary Fund (IMF), “World Economic Outlook April 2010”, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf> (20 Nisan 2010), s.155.

düşüş gerçekleşmiştir³⁹⁴. 2009 ikinci çeyreği itibariyle deflasyonun ana belirtileri olan negatif enflasyon ve gelir düzeyinde düşüşler meydana gelmiştir. Gelirler düştükçe de reel borç yükü biraz daha artmıştır. Japonya'dan ABD'ye Çin'den Fransa'ya kadar her yerde çekirdek enflasyon ilk kez eksiye geçmiş durumdadır³⁹⁵. ABD'de 2009 Mart ayı itibariyle enflasyon negatif seviyelere düşmüş ve 2009 Ekim ayı itibariyle pozitif seviyelere çıkarak yükselişe geçmiştir. Şubat 2010'da da %2.14 olarak gerçekleşmiştir³⁹⁶. 2010 yılında enflasyonun gelişmiş ülkeler için bir tehdit oluşturması beklenmiyor. İşsizliğin yüksekliği ve atıl kapasitenin fazlalığının maliyetlerdeki olası artışların enflasyon üzerindeki etkisini sınırlayacağı tahmin ediliyor. Emtia ve gıda fiyatlarındaki artış nedeniyle bazı ülkelerde manşet enflasyon merkez bankalarının hedeflerinin üzerine çıkabilir. Buna karşın çekirdek enflasyonun düşük kalmaya devam etmesi bekleniyor³⁹⁷.



Şekil 12.: ABD İşsizlik Oranları

Kaynak: Alantar, s.7.

Küresel kriz işsizlik oranlarını da ciddi bir şekilde etkilemiştir. ABD'de 2007 yılı son çeyreği itibariyle işsizlik oranlarında artış meydana gelmiştir. 2009 Ekim ayı itibariyle çift haneli (%10.1) işsizlik rakamlarına ulaşılmıştır. 2010 Ocak ayında düşüş göstererek %9.7 olarak gerçekleşen bu oran 2010 Şubat ve Mart aylarında sabit

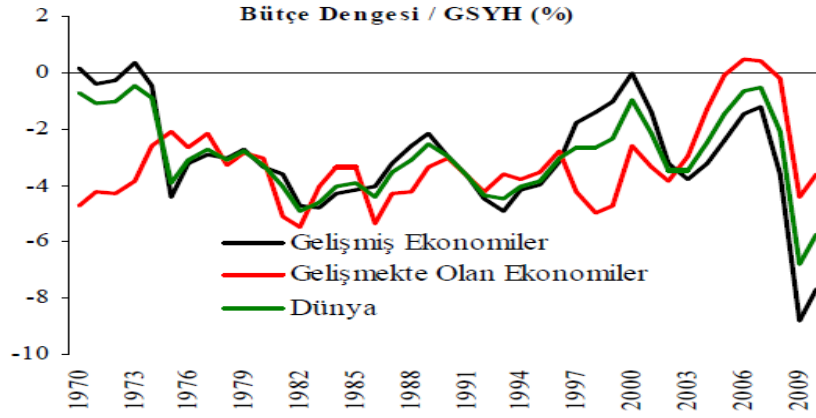
³⁹⁴ Alantar, s.7.

³⁹⁵ *Borç ve Deflasyon Yükü*, 9 Eylül 2009, <http://tcdcompany.com/Deflasyon%20Riski.pdf> (20 Nisan 2010).

³⁹⁶ *Historical US Inflation Rate 1914- Present*, (t.y), <http://www.inflationdata.com> (1 Nisan 2010).

³⁹⁷ Serhat Gürleyen, "2010 Yılı İçin Öngörüler ve Öneriler", 01 Şubat 2010, <http://www.dunyagazetesi.com.tr/2010-yili-icin-ongoruler-ve-oneriler-serhat-gurleyen> 43 76667 yazar.html (20 Nisan 2010).

kalmıştır³⁹⁸. Amerika'daki işsizlik düzeyinin bu yıl yüzde 9.5 ile 9.7 arasında seyretmesi; gelecek yıl ise yüzde 8.2 ile 8.5'e düşmesi bekleniyor³⁹⁹.



Şekil 13.: Dünya Bütçe Dengesi

Kaynak: Saltoğlu, s.67.

Dünya genelinde bütçe dengeleri de finansal kriz sonrasında gevşek maliye politikalarıyla çok daha fazla açık vermeye başlamışlardır. ABD'de federal bütçe açığı 2009'da 1.4 trilyon dolar olarak gerçekleşmiş ve GSYH'nin yüzde 9,9'una fırlamış, 2010'da bunu da aşacağı ve yüzde 10,6'ya ulaşacağı tahmin edilmektedir⁴⁰⁰.

Krizin dünya ekonomilerine en derin ve yaralayıcı etkisi durgunluk, işsizlik artışı ve bütçe açıklarının giderek artması yolunda olmuştur⁴⁰¹.

Küresel krizin sonuçlarından biri de ülkelerin borç stoklarının giderek artmasıdır. Aralık 2009 itibariyle ABD, 13 trilyon 454 milyar dolar ile dünyanın en

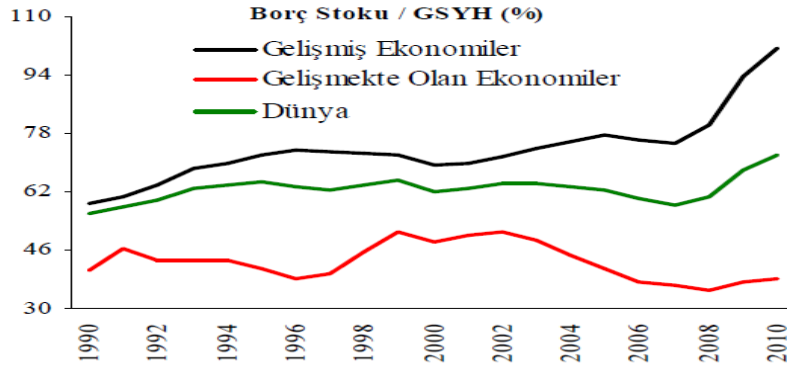
³⁹⁸ United States Department of Labor (U.S. Department of Labor), (t.y.), <http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet> (14 Nisan 2010).

³⁹⁹ ABD Ekonomisi Yüzde 5.9 Büyüdü: Resesyondan Çıkış Sinyali Verdi, 02 Mart 2010, <http://www.nethaber.com/Ekonomi/135659/ABD-ekonomisi-YUZDE-59-buyudu-resesyondan-CIKIS> (25 Mart 2010).

⁴⁰⁰ Hasan Ersel, "En Zenginlerden ABD'nin Zor Durumu", 24 Mart 2010, http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=138132&YZR_KOD=5 (20 Nisan 2010).

⁴⁰¹ Orkun Özbek, "Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği", *AR&GE Bülten*, Aralık 2009, ss.3-6. <http://www.izto.org.tr> (20 Nisan 2010), s.2.

borçlu ülkesi olmuştur. ABD'yi, 9,1 trilyon dolarla İngiltere, 5,2 trilyon dolarla Almanya ve 5 trilyon dolarla Fransa takip etmektedir⁴⁰².



Şekil 14.: Dünya Borç Stokları

Kaynak: Saltoğlu, s.68.

ABD’de cari işlemler açığı da rekor seviyelerdedir. 2008 yılında cari işlemler açığı GSYİH’sının %4,9’u kadar, 2009 yılında ise GSYİH’nın %2,9’u kadar gerçekleşmiştir. 2010 yılında ise cari işlemler açığının GSYİH’nın %3,3’ü kadar olacağı öngörülmektedir⁴⁰³. ABD’nin dış ticaret açığı 2008 yılında 696 milyar\$ iken 2009 yılında 379 milyar\$ olarak gerçekleşmiş ve böylece 8 yılın en az dış açığı verilmiştir. 2009’un Aralık ayında 39,902 milyar\$ dış açık verilirken 12 ayın en yüksek açığı verilmiş olup 2010’un Ocak ayında 36,952 milyar\$, Şubat ayında ise 39,704 milyar\$ dış ticaret açığı verilmiştir⁴⁰⁴. Yıl genelinde dış ticaret açığının azalmasında ABD tüketiminin azalması ile resesyonun ithalatı vurması etkili olmuştur. Ocak ayına göre Şubat 2010’da tüketici harcamalarındaki %0.3’lük artış⁴⁰⁵ dış ticaret açığında kendisini az da olsa göstermiştir.

⁴⁰² *Ekonomide 2009 Nasıl Geçti?*, 1 Ocak 2010, <http://www.denizhaber.com/HABER/20587/28/ekonomik-kriz-borsa-avro-imf-dolar-tl-ekonomi-turkiye.html> (14 Nisan 2010).

⁴⁰³ International Monetary Fund (IMF), “World Economic Outlook April 2010”, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf> (20 Nisan 2010), s.173.

⁴⁰⁴ U.S. International Trade in Goods and Services, (t.y.), http://www.census.gov/foreign-trade/Press-Release/current_press_release/exh1.pdf (21 Nisan 2010).

⁴⁰⁵ *ABD’de Tüketici Harcamaları Arttı*, 29 Mart 2010, <http://www.ekotrent.com/haber/20100329/ABDde-tuketici-harcamaları-arttı.php> (14 Nisan 2010).

4. AMERİKAN MORTGAGE KRİZİNİN TÜRKİYE'YE YANSIMASI

4.1 TÜRK – AMERİKAN EKONOMİK VE TİCARİ İLİŞKİLERİNE

GENEL BAKIŞ

Başlangıcı 18. yüzyılın sonlarından itibaren Akdeniz'deki Türk limanlarında sürdürülen sınırlı deniz ticaretine dayanan, ancak 20. yüzyılda ilişkilerin daha ziyade siyasi ve askeri/savunma temelinde gelişmesi nedeniyle, iki ülke arasındaki potansiyeli yansıtmaktan uzak kalan Türkiye-ABD ekonomik ve ticari ilişkileri, özellikle Soğuk Savaş döneminin sona ermesi ile ivme kazanmaya başlamıştır⁴⁰⁶.

Uzun yıllar siyasi ve askeri ağırlıklı olarak gelişen Türk-ABD ilişkilerinde, ekonomik boyut 1990'lı yıllarda önem kazanmaya başlamıştır. ABD yönetiminin Türkiye'ye bakış açısı SSCB'nin dağılmasını takiben değişmeye ve ilişkilerde ekonomik boyut ön plana çıkmaya başlamış ve ilişkiler “zenginleştirilmiş ortaklık” (enhanced partnership) kavramı çerçevesinde ele alınmaya başlanmıştır. 1995 yılında ABD yönetimi Türkiye'yi gelişen 10 büyük Pazar arasında ilan etmiştir. ABD yönetiminin bu kararı Amerikan özel sektörünü Türkiye'ye yöneltmede önemli bir teşvik unsuru olmuştur⁴⁰⁷. Amerikan özel sektörünün Türkiye'ye yönelmesi ile hareketlenen ticari ve sınai ilişkilerde bugüne gelindiğinde dış ticaret hacminde, ABD'nin Türkiye'deki doğrudan yatırımlarında ve Türkiye'yi ziyaret eden Amerikalı turist sayısında önemli artış kaydedildiği görülmüştür⁴⁰⁸.

Buna rağmen ticari ve sınai ilişkilerimizde beklenen gelişme sağlanamamıştır. ABD yönetiminin olumlu tavrına karşın gerek çeşitli lobilerin etkisinde olan Kongre'nin Türkiye aleyhtarı tutumları gerek ise ülkemizin ABD'deki imajı ve

⁴⁰⁶ Türkiye Cumhuriyeti Dış İşleri Bakanlığı, “Türkiye – Amerika Birleşik Devletleri Ekonomik İlişkileri”, <http://www.mfa.gov.tr/turkiye-amerika-birlesik-devletleri-ekonomik-iliskileri.tr.mfa> (29 Nisan 2010), s.1.

⁴⁰⁷ DEİK / Türk - Amerikan İş Konseyi (TAİK), “ABD Ekonomisi ve Türk - Amerikan Ekonomik İlişkileri”, Kasım 2004, <http://www.adana-to.org.tr/TR/UlkeRaporlari/Raporlar/US.pdf> (29 Nisan 2010), s.4.

⁴⁰⁸ Türk - Amerikan İş Konseyi (TAİK), “Türkiye – ABD Ticari ve Ekonomik İlişkileri ve Güncel Konular”, Eylül 2006, <http://www.taik.org/Default.aspx?mID=46&pgID=74&langid=2> (22 Nisan 2010), s.1.

Türkiye’de fikri mülkiyet hakları ve uluslararası tahkim yasası gibi konular ve bunlara ilişkin beklentiler ekonomik işbirliğinin sınırlı kalmasına yol açmıştır⁴⁰⁹.

Türkiye ile ABD arasındaki ekonomik ve ticari ilişkilerin geliştirilmesine yönelik olarak gerçekleştirilen yasal ve kurumsal düzenlemeler aşağıdaki gibidir⁴¹⁰:

- Ticaret ve Seyrüsefain Muahedenamesi (1 Ekim 1929)
- Ticaret Anlaşması (1 Nisan 1939 – yürürlükten kaldırılmıştır.)
- Vergi Muafiyetleri Anlaşması (30 Haziran 1954)
- Savunma ve Ekonomik İşbirliği Anlaşması - SEİA (29 Mart 1980)
- Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşması (3 Aralık 1985)
- Bilimsel ve Teknik İşbirliği Anlaşması (14 Haziran 1994)
- Tarımsal İşbirliği Mutabakat Zaptı (18 Ocak 1995)
- Çifte Vergilendirmenin Önlenmesi Anlaşması (26 Mart 1996)
- Türkiye- ABD Ortak Ekonomik Komisyonu’na İlişkin Ortak Bildiri (27 Aralık 1996)
- Türkiye ile ABD Arasında Gümrük İdareleri Karşılıklı Yardımlaşma Anlaşması (28 Mart 1996 tarihinde imzalanmış, 15 Ekim 2002’de yürürlüğe girmiştir.)
- İş İmkanlarını Geliştirme Konseyinin Kurulmasına İlişkin Mutabakat Zaptı (15 Kasım 1996)
- Ticari İstisare Mekanizması Kurulmasına İlişkin Mutabakat Zaptı (20 Ocak 1998)
- Ticaret ve Yatırım İlişkilerinin Geliştirilmesine İlişkin Anlaşma (29 Eylül 1999)
- Türkiye ile ABD Arasında İkili İstihdam Düzenlemesi (23 Kasım 1999)
- Türkiye ile ABD Açık Semalar Hava Ulaştırması Anlaşması (24 Mart 2000)

⁴⁰⁹ DEİK / Türk - Amerikan İş Konseyi (TAİK), “ABD Ekonomisi ve Türk - Amerikan Ekonomik İlişkileri”, Kasım 2004, <http://www.adana-to.org.tr/TR/UlkeRaporlari/Raporlar/US.pdf> (29 nisan 2010), s.4.

⁴¹⁰ Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD), **Türk Amerikan Ekonomik ve Ticari İlişkilerin Analizi ve Geleceğe Yönelik Öneriler**, Yayın no: TÜSİAD – T/2002 – 12/347, İstanbul: Aralık 2002, s.88-89; Türkiye Cumhuriyeti Dış İşleri Bakanlığı, “Türkiye – Amerika Birleşik Devletleri Ekonomik İlişkileri”, <http://www.mfa.gov.tr/turkiye-amerika-birlesik-devletleri-ekonomik-iliskileri.tr.mfa> (29 nisan 2010), s.4.

- 1. Dönem Ticaret ve Yatırım Konseyi Ortaklık Bildirisi
- 2. Dönem Ticaret ve Yatırım Konseyi Ortaklık Bildirisi (12 Temmuz 2001)
- 1. Dönem Ekonomik Ortaklık Konseyi Toplantısı (26-27 Şubat 2002)
- 3. Dönem Ticaret ve Yatırım Konseyi Toplantısı (25 Nisan 2002)
- 2. Dönem Ekonomik Ortaklık Konseyi Toplantısı (1-2 Aralık 2003)
- 4. Dönem Ticaret ve Yatırım Konseyi Toplantısı (24 Ocak 2006)

Tablo 5

2000 Yılı İtibariyle İkili Ticaretin Durumu

	İhracat (milyon \$)	Genel İhracatımız İçindeki Pay (%)	A.B.D.'nin İthalatı İçindeki Pay (%)	İthalat (milyon \$)	Genel İthalatımız İçindeki Pay (%)	A.B.D.'nin İhracatı İçindeki Pay (%)	Hacim (milyon \$)	Denge (milyon \$)
2000	3.135	10,8	0,3	3.911	7,2	0,5	7.046	-77
2001	3.126	10,0	0,2	3.261	8,0	0,5	6.373	-133
2002	3.356	8,5	0,2	3.099	6,0	0,4	6.279	179
2003	3.751	7,8	0,2	3.496	5,0	0,4	7.246	256
2004	4.860	7,7	0,3	4.745	4,8	0,5	9.517	137
2005	4.911	6,7	0,3	5.376	5,1	0,6	10.193	-439
2006	5.061	5,9	0,3	6.261	4,3	0,6	11.322	-1.200
2007	4.171	3,9	0,2	8.166	4,8	0,7	12.337	-3.995
2008	4.290	3,3	0,2	11.971	5,9	0,9	16.261	-7.681

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Anlaşmalar Genel Müdürlüğü, "ABD Ülke Profili ve İkili İlişkiler Notu", Mart 2009, <http://www.dtm.gov.tr> (22 Nisan 2010), s.3.

Tablo 6

Türkiye'nin ABD'ye İhraç Ettiği Başlıca Mallar (Milyon Dolar)

		2006	2007	2008
1	Hazır Giyim ve Tekstil Ürünleri (dokuma, örme, ev tekstili, iplik, kumaş, halı, kilim, deri ürünleri)	1.332	1.151	883
2	Demir Çelik ve Ürünleri (uzun ve yassı ürünler, tüpler, borular, profiller)	925	322	785
3	Makinalar, Elektrikli ve Mekanik Aletler (kazan, makina ve cihazlar, ev aletleri, motor parçaları, pompalar, hırdavat ürünleri)	331	395	437
4	Petrol Yağları (ağır ve hafif), Petrol Gazları (etilen, propilen, benzen butan)	383	317	422
5	İşlenmiş Doğal Taşlar (mermer, granit traverten) Seramik Ürünleri (yer, duvar, tuvalet, banyo, mutfak, süs, porselen)	448	437*	354

* Buradaki düşüş seramik ürünlerinden kaynaklanmaktadır. İşlenmiş doğal taş ihracatımızda %1'lik artış sağlanmıştır.

6	Taşıtlar, Aksam ve Parçaları (hava taşıtları, motorlu kara taşıtları, traktörler, gemiler ve suda yüzen taşıtlar, demiryolu ulaşım araçları ve bunların aksam ve parçaları)	449	296	326
7	Gıda Ürünleri (zeytin yağı, kuru kayısı, fındık, zeytin, konserve, baharat, bisküvi, şekerleme, kurutulmuş domates, kahve, çay, et balık, hububat)	230	256	260
8	Kuyumculuk Ürünleri (altın mücevherat, işlenmiş elmas, gümüş ürünleri, değerli taşlar, taklit mücevherat)	298	324	193
9	Bakır Ürünleri (tel, kablo, eşyalar)	97	107	102
10	Tütün (işlenmemiş, sigara)	139	172	97
	Genel Toplam	5.061	4.171	4.290

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Anlaşmalar Genel Müdürlüğü, “ABD Ülke Profili ve İkili İlişkiler Notu”, Mart 2009, <http://www.dtm.gov.tr> (22 Nisan 2010), s.3.

Tablo 7

Türkiye’nin ABD’den İthal Ettiği Başlıca Mallar (Milyon Dolar)

		2006	2007	2008
1	Demir Çelik ve Ürünleri (Hurda, Dökme, Yassı Ürünler, Kütükler)	785	1.349	2.822
2	Makineler, Elektrikli ve Mekanik Aletler (kazan, makine ve cihazlar, ev aletleri, motor parçaları, pompalar, hırdavat ürünleri)	1.114	1.346	1.553
3	Mineral Yakıtlar, Yağlar ve Müstahsalları	276	338	1.432
4	Taşıtlar, Aksam ve Parçaları (hava taşıtları, motorlu kara taşıtları, traktörler, gemiler ve suda yüzen taşıtlar, demiryolu ulaşım araçları ve bunların aksam ve parçaları)	683	536	965
5	Organik Kimyasallar ve Eczacılık Ürünleri (ilaçlar, aşılar, vitaminler asitler, tuzlar, esterler, parfümeri)	737	830	962
6	Kimyasal ve Plastik Ürünler (polimerler, plastik eşyalar, kauçuk hammaddesi, gübre, boya, yağlar, hidroksitler, kaolin, yapıştırıcı)	420	775	709
7	Pamuk	532	819	620
8	Optik, Fotoğraf, Ölçme, Medikal ve Cerrahi Aletler ve Ekipmanlar	500	548	619
9	Gıda Ürünleri (mısır, pirinç, soya fasulyesi, tohumluk, ayçekirdeği, ham mısır yağı, ham soya yağı, tavuk, büyükbaş hayvan sakadati)	230	342	571
10	Kağıt Ürünleri (Beyaz kağıt, gazete kağıdı, kağıt hamuru, hurda kağıt ve diğerleri)	210	301	347
	Genel Toplam	6.261	8.166	11.971

Kaynak: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Anlaşmalar Genel Müdürlüğü, “ABD Ülke Profili ve İkili İlişkiler Notu”, Mart 2009, <http://www.dtm.gov.tr> (22 Nisan 2010), s.3.

Türkiye'nin ABD ticaretindeki yerinden bahsetmek gerekirse; dünyanın en zengin ve en fazla ithalat ve doğrudan yatırım yapan ekonomisinden Türkiye'nin aldığı payın beklenenin altında kaldığı görülmektedir. Türkiye, ABD pazarından siyasi alanda benimsenen “stratejik ortaklık” kavramı ile uyuşmayacak kadar az bir pay almaktadır⁴¹¹.

Yatırım ilişkilerine batığımızda ise; 2006 yılında ülkemizde faaliyet gösteren 733 ABD sermayeli şirketin toplam yatırımı 848 milyon dolar iken, 2007 yılında bu miktar yaklaşık 4,2 milyar dolar, 2008 yılında ise tekrar 848 milyon dolar olarak gerçekleşmiş ve ülkemizde faaliyet gösteren ABD sermayeli toplam firma sayısı 929'a, ABD menşeli toplam sermaye miktarı ise 10 milyar dolara ulaşmıştır. Buna göre, ülkemizde faaliyet gösteren uluslararası sermayeli şirketlerin %4,4'ü ABD sermayelidir⁴¹².

4.2 AMERİKAN MORTGAGE KRİZİNİN TÜRKİYE'YE ETKİLERİ

2007 yılında ABD konut sektöründe başlayan ve bütün dünyayı etkisi altına alan krizin boyutlarının nereye varacağı ve nerede sonlanacağı halen tam olarak bilinmezliğini sürdürürken dünyanın 17. büyük ekonomisi olan Türkiye ekonomisinde de krizin etkileri ciddi biçimde görülmeye başlamıştır⁴¹³. Krizin Türkiye'yi dört kanaldan etkileyeceği öngörülmektedir⁴¹⁴:

Bunlardan ilki ve en önemlisi kredi kanalıdır. Mevcut durumda Türkiye bankalarında herhangi bir yapısal bozukluk gözlenmiyor olması yaşadığımız krizi 2001 krizinden ayıran önemli bir unsurdur. Ancak bu durum bankaların dışarıdan temin edeceği fonlardaki azalmanın önüne geçemeyeceği için, sendikasyon kredilerinde ve döviz cinsinden borçlanmada zorluklar kaçınılmazdır. Türkiye'de hem bankalar hem de şirketler, dışarıdaki bugün bilançosu hasarlı hale gelen bankalardan kredi kullanmışlardır. Bu kanalın kapanması sonucunda, daralacak olan kredi hacmi, şirketleri

⁴¹¹ Türk - Amerikan İş Konseyi (TAİK), “Türkiye – ABD Ticari ve Ekonomik İlişkileri ve Güncel Konular”, Eylül 2006, <http://www.taik.org/Default.aspx?mID=46&pgID=74&langid=2> (22 nisan 2010), s.2.

⁴¹² T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Anlaşmalar Genel Müdürlüğü, “ABD Ülke Profili ve İkili İlişkiler Notu”, Mart 2009, <http://www.dtm.gov.tr> (22 Nisan 2010), s.5.

⁴¹³ Ünal ve Kaya, s.11.

⁴¹⁴ Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV), “2007 – 08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler”, 10 Kasım 2008, http://www.tepav.org.tr/tur/admin/dosyabul/upload/2007_08_Kuresel_Finans_Krizi_ve_Turkiye.pdf (20 Haziran 2009), s.4.

ve bankaları bilanço küçültmeye zorlayacaktır. Büyük şirketlerin aldıkları kredilerin azalması ise bu şirketlerin tedarik zincirlerini etkileyecektir. Bu durumda, tedarik zincirlerindeki KOBİ'ler üzerinde oluşacak etki, domino etkisi biçiminde olacaktır. Ticari kredilerdeki daralma, KOBİ'ler, esnaf ve çalışanlar tarafından ağır şekilde hissedilecektir. Böyle bir ortamda, şirketlerin zor duruma düşmesi, banka bilançolarında yapısal bir hasarla karşı karşıya kalınması sonucuna yol açacaktır. Bu durumun önlenmesi, tasarlanacak tedbir paketinin başlıca öncelikleri arasında yer almalıdır.

İkinci kanal portföy yatırımı kanalıdır. Hedge fonları ve özel yatırım fonları (private equity) Türkiye'ye finansman akımında önem taşımaktadır. Küresel likiditenin genişlediği dönemde, her iki kanalın da yüksek kredi miktarlarından sağlanan kaldıraç etkisiyle işlediklerine dikkat edilmelidir. Önümüzdeki dönemde, buradan aktarılacak fonların azalacak olması Türkiye'ye döviz arzını önemli ölçüde azaltacak, döviz likiditesi açısından sorunlara yol açacak ve Türk lirasının değer kaybı sürecini hızlandırabilecektir.

Üçüncü kanal dış-ticaret kanalıdır. Mali piyasalardaki krizin reel sektöre de yansması sonucu, tüm dünyada büyüme hızı öngörülleri aşağı doğru güncellenmiştir. Özellikle gelişmiş ekonomilerin önemli bir kısmının resesyona gireceği neredeyse kesinleşmiştir. Öngörülerin de ötesinde, küresel ticaret hacminin hızla daralmakta olduğuna dair göstergeler mevcuttur. Örneğin, Baltık Kuru Yük Endeksi, Mayıs-Kasım döneminde yaklaşık yüzde 90'lık bir düşüş göstermiştir. Hammadde fiyatları da anılan dönemde aynı öngörülerden kaynaklanan benzer bir eğilimi sergilemiştir. Türkiye'nin ihracat hacmi küresel ticaret hacmindeki bu daralmadan kaçınılmaz olarak etkilenecektir.

Dördüncü ve son kanal ise, artan risk algılamasının ve azalan güvenin tüketici ve yatırımcı davranışlarını olumsuz etkilemesidir. Bu belirsizlik ortamından en hızlı olumsuz etkilenecek kalem özel yatırım harcamalarıdır. Aynı ortamın hane halkı psikolojisinde ve dolayısıyla bekleyişlerinde neden olacağı bozulma ile özellikle dayanıklı tüketimin hızla daralması kaçınılmaz olacaktır.

Çalışmamızda ABD mortgage krizi ile patlak veren küresel krizin Türkiye'ye etkileri gayrimenkul sektörü başta olmak üzere Türk finansal piyasaları, bankacılık sektörü, reel sektör, ihracat-ithalat sektörleri ve turizm sektörü olmak üzere 6 ana sektör bazında ele alınarak açıklanacaktır.

4.2.1 Gayrimenkul Sektörüne Etkileri

Türkiye'de gayrimenkul sektörü, dış piyasalarda yaşanan olumlu gelişmelere paralel olarak 2002- 2007 yıllarında yaşadığı altın çağın sonrası, Özellikle Amerika'da yaşanan sub-prime konut kredisi krizi ve ardından gelen global ölçekli finansal kurumlardaki çöküşler neticesinde önemli daralmalar yaşamıştır. 2008 ve 2009 yıllarında Türkiye'de de gayrimenkul fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmış ve bu son iki yıl gayrimenkul yatırımlarında bir durgunluk ve daralma dönemi olmuştur⁴¹⁵.

Mortgage sistemi açısından baktığımızda ise; Amerikan mortgage sistemi kaynaklı krizin temelinde yatan hatalardan Avrupa mortgage piyasasının etkilendiği gibi Türkiye'de uygulanmakta olan mortgage sisteminin etkilenme olasılığı son derece düşüktür. Bunun birinci sebebi, daha henüz olgunlaşmamış olan Türkiye Mortgage piyasasında üst ve alt gelir seviyesinden aileler için farklı faiz oranları uygulamasının söz konusu olmamasıdır. Mortgage sisteminin uygulanmasında başlangıç noktasında olan Türkiye'de, bankalar belirli bir gelir ve kredi değerlendirme sürecinden geçen tüketiciler için sabit ödeme imkanı sunan ve diğer ürünlere nazaran daha az risk taşıyan sabit faizli ürünlerle hizmet vermektedir. İkinci sebep olarak da, Mortgage piyasası ürünlerinin menkul kıymet niteliği taşınamaması, dolayısıyla borç vermeden kaynaklanan riski dış kaynaklı yatırımcılara aktaramaması ve bütün borç kaynaklı riski üstlenmesinden kaynaklanmaktadır. Son olarak ise Türkiye'deki bankaların tüketicilere anlaması zor ve tuhaf diye nitelendirebileceğimiz 1-2 yıl sonra tüketicileri büyük yükümlülükler altına sokabilecek ürünleri piyasaya sürmemesi bu piyasanın güvenli bir piyasa olduğunu gösteren bir sebeptir⁴¹⁶.

⁴¹⁵ Türkiye'de Gayrimenkul Sektörü, (t.y.), http://www.martigyo.com.tr/turkiyede_gayrimenkul_sektoru.asp (2 Mayıs 2010).

⁴¹⁶ "Amerika'daki Mortgage Krizi Nasıl Patladı - Türkiye Aynı Hataları Yapacak mı?", 10 Nisan 2008, <http://www.finzoom.com.tr/Info/art/Advices/Amerika-daki-Mortgag~952e6815b2be483da5236d2ff4ad4e1c/> (23 Şubat 2010).

Fakat Türk mortgage sisteminin ve dolayısıyla gayrimenkul sektörünün ABD mortgage krizinden direkt etkilenmemesine rağmen global krizin Türk ekonomisini de etkilemesi sonucu konut sektörü ve dolayısıyla ekonominin lokomotifi inşaat sektörü krizden olumsuz etkilenmiştir. Geçmiş dönemdeki yoğun talebin devam edeceği beklentisiyle konut yapım faaliyetlerini hızlandıran firmaların ellerinde kriz sonrası tamamlanmış fakat satılamamış binlerce konut kalmış, bu ise sektördeki konut stoğunu patlatmıştı. Buna kriz ortamında tüketici davranışlarında yükselen harcamama (tasarruf) eğilimi ve gelir sıkıntısı, diğer bir söylemle arz talep dengesinin bozulması ve bankaların kredi olanaklarını sınırlaması eklenince emlak fiyatları 3 yıl öncesine dönmüştür. Gerçekten de konutlara talep olmayınca hem konut hem de kira fiyatlarında ortalama %30-40'lık bir düşüş yaşanmıştır. Üstelik konut sahiplerince öne sürülen satış ve kiralama şartları da (depozito, kira bedelini yıllık ödeme vs.) kriz nedeni ile kiracı lehine değişiklik göstermeye başlamıştır⁴¹⁷.

Gayrimenkul sektörü, talebin dış kaynağa bağımlılığı nedeniyle, inşaat sektörüne girdi üreten sanayi sektörü ile birlikte bu krizden en çok etkilenen sektörlerden birisidir. İnşaat sektörünün büyüme içindeki yaklaşık % 20'lik katkısı dikkate alındığında, bu olumsuz etkinin ülke ekonomisinin büyüme rakamlarını da etkilemesi kaçınılmazdır⁴¹⁸.

İnşaat sektörünün büyüklüğü, cari fiyatlarla 10 milyar TL'den ilk kez bu kadar belirgin bir şekilde aşağı yönde uzaklaşmıştır. 2009 3. çeyreğinde sektörün büyüklüğü 8,56 milyar TL'ye kadar gerilemiştir. İnşaat sektörü istihdamında meydana gelen artış bu gelişmelere paralel olarak tersine dönmüştür. Ağustos ayında 1 milyon 373 bin seviyesine gerileyen inşaat sektörü istihdamında önümüzdeki dönemde düşüşün süreceğine dikkat çekilmektedir⁴¹⁹.

Türkiye ekonomisi 2009 yılı son çeyreğinde yeniden büyüme göstermesine karşın inşaat sektörü yine küçülmüştür. Böylece inşaat sektörü sekiz çeyrek dönemdir

⁴¹⁷ "Konut Fiyatlarındaki Düşüş Nedenleri, İnşaat Sektörü ve Tüketicilere Olan Etkileri", 18 Aralık 2009, <http://www.anreva.com.tr/gayrimenkuldegerleme/md55-36-Konut-Fiyatlarındaki-Dusus-Nedenleri-Insaat-Sektoru-ve-Tuketicilere-Olan-Etkileri-.aspx> (2 Mayıs 2010).

⁴¹⁸ Müfit Bayram, "Dünyada Ekonomik Kriz Derinleşirken Ülkemiz Gayrimenkul Sektörünün Durumu, Beklentiler", 2008, http://www.yayad.org.tr/genel/bizden_detay.php?kod=647&tipi=7&sube=0 (2 Mayıs 2010), s.5.

⁴¹⁹ Nurel Kılıç, "İnşaat Sektöründe Son Durum", AR-GE Bülten, Şubat 2010, ss. 21-24, <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010), s.23.

üst üste küçülmüştür. Buna karşın son çeyrek dönemde küçülme yavaşlamıştır. 2009 son çeyrek döneminde konut yapı ruhsatları ve yapı izinleri, konut satışları ve kullanılan konut kredilerinde ise üçüncü çeyrek döneme göre artışlar yaşanmıştır. Ticari gayrimenkul sektöründe ise 2009 yılı son çeyreğinde yeni yatırımlarda sınırlı bir artış yaşanırken, varlık fiyatları, kiralar ve getirilerde gerileme sona ermiş ve dip seviyelerine ulaşmıştır⁴²⁰.

Konut kredisi faiz oranlarında gerileme eğilimi 2009 yılı son çeyreğinde ve 2010 yılı ilk çeyreğinde devam etmiştir. 2010 ilk çeyreğinde minimum ve maksimum faiz oranları gerilemiş, buna bağlı olarak kullanılan konut kredilerinin ortalama faiz oranı 2010 yılı ilk çeyreği sonunda yüzde 0.94'e gerilemiştir. Faiz oranlarındaki gerilemenin sonuna yaklaşıldığı ve ortalama faizin 0.90 puan altına inme olasılığının sınırlı olduğu öngörülmektedir⁴²¹. Dolayısıyla 2010 yılı için genel ekonomide olumlu beklentilerin olması gayrimenkul sektörü için de umut vaat edici olmaktadır.

4.2.2 Türk Finansal Piyasalarına Etkileri

Türkiye Ekonomisi banka ve finans kurumları küresel krizin sarsıcı ve yıkıcı etkisinin dışında kaldı. Türk para ve finans piyasasının yeterince derinleşmemesi küresel krizden etkilenmesini önlemiştir. Diğer bir deyişle, para ve finans piyasası aktörlerinin mortgage sektörü enstrümanlarına, türev piyasalarına ve türev ürünlerine yatırım yapmamaları Türk banka ve finans piyasasını küresel krizden korumuştur⁴²².

Ancak ABD’de başlayan bu krizin, genel anlamda Türkiye piyasalarına etkisinin olmadığını söylemek yanlış olur. Bu krizle birlikte finansal piyasalarda başlayan tedirginliğin en çok hissedildiği ülkelerden biri de Türkiye oldu. Yurtdışı borsalarında yaşanan kayıplar, İMKB’ye de sert düşüşler yaşattı. Yabancı yatırımcıların artan dolar talebiyle birlikte, Türk Lirası’nda diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinde olduğu gibi büyük kayıplar görüldü. Carry trade pozisyonlarını kapatan

⁴²⁰ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER), “Türkiye ve Dünya Gayrimenkul Sektör Raporu 4. Çeyrek 2009”, 2010, <http://www.gyoder.org.tr/> (2 Mayıs 2010), s.5.

⁴²¹ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER), “Türkiye ve Dünya Gayrimenkul Sektör Raporu 4. Çeyrek 2009”, 2010, <http://www.gyoder.org.tr/> (2 Mayıs 2010), s.17.

⁴²² Havva Tunç, “Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Yansıması”, 1 Temmuz 2009, <http://www.havvatunc.com/kuresel-krizin-turkiye-ekonomisi-uzerindeki-yansimasi-g-138-102.html> (3 Mayıs 2010), s.1.

yatırımcıların gelişmekte olan ülkeleri terk etmeye başlaması, yüksek cari açık sorunu bulunan Türkiye için tehlikenin artmasına neden oldu⁴²³.

Dışarıdan ekonomiye kazandırılan sermayenin büyük bir bölümü borsada yatmakta idi. Sıcak paranın bir bölümü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (İMKB) hisse senetleri portföyündeydi/cüzdanındaydı. 2008 Ocak ayında bu portföy/cüzdan hızla çözülmeye başladı, 2007 yılı sonunda 70.3 milyar düzeyindeyken bu tutar Ocak ayı itibariyle 56 milyar dolara geriledi. Küresel kriz fiyatları 4 yıl geriye götürdü. Reel sektörü de etkisi altına alan küresel finansal kriz, hisse senedi fiyatlarını 4 yıl geriye götürdü. İMKB'de bugün de devam eden sert düşüşün etkisiyle yüzde 6.6 gerileyen endeks, 21 bin 929 puanla 2004 yılı seviyesine döndü. Dolar ise 1.68 YTL'ye yükselerek yeniden Merkez Bankası'nın müdahale ettiği 1.70 sınırına dayandı. Yabancıların portföy/cüzdan yatırımlarından yaptığı kâr transferleri 24 milyar 582 milyon dolara ulaştı. Küresel kriz Türkiye'ye sıcak para girişini azalttı. Stok olarak 2007 yılı sonunda 107 milyar dolar olan sıcak para miktarı 100 milyar doların altına düştü⁴²⁴.

Türkiye'ye doğrudan yabancı sermaye girişindeki yavaşlama cari açığın finansmanını da olumsuz etkilemektedir⁴²⁵. 2008 yılının ilk sekiz ayında verilen rekor cari işlemler açığının finansman ihtiyacı, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının hız kesmesi nedeniyle, dış borç kullanımını patlattı. 2007'ye göre yüzde 34 gerileyen yabancıların doğrudan yatırımlarının cari açığı karşılama oranı yüzde 58'den yüzde 26'ya kadar indi⁴²⁶.

4.2.3 Bankacılık Sektörüne Etkileri

ABD banka ve finans kurumlarında başlayan kriz başta Avrupa olmak üzere diğer dünya ülkelerinin banka ve finans kuruluşlarını da etkisi altına almıştır. Türkiye açısından baktığımızda ise; banka ve finans kuruluşlarının dolaylı olarak krizden

⁴²³ Borsa Yatırımcıları Derneği (BORYAD), "Mortgage Krizi Dünyayı Sarsıyor", 21 Ocak 2008, <http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html> (15 Aralık 2008), s.5.

⁴²⁴ "Ekonomik Krizin Türkiye Üzerindeki Etkileri", 7 Nisan 2009, <http://www.milligazete.com.tr/haber/ekonomik-krizin-turkiye-uzerindeki-etkileri-121505.htm> (2 Mayıs 2010).

⁴²⁵ Akbar Safdari, "Global Ekonomik Krizin Sebepleri Türkiye Üzerinde Etkileri", 20 Ocak 2009, <http://akbarsafdari.blogspot.com/2009/02/global-ekonomik-krizin-sebepleri.html> (3 Mayıs 2010), s.3.

⁴²⁶ Erdem Alptekin, "Küresel Virüs Bize de Bulaştı", AR – GE Bülten, Kasım 2008, ss.5-9, <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010), s.7.

etkilenmesiyle birlikte bankacılık sektörünün direkt olarak krizden etkilenmesi, banka bilançolarında krize neden olabilecek bir problemin olması söz konusu değildir.

2001 krizi sonrası yeniden yapılandırılmış Türk Bankacılık Sektörü'nün, krizi yaratan ve derinleştiren nitelikler açısından diğer ülkelerle karşılaştırması yapıldığında temel farklılıklar net biçimde ortaya çıkmaktadır⁴²⁷:

- Türkiye'de geleneksel bankacılık alanında hâlâ yüksek potansiyel bulunması nedeniyle bankalar ağırlıklı olarak kurumsal ve perakende bankacılık alanına odaklanmış ve krizin tetiğini çeken eşik altı konut kredilerinden ve sofistike türev enstrümanlardan kaynaklanan riskler ortaya çıkmamıştır.
- Diğer gelişmekte olan ülkelerdeki kadar olmamakla beraber Türkiye'de kredi hacmi büyümesi de son yıllarda yüksek gerçekleşmiştir. Ancak Türkiye'deki krediler büyümesi, sağlıklı ve yaygın mevduat fonlaması ile paralel biçimde gerçekleşmiş, bu durum yurtdışı fonlara olan bağımlılığı azaltarak finansal kırılganlığı asgariye indirmiştir. Kredi/Mevduat oranı birçok ülkede %100'ler seviyesini aşmış ve Ukrayna, Estonya gibi ülkelerde %200'lere erişmişken, Türkiye'de bu oran %70'ler seviyesinde kalmıştır. Ayrıca Türkiye'deki kredi büyümesini etkin risk yönetimi uygulamaları ve sağlıklı kredi politikaları desteklemiş, takipteki krediler oranı sınırlı seviyelerde kalmıştır.
- Birçok gelişmekte olan ülkedeki döviz cinsinden borçlanma, önemli boyutta kur riski yaratmışken Türkiye'de döviz cinsinden borçlanma sınırlı düzeyde tutulmuştur. Örneğin toplam krediler içinde döviz cinsi borçların payı Macaristan'da %65, Estonya'da %85 seviyelerinde iken Türkiye'de bu oran %30'lar düzeyinde seyretmiştir.
- Yüksek sermaye yeterlilik oranları Türk Bankalarının bilançolarını risklere karşı korumuştur.

⁴²⁷ Burcu Civelek Yüce, "Küresel Finansal Kriz ve Türk Bankacılık Sektörü", Görüş, Kasım 2009, ss.32-34, http://www.mgmt.boun.edu.tr/images/stories/dokumanlar/leaders/Issue_010/09-008.pdf (4 Mayıs 2010), s.33-34.

ABD, Japonya, Belçika, İspanya, Avusturya, Macaristan, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Ukrayna gibi pekçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sektörlerinin sermaye yeterlilik oranlarının %11-%13 bandında seyrettiği 2008’de Türk Bankacılık Sektörü’nde bu oran, %12 olan hedefin çok üzerinde seyrederek %18’e erişmiştir.

- Ayrıca sektör BDDK tarafından benzerlerine kıyasla çok daha etkin bir düzenleme ve denetim faaliyeti altında hayatını sürdürmüştür.
- Yukarıda değindiğimiz faktörlerin yanında, TCMB’nin 2001 yılından beri izlediği makroekonomik politikalar da Bankacılık Sektörü’nün krizin etkilerini asgari düzeyde hissetmesinde etkili olmuştur. Fed’in yaptığına aksine, TCMB faizleri kontrol altında tutarak, Türk Bankacılık Sektörü’nün kriz ortamına daha kontrollü girmesini sağlamıştır.

Bankaların sermaye yeterlilik rasyolarının güçlü olması, mevduatın krediye dönüşme oranının ve kaldıraç oranlarının gelişmiş ülke örneklerine göre daha makul düzeylerde bulunması, bilançolarda toksik varlık bulunmaması ve yabancı para pozisyonlarının çok düşük düzeyde olması bankalarımızın dayanıklılığını artıran unsurlardır. Merkez Bankası tarafından yapılan senaryo analizleri, tahsili gecikmiş alacak dönüşüm oranına uygulanan 15 puanlık çok yüksek bir artış şoku karşısında dahi sektörün sermaye yeterlilik oranının yasal sınır olan yüzde 8’ in üzerinde kalacağını göstermektedir⁴²⁸.

Ancak gelişmiş ülkelerde yaşanan ve giderek yayılma potansiyeline sahip olan krizin yaratacağı muhtemel bir ekonomik yavaşlamadan dolayı kredi hacimlerinde, karlılıkta ve faiz oranlarında durağan bir görünüm, yurt dışı kaynak bulma ve yabancı sermaye imkanlarında daralma, bankacılık sektörünün riskliliğinde artma beklenmektedir⁴²⁹.

⁴²⁸ Durmuş Yılmaz, “Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”, İstanbul: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Mart 2009, [http://www.sgb.gov.tr/esad/Kaynaklar/Sunumlar_Konusmalar/Merkez_Bankasi_Baskani/2009/Baskanin_Boğaziçi_Üniversitesinde_Yaptığı_Konuşma_\(İstanbul_04.03.2009\).pdf](http://www.sgb.gov.tr/esad/Kaynaklar/Sunumlar_Konusmalar/Merkez_Bankasi_Baskani/2009/Baskanin_Boğaziçi_Üniversitesinde_Yaptığı_Konuşma_(İstanbul_04.03.2009).pdf) (17 Mart 2010), s.9-10.

⁴²⁹ Bora Selçuk ve Naci Yılmaz, “Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye’ye Etkileri”, Uluslararası Finans Sempozyumu 2008, 19 Aralık 2008, ss.335-355, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/33.pdf> (15 Haziran 2009), s.350.

Aynı zamanda kredi riskinden kaynaklanması muhtemel olan tahsilat problemlerine ek olarak bozulan piyasa şartları bir yandan 1 yıl içerisinde yaklaşık 9,8 milyar ABD doları tutarında döviz kredisini yurtdışında ödeyecek olan Türk bankalarını döviz likiditesi açısından, diğer yandan göreceli olarak daha düşük faiz seviyelerinden tuttıkları DİBS portföylerinin piyasa değeri ile değerledikleri kısım ile ilgili olarak sermaye piyasası kaybı oluşması açısından etkilemesi söz konusudur⁴³⁰.

Küresel krizin Türkiye ekonomisi ve bankacılık sektörü açısından iki önemli etkisi olacaktır. Birincisi, uluslararası piyasalardan sağlanan fonların önemli ölçüde azalması ve maliyetlerinin yükselmesi; İkincisi ise, küresel çapta ve özellikle ihracatın büyük kısmının gerçekleştirildiği Avrupa’da yaşanacak bir ekonomik durgunluğun Türkiye ekonomisini de benzer şekilde yavaşlatmasıdır. Özellikle kredi hacimlerinde durağan bir görünüm beklenmesi ve takipteki kredilerde, bankacılık sektörü riskliliğinde ve yabancı para fon kaynaklarının maliyetlerinde artış beklentileri uluslararası krizin olası etkilerinin yansımaları olarak öngörülmektedir⁴³¹.

4.2.4 Reel Sektöre Etkileri

Türkiye 2001 krizi sonrasında uluslararası piyasalardan kaynaklanan muazzam çaplı bir finansal genişleme ve ucuz kredi olanağına kavuştu. Giderek artan dış açıklar (cari işlemler açıkları) önce yüksek faizlerin cazibesiyle Türkiye’ye akmakta olan sıcak para ile, daha sonraları ise şirket birleşmeleri ve özelleştirmeler ile elde edilen doğrudan yatırım finansmanı ile karşılanmaya çalışıldı. Söz konusu dönemde Türkiye dış borçluluğunu hızla yükseltti. 2003 başında 129.6 milyar dolar olan toplam dış borç stoku, 2008’in Haziran ayı itibarıyla 284.4 milyar dolara yükseldi. 5.5 sene gibi bir sürede biriktirilmiş olan 154.4 milyar dolarlık net yeni dış borcun ana kaynağı ise *özel sektörün* borçlanmasıydı⁴³².

⁴³⁰ Neslihan Topbaş, “Finansal Kriz Ortamında Bankaları Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yönteminin Etkileri”, Bankacılar Dergisi, 2009, Sayı.68, ss.56-64, <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/68.pdf> (10 Mart 2010), s.62.

⁴³¹ Bora Selçuk ve Naci Yılmaz, “Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye’ye Etkileri”, Uluslararası Finans Sempozyumu 2008, 19 Aralık 2008, ss.335-355, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/33.pdf> (15 Haziran 2009), s.353.

⁴³² Erinc Yeldan, “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?”, *Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, Sayı.20, 2009/1, ss.11-28, <http://www.calismatoplum.org/sayi20/yeldan.pdf> (20 Nisan 2010), s.17.

2008 Haziran itibariyle 284.4 milyar USD’lik ülke toplam dış borcunun 190.5 milyar USD’lik kısmı özel sektöre aittir. Bu tutar içinde reel sektör borcunun payı yüzde 65’dir (124.6 milyar USD). 2008 Haziran itibariyle Türkiye’nin toplam kısa vadeli borcu 51.9 milyar USD’dir. Bu borcun 47.8 milyar USD’lik kısmı (yüzde 92) özel sektöre aittir. Reel sektörün kısa vadeli borcu ise 28 milyar USD’dir⁴³³.

Özel sektör borcunun sektörlere ve vadelerine kalan süreye göre dağılımına baktığımızda ise özel sektörün toplam 140.4 milyar USD tutarındaki orta ve uzun vadeli borcunun 45.8 milyar USD’lik kısmı bankacılık kesimine (yüzde 33), 29.4 milyar USD’lik kısmı imalat sanayi, 4 milyar USD’lik kısmı madencilik ve 6 milyar USD’lik kısmı da enerji olmak üzere 39.8 milyar USD’lik kısmı sanayi sektörüne (yüzde 28) ve 54.6 milyar USD’lik kısmı ise hizmetler sektörüne (yüzde 39) aittir⁴³⁴.

Dolayısıyla küresel finansal kriz sürecinde en çok tartışılan konu, bu krize özel kesimin yüksek dış borçluluk oranı ile girmesi olmuştur. Türkiye ekonomisinin ana kırılganlık öğelerinin başında özel sektörün dış borçlanması olduğunu pek çok iktisatçı gündeme getirmiştir. Bu nedenle 2009 yılında, küresel finans piyasalarındaki daralmanın Türkiye’de öncelikle yüksek ölçüde dış borç biriktirmiş olan ve dış borçlarını çevirmek zorunda bulunan finans dışı reel şirket kesimini etkilemesi beklenmektedir. Bilançolarında yüksek oranlı döviz borcu bulunan şirketlerin yükselen kredi maliyetleri ve döviz kurundaki pahalılaşmadan olumsuz etkileneceği açıktır. Ayrıca bu sürecin, ulusal üretimde gerileme ve artan işsizlik ile birlikte, uzun süreli bir durgunluk yaratacağı da öngörülmektedir⁴³⁵.

Fakat küresel krizin reel sektörü ciddi bir biçimde etkilemesine rağmen 2009 yılında özel sektör dış borçlarını çevirmekte öngörüldüğü kadar büyük bir sorun yaşamamıştır. 2008 yılı sonunda 140 milyar dolarla rekor düzeye çıkan borç bakiyesi, düzenli denilebilecek şekilde azalarak geçen yılın sonunda 128 milyar dolara inmiştir⁴³⁶. Bu gerilemede kurdaki büyük artış, ekonomideki daralma, uluslararası likidite

⁴³³ Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, “Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri”, Ankara: Ekim 2008, http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2008-GA/Kuresel_Mali_Kriz_ve_Reel_Sektore_Muhtemel_Etkileri.pdf (18 Mart 2010), s.32.

⁴³⁴ Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, s.3.

⁴³⁵ Susam ve Bakkal, s.80.

⁴³⁶ Alaattin Aktaş, “Kriz özel sektöre dış borç yönünden pek uğramadı”, 18 Şubat 2010, http://www.dunya.com/kriz-ozel-sektore-dis-borc-yonunden-pek-ugramadi_30_78639_yazar.html? (5 Mayıs 2010).

daralmasının etkisi vardır⁴³⁷. Ayrıca dış kredi alabilen, dış kredi kullanabilen işletmeler zaten görece büyük işletmelerdir ve küresel krizden küçük işletmeler, özellikle de KOBİ'ler gibi etkilenmeleri söz konusu değildir⁴³⁸.

Sonuçta kriz döneminde döviz kurlarında ortaya çıkan olumsuz eğilimler, işletmeleri kısa süre olumsuz yönde etkilese de uluslararası piyasalarda düşen faizler işletmelerin bu dönemi zararsız atlmasını sağlamıştır. Türk finans kesiminin uluslararası alanda güvenilirliğini artırması ve kredilerini çevirme olanağı bulması bu gelişmede önemli rol oynamıştır. Buna karşın döviz kurlarının arttığı dönemlerde geri ödemesi olan işletmeler ile kısa vadeli döviz kredisi kullananların ise kambiyo zararları oluşmuştur⁴³⁹. Döviz pozisyon açığı nedeniyle kur yükselmeleri reel sektörün finansman giderlerini arttırarak kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş, ancak, yükümlülükleri yerine getirme konusunda bir sorun ortaya çıkarmamıştır.

Yine de ülkemiz reel kesimi, küresel krizden nasibini fazlasıyla almıştır. Küresel kredi musluklarının kısılması, kredi maliyetlerinin artışı, yurtdışı pazarların daralması gibi daha birçok nedenden ötürü reel sektör büyük kayıplar yaşamıştır. Bu kayıp, ülkemiz makro ekonomik göstergelerine de yansımıştır. Büyüme, işsizlik ve enflasyon rakamları, ülkemizin büyük çapta bir daralmayla karşı karşıya olduğunu göstermektedir⁴⁴⁰.

Küresel mali krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri 2008 yılının son çeyreğinde hem iç talepte hem de dış talep üzerinde belirgin bir şekilde kendini göstermiştir. Sanayi üretim endeksinin düşüş hızı 2008 yılı Ekim ayından itibaren hızlanmış⁴⁴¹ 2009 Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %23,8 ile en düşük seviyesine gerilemiş, toplam sanayi sektörü kapasite kullanım oranı ise 2009 yılı Mart

⁴³⁷ İstanbul Sanayi Odası (İSO), “Ekonomik Durum Tespit Anketi Sonuçları 2009 - I”, 1. Baskı, İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayınları No: 2009/10, Ağustos 2009, www.iso.org.tr (6 Mayıs 2010), s.14.

⁴³⁸ Alaattin Aktaş, “Kriz özel sektöre dış borç yönünden pek uğramadı”, 18 Şubat 2010, http://www.dunya.com/kriz-ozel-sektore-dis-borc-yonunden-pek-ugramadi_30_78639_yazar.html? (5 Mayıs 2010).

⁴³⁹ İstanbul Sanayi Odası (İSO), “Ekonomik Durum Tespit Anketi Sonuçları 2009 - II”, 1. Baskı, İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayınları No: 2010/2, Şubat 2010, www.iso.org.tr (6 Mayıs 2010), s.15.

⁴⁴⁰ Erdem Alptekin, “Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ile Sanayisine Yansımaları ve Dipten En Az Zararla Çıkış Yolları”, AR – GE Bülten, Haziran 2009, ss.5-12, <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010), s.6.

⁴⁴¹ Yılmaz, *Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları*, s.7.

ayında %59,2 ile en düşük seviyesine gerilemiştir⁴⁴². Bununla birlikte 2002 yılının ilk çeyreğinden itibaren 27 çeyrektir devam eden büyüme dönemi 2008 yılının son çeyreğinde kesintiye uğramıştır⁴⁴³.

2009 yılı içerisinde açıklanan üretim rakamları, sanayinin krizden ağır bir darbe aldığını gözler önüne sermektedir. Türkiye 2009 Şubat'ta sanayinin dörtte birini kaybetmiştir. Sanayi üretiminde yaşanan küçülme son yılların en sert daralması olmuştur. Toplam sanayi % 23,7 küçülürken en büyük daralma % 44,8 ile sermaye malı imalatında yaşanmıştır. Reel sektörün yeni yatırıma niyeti olmadığını gösteren bu verinin yanı sıra dayanıklı tüketim malı imalatı % 25,7, ara malı imalatı % 24,2, dayanıksız tüketim malı imalatı % 14,8 ve enerji % 11,0 oranında küçülmüştür⁴⁴⁴. Ekonominin belkemiği olan sektörlerden; imalat sanayi % 10,8, inşaat % 13,4, ticaret % 15,4, ulaştırma % 7,1 oranında daralmıştır⁴⁴⁵.

2008 yılı ikinci yarısı ile 2009 yılında Türkiye'de nihai mal ve hizmet üretiminde (GSYİH) hızlı bir düşüş yaşanırken en büyük düşüşünde sabit sermaye yatırım harcamalarında gerçekleştiği görülmektedir. 2008'de toplam sabit sermaye yatırım harcamaları %5 azalmıştır. 2008 son çeyrekteki azalma oranı da %17,7'dir. 2009 ilk çeyrekte %27,3 ikinci çeyrekte %24,3 ve üçüncü çeyrekte ise %18 oranında azalma vardır. Özel sektör sabit sermaye yatırım harcamalarına gelince 2008'deki azalma %7,7 olup, 2008 son çeyrekteki düşüş oranı %23,9'dur. 2009 yılı ilk çeyrekte özel sektör sabit yatırım harcamaları %33,5 ikinci çeyrekte %29,4 ve üçüncü çeyrekte %19,4 oranında azalma göstermiştir. Görüldüğü gibi sabit sermaye yatırım harcamalarındaki tahribat, üretimdeki düşüşten de daha fazla olmuştur⁴⁴⁶.

Sonuç itibarıyla 2008 krizine yüksek dış borç bağımlılığı ve yüksek cari açıkla giren Türkiye ekonomisinin asıl etkilenen kesimi reel sektör olmuştur. Reel sektörün 2009 yılını dış borç yönünden çok fazla etkilememesi umut verici olsa da dış piyasalarda yaşanan talep daralmasının ihracat kapasitesini etkilemesinden dolayı reel sektör ciddi hasara uğramıştır. Türkiye ekonomisinin ana sektörünün sanayi sektörü

⁴⁴² Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, “Ekonomik Göstergeler”, <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

⁴⁴³ İSO, *Ekonomik Durum Tespit Anketi Sonuçları 2009 – I*, s.5.

⁴⁴⁴ Alptekin, *Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ile Sanayisine Yansımaları ve Dipten En Az Zararla Çıkış Yolları*, s.8.

⁴⁴⁵ Alptekin, *Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ile Sanayisine Yansımaları ve Dipten En Az Zararla Çıkış Yolları*, s.7.

⁴⁴⁶ İSO, *Ekonomik Durum Tespit Anketi Sonuçları 2009 – II*, s.16.

olmasından ötürü de reel sektörde yaşanan olumsuzluklar ekonominin geneline sirayet etmiş ekonomiyi resesyona sokmuştur.

4.2.5 İhracat - İthalat Sektörlerine Etkileri

Küresel krizin ABD mortgage krizi kaynaklı olduğu düşünülürse ABD'deki ekonomik durgunluğun ABD ile olan dış ticaretimizi daraltıcı etkileri olacaktır. Ancak daha önce de belirttiğimiz gibi Türkiye'nin ABD ile ekonomik ve ticari ilişkilerinin zayıf olması ithalat ve ihracatımızda ABD kaynaklı bir daralmanın büyük boyutlarda olmasını engellemektedir. Nitekim 2008 yılı verilerine göre genel ihracatımızın %3,3'ü, genel ithalatımızın ise %5,9'u ABD ile yapılmaktadır (Bknz. Tablo 5). Bununla birlikte ABD'ye en çok tekstil ürünleri, demir, çelik ve ürünleri, makinalar, elektrikli ve mekanik aletler ve işlenmiş doğal taşlar (mermer, granit traverten) ihraç etmekteyiz (Bknz. Tablo 6). Ayrıca ABD'den en çok demir çelik ve ürünleri, makinalar, elektrikli ve mekanik aletler, mineral yakıtlar, yağlar ithal ediyoruz (Bknz. Tablo7). Dolayısıyla krizden en çok bu ürünleri ihraç eden sektörler etkilenmiştir. Eğer kriz ABD ile sınırlı kalsaydı ABD ile dış ticaretimiz göz önünde bulundurulduğunda ihracatımızda büyük bir daralma yaşanmayacaktı.

Fakat ABD mortgage krizinin Avrupa'ya yayılarak tüm dünyayı etkisi altına alması dünya dış ticaretini etkilerken 2008 yılın son çeyreği itibariyle ülkemiz dış ticaretini de ve özellikle ihracatını da olumsuz etkilemiştir. Türkiye'nin toplam ihracatının yüzde 55,8'inin gerçekleştirdiği Avrupa Birliği (AB) pazarlarında yaşanan daralma Ekim ayından başlamak üzere ihracat rakamlarımızın düşmesine yol açmıştır. İhracatı düşüren en önemli kalem otomotiv sektörü iken, bunu sırası ile hazır giyim ve konfeksiyon, elektrik-elektronik, demir-çelik ve kimyevi maddeler ihracatı izlemiştir. İhracat rakamlarındaki düşüşün nedenlerinden birisi de Doların son bir yılda Avro karşısında yüzde 14,5 değer kazanmasıdır. Yapılan ihracatın önemli bir kısmı AB'ye yapılırken dış ticaret rakamlarının dolar ile takip edilmesi Dolar-Avro paritesindeki Dolar lehine değişimin ihracat rakamlarını düşürmesine yol açmıştır⁴⁴⁷.

⁴⁴⁷ Susam ve Bakkal, s.82.

Bu ülkelere yapılan ihracatın hemen tamamı başta giyim, gıda ve içecek olmak üzere tüketim mallarından oluştuğundan, talebin gelir esnekliği önem taşımaktadır. Bu ülkelerin talebinde meydana gelecek değişme, bizim sattığımız malların fiyatından ziyade ihracat yapılan ülkelerin gelirlerine karşı duyarlıdır. Dolayısıyla döviz kurlarında meydana gelecek bir artıştan ziyade, bu ülkelerin gelirlerinin artışı/azalışı Türkiye ihracatını arttırıcı/azaltıcı yönde etki yapacaktır. Yurtdışı talep daralmasından en fazla etkilenecek sektörler ise doğal olarak dış ticaret fazlası veren sektörler olacaktır. Döviz kurunun yükselmesi ise ilk etki olarak ithal girdi maliyetlerini artırarak üretim maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Bu durum, döviz kuru yükselmelerine enflasyonun aynı oran ve hızla tepki verememesi sonucu ithal girdi kullanan firmaların karlılıklarının azalmasına yol açacaktır. Bir diğer etki, nihai yurtiçi talepte meydana gelebilecek bir daralma, üretiminde ithal girdi kullanan sektörleri ve ithalatçı firmaları zor duruma düşürecektir. Her iki etkiden dolayı imalat sanayinde en fazla olumsuz yönde etkilenecek sektörler ise dış ticaret açığı veren sektörler olacaktır⁴⁴⁸.

2009 yılında küresel krizin ihracatımızda bazı sektörle etkileri aşağıdaki gibidir⁴⁴⁹:

Otomotiv: İhracatımızın lokomotifi konumundaki otomotiv sektörünün ihracatı yılın on bir ayında yüzde 36 gerileyerek 15,1 milyar dolar oldu. Sektörün toplam ihracattaki payı yüzde 17,3. Otomotiv satışları yaşanan kriz nedeniyle hem iç pazarlarda hem de dış pazarlarda geriledi. Otomotiv sektörümüzün ağırlıklı olarak AB ülkelerine ihracat yapması da krizin etkilerinin daha fazla hissedilmesine neden oldu. İç pazarda ise vergi indirimleri sektörü oldukça hareketlendirdi.

Hazır giyim ve konfeksiyon: 2009 yılında en fazla ihracat yapan ikinci sektör oldu. Sektörün ihracatı 2009'un ilk on bir ayında yüzde 18 gerilemesine rağmen, yaşanan ihracat düşüşü genel ihracat düşüşünün altında kaldı. Sektörün kriz sürecinde başarılı bir sınav verdiği söylenebilir. Özellikle Avrupa pazarında üreticiler, daha az

⁴⁴⁸Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü, s.10-11.

⁴⁴⁹“Özel Sektör Açısından 2009'da Ne Yaşandı? 2010'da Ne Yaşanacak?”, (t.y.), <http://www.kayso.org.tr/b2b/kaysobilgi/dosyalar/kapak.pdf> (5 Mayıs 2010).

stokla çalışıp bu stoku en hızlı şekilde çevirmeye odaklandı. Bu da siparişlerin Uzak Doğu'dan Türkiye'ye kaymasına sebep oldu.

Mobilya sektörü: Krizden en az etkilenen sektörler arasında yer alıyor. Sektörün ihracatı yılın ilk on bir ayında yüzde 9,2 düşerek 949 milyon dolar olarak gerçekleşti.

Küresel ekonomik krizin dış ticaretimiz üzerindeki etkileri de belirgin bir şekilde hissedilmiş, ithalat ve ihracat 2008 yılının son çeyreğinden itibaren gerek iç ve dış talepteki daralmadan, gerek ham petrol ve demir çelik başta olmak üzere emtia fiyatlarında ortaya çıkan düşüşlerden dolayı hızla gerilemiştir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki canlanma belirtileriyle birlikte 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yeniden toparlanma eğilimine giren ithalat ve ihracatta, yılın tamamında önemli düşüşler söz konusu olmuştur. Toplam mal ihracatı 2009 yılında geçen yıla göre yüzde 22,1 oranında azalarak 109,7 milyar ABD dolarına, toplam mal ithalatı ise yüzde 30,7 oranında düşerek 134,4 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2008 yılında 53 milyar ABD doları olan dış ticaret açığı, 2009 yılında 24,7 milyar ABD dolarına inmiştir⁴⁵⁰. 2008 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranı da %65,4 iken 2009 yılında bu oran yükselerek %72,5 olarak gerçekleşmiştir⁴⁵¹. Bu verilere göre, ithalatımızın ihracatımızdan daha hızlı oranda geriliyor olması dış ticaret açığının azalmasına ve ihracatın ithalatı karşılama oranının yükselmesini sağlamakta olduğu görülmektedir. Türkiye'nin ihracatında yaşanan gerileme, doğrudan ihracata yönelik üretim yapan sektörlerde işten çıkarmaların yaşanması sürecini de beraberinde getirmiştir⁴⁵².

4.2.6 Turizm Sektörüne Etkileri

Küresel ekonomik krizden en çok etkilenen sektörlerden biri de turizm sektörüdür. Dünyada enflasyon oranlarının yükselmesi, likiditenin daralması, gıda ve konaklama masraflarının artması gibi faktörler, turizm sektörüne darbe vurabilecek önemli etkenlerin başında gelmektedir. Oluşan kriz ortamı ve belirsizlikler yeni

⁴⁵⁰ Durmuş Yılmaz, "78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması", Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 20 Nisan 2010, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan_GK78.pdf (4 Mayıs 2010), s.11.

⁴⁵¹ Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, "Ekonomik Göstergeler", <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

⁴⁵² Ünal ve Kaya, s.12-13.

yatırımların önünü kesmektedir. Kriz dönemlerinde duraklayan iç pazar, gerileyen dış talep ve yüksek faiz koşulları yatırımcıların, yatırım kararlarını ertelemesine neden olmaktadır. Bankaların kredi imkanlarını sınırlandırması veya finansman maliyetlerini yükseltmesi, turizmcinin yeni yatırımlara yönelmesini zorlaştırmıştır⁴⁵³.

Böylece, Türkiye turizm yatırımlarının toplamda 2007'nin ilk yedi ayında %5.8 olan payı da 2008'de %5.6'ya gerilemiştir. Hazine verilerine göre, 2007'nin ilk 7 ayında turizm toplam tutarı 1 milyar 24 milyon TL olan 94 proje için teşvik belgesi almışlardır. 2008 yılının aynı dönemine ise proje sayısı 86'ya, yatırım tutarı da 992.8 milyon TL'ye düşmüştür. Bu da bir yıl içerisinde yatırımlarda %3'lük bir düşüş meydana geldiğini ortaya koymaktadır⁴⁵⁴.

Ayrıca turizm faaliyetlerinin gelirle doğru orantılı olması sebebiyle kriz ortamında turistlerin harcanabilir gelirlerindeki azalışla turizm taleplerinde de düşüş yaşanmıştır. Fakat Türkiye'de küresel krizin turizm gelirleri üzerindeki olumsuz etkisi, harcamada düşüş olarak ortaya çıkmıştır. Turizm gelirleri 2009 yılında yüzde 3,2 oranında gerilemiştir. Söz konusu gerilemenin esas olarak ortalama turizm harcamalarının azalmasından kaynaklandığı görülmektedir. Nitekim 2009'da ziyaretçi sayısı yüzde 3,3 oranında artmıştır. Diğer hizmet kalemlerindeki iyileşme neticesinde hizmetler fazlasındaki gerileme yüzde 5,3 ile sınırlı kalmıştır. Böylece, cari işlemler açığı 2009 yılında 13,9 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiş, cari açığın GSYİH' ya oranı ise 2008 yılındaki yüzde 5,6'lık düzeyinden 2009 yılında yüzde 2,2'ye gerilemiştir⁴⁵⁵. 2010 yılının ilk 3 aylık döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre turizm gelirleri %2,2 azalarak 2 413,5 milyon \$ gerçekleşmiş olup, kişi başı ortalama harcama yabancılar için 559\$, yurtdışında ikamet eden vatandaşlar için ise 1048\$'dır. Ziyaretçi sayısı da 2009'da olduğu gibi 2010'da da artış göstererek 2009'a göre %3,2 artmıştır. Turizm giderleri de 2009'un aynı dönemine göre %10,4 artış göstererek 989,9 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir⁴⁵⁶.

⁴⁵³ Zafer Yıldız ve Ayşe Durgun, "2008 Küresel Ekonomik Krizi ve Turizm Sektörü Üzerine Etkileri", Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Cilt. 2, Sayı.1, 2010, s.8.

⁴⁵⁴Yıldız ve Durgun, s.9.

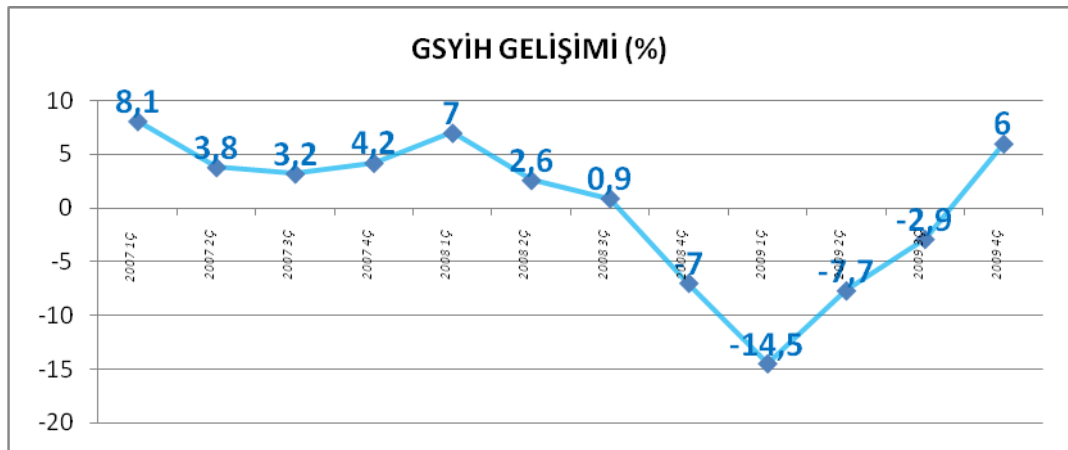
⁴⁵⁵ Yılmaz, 78. *Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması*, s.11.

⁴⁵⁶Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), "Turizm İstatistikleri 2010 Yılı I. Dönem", Haber Bülteni, Sayı.75, 29 Nisan 2010, www.tuik.gov.tr (5 Mayıs 2010).

Burada turist sayısındaki artışa rağmen harcamalarda düşüş yaşanmasında etkili olan Türkiye'nin sahip olduğu avantajlardır. Gelirler düştükçe turizm faaliyetleri 2. plana atılabilir. Bununla birlikte gelirleri düşse bile turizm faaliyetleri için bütçe ayırmış kişiler bulunabilir. Bu kişilerde gelirlerine orantılı olarak daha uygun fiyatlı destinasyon merkezlerini tercih edeceklerdir. Fiyatı pahalı olan turizm merkezleri bu dönemlerde tercih sebebi olmayacaklardır. Böyle durumda yabancı turistler pahalı AB ülkelerinde tatil yapmak yerine görece daha ucuz olan deniz-kum-güneş tatili yapabilecekleri Akdeniz ülkelerini tercih edebilirler. Böyle bir durum da Türkiye'ye öncelik kazandırmaktadır⁴⁵⁷.

4.3 TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON DURUMU

Büyüme



Şekil 15.: GSYİH Gelişimi (Çeyrek Dönemler İtibariyle - %)

Kaynak: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, “Ekonomik Göstergeler”, <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

Türkiye’de küresel krizin etkileri 2008 yılının özellikle 2. yarısından itibaren hissedilmeye başlanmıştır. 2008 yılı 3. çeyrekte %0,9’a gerileyen büyüme oranı 2008 yılı son çeyreği itibariyle negatife dönüşmüştür. 2009 yılı 1. çeyrekte % 14,5 gibi bir oranda rekor seviyede küçülerek resesyona girmiştir. GSYİH’deki olumsuz eğilim 3. ve 4. çeyrekte yavaşlarsa da küçülme devam etmiştir. 2008 yılı son çeyreği itibariyle 4

⁴⁵⁷ Yıldız ve Durgun, s.9.

eyrek st üste daralarak durgunluğa giren Türkiye ekonomisi 2009 yılı son çeyrek itibariye büyümeye dönüşmüştür. IMF verilerine gre⁴⁵⁸, 2008 yılında %0,7 büyüyen Türkiye ekonomisi 2009 yılında %4,7 daralmıştır. Fakat IMF, 2009 yılı son çeyrek itibariyle hem dünyada hem de Türkiye’de gerçekleşen olumlu gelişmeler sonucu 2010 yılı tahminini %5,2 büyüme olarak revize etmiştir.

2010 yılında ekonomiye ilişkin asıl olumlu beklenti büyüme sürecine ilişkindir. Veriler, retim artma sürecinin başladığını ancak henüz yeterli tempoya ulaşmaktan uzak olduğunu gösteriyor. Ocak ayında sanayi üretimindeki artış beklentilerin altında gerçekleşti. Yüzde 16 gibi bir artış beklenirken, artış yüzde 12,1’de kaldı. Bu da son derece sınırlı bir büyüme anlamına geliyor. Ancak Ocak ayında önemli kalemlerden, dayanıklı tüketim malı üretimi yüzde 32, sermaye malı üretimi yüzde 30, ara malı üretimi yüzde 17 ile toplam üretim üzerinde artış gösterdi. İmalat sanayiinde kapasite kullanım oranı ise, Şubat ayında geçen yılın aynı ayına göre 7,5 puan artarak % 67,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranı sektörler bazında incelendiğinde, Türkiye ekonomisindeki toparlanma sürecinin genele yayılmaya başladığı grlmektedir⁴⁵⁹.

İstihdam

Türkiye Ekonomisi 2001 krizi sonrasında istihdamda önemli bir daralma ve artan işsizlikle karşı karşıya gelmiştir. 2002-2007 yıllarına bakıldığında yıllık ortalama GSYH artış oranı yüzde 6,9 iken, ortalama işsizlik oranı yüzde 10,2 olarak gerekleşmiştir⁴⁶⁰. Türkiye ekonomisinde işsizlik rakamları azaltılmaya çalışılırken, küresel kriz süreci ile birlikte işsizlik rakamları artış göstermiştir. İ ve dış talepteki azalmayla reel sektörde yaşanan sıkıntılar sonucu kapasite kullanım oranlarının düşmesi ve üretim gerilemesi doğal olarak işsizlik oranının da yükselmesine sebep olmaktadır.

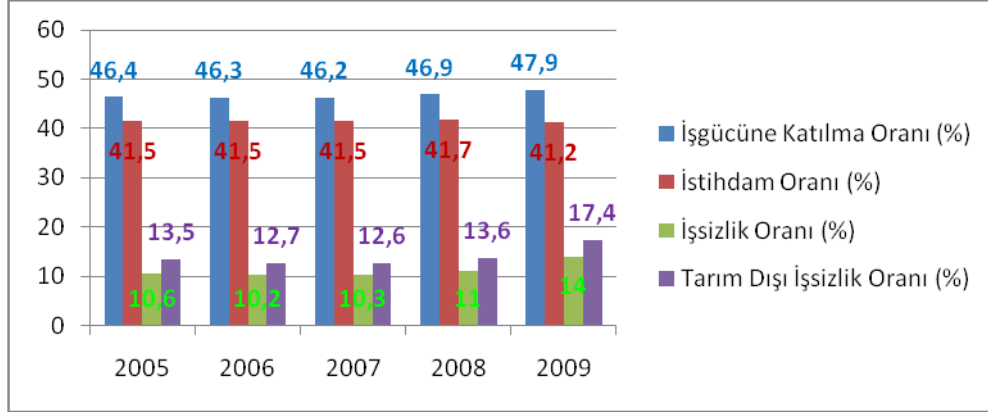
Küresel krizin olumsuz etkileri daha çok sanayi istihdamı üzerinde yoğunlaşırken, inşaat ve hizmetler istihdamındaki etkisi sınırlı düzeyde kalmıştır. 2009

⁴⁵⁸ IMF, World Economic Outlook April 2010, s.164.

⁴⁵⁹ Orkun zbek, “Kriz Sonrası Büyüme İşaretleri”, *AR – GE Bülten*, Mart 2010, ss.3-5, <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010), s.4.

⁴⁶⁰ Susam ve Bakkal, s.83.

yılında sanayi istihdamı yüzde 7 oranında daralırken, inşaat istihdamı yüzde 0,6, hizmetler istidamı ise yüzde 1,4 oranında artmıştır⁴⁶¹.



Şekil 16.: İstihdam ve İşsizlik Oranları

Kaynak: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, “Ekonomik Göstergeler”, <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

2008 yılında 23,8 milyon kişi olan iş gücü, 2009 yılında yüzde 4 oranında artarak 24,7 milyon kişiye ulaşırken, istihdam sadece yüzde 0,4 oranında artmış ve 21,2 milyon kişiden 21,3 milyon kişiye çıkmıştır. Bu dönemde, istihdam düzeyinin neredeyse aynı kalmasına rağmen iş gücüne katılımın hızla artması, işsizlik oranının 2008 yılındaki yüzde 11’lik düzeyinden 2009 yılında yüzde 14’e yükselmesine neden olmuştur. Aynı dönemde tarım dışı işsizlik oranı ise yüzde 13,6’dan yüzde 17,4’e çıkmıştır⁴⁶². Dolayısıyla Türkiye ekonomisinde asıl büyük sorun işsizlik oranıdır. Son verilerden de görüldüğü gibi, krizin asıl faturası işgücü piyasalarına yansımıştır. Doğaldır ki, kriz döneminden sonra sınırlı da olsa büyüme evresine geçtiğimiz şu günlerde istihdamdaki iyileşme zaman alacaktır.

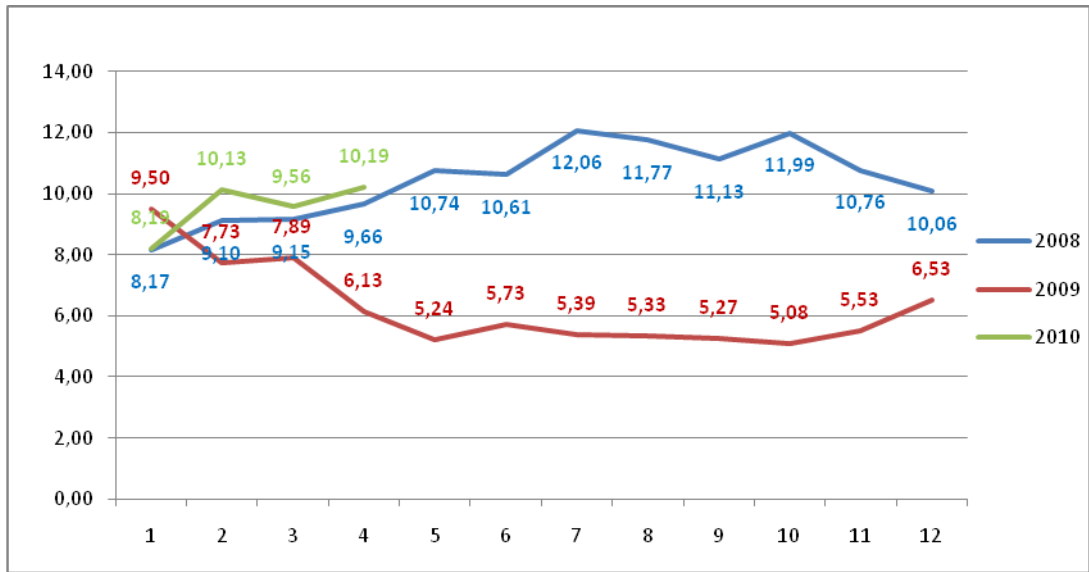
Enflasyon

Gıda ve enerji fiyatlarındaki ivme, 2008 yılının başından itibaren enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir harekete neden olmuş ve Temmuz 2008 itibarıyla, yıllık

⁴⁶¹ Yılmaz, 78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.9.

⁴⁶² Yılmaz, 78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.10.

tüketici enflasyonu % 12,06 ile son dört yılın en yüksek değerine ulaşmıştır⁴⁶³. 2008 yılı son çeyrek itibariyle küresel krizin Türkiye’de etkilerini göstermeye başlamasıyla enflasyon oranlarında da düşüş başlamıştır. 2008 yılını TÜFE’de %10,06 ve ÜFE’de %8,11⁴⁶⁴ ile tamamlayan enflasyondaki düşüş 2009 yılı boyunca da devam etmiştir (Bknz. Şekil 16). Enflasyon son aylarda gıda fiyatlarında görülen artış ve Aralık 2008’in düşük bazı nedeniyle, seneyi bir miktar yükselerek %7,5’lik enflasyon hedefinin oldukça altında, %6,5 seviyesinde bitirmiştir⁴⁶⁵. ÜFE ise 2009 yılını %5,93 seviyesinde tamamlamıştır.



Şekil 17.: Tüketici Fiyatları Endeksi Yıllık Değişim Oranları (%)

Kaynak: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, “Ekonomik Göstergeler”, <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

2009 yılı genelindeki enflasyon gelişmelerini alt kalemler itibarıyla incelediğimizde, vergi ayarlamalarının etkili olduğu gıda ve enerji dışı mallar haricinde kalan tüm ana gruplarda yıllık enflasyonun gerilediği görülmektedir. Gıda grubu fiyatları son yıllara kıyasla daha düşük oranda artış kaydetse de, yıllık enflasyona yukarı

⁴⁶³ Atilla Ercan, “Mortgage Uygulaması ve Krizin Nedenleri – Etkilerinin Değerlendirilmesi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2009), s.162.

⁴⁶⁴ Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, “Ekonomik Göstergeler”, <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

⁴⁶⁵ Deloitte, “Ekonomik Görünüm 2010”, 2010, http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey-tr_fsi_EkonomikGorunum-2010-ocak_160210.pdf (20 Mayıs 2010), s.14.

yönde en fazla katkı yapan alt grup olmuştur. Bu gelişmede, islenmemiş gıda fiyatlarında arz yönlü şokların etkisiyle kaydedilen yüksek oranlı artışlar etkili olmuştur⁴⁶⁶.

2009 yılı sonu itibariyle enflasyonda görülen artışların 2010 yılı süresince de devam edeceği öngörülmektedir. Nitekim Ocak 2010'da sırasıyla %8,19 ve %6,30 seviyesinde gerçekleşen TÜFE ve ÜFE, Nisan 2010'da %10,19 ve %10,42 olarak gerçekleşmiştir (Bknz. Şekil 16)⁴⁶⁷. Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyetteki toparlanma sürecinin devam ettiğini göstermektedir. Para politikası uygulamalarının gecikmeli etkilerinin belirginleşmesiyle iç talep kademeli bir artış eğilimi sergilerken, dış talebe ilişkin belirsizlikler sürmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun, bir müddet hedefin belirgin şekilde üzerinde dalgalı bir seyir izledikten sonra yılın son çeyreğinden itibaren geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine girmesi ve 2011 yılının ilk aylarında hedeflerle uyumlu seviyelere gerilemesi beklenmektedir⁴⁶⁸.

Ödemeler Dengesi

Bir önceki yılın Mart ayında 1.179 milyon ABD doları açık veren cari işlemler hesabı, bu yılın aynı ayında 4.322 milyon ABD doları açık vermiştir. Alt kalemler itibarıyla bakıldığında, dış ticaret açığının bir önceki yılın Mart ayına göre % 189,6 oranında artarak 3.562 milyon ABD dolarına ulaşması, hizmetler dengesi kaleminden kaynaklanan net gelirlerin % 59,4 oranında azalarak 188 milyon ABD dolarına gerilemesi ve gelir dengesi kaleminden kaynaklanan net giderlerin % 95,5 oranında artarak 1.054 milyon ABD doları olması cari açığın artışında etkili olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, 2009 yılının ilk üç aylık döneminde 1.979 milyon ABD doları açık veren cari işlemler hesabı, bu yılın aynı döneminde 9.951 milyon ABD doları açık vermiştir⁴⁶⁹. IMF verilerine göre ise; Türkiye'de cari işlemler açığı 2008'de GSYİH'nın

⁴⁶⁶ Yılmaz, 78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.16.

⁴⁶⁷ Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, "Ekonomik Göstergeler", <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).

⁴⁶⁸ Yılmaz, 78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.17.

⁴⁶⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), "2010 Yılı Ocak - Mart Dönemi Ödemeler Dengesi Gelişmeleri" <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rapor.html> (21 Mayıs 2010).

%5,7'si kadar iken 2009'da azalarak %2,3'ü kadar gerçekleşmiştir. 2010'da ise bu oranın artarak %4'ü bulması öngörülmektedir⁴⁷⁰.

Finans hesaplarında bir önceki yılın Ocak-Mart döneminde 3.436 milyon ABD doları net sermaye çıkışı gerçekleşmişken, bu yılın aynı döneminde 7.849 milyon ABD doları tutarında net sermaye girişi olmuştur. Finans hesaplarının son kalemi olan rezerv varlıkların içinde bulunan resmi rezervler, 2009 yılının Ocak-Mart döneminde 1.278 milyon ABD doları azalırken, bu yılın aynı döneminde 891 milyon ABD doları artmıştır⁴⁷¹.

Tablo 8

Ödemeler Dengesi İstatistikleri

ÖDEMELER DENGESİ (Milyon ABD Doları)		2008	2009	2009 Ocak-Mart	2010 Ocak- Mart
I.	CARİ İŞLEMLER HESABI	-41.946	-13.958	-1.979	-9.951
	Dış Ticaret Dengesi	-53.021	-24.894	-1.266	-8.444
	Hizmetler Dengesi	17.121	16.306	911	463
	Gelir Dengesi	-8.159	-7.669	-2.080	-2.253
	Cari Transferler	2.113	2.299	456	283
II.	SERMAYE VE FİNANS HESABI	36.305	8.977	-3.436	7.849
	Doğrudan Yatırımlar	15.720	6.071	2.063	1.028
	Portföy Yatırımları	-5.046	196	-3.142	2.632
	Diğer Yatırımlar	24.574	2.821	-3.635	5.080
	Rezerv Varlıklar	1.057	-111	1.278	-891
III.	NET HATA VE NOKSAN	5.641	4.981	5.415	2.102

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), “Ödemeler Dengesi İstatistikleri”, <http://www.tcmb.gov.tr/> (21 Mayıs 2010).

Para Politikaları

2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu

⁴⁷⁰ IMF, World Economic Outlook April 2010, s.174.

⁴⁷¹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), “2010 Yılı Ocak - Mart Dönemi Ödemeler Dengesi Gelişmeleri”, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rapor.html> (21 Mayıs 2010).

çerçeve, 2008 yılının Kasım ayından 2009 yılının Kasım ayına kadar politika faizi 1.025 baz puan indirilmiştir. Böylece, Türkiye'nin politika faizi gelişmekte olan ülke sınıfında yer alan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin ortalamasına yaklaşmıştır⁴⁷².

Tablo 9

2008 Temmuz İtibariyle Para Politikası Kurulu Faiz Kararları

Toplantı Tarihleri	Faiz Kararları (Yüzde Puan)	Faiz Oranı (Yüzde)
17 Temmuz 2008	0,50	16,75
22 Ekim 2008	Değişiklik yapılmadı	16,75
19 Kasım 2008	-0,50	16,25
18 Aralık 2008	-1,25	15,00
15 Ocak 2009	-2,00	13,00
19 Şubat 2009	-1,50	11,50
19 Mart 2009	-1,00	10,50
16 Nisan 2009	-0,75	9,75
14 Mayıs 2009	-0,50	9,25
16 Haziran 2009	-0,50	8,75
16 Temmuz 2009	-0,50	8,25
18 Ağustos 2009	-0,50	7,75
17 Eylül 2009	-0,50	7,25
15 Ekim 2009	-0,50	6,75
19 Kasım 2009	-0,25	6,50
17 Aralık 2009	Değişiklik yapılmadı	6,50
14 Ocak 2010	Değişiklik yapılmadı	6,50
16 Şubat 2010	Değişiklik yapılmadı	6,50
18 Mart 2010	Değişiklik yapılmadı	6,50
13 Nisan 2010	Değişiklik yapılmadı	6,50

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, "TCMB Faiz Oranları"
<http://www.tcmb.gov.tr/> (22 Mayıs 2010).

Yılın son çeyreğinde kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma eğilimini göz önüne alan Para Politikası Kurulu (Kurul), faiz indirimlerini kademeli olarak yavaşlatmış ve son iki toplantıda politika faizlerini sabit tutmuştur. Bununla birlikte, küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olduğunu ve toparlanmanın gücüne ve kalıcılığına ilişkin belirsizliklerin

⁴⁷² Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), "Enflasyon Raporu 2010 – I", 2010, <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2010.pdf> (20 Mayıs 2010), s.3.

devam ettiğini dikkate alan Kurul, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceğini vurgulamıştır⁴⁷³.

2009 yılında Merkez Bankası'nın piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliği güçlenmiş, küresel risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere, piyasa faizleri para politikası duruşunu takip ederek tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Ayrıca, faiz indirimleri 2009 yılının ikinci yarısından itibaren kredi faizleri üzerinde de etkili olmuştur. Kredi faizlerindeki düşüş de hızlanmış, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin de desteğiyle yılın son çeyreği itibarıyla kredi piyasalarında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır⁴⁷⁴.

Merkez Bankası ayrıca piyasalara döviz likiditesi sağlamak adına 2008 yılı içerisinde döviz alım ihaleleri yoluyla 7.6 milyar dolar tutarında döviz almış ve mali sisteme kaynak sağlamak için de yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirime gitmiştir⁴⁷⁵. 2009 yılı süresince de Merkez Bankası likidite düzeyindeki kalıcı azalışı göz önüne alarak kredi piyasasını desteklemek amacıyla düzenlemeler yapmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, Haziran ayından itibaren piyasadaki net likidite açığının artması ve likidite açığının kalıcı olma ihtimalinin yükselmesi üzerine kredi mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmıştır. Ekim ayında ise piyasadaki likidite açığının kalıcılığının netleşmeye başlaması üzerine, kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarında indirime gidilmiştir. Ayrıca, bütün bu önlemlerden bağımsız olarak, 2009 yılının sonunda, gerekli likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliği koruyabilmek amacıyla teknik sebeplerden dolayı ikincil piyasadan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) alımına başlanmıştır. Bu çerçevede, 15 Nisan itibarıyla toplam nominal 3,2 milyar TL DİBS karşılığı piyasaya 3,1 milyar TL'lik likidite sağlamıştır⁴⁷⁶.

Döviz likiditesini desteklemeye ve döviz piyasalarının sağlıklı çalışmasını sağlamaya yönelik olarak, Şubat ayında bankaların döviz depo piyasasından ABD doları

⁴⁷³ TCMB, *Enflasyon Raporu 2010 – I*, s.4.

⁴⁷⁴ Yılmaz, 78. *Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması*, s.19.

⁴⁷⁵ Ünal ve Kaya, s.18.

⁴⁷⁶ Yılmaz, 78. *Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması*, s.20.

ve Euro cinsinden alabilecekleri döviz depolarının vadesi uzatılmış, bu piyasada Merkez Bankası taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı düşürülmüştür. Buna ilaveten, döviz piyasalarındaki derinliğin kaybolması ve sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine 10 Mart – 2 Nisan 2009 döneminde döviz satım ihaleleri gerçekleştirilmiş ve bu süre zarfında gerçekleştirilen 18 ihalede toplam 900 milyon ABD doları satılmıştır. Ayrıca reel sektörü desteklemeye yönelik olarak ise Mart ve Nisan ayında yapılan düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılması sağlanmış, kredi limitleri yükseltilmiştir⁴⁷⁷.

Maliye Politikaları

2000-2001 krizine yüksek kamu açıkları ile giren Türkiye ekonomisi, kriz sonrası süreçte uyguladığı sıkı maliye politikası ve mali disiplin anlayışı ile kamu açıklarını önemli ölçüde düşürmüş kamu borçlanma gereğini azaltmış, buna bağlı olarak bütçe üzerindeki faiz yükü giderek azalmıştır⁴⁷⁸.

Fakat küresel kriz ile birlikte kamu mali dengelerinde yaşanan küresel eğilime paralel olarak ülkemizde de 2009 yılında bütçe açığı ve borç stokunun milli gelire oranlarında artışlar söz konusu olmuştur. Bu dönemde, yurt içi talepteki daralma nedeniyle vergi gelirlerinin hedeflenenin altında gerçekleşmesi ve istihdam artışıdaki yavaşlamaya bağlı olarak başta Sosyal Güvenlik Kurumu'na yapılan cari transferler olmak üzere faiz dışı harcamaların hedeflenenin üzerinde artması, bütçe açığındaki artışın başlıca nedenleri olmuştur. 2010 yılının ilk çeyreği itibarıyla kamu maliyesindeki gelişmelere bakıldığında ise, daha çok iktisadi faaliyetteki canlanmayla birlikte vergi gelirlerindeki artışa bağlı olarak merkezi yönetim bütçe dengesinin, geçen yılın aynı dönemine göre daha olumlu bir performans sergilediği görülmektedir. 2009 yılında ülkemizin bütçe açığı diğer gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına göre daha hızlı artmış olsa da, Orta Vadeli Program'da yer alan öngörülere göre, önümüzdeki yıllarda

⁴⁷⁷ Yılmaz, 78. *Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması*, s.21.

⁴⁷⁸ Susam ve Bakkal, s.84.

borç stokunun milli gelire oranının gelişmekte olan ülke ortalamalarından daha düşük seviyelerde seyretmesi beklenmektedir⁴⁷⁹.

Tablo 10

Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri

Milyon TL	2008*	2009			2010			Değişim Oranı (%)
	Yıllık Gerç.	Yıllık Gerç.	Nisan		Bütçe	Nisan		Nisan
			Gerç.	%		Gerç.	%	
Bütçe Giderleri	227.031	267.275	21.010	7,9	286.981	25.173	8,8	19,8
Faiz Hariç Giderler	176.369	214.074	17.972	8,4	230.231	18.121	7,9	0,8
Faiz Giderleri	50.661	53.201	3.038	5,7	56.750	7.053	12,4	132,1
Bütçe Gelirleri	209.598	215.060	20.063	9,3	236.794	20.718	8,7	3,3
Vergi Gelirleri	168.109	172.417	12.814	7,4	193.324	15.330	7,9	19,6
Bütçe Açığı	17.432	52.215	947	1,8	50.187	4.455	8,9	370,6
Faiz Dışı Fazla	33.229	986	2.091	212,1	6.563	2.597	39,6	24,2

Kaynak: T.C. Maliye Bakanlığı, “2010 Nisan Ayı Bütçe Gerçekleşmeleri Raporu”, http://www.maliye.gov.tr/basin_aciklama/2010/2010NiSAN.pdf (22 Mayıs 2010), s.1.

* 2008 yılına dair veriler tablonun aslında bulunmayıp bilgi amaçlı eklenmiştir.

Veriler itibariyle incelersek eğer; 2008 yılında bütçe açığı 17,4 milyar TL gerçekleşmişken 2009 yılında 52,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında ise bütçe açığının 2009’a göre azalarak 50,2 milyar TL olması öngörülmektedir (Bknz. Tablo 10).

Bütçe giderlerine baktığımızda; bütçe gideri 2008 yılında 227 milyar TL iken 2009 yılında 267 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bunun 176 milyar TL’si faiz hariç gider iken 50 milyar TL’si faiz giderleridir (Bknz. Tablo 10). 2008 yılının ikinci yarısından itibaren yatırım harcamaları ekonomiyi canlandırmak amacıyla artırılmış ve bu durum 2009 yılında da devam etmiştir. 2009 yılında merkezi yönetim bütçesinden, sermaye giderleri için 19,8 milyar TL, sermaye transferleri için ise 4,3 milyar TL harcama yapılmıştır. Böylelikle, 2009 yılında yapılan toplam yatırım harcamaları bir önceki yıla göre yüzde 11 oranında artarak 24,2 milyar TL olmuştur⁴⁸⁰.

⁴⁷⁹ Yılmaz, 78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.13.

⁴⁸⁰ T.C. Maliye Bakanlığı, “Maliye Bakanlığı Faaliyet Raporu 2009”, http://www.sgb.gov.tr/Raporlar/İdare_Faaliyet_Raporu/Maliye_Bakanlığı_2009_Yılı_Faaliyet_Raporu.pdf (22 Mayıs 2010), s.39.

Bütçe gelirleri ise; 2008 yılında 209 milyar TL iken 2009 yılında 215 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bütçe gelirleri kaleminin altında yer alan vergi gelirleri de 2008 yılında 168 milyar TL iken 2009 yılında artarak 172 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Fakat 2009 yılı başında 202 milyar TL olarak öngörülmüş ve hedeflenenin altında gerçekleşmiştir. Bunda da küresel ekonomide meydana gelen daralma sebebiyle ekonominin yavaşlama eğilimine girmesi ve krizin etkilerinin azaltılması için yapılan vergi indirimleri etkili olmuştur.

Buna rağmen hem bütçe gelirleri hem de vergi gelirleri, 2009 yılında bir önceki yıla göre yüzde 2,6 oranında artış göstermiştir. Bu durum vergi gelirlerinin ekonominin genel durumuna göre daha iyi bir performans ortaya koyduğunu göstermektedir. Vergi gelirlerindeki düşük oranlı artışta ithalattaki keskin daralmaya paralel olarak ithalde alınan katma değer vergisinin yüzde 12,8 oranında gerilemesi belirleyici olmuştur. Diğer taraftan 2009 yılı Nisan ayından başlayıp Eylül ayı sonuna kadar süren vergi indirimleri sonucu özellikle yılın ikinci yarısından itibaren dahilde alınan katma değer vergisi yüzde 24,1 ve özel tüketim vergisi de yüzde 4,3 artmıştır. Özellikle 2009 yılının son çeyreğinde dahilde alınan katma değer vergisinde ve özel tüketim vergisinde görülen bu artışlar, ekonomik faaliyetlerde bir toparlanma eğilimi olduğuna işaret etmektedir⁴⁸¹.

⁴⁸¹ T.C. Maliye Bakanlığı, *Maliye Bakanlığı Faaliyet Raporu 2009*, s.40.

5. SONUÇ

2000 yılının sonları itibariyle internet ve teknoloji balonunun patlaması, muhasebe yolsuzluklarının açığa çıkması, İkiz kuleler saldırısının gerçekleşmesi, Türkiye ve Arjantin krizlerinin yaşanmasıyla birlikte dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin ortaya çıkmasıyla başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları faiz oranlarını düşürme yoluyla gevşek para politikaları uygulayarak piyasayı fonlama yoluna gitmişlerdir. Para politikasının maliye politikası ile desteklenmesi ve tüketim eğiliminin gayrimenkul sektörü üzerine teşvik edilmesiyle birlikte de gayrimenkul sektöründe ve dolayısıyla ekonominin genelinde canlanma meydana gelmiştir. Bankalar kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak, başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi yatırımı yapmışlardır. Aynı zamanda konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredi çeşitlendirmesine gitmişler ve kredi koşullarını esnekleştirerek de özellikle geri ödeme olasılığı düşük olan tüketicilerin sisteme girmesine ve kredi kullanım oranının hızla artmasına sebep olmuşlardır. Bu durum konut fiyatlarında muazzam artışlar meydana getirmiş ve emlak balonunu şişirdikçe şişirmiştir.

Fakat 2004 yılında likidite bolluğu nedeniyle artan harcamalar ve hammadde fiyatlarındaki artışların yarattığı enflasyonist baskının durdurulması için faiz oranlarında artışlara gidilmesiyle oluşturulan saadet zinciri bozulmaya başlamıştır. Bol ve ucuz likiditenin gayrimenkul sektörü üzerinden aktarılması için yapılan teşvikler sonucunda mortgage kredilerinin yapısında meydana gelen bozulmalar, artan faiz oranlarıyla ödeme gücü düşük yüksek riskli grubun kullandığı değişken faizli “sub prime” konut kredilerinin ve dolayısıyla bu ipoteklere dayalı menkul kıymetlerin geri ödemelerinin yapılamamasına yol açmıştır. Bu durum da, emlak piyasasına talebin azalmasına, konut fiyatlarının düşmesine, ipotek altına alınan konutların ipotek değerini karşılamamasına ve dolayısıyla bu ipoteklere dayalı ihraç edilen menkul kıymetlerin de değerinin düşmesine sebep olmuştur. Bunun sonucu olarak da başlangıçta likidite sıkışıklığı olarak ortaya çıkan sorunlar bu menkul kıymetlere yatırım yapan “hedge fonları” büyük zararlara uğratmış hatta iflas tehlikesiyle karşı karşıya bırakmıştır.

Bu süreçte kredi geri ödemelerinin yapılamamasıyla patlak veren mortgage krizi likidite krizine dönüşmüş ve iflaslar sonucu ABD’de mortgage piyasasında önemli yeri olan yatırım bankacılığı modeli sona ermiştir. Ayrıca küreselleşmiş finansal piyasalar arasındaki sıkı bağlar nedeni ile ABD bankalarının kredi verme riskini türev ürünlerle yabancı yatırımcılara aktarması sonucu da likidite krizi başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılarak küresel krize dönüşmüştür. Ve sonunda finansal piyasalara olan güvenin azalmasıyla birlikte kriz reel sektöre sıçramıştır. Krize karşı birçok ülke önlem paketi hazırlamış istenen sonuca ulaşamayınca faiz oranları indirilmiş, gevşek para ve maliye politikalarıyla krizin etkileri azaltılmaya çalışılmıştır.

Finansal krizin reel ekonomiye yansımalarıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme yavaşlamış, üretim gerilemiş, istihdam dolayısıyla da tüketimde daralma meydana gelmiştir. Krizin dünya ekonomilerine en derin ve yaralayıcı etkisi durgunluk, işsizlik artışı ve bütçe açıklarının giderek artması olmuştur. Ayrıca ortaya çıkan finansal başarısızlıklar ve kamu müdahalesine dayalı kurtarmalar da kapitalizmin sorgulanmasına sebep olmuştur.

İçinde bulunduğumuz dönemde, uluslararası piyasalarda görülen ve geçtiğimiz yıllarda Türkiye’yi de olumlu etkilemiş olan likidite bolluğu sona ermiştir. Gelişmiş ekonomiler resesyonla mücadele etmeye çalışırken Türkiye gibi cari açığı olan ve yabancı sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler ise krizden en çok etkilenen ülkelere dönüşmüşlerdir. Yalnız ABD mortgage krizi kaynaklı küresel kriz Türkiye’yi direkt olarak finans sektörü üzerinden değil reel sektör üzerinden etkilemiştir.

2001 krizi sonrası Türk Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve krizi yaratan ve derinleştiren nitelikler açısından diğer ülkelere göre banka ve finans piyasalarının daha farklı ve dayanıklı olması banka bilançolarını krize neden olabilecek bir problemten korumuştur. Buna rağmen kredi hacimlerinde daralma, takipteki kredilerde artış, kârlılıkta düşüş, yurt dışı kaynakların maliyetlerinde artış ve yabancı sermaye imkânında daralma gibi bankacılık sektörünün riskliliğini artıran etkiler söz konusu olmuştur. Finansal piyasalar açısından da ABD’deki krizin, küresel krize dönüşmesiyle, sıcak para ve sermayenin New York ve Londra gibi büyük merkezlere

dönmesi İMKB'den sermaye çıkışlarına sebep olmuştur. Bu durum Türkiye'nin cari açık finansmanını olumsuz etkilemiş, dış borç kullanımını arttırmıştır.

Reel sektörde yaşanan olumsuzluklara gelince; reel sektör krize yüksek dış borç oranı ve cari açık ile girmiştir. Küresel kredi musluklarının kısılması, kredi maliyetlerinin artışı, iç ve dış talepte meydana gelen daralma, özellikle dış talep daralmasının ihracat kapasitesini etkilemesi gibi birçok nedenden ötürü de reel sektör büyük kayıplar yaşamıştır. Sanayi üretimi özellikle de sermaye malı imalatı küçülmüştür. Üretimin azalması veya durması işletmelerin yeni yatırımlara yönelmemelerine ve/veya çalışanları işten çıkarmalarına sebep olmuş ve gelir azalması sebebiyle de tüketim daralmış ekonominin itici gücü olan sanayi sektörünün girdiği bu darboğaz ekonominin resesyona girmesine sebep olmuştur.

Ayrıca Türk reel sektörünün krize yüksek dış borç oranı ile girmesi özel sektörün kırılabilirlik öğelerinden bir tanesi olmuştur. Bilançolarında yüksek oranlı döviz borcu bulunan şirketler yükselen kredi maliyetleri ve döviz kurundaki pahalılaşmadan olumsuz etkilenmiştir. Fakat 2009 yılında reel sektör dış borcunu çevirmekte sorun yaşamamıştır.

Türkiye'de küresel krizin etkileri 2008 yılının 2. yarısından itibaren hissedilmeye başlanmıştır. Büyüme azalarak negatife dönüşmüş ve ekonomi resesyona girmiştir. İç ve dış talepteki azalmayla reel sektörde yaşan sıkıntılar sonucu da kapasite kullanım oranlarının düşmesi ve üretimin gerilemesi işsizlik oranının artmasına sebep olmuştur. Tüketimde meydana gelen düşüşle birlikte enflasyonda da düşüş gerçekleşmiştir.

Cari işlemler açığına bakıldığında ise; krizin etkisini göstermeye başlamasıyla cari açık azalmıştır. Burada azalmaya en çok etki eden dış ticaret açığında meydana gelen azalma olmuştur. Gerek iç ve dış talepteki daralmadan, gerek ham petrol ve demir çelik başta olmak üzere emtia fiyatlarında ortaya çıkan düşüşlerden dolayı ihracat ve ithalat hızla gerilemiştir.

Krizin etkilerinin azaltılmasına yönelik olarak da para ve maliye politikalarında gevşeme yoluna gidilmiş, faiz oranları düşürülerek, piyasalara döviz likiditesi sağlanarak, vergi indirimleri ve cari transferler yapılarak destek sağlanmıştır.

Son olarak da Türkiye ve dünya genelinde küresel krizin etkilerinin hangi boyutta olacağı ve ne kadar süreceği hala tam olarak öngörülemez de 2010 yılına ilişkin tahminler daha iyimser bir tablo çizmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Adıgüzel, Burak. **İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**. 1. Basım. İstanbul: Beta Yayınları, Hukuk Dizisi 913, Yayın No:1955, Mart 2008.
- Akçay, Belgin. **Türkiye İçin Yeni Bir Konut Finansman Modeli Yaklaşımı**. Ankara: ODTÜ Mimarlık Fakültesi Yayınları, 1993.
- Alp, Ali ve M. Ufuk Yılmaz. **Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi**. 1. Baskı. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Haziran 2000.
- Alptürk, Ercan. **Soru ve Cevaplarıyla Mortgage Sistemi (Tutsat)**. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık, 2007.
- Arıkan, Ahmet Naci. **Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler Nedenleri ve Sonuçları**. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Yayınları, 2008.
- Arıkan, İbrahim. **Kriz Önce Haber Verir Sonra Kapıyı Çalar**. İstanbul: Arıkanlı Holding Yayınları, Mart 2008.
- Baloğlu, Burhan ve Diğerleri. **100 Soruda Mortgage Uygulamaları**. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2007-30, 2007.
- Baydemir, Mehmet. **Dikkat Herkes Tutulu Satışı (Mortgage) Konuşuyor**. 1. Basım. İstanbul: Özuysal Yeminli Mali Müşavirlik Yayınları, Yayın No:1, Temmuz 2005.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK). **ABD Mortgage Krizi**. Sayı.3, İstanbul: Ağustos 2008.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK). **Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları**. Sayı.2, Ankara: Nisan 2008.
- Brenner, Robert. **Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon, Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri**. Bilge Akalın (çev.). İstanbul: İletişim Yayınları – 1274, Araştırma İnceleme Dizisi 219, 2007.
- Brueggeman, William B. and Jeffrey D. Fisher, **Real Estate Finance and Investments**, 12. Edition. New York: McGraw Hill International Edition, 2005.

- Clauretie, Terrence M. and G. Stacy Sirmans. **The Theory and Practise of Real Estate Finance**. Boston: South Western Pub, March 2005.
- Çolak, A. Ender ve Aşkın Alıcı. **Gayrimenkul Yatırım Ortakları: A'dan Z'ye**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2001.
- Doğru, Halil. **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar**. 1. Baskı. İstanbul: Doğru Hukuk Yayınları, Mayıs 2007.
- Fabozzi, Frank J.. **The Handbook of Mortgage-Backed Securities**. 4.Edition. Chicago: Probus Publishing Company, 1995.
- Fabozzi, Frank J. **The Handbook of Mortgage-Backed Securities**. Illustrated 5.Edition. McGraw-Hill Professional, 2001.
- Fabozzi, Frank J.. **The Handbook Of Mortgage Backed Securities**. 6. Edition. New York: McGraw Hill Professional, 2006.
- Fabozzi, Frank J. **The Handbook of Fixed Income Securities**. Illustrated 6.Edition. McGraw- Hill Professional, 2001.
- Fabozzi, Frank J. and David Yuen. **Managing MBS Portfolios**, Pennsylvania: F.J. Fabozzi Associates, 1998.
- Faris, Mark. **Picking A Mortgage Strategy Bank Managment**, November 1991.
- International Monetary Fund (IMF). **World Economic Outlook April 2008, Housing and the Bussiness Cycle**. 2008.
- İstanbul Ticaret Odası (İTO). **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**. Yayın No: 2005-13. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2005.
- Kendal, Leon. **A Primer On Securitization**. Londra: Mit Press, 1996.
- Konuralp, Gürel. **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**. 2. Baskı. İstanbul: Alfa Yayınları, Ocak 2005.
- Oksay, Suna ve Tolga Ceylantepe. **Mortgage ve Mortgage Sigortaları**. TSRSB Yayın No: 21, Sigorta Araştırma ve İnceleme Yayınları – 7. İstanbul: Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Kasım 2006.
- Önal, Yıldırım Beyazıt ve Mustafa Toplaoglu. **İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsat)**. Karahan Yayınları: 53. Adana: Karahan Kitabevi, Nisan 2007.
- Özel, Saruhan. **Global Dengesizliklerin Dengesi**. 4. Basım. İstanbul: Alfa Yayınları 1872, Mayıs 2008.

- Özyüksel, Suna (Oksay). **Türkiye’de Mortgage Sistemi ve İlgili Mevzuat**. İstanbul: Ceyma Matbaacılık, TSEV (Türk Sigorta Enstitüsü Vakfı) Yayın No: 33, 2007.
- Uğur, Arif. **Mortgage**. 1. Baskı. Ankara: Destek Yayınları 12, Finans Dizisi 3, Mart 2007.
- Uludağ, İlhan. **Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri**. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 1997-48, Kasım 1997.
- Uludağ, İlhan ve Erişah Arıcan. **Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar, Kurumlar, Araçlar**. 1. Basım. İstanbul: Beta Basım Yayım, Temmuz 1999.
- United Nations Center For Human Settlements (Habitat). **Housing Finance For Developing Countries: A Methodology for Designing Housing Finance Institution**. Training Material Series, Nairobi: 1991.
- Uzunoğlu, Sadi. “Dünya Ekonomisinde Hammadde Fiyatlarının Yarattığı Kaos”. Sadi Uzunoğlu (Ed.). **Güncel Ekonomik Sorunlar: Dünya Ekonomisi** içinde. İstanbul: Literatür Yayınları 535, Kasım 2007, ss.15-31.
- Uzunoğlu, Sadi. **Para ve Döviz Piyasaları**. Genişletilmiş 2. Basım. İstanbul: Literatür Yayınları, Mart 2003.
- Taff, Laurence G..**Investing In Mortgage Securities**. Illustrated Edition. CRC Press, 2003.
- T.C. Ziraat Bankası A.Ş.. **Mortgage Ülkemizdeki ve Dünyamızdaki Uygulamaları**. Eğitim Yayınları No:18, Ankara: 2008.
- Teker, Murat Bahadır. **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**. 2. Baskı. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2000.
- Turner, R.J.. **The Mortgage Maze: The Complete Guide To The Risks And Rewards Of Creative Real Estate Financing**. Arlington, VA: Alexandria House Books, 1982.
- Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD), **Türk Amerikan Ekonomik ve Ticari İlişkilerin Analizi ve Geleceğe Yönelik Öneriler**, Yayın No: TÜSİAD – T/2002 – 12/347, İstanbul: Aralık 2002.
- Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD). **Türkiye’de Yeniden Yapılanma Arayışları ve Seçilmiş Sektör/Kurum Politika Örnekleri**. TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:2, Yayın No: TÜSİAD-T/2005-06/399, İstanbul: Haziran 2005.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB). **Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?**. Ankara: Aralık 2008.

Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.. **Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri**. Ankara: Ekim 2008.

Yetgin, Feyzullah. **Mortgage Sistemi: Türkiye (Teori-Uygulama)**. 1. Basım. İstanbul: Dünya Gazetesi Kitaplığı Günün Kitapları: 1, Şubat 2007.

Sürekli Yayınlar

Abdioğlu, Hasan. “Mortgage Sözleşmelerinde Üçüncü Taraflarca Yapılan Hileler ve Bu Hileleri Ortaya Çıkarmaya Yönelik Kırmızı Bayraklar”. **Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)**. Sayı:35, Temmuz 2007, ss.160-171.

Akçay, Belgin. “Kentleşmede Yeni Konut Finansman Modelleri”. **İktisat İşletme ve Finans**. Cilt.14, Sayı.163, Ekim 1999, ss.88-94.

Berberoğlu, Murat. “Mortgage – İpotekli Konut finansman – Sistemi ve bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği”. **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**. Cilt.1, Sayı.2, Kış 2009, ss.119-145.

Demir, Hülya ve Vildan K. Palabıyık. “Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredisi Sistemi”. **HKM Jeodezi, Jeoinformasyon ve Arazi Yöntemi Dergisi**. Sayı.2005/92, Mart 2005, ss.3-12.

Fisher, Jeffery D. ve Brain R. Webb. “Hybrid Mortgages: A Blend of Debt and Equity”. **Real Estate Finance**, Vol. 1, No.2, 1994, ss.36-41.

Kelman, Andrew. “Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: Prudent CRA Investment Opportunities”. **Community Investment**, March 2002, ss.20-23.

Leeds, Eva Marikova. “The Riskness of Price-Level Adjusted Mortgages”. **Review of Business**. Vol.15, No.1, 2001, ss.42-45.

Oksay, Suna. “Mortgage ve Türkiye”. **Birlik’ten**. Sayı.2, Ekim-Aralık 2005, ss.10-15.

Özince, Ersin. “İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler”. **Bankacılar Dergisi**. Sayı.55, 2005, ss.45-49.

Tantan, Saadet. “Amerika Birleşik Devletleri ve Türkiye’de Konut Finansmanı Sürecinde Kamunun Rolü”. **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri**. Sayı.5, Şubat-Mart 1999, ss.75-80.

Topaloğlu, Mustafa ve Yıldırım Beyazıt Önal. “Konut Finansman Sisteminde Mortgage Sigortası”. **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**. Cilt.24, Sayı.1, Haziran 2007, ss.109-136.

Tunalı, Halil. “Mortgage Sistemi: Temelleri, Gelişimi ve Krizi”. **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt.58, Sayı.1, 2008, ss.99-124.

Yıldız, Zafer ve Ayşe Durgun. “2008 Küresel Ekonomik Krizi ve Turizm Sektörü Üzerine Etkileri”. **Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi**, Cilt. 2, Sayı.1, 2010, ss.1-15.

Yayınlanmamış Tezler

Akçayer, Barkın. “Kriz Teorileri Işığında Mortgage Krizi ve Etkileri”. **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2009.

Ardıçlı, Seda. “Türkiye’de Konut Sorunu ve Uzun Vadeli İpotek Kredileri (Mortgage Sistemi)”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Yıldız Teknik Üniversitesi FBE, 2003.

Bank, Semra. “Konut Finansmanı Sistemi ve Türkiye Uygulaması”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Karadeniz Teknik Üniversitesi SBE, 2006.

Bayar, Gültekin. “İpoteğe Dayalı Konut Kredisi Uygulamasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2008.

Bebercuma, Hakan. “ Mortgage Konut Finansmanı Sistemi ve Türkiye’deki Yapı”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2006.

Berberoğlu, Murat Gökşin. “Konut Finansmanı ve Türkiye’ye Uygun Model Önerisi”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**. İstanbul Teknik Üniversitesi SBE, 2005.

Bolay Gerçek, Sibel Belma. “Mortgage”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. İstanbul Üniversitesi SBE, 2007.

Caka, Salih. “Konut Finansman (Mortgage) Sistemi ve Sigortalarının İncelenmesi Finans Sektörüne Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2007.

Cebe, Yalçın. “İpotekli Konut Kredi Sistemi ve Türkiye Uygulaması”. **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Gazi Üniversitesi SBE, 2007.

Çetin, Ali Cüneyt. “Konut Finansman Yöntemleri Ve Türkiye Kosullarında Uygulanabilirlik Analizleri”. **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2002.

Çıtmacı, Barbaros. “Alternatif Finansman Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2001.

Dalaman, Haluk Erkoç. “ABD’deki İpotek Kredisi, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ve Türkiye’de Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Akdeniz Üniversitesi. SBE, 1998.

- Dağlaroğlu, Afşın. “Türkiye’de İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve İkincil Piyasaların Oluşumu”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Selçuk Üniversitesi SBE, 2006.
- Dişbudak, Derya. “İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, 2006.
- Ercan, Atilla. “Mortgage Uygulaması ve Krizin Nedenleri – Etkilerinin Değerlendirilmesi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2009.
- Gulamov, Serdar. “İpotek Sisteminin Türkiye Sermaye Piyasasına Muhtemel Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Uludağ Üniversitesi SBE, 2007.
- Güler, Yunus Bahadır. “İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sisteminin (Mortgage) Tüketicilerin Konut Talebine Olası Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Atılım Üniversitesi SBE, 2007.
- Gülşen, Erdem. “İpotekli Konut Finansman Sistemi Mortgage”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Kadir Has Üniversitesi SBE, 2008.
- Gümrah, Atalay Muharrem .“Analysis of Different Housing Finance Methods and a Proposal of Housing Finance Model for High and Volatile Inflationary Economies”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Boğaziçi Üniversitesi FBE, 1994.
- Gürgün, Merter. “Housing Finance in High and Uncertain Inflationary Environments”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Boğaziçi Üniversitesi SBE, 1997.
- İnam, Esin Önal. “İpotek Karşılığı Menkul Kıymetleştirilmiş Krediler ve Muhasebe Uygulamaları”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Gazi Üniversitesi SBE, 2008.
- Kaldırım, Zehra. “İpoteğe Dayalı Konut Edinme Sistemi (Mortgage)”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Yıldız Teknik Üniversitesi FBE, 2006.
- Kurç, Özgür. “Türkiye’de Konut Finansmanına Yeni Bir Yaklaşım: Mortgage Sistemi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. İstanbul Teknik Üniversitesi FBE, 2005.
- Nural, Mehmet Tugay. “Mortgage Sistemi, Dünya Üzerindeki Uygulamaları ve Türkiye’deki Uygulanırlığı”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Haliç Üniversitesi SBE, 2006.
- Özkan, Çağrı. “Konut Kredileri ve Menkulleştirme”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. İstanbul Teknik Üniversitesi FBE, 2007.

- Öztürk, Bilge L.. “Türkiye’de Konut Sorunu ve Konut Finansman Sistemi (Mortgage)”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Anadolu Üniversitesi SBE, 2008.
- Selimoğlu, Alper Tolga. “Türkiye’de Konut Finansmanı ‘Mortgage’ Konusunun İlgili Yasa Tasarısı Çerçevesinde İncelenmesi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. İstanbul Teknik Üniversitesi FBE, 2006.
- Süme, Neslihan. “Gayrimenkul Finansmanında İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Yıldız Teknik Üniversitesi SBE, 2007.
- Şahin, Zuhul. “İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage Sistemi) ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Gazi Üniversitesi EBE, 2008.
- Temel, Feride Zeynep. “Konut, İpotek Bankacılığı ve Türkiye”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi BSE, 2003.
- Yalın, Ahsen. “Konut Yapı Kooperatiflerinde Pazarlama Stratejilerinin Rekabet Üstünlüğü Yaratması ve Mortgage Sisteminin Konut Yapı Kooperatiflerinin Pazarlama Stratejilerine Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2007.
- Zeynalov, Emil. “İpoteğe Dayalı Konut Kredileri: Azerbaycan Uygulaması”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, 2008.

İnternet

- ABD Ekonomisi Yüzde 5.9 Büyüdü: Resesyondan Çıkış Sinyali Verdi*. 02 Mart 2010. <http://www.nethaber.com/Ekonomi/135659/ABD-ekonomisi-YUZDE-59-buyudu-resesyondan-CIKIS> (25 Mart 2010).
- ABD’de Tüketici Harcamaları Arttı*. 29 Mart 2010. <http://www.ekotrent.com/haber/20100329/ABDde-tuketici-harcamalari-artti.php> (14 nisan 2010).
- Afşar, Bilge. “Küresel Krizin Nedenleri Neler? Kriz Nasıl Başladı, Nasıl Yayıldı?”. 17 Kasım 2008. <http://www.kto.org.tr/tr/dergi/dergiyazioku.asp?yno=1446&ano=88> (10 mart 2010).
- Aktaş, Alaattin. “Kriz Özel Sektöre Dış Borç Yönünden Pek Uğramadı”. 18 Şubat 2010. http://www.dunya.com/kriz-ozel-sektore-dis-borc-yonunden-pek-ugramadi_30_78639_yazar.html? (5 Mayıs 2010).
- Alantar, Doğan. “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”.

http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuc_lari_MFY81.pdf (2 Nisan 2010).

Alptekin, Erdem. “Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ile Sanayisine Yansımaları ve Dipten En Az Zararla Çıkış Yolları”. *AR – GE Bülten*. Haziran 2009, ss.5-12. <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010).

Alptekin, Erdem. “Küresel Virüs Bize de Bulaştı”, *AR – GE Bülten*. Kasım 2008, ss.5-9. <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010).

Amerika’daki Mortgage Krizi Nasıl Patladı - Türkiye Aynı Hataları Yapacak mı?. 10 Nisan 2008. <http://www.finzoom.com.tr/Info/art/Advices/Amerika-daki-Mortgage~952e6815b2be483da5236d2ff4ad4e1c/> (23 Şubat 2010).

Balloon/Reset Mortgages. (t.y). http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what_is/balloon_reset.html (6 Nisan 2009).

Bayram, Müfit. “Dünyada Ekonomik Kriz Derinleşirken Ülkemiz Gayrimenkul Sektörünün Durumu, Beklentiler”. 2008. http://www.yayed.org.tr/genel/bizden_detay.php?kod=647&tipi=7&sube=0 (2 Mayıs 2010).

Borç ve Deflasyon Yükü. 9 Eylül 2009. <http://tcdcompany.com/Deflasyon%20Riski.pdf> (20 Nisan 2010).

Borsa Yatırımcıları Derneği (BORYAD). “Mortgage Krizi Dünyayı Sarsıyor”. 21 Ocak 2008. <http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html> (15 Aralık 2008).

Civelek Yüce, Burcu. “Küresel Finansal Kriz ve Türk Bankacılık Sektörü”, *Görüş*. Kasım 2009, ss.32-34. http://www.mgmt.boun.edu.tr/images/stories/dokumanlar/leaders/Issue_010/09-008.pdf (4 Mayıs 2010).

Coşkun, Yener. “Küresel Kriz Sürecinde Yatırım Bankaları ile Diğer Finansal Aracılarda Yaşanan Finansal Başarısızlıklar ve Kamusal Müdahaleler”, *Bankacılar Dergisi*. Aralık 2009, Sayı.71, ss.23-47. <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/sayi71.pdf> (12 Nisan 2010).

DEİK / Türk - Amerikan İş Konseyi (TAİK). “ABD Ekonomisi ve Türk - Amerikan Ekonomik İlişkileri”. Kasım 2004. <http://www.adana-to.org.tr/TR/UlkeRaporlari/Raporlar/US.pdf> (29 nisan 2010).

Deloitte, “Ekonomik Görünüm 2010”. 2010. http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey-tr_fsi_EkonomikGorunum-2010-ocak_160210.pdf (20 Mayıs 2010).

- Demokratlar, Obama'nın Yeni Ekonomik Kalkınma Planını Açıkladı.* 19 Ocak 2009.
<http://www.nethaber.com> (15 Nisan 2010).
- Ekonomide 2009 Nasıl Geçti?.* 1 Ocak 2010.
<http://www.denizhaber.com/HABER/20587/28/ekonomik-kriz-borsa-avro-imf-dolar-tl-ekonomi-turkiye.html> (14 Nisan 2010).
- “Ekonomik Krizin Türkiye Üzerindeki Etkileri”. 7 Nisan 2009.
<http://www.milligazete.com.tr/haber/ekonomik-krizin-turkiye-uzerindeki-etkileri-121505.htm> (2 Mayıs 2010).
- Erdönmez, Pelin Ataman. “Aktif Menkul Kıymetleştirmesi”, *Bankacılar Dergisi*. 2006, Sayı.57, ss.75-84. www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57 (8 Mayıs 2009).
- Erdönmez, Pelin Ataman. “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılar Dergisi*. 2009, Sayı. 68, ss. 85-101.
<http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/68.pdf> (10 Mart 2010).
- Ersel, Hasan. “En Zenginlerden ABD’nin Zor Durumu”. 24 Mart 2010.
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=138132&YZR_KOD=5 (20 Nisan 2010).
- Fuat Ercan, “Sermayenin Aşırı Değersizleşme ve Birikim Krizi”. 15 Nisan 2009.
<http://fuatercan.wordpress.com/2009/04/15/sermayenyn-athiri-byrykym-ve-dedhersyzlethme-kryzy/> (20 Mart 2010).
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER). “Türkiye ve Dünya Gayrimenkul Sektör Raporu 4. Çeyrek 2009”. 2010. <http://www.gyoder.org.tr/> (2 Mayıs 2010).
- Gross Domestic Product (GDP) Growth (Annual %). (t.y.).
<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> (20 Nisan 2010).
- Gürleyen, Serhat. “2010 Yılı İçin Öngörüler ve Öneriler”. 01 Şubat 2010.
http://www.dunyagazetesi.com.tr/2010-yili-icin-ongoruler-ve-oneriler-serhat-gurleyen_43_76667_yazar.html (20 Nisan 2010).
- Historical US Inflation Rate 1914- Present.* (t.y). <http://www.inflationdata.com> (1 Nisan 2010).
- <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com> (17 Nisan 2009).
- <https://www.ginniema.gov/about/about.asp?subTitle=About> (26 Ocak 2010).
- International Monetary Fund (IMF). “World Economic Outlook April 2010”. 2010.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf> (20 Nisan 2010).

- İstanbul Sanayi Odası (İSO). “Ekonomik Durum Tespit Anketi Sonuçları 2009 - I”. 1. Baskı. İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayınları No: 2009/10, Ağustos 2009. www.iso.org.tr (6 Mayıs 2010).
- İstanbul Sanayi Odası (İSO). “Ekonomik Durum Tespit Anketi Sonuçları 2009 - II”. 1. Baskı. İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayınları No: 2010/2, Şubat 2010. www.iso.org.tr (6 Mayıs 2010).
- Kahyaoğlu, M. Burak. “Minsky Modeli Çerçevesinde Küresel Mortgage Krizi”, *Politika Dergisi*. Ocak 2009, Sayı.11, ss.27-28. <http://www.politikadergisi.com/makale/minsky-modeli-cercevesinde-kuresel-mortgage-krizi> (09 Mart 2010).
- “Konut Fiyatlarındaki Düşüş Nedenleri, İnşaat Sektörü ve Tüketicilere Olan Etkileri”. 18 Aralık 2009. <http://www.anreva.com.tr/gayrimenkuldegerleme/md55-36-Konut-Fiyatlarindaki-Dusus-Nedenleri-Insaat-Sektoru-ve-Tuketicilere-Olan-Etkileri-.aspx> (2 Mayıs 2010).
- Küçükkocaoğlu, Güray. “Bireysel Emeklilik Bağlantılı Konut Finansman Sistemi”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*. Mayıs-Haziran 2006, Sayı.48, ss.1-12. <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselbesvekfs.pdf> (04 Mayıs 2009).
- “Mortgage Krizi ve Türk Ekonomisine Etkileri”. 01 Ağustos 2008. <http://www.sedefed.org/default.aspx?pid=57574&nid=49682> (10 Şubat 2010).
- North Carolina Department of Insurance. A Consumer’s Guide to Private Mortgage Insurance. <http://www.ncdoi.com> (3 Şubat 2010).
- Oksay, Suna. “Dünyada ve Türkiye’de Mortgage Sigortaları”, *Türk Sigorta Enstitüsü Vakfı (TSEV)*. www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/SunaOksay.ppt (3 Şubat 2010).
- Özbek, Orkun. “Kriz Sonrası Büyüme İşaretleri”. AR – GE Bülten. Mart 2010, ss.3-5. <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/IZTO+Bilgi/bulten/> (29 Nisan 2010).
- Özbek, Orkun. “Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği”, *AR&GE Bülten*. Aralık 2009, ss.3-6. <http://www.izto.org.tr> (20 Nisan 2010).
- “Özel Sektör Açısından 2009’da Ne Yaşandı? 2010’da Ne Yaşanacak?”. (t.y.). <http://www.kayso.org.tr/b2b/kaysobilgi/dosyalar/kapak.pdf> (5 Mayıs 2010).
- Özsan, Onur. “Mortgage Sisteminin Temelleri”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*. Temmuz-Ağustos 2005, Sayı.43, ss.1-7. http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=3726 (20 Nisan 2009).
- Safdari, Akbar. “Global Ekonomik Krizin Sebepleri Türkiye Üzerinde Etkileri”. 20 Ocak 2009. <http://akbarsafdari.blogspot.com/2009/02/global-ekonomik-krizin-sebepleri.html> (3 Mayıs 2010).

- Susam, Nazan ve Ufuk Bakkal. “Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?”, *Maliye Dergisi*. Temmuz-Aralık 2008, Sayı.155, ss.72-88.
http://portal1.sgb.gov.tr/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/155/05.Nazan.SUSAM_Ufuk.BAKKAL.pdf (6 Nisan 2010).
- Şimşek, Hayal A. ve Asuman Altay. “Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi”, *Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*. Şubat 2009, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_528.pdf (12 Nisan 2010).
- Whalen, Charles. “The US Credit Crunch of 2007, A Minsky Moment”, *Public Policy Brief, The Levy Economics Institute of Bard College*. 2007, No.92. <http://www.slideshare.net/businessanalyst/credir-crunch-from-the-levy-economics-institute-presentation> (30 Mart 2010).
- What is a Buydown, 3-2-1 Buydown, 2-1 buydown and 1-0 buydown?. (t.y). <http://www.creditanddebt.com/mortgage/buydown.html> (6 Nisan 2009).
- What is a Dual Index Mortgage?. (t.y). <http://www.mortgageqna.com/mortgage-loan-types/what-is-a-dual-index-mortgage.html> (13 Nisan 2009).
- Saltoğlu, Burak. “Kredi Krizi Nedenleri ve Türkiye Ekonomisi”, **Boğaziçi Üniversitesi TBB Eğitimi**. İstanbul, 9 Kasım 2009, ss.1-93. www.tbb.org.tr/Dosyalar/Konferans_Sunumlari/kredi_2009_kasim.ppt (15 Nisan 2009).
- Selçuk, Bora ve Naci Yılmaz. “Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye’ye Etkileri”, *Uluslararası Finans Sempozyumu 2008*, 19 Aralık 2008, ss.335-355. <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/33.pdf> (15 Haziran 2009).
- SPK. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri:III, No.33, Ağustos 2007. ss.193-203. http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_2/2_11_IpotekTeminatli_MK.pdf, (7 Mayıs 2009).
- SPK. Konut Finansmanı Fonları ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri: III, No.34. Ağustos 2007. <http://www.spk.gov.tr> (7 Mayıs 2009).
- T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Anlaşmalar Genel Müdürlüğü. “ABD Ülke Profili ve İkili İlişkiler Notu”. Mart 2009. <http://www.dtm.gov.tr> (22 Nisan 2010).
- T.C. Maliye Bakanlığı. “Maliye Bakanlığı Faaliyet Raporu 2009”. http://www.sgb.gov.tr/Raporlar/İdare_Faaliyet_Raporu/Maliye_Bakanligi_2009_Yili_Faaliyet_Raporu.pdf (22 Mayıs 2010).

- T.C. Maliye Bakanlığı. “2010 Nisan Ayı Bütçe Gerçekleşmeleri Raporu”. http://www.maliye.gov.tr/basin_aciklama/2010/2010NiSAN.pdf (22 Mayıs 2010).
- The Bond Market Association. An Investor’s Guide to Collateralized Mortgage Securities (CMOs). 2003. http://www.freddiemac.com/mbs/docs/investors_guide_CMOs.pdf (28 Ocak 2010).
- Tonguç, Erdem. “Para Politikaları ve Finansal Piyasalar”, *Genbilim*. Ocak 2001. <http://www.genbilim.com/content/view/1398/89/> (20 Nisan 2009).
- Topbaş, Neslihan. “Finansal Kriz Ortamında Bankaları Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yönteminin Etkileri”, *Bankacılar Dergisi*. 2009, Sayı.68, ss.56-64. <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/68.pdf> (10 Mart 2010).
- Tunç, Havva. “Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Yansıması”. 1 Temmuz 2009. <http://www.havvatunc.com/kuresel-krizin-turkiye-ekonomisi-uzerindeki-yansimasi-g-138-102.html> (3 Mayıs 2010).
- Türk - Amerikan İş Konseyi (TAİK). “Türkiye – ABD Ticari ve Ekonomik İlişkileri ve Güncel Konular”. Eylül 2006. <http://www.taik.org/Default.aspx?mID=46&pgID=74&langid=2> (22 nisan 2010).
- Türkiye Cumhuriyeti Dış İşleri Bakanlığı. “Türkiye – Amerika Birleşik Devletleri Ekonomik İlişkileri”. <http://www.mfa.gov.tr/turkiye-amerika-birlesik-devletleri-ekonomik-iliskileri.tr.mfa> (29 Nisan 2010).
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB). “Enflasyon Raporu 2010 – I”. 2010. <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2010.pdf> (20 Mayıs 2010).
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB). “Ödemeler Dengesi İstatistikleri”. <http://www.tcmb.gov.tr/> (21 Mayıs 2010).
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. “TCMB Faiz Oranları”. <http://www.tcmb.gov.tr/> (22 Mayıs 2010).
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB). “2010 Yılı Ocak - Mart Dönemi Ödemeler Dengesi Gelişmeleri”. <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/rapor.html> (21 Mayıs 2010).
- Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü.* (t.y.). http://www.martigyo.com.tr/turkiyede_gayrimenkul_sektoru.asp (2 Mayıs 2010).
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). “Turizm İstatistikleri 2010 Yılı I. Dönem”. Haber Bülteni. Sayı.75, 29 Nisan 2010. www.tuik.gov.tr (5 Mayıs 2010).

- Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü. “Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri”. Ankara: Ekim 2008. [http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2008-GA/Kuresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri.pdf](http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2008-GA/Kuresel_Mali_Kriz_ve_Reel_Sektore_Muhtemel_Etkileri.pdf) (18 Mart 2010).
- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. “Ekonomik Göstergeler”. <http://www.tobb.org.tr/ist/eg.php> (16 Mayıs 2010).
- TÜSİAD ABD Temsilciliği. “ABD Finans Sisteminde Yaşanan Kriz Üzerine Notlar”. 18 Eylül 2008. http://www.bulentsenver.com/Kultur/pdf/ABD%20FINANS%20SISTEMIND E%20%20KRIZ_200809.pdf (27 Mart 2010).
- United States Department of Labor (U.S. Department of Labor). (t.y.). <http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet> (14 Nisan 2010).
- U.S. International Trade in Goods and Services. (t.y.). http://www.census.gov/foreign-trade/Press-Release/current_press_release/exh1.pdf (21 Nisan 2010).
- Ünal, Ali ve Hüseyin Kaya. “Küresel Kriz ve Türkiye”, *Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi*. Şubat 2009. www.ekopolitik.org (10 Mart 2010).
- Yeldan, Erineç. “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?”. *Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi*. Sayı.20, 2009/1, ss.11-28. <http://www.calismatoplum.org/sayi20/yeldan.pdf> (20 Nisan 2010).
- Yetim, Yetim. “Küresel Krizin Anatomisi ve Türkiye’ye Etkileri”, *AR&GE Bülten*. Ekim 2008. <http://www.izto.org.tr> (8 Nisan 2010).
- Yılmaz, Durmuş. “Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”. İstanbul: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Mart 2009. [http://www.sgb.gov.tr/esad/Kaynaklar/Sunumlar Konuşmalar/Merkez Bankası Başkanı/2009/Başkanın Boğaziçi Üniversitesinde Yaptığı Konuşma \(İstanbul, 04.03.2009\).pdf](http://www.sgb.gov.tr/esad/Kaynaklar/Sunumlar_Konuşmalar/Merkez_Bankası_Başkanı/2009/Başkanın_Boğaziçi_Üniversitesinde_Yaptığı_Konuşma_(İstanbul_04.03.2009).pdf) (17 Mart 2010).
- Yılmaz, Durmuş. “78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması”. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 20 Nisan 2010. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan_GK78.pdf (4 Mayıs 2010).
- 10 Soruda Mortgage Krizi. 22 Ağustos 2007. http://www.haberne.com/haber.php?haber_id=394 (15 Aralık 2008).