

Avrupa Birliği'ne Üyelik Sürecinde Türkiye'de Konut Finansmanı Sistemi

Active Finans - 2005

Onur Özsan

Özet

Avrupa Birliği'ne üyelik sürecinde Türkiye'nin kar ılamak durumunda bulundu u ekonomik kriterler mevcuttur. Bu kriterler ülkenin gayrimenkul kaynaklarının azami de erlendirilmesi gereklili ini ortaya çıkarmaktadır. Türkiye ile aynı süreçte de erlendirilen ve liberal pazar ekonomisini geçti imiz 15 yıl zarfında benimseyen Do u Avrupa ülkeleri ipote e dayalı menkul kıymet pazarlarının tesisinde önemli yol katetmi lerdir. Avrupa Komisyonu direktifleri birli e üye ülkelerde ipote e dayalı menkul kıymet piyasalarının kurulu ve faaliyet esaslarını genel olarak tarif etmekte ise de, her üye ülkenin kendi artlarına uygun birtakım alternatif düzenlemeler yapma imkanı bulunmaktadır. Çalışmada incelenen Bulgaristan, Romanya, Hırvatistan ve Polonya'nın yanısıra ana modeller olan Amerikan ve Alman sistemlerinden de istifade ederek, Türkiye'nin mevcut kurumsal altyapısına yönelik birtakım önerilerde bulunulmu tur.

I. Giri

Ülkelerin ekonomik gelişim seviyelerinin bir ölçüsü de ülke varlıklarının çeşitliliği olan gayrimenkul varlıklarının ne ölçüde değerlendirilebildiğidir. Söz konusu gayrimenkul varlıklarının azami surette değerlendirilebilmesi, çabada finansman yöntemleri ile menkul kıymetler aracılığıyla sermaye piyasalarına katılımı yoluyla mümkün olmaktadır. Böylece sabit kıymetlerde uzun vadeye bağlı bulunan mali kaynakların sermaye piyasalarında tekrar tekrar değerlendirilebilmesi mümkün olmakta, piyasadaki sermaye hareketi artırılmaktadır.

Ülkemizde bu tür pazarlar değişik sebeplerden dolayı gelişmemiştir, ancak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetleri, bankaların konut kredilerini esas alan varlıklarına dayalı menkul kıymetler gibi diğer pazarlar oluşturulabilir. Ne yazık ki ülkemize benzer makroekonomik koşullara sahip Malezya, Endonezya, Bulgaristan, Guatemala, Kolombiya, Ürdün gibi ülkelerde dahi ipotek varlıklarının menkul kıymetleştirilmesi ve bu kıymetlere yönelik pazarların oluşturulması temin edilebilmiştir (Renaud 2003).

Ülkemizin içinde bulunduğu Avrupa Birliği'ne üyelik sürecinde, karlılaşması gereken kapsamlı ekonomik kriterler mevcuttur. Bu ekonomik kriterlerin karlılaşabilmesi için ülkemizde pazar ekonomisini güçlendirici birtakım yapısal reformlar 2000 yılından bu yana yapılmaktadır. Bu reformlar ile Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir büyüme sürecine girmesi hedeflenmektedir. Ancak dönen sermaye stoğunun kısıtlı olduğu ülkemizde bu hedefe ulaşmak için çaba gerektirmektedir. Pazar oyuncularına amade bulunan sermaye stokunun artırılması için sabit varlıklarda kısıtlanmamış sermayenin dönen varlıklarına dönüştürülmesi gerekmektedir. Bu dönüşüm ülkemizde ipotekle bağlı menkul kıymet piyasalarının oluşturulması ile mümkün olacaktır.

Bu çalışmada Türkiye'de ipotekle dayalı menkul kıymet pazarlarına yönelik model seçenekleri incelenecektir. Bu kapsamda öncelikle, çalışmada kullanılan terminoloji hakkında kısa bilgi verilecektir. Bunun akabinde, ipotek varlıklarının iktisadi önemi ve bu varlıkların menkul kıymetleştirilmesinin ekonomik gerekçeleri uluslararası kıyaslama ile açıklanacaktır. Dünyada kullanılan ipotekle dayalı menkul kıymet modellerinin tartışılması ve Türkiye uygulamasına zemin teşkil edebilecek çeşitli ülke

örneklerinin aktarılmasının akabinde, iktisadi ve hukuki faktörler ile mali piyasa dinamikleri içinde Türkiye'ye yönelik bir model önerilecektir.

Ülke ekonomilerinin ipoteğe dayalı menkul kıymet pazarlarının gelişebilmesine ne ölçüde müsait olduğunu de erlendirebilmek için bazı ana kriterler gözönünde bulundurulabilir. Bu çalışmada dört ana kriter tespit edilmiş ve Avrupa Birliği'ne üyelik sürecindeki Bulgaristan, Romanya ve Polonya ile Hırvatistan bu kriterler içinde incelenmiştir. Türkiye ekonomisinin özellikleri de yine aynı kriterler içinde de erlendirilmiştir, Türkiye'de ipoteğe dayalı menkul kıymet pazarlarının gelişebilmesi için önerilerde bulunulmuştur.

1.a. Çalışmada Kullanılan Terminoloji

Ülkemizde gayrimenkul finansmanı ve özellikle ipoteğe dayalı finansman mekanizmalarına yönelik akademik çalışmalar nispeten kısıtlıdır. Bu nedenle, bu çalışmada kullanılan terminoloji, konu hakkında Türkiye'de yapılan diğer çalışmalardan farklılık gösterebilecektir. Aşağıdaki açıklamalarda çalışmada kullanılan bazı anahtar terimler açıklanmış, Türkçe terimin yanına parantez içinde İngilizce karşılığı yazılmıştır. Akabinde de terimin tanımı yapılmıştır.

potek Varlığı (Mortgage Asset) : Gayrimenkul üzerine tesis edilmiş bulunan hukuki ipoteğin temsil ettiği değer.

poteye Dayalı Tahvilat (Mortgage Backed Security – MBS): Gayrimenkulün satın alınmasına yönelik açılmış kredinin nakit akışlarını temsil eden sabit getirili menkul kıymet. Bu çalışmada kapsamında pass-through, pay-through, CMO ve Pfandbrief ayrımı yapılmamış, sadece tek bir tahvil sınıfı telaffuz edilmiştir.

potek Kredisi (Mortgage Loan) : Belli bir gayrimenkulü satın alması amacıyla borçluya verilen, teminat olarak sözkonusu gayrimenkule ipotek konulan kredi.

potek Bankası (Mortgage Bank): potek teminatlını konut kredisi vermek, teminatlarını havuzlamak ve menkulle tirmek, ilgili menkul kıymetleri ihraç etmek, bunlara yatırım yapmak, portföy yönetmek konusunda uzmanlaşmış ve özel denetime tabi ihtisas bankaları.

Temerrüt (Default): Kredi borcunu ödeyememe durumu.

cra (foreclosure): Temerrüt durumundan kurtulamamı borçluların teminatı olan konutlara yasa ile kreditor tarafından el konulması.

Erken Ödeme (Pre-payment) : Kredinin üzerinde anlaşılan ödeme planından daha erken kapatılması.

Yeniden Finansman (Refinancing) : Mevcut ipotek kredisinin daha düşük faizli yeni bir kredi alınarak kapatılması.

Bilanço içi (On-balance sheet): ipotek varlığının ihraççı kurulu nun bilançosunda tutulması ve bu varlığı teminat olarak değerlendirilen menkul kıymetin tedavüle çıkarılması (Türkiye'deki Varlık Dayalı Menkul Kıymet uygulaması benzeri).

Bilanço Dışı (Off-balance sheet): ipotek varlığının tanımladığı riskin menkul kıymet yatırımcısına tam olarak yansıtılması (Amerikan MBS sistemi benzeri).

I.b. İktisadi Değer Olarak İpotek Varlıkları

İpotek kredisi, belli bir gayrimenkul varlığını satın almak amacıyla satın alınması sözkonusu varlığın teminat olarak gösterilmesi ile alınan kredidir. Kredinin teminatı olan gayrimenkul ipoteki, borçlunun ödeme planına riayet etmemesi durumunda, krediyi veren tarafın icra yoluyla rehni paraya çevirmesine ve kredi bakiyesini kapatmasına veya ödeme planının devamlılığını temin etmesine olanak tanımaktadır.

İpotek varlıklarının menkulle tirilmesi sayesinde gelişmiş ülkelerin tüm maddi duran varlıklarının %70'ine karışık gelen gayrimenkul varlıklarına bağımlı dönen varlıkların ekonomiye dönüş hızının artırılmasının yanısıra, nispeten uzun vadeli ve düşük riskli tahvilatın oluşturulması ile ekonomik oyunculara risk yönetim imkanı verilebilmektedir(Renaud 2003). İpotek varlıklarına dayalı menkul kıymet pazarlarının gelişmesi ile lokomotif sektör olarak değerlendirilen inaat sektöründe istihdamın artması, verimli ve etkin gayrimenkul planlaması ve geliştirilmesi, sektörler ve coğrafi bölgeler arası istihdam aktarımlarının kolaylaştırarak ekonominin genel verimliliğinin artması, sermaye piyasalarının gelişmesi ve makroekonomik dalgalanmaların şiddetinin azaltılması sağlanabilmektedir (Adlington ve Diğeryeri 2000).

Kentle me ile ekonomilerin geli mi lik seviyesi arasındaki ili kiye yönelik yapılan ara tırmalarda, ekonomilerin sanayile mesi sürecinde kentle menin arttı ı gözlemlenmektedir. Yapılan gözlemlere göre kentle me oranı en az geli mi ekonomilerde %20 mertebelerinde seyrederken, en çok geli mi ekonomilerde ise %80 mertebelerinde bulunmaktadır. Bu geli me sürecinde kentsel bölgelerdeki gayrimenkul varlıklarının milli servete oranı da artmaktadır. Buna göre, en az geli mi ekonomilerde kentsel gayrimenkul varlıklarının milli servete oranı %15 mertebelerinde iken, en çok geli mi ekonomilerde bu oran %60'ın üzerine çıkmaktadır (Renaud 2003).

Kentle me ve kentsel gayrimenkullerin milli servete oranının artması ile bu gayrimenkul varlıklarının ülke ekonomisinde daha etkin biçimde de erlendirilmesi için ipote e dayalı menkul kıymetlerin ve bu tahvilatın el de i tirebilece i menkul kıymet piyasalarının geli mesi gerekmektedir. De i ik geli mi lik seviyesindeki ülkeler incelendi inde geli mi ekonomilerde ipote e dayalı kredilerin GSY H'ye oranının daha yüksek oldu u gözlemlenmektedir. Buna göre, ipote e dayalı kredilerin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı ABD'de %56 (2001), Avrupa Birli i'nde %39 (2002) iken geli mekte olan ekonomileri temsilen İli ve Ürdün'de (1998) %11, Meksika ve Tunus'ta (1998) ise %6 mertebelerindedir (Verband für Deutcher Hypothekenbanken 2003).

II. kincil Piyasa Sistemleri

kincil piyasa sistemleri ekonominin geneline sirayet edecek birçok faydayı beraberinde getirmektedir. Bu sistemler sayesinde ipotek kredisi kullanımına ayrılmı özkaynakların devir hızının artırılması, özkaynakların verimli de erlendirilmesi sa lanmaktadır. Aynı ekilde, menkul kıymetle tirmeye konu ipotek kredisi havuzunun çok sayıda kredinin katkısıyla olu ması kredilerin gayrimenkul teminatı ile tahsisi nedeniyle dü ük riskli menkul kıymetlerin yaratılmasına imkan tanımaktadır. Risk transferi yolu ile ipotek kredilerinin vadeleri ile kaynak vadesinin yakınla ması temin edildi inden verimli bir aktif-pasif yönetimi sa lanabilmektedir. kincil piyasalar yoluyla olu turulan ipote e dayalı menkul kıymetler, uzun vadeli sorumlulukları bulunan yatırımcılar tarafından (sigorta irketleri, emeklilik fonları v.b.) risk yönetimi amaçlı kullanılabilir (Fabozzi ve Yuen 1998).

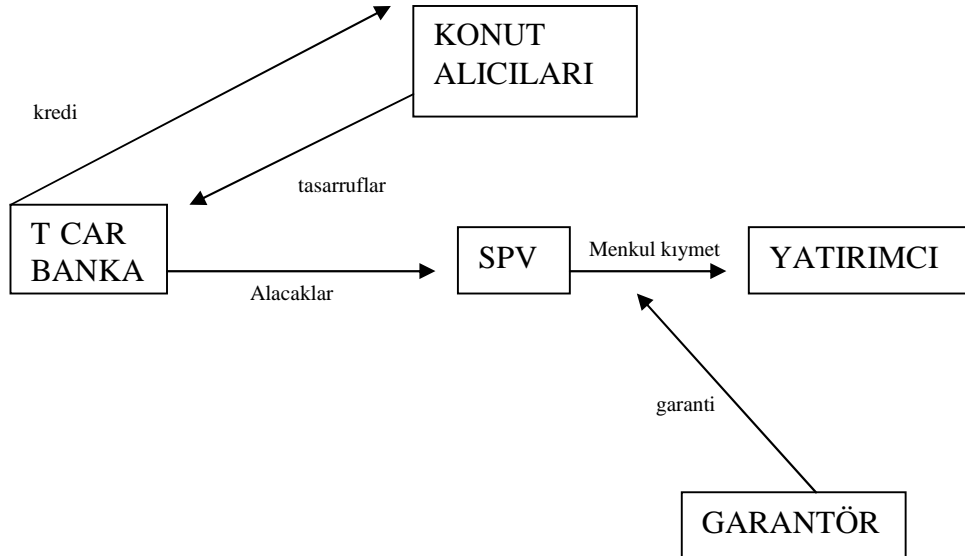
Dünya üzerinde yaygın olarak uygulanmakta olan bilanço içi ve bilanço dışı olmak üzere iki ana ikincil piyasa sistemi bulunmaktadır. Bu sistemler ve genel kullanım alanı buldukları bazı ülkeler hakkında bilgi verilecektir.

II.a. Bilanço Dışı İkincil Piyasa Sistemi

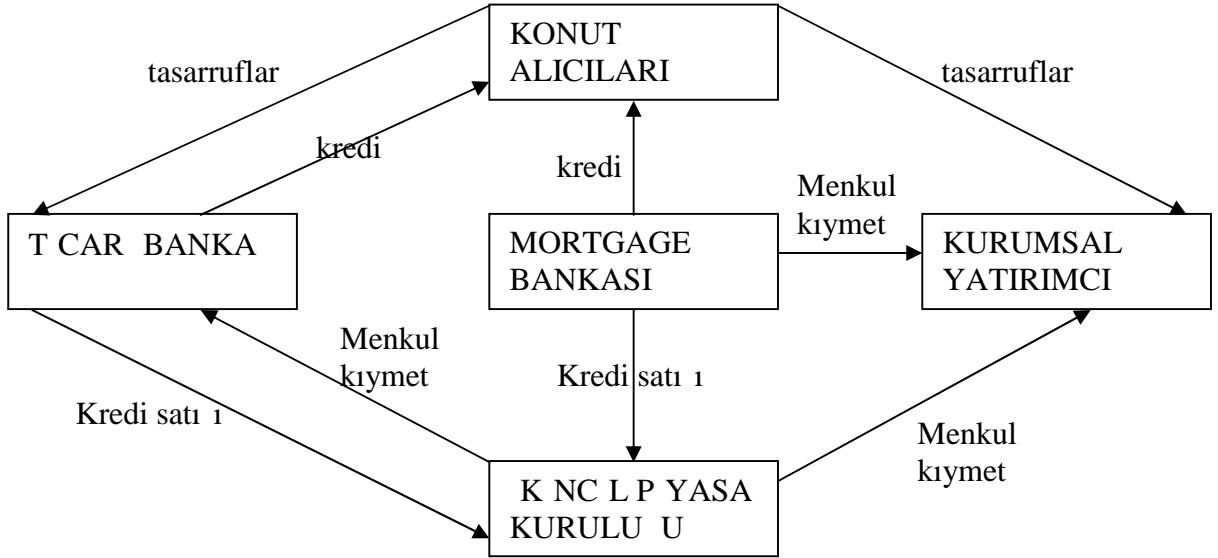
Bilanço dışı ikincil piyasa sistemleri ipotek varlıklarının krediyi açan kuruluşun bilançosunun dışında uzman bir ikincil piyasa kuruluşu veya doğrudan satışlar vasıtasıyla menkulleştirilmesidir. En eski ikincil piyasa işlemlerinden olan perakende gayrimenkul kredi havuzlarının bankalar arasında el değiştirmesi bilanço dışı işlemlere bir örnektir. Bilanço dışı işlemlerde krediyi veren kuruluşlar menkulleştirilen ipotek varlığının temsil ettiği temerrüt, erken ödeme gibi tüm riskleri menkul kıymetin yatırımcısına aktarmaktadır. Söz konusu risk aktarımı sebebiyle bilanço dışı menkul kıymetlere ipotekten geçen (mortgage pass-through) menkul kıymetler denilmektedir.

Yaygın olarak kullanılan standart bilanço dışı menkul kıymet enstrümanları ipotek havuzları ile teminat altına alınmışlardır. Kreditor kuruluşlar bir özel görev şirketi (SPV) aracılığıyla ipotek teminatl menkul kıymet ihraç edebilecekleri gibi (ekil 1), ipotek teminatl borç havuzlarını menkulleştirmeyi yapacak bir uzman ikincil piyasa kuruluşuna satabilirler. Kreditor kuruluş, bu satıştan nakit kazancı sağlayabileceği gibi nakit yerine riski ayarlanmış menkul kıymetlerden de alabilir. Bu şekilde uzun vadeli düşük riskli bir nakit akışı da sağlanabilir (ekil 2). Bu modelde satılan ipotek teminatl alacaklar, kreditorün bilançosundan çıkar, yatırımcıya geçer.

ekil 1: Özel Görev Şirketi Yoluyla Bilanço Dışı Menkulleştirme



ekil 2: Uzman kincil Piyasa Kurumu Yolu le Bilanço Dı ı Menkulle tirme



Geli mi serbest piyasa ekonomileri arasında bilanço dı ı ipotek ikincil piyasalarının en geli mi oldu u ülke ABD'dir. Bu nedenle, ABD bu çalı mada ayrıca incelenmi tir.

II.a.1.Amerikan kincil potek Piyasası

Bilanço dı ı menkulle tirme Amerikan ikincil ipotek piyasalarının temelini olu turmaktadır. Bu sistem ile halen ABD'de verilmi bulunan ipotek teminatlı gayrimenkul kredilerinin %55'inden fazlası menkulle tirilmi bulunmaktadır (Taff 2002).

ABD'de kamu destekli ikincil ipotek kurulu larının ikincil ipotek piyasası üzerinde çok önemli etkisi bulunmaktadır. Bu kurulu lar birincil piyasada kreditor kurulu larca verilen kredileri satın alarak menkulle tirme i lemini yaparlar (yukarıda ekil 2 ile ifade edilen model):

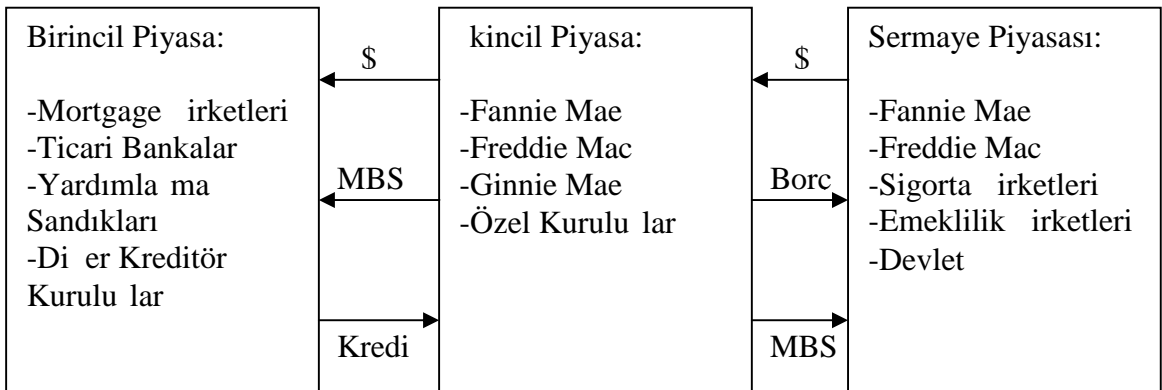
1. The Government National Mortgage Association (GNMA – Ginnie Mae): Mortgage Bankaları tarafından verilen kredileri garanti altına alır. Orta-alt gelir grubuna yönelik olan bu krediler Federal Housing Administration – FHA tarafından teminat altına alınmı lardır. Ginnie Mae bonoları Amerikan Hazine Bonoları gibi “sıfır” risk ta ımaktadır.

2. Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC – Freddie Mac) ve Federal National Mortgage Association (FNMA – Fannie Mae): Bu kuruluşlar Ginnie Mae gibi kamu kuruluşu olmayıp, dolaylı olarak devlet güvencesini haiz kurumlardır. Bu yüzden bu kuruluşların ihraç ettiği menkul kıymetler de “AAA” olarak derecelendirilmektedir.

Yukarıda değinilen kuruluşlar dolaylı ya da dolaysız devlet güvencesi taşıdığından fonlama maliyetleri piyasa ortalamasından yaklaşık %0.5 düşüktür. Bu kuruluşların, ABD Hazinesi nezdinde bugüne kadar hiç kullanılmamış olan 8.5 milyar ABD doları tutarında bir acil durum kredi hakları bulunmaktadır. Fannie Mae ve Freddie Mac, sahip oldukları özsermaye miktarının yaklaşık 32 katı kredi riski taşımaktadırlar. Bu da özel kuruluşların ortalaması olan 11.5’in yaklaşık 3 katıdır (Taff 2002).

Bu üç merkezî ikincil ipotek finansmanı kuruluşunun büyük katkıları ile ABD’de konut kredilerinin yarısından çoğu menkulletilmiştir. Konut sahipliği oranı oldukça yüksektir (%65) ve satın alımlarının %60’ı ipotek kredileri ile yapılmaktadır. Bunun sonucu olarak bugün ABD’de yaklaşık 7 trilyon ABD doları büyüklüğünde konut kredisi portföyü bulunmaktadır (Taff 2002).

ekil 3: İpotek Dayalı Birincil ve İkincil Piyasaların İlişkisi



MBS: Mortgage Backed Security – İpotek Dayalı Menkul Kıymet (ipotekten geçen-pass through)

Konut finansmanında ikincil piyasaların en gelişmiş olduğu ABD dışında da bilanço dışı menkul kıymet ihracına bağlı ipotek fonlaması modelleri gelişen ülkeler arasında Avustralya, Kanada, Hong Kong, Japonya sayılabilir.

II.b.Bilanço ç i kincil potek Sistemi

potek varlıklarının menkulle tirilmesinde kullanılan bir di er yöntem de bilanço iç i menkulle tirmedir. Bu sistemde ipotek varlı ı tarafından temsil edilen gayrimenkul kredisinin temerrüt, erken ödeme gibi riskleri menkul kıymetin yatırımcısına devredilmemekte, krediyi veren ihraççı kurulu un bilançosunda kalmaktadır. Dolayısıyla, bu tip menkul kıymetlerin kredi risk derecesi bir ölçüde menkul kıymeti bilançosunda barındıran ihraççı kurulu un kredi riski ile ili kilidir. Daha dü ük riskli bilanço iç i ipote e dayalı menkul kıymetler, bilanço dı ı ipote e dayalı menkul kıymetlere oranla daha dü ük iskonto oranları ile alınıp satılmaktadırlar. Avrupa Birli i ülkeleri, Kıta Avrupası hukuk sistemine (Roma German) daha uygun olan bilanço iç i i lemlere dayalı ikincil ipotek piyasalarına sahiptirler.

II.b.1.AB kincil potek Piyasası

Avrupa Birli i'ne üye ülkeler ile ABD'deki birincil ve ikincil gayrimenkul finansman piyasaları arasında birtakım temel yapısal farklar mevcuttur. Bu sebepten ötürü, gerek birincil gerekse ikincil piyasaların geli imi ABD'de nispeten daha ileri seviyededir. Ancak, ileriki bölümlerde de incelendi i üzere, Avrupa Birli i ülkeleri ve birli e aday ülkelerin hukuki ve iktisadi yapıları Türkiye'ye daha çok benzedi inden Avrupa Birli i uygulamaları yakından de erlendirilmelidir.

Avrupa'da verilen kredileri fonlayıcı bir kamu kurulu u ya da devlet destekli kurulu lar bulunmamaktadır. Krediler, kreditor kurulu ların finansal güçleri ve menkul kıymetlerin kalitesi ile fonlanmaktadır. Avrupa Birli i yasaları garanti ekindeki kamu deste ini yasaklamı tır. Bu hizmet bazı Avrupa ülkelerinde merkezi özel kurulu larca verilmektedir. Dolayısıyla, ABD'de ipotekli tahvilat, hazine bonoları ile aynı faize sahipken (sıfır risk), Avrupa Birli i'nde bu oran devlet tahvillerinin %0.75-1.5 üzerindedir (Hardt ve Lichtenberger 2001).

Tablo 1: ABD – AB kar ıla tırması (Coles 2001)

	ABD	AB
Bakiye Konut Kredisi Sto u (Milyar ABD doları)	3 751	2 700
Konut Kredisi Sto u / GSY H	%53	%36
Bakiye pote e Dayalı Menkul Kıymet Sto u (Milyar ABD doları)	2 041	500
Menkul Kıymet Sto u / Konut Kredisi Sto u	%54	%19
Menkul Kıymet Sto u / GSY H	%29	%7
Konut Mülkiyet Düzeyi	%66	%63
Nüfus	267 milyon	375 milyon
GSY H	7 055	7 470

Avrupa'daki konut kredilerinin ço unlu unu olu turan de i ken faiz oranlı (ilk 5 yılı sabit) kredilerin menkulle tirilmesi, yatırımcının nakit akı nını önceden saptayabilmesindeki güçlükler nedeniyle problem arz etmektedir.

Faiz oranlarının durumu ba ta olmak üzere çe itli nedenlerle borcun yeni bir konut kredisi ile kapatılarak yeniden (örne in 30 yıl) borçlanması ABD'de çok yaygın bir uygulamadır. 30 yıl vadeli sabit faizli konut kredilerinin ortalama vadeleri 7 yıl civarındadır (Schwartz ve Torous 1989). Avrupa'da ise erken ödemeyi caydırıcı bazı masraflar ve engeller bulundu undan bu tür bir risk bulunmamaktadır (Coles 2001).

Avrupa'da ipotek teminatl menkulle tirme ABD'ye oranla oldukça yava bir geli im süreci izlemektedir. ABD'deki ipotek kredilerinin %50'sinden fazlası menkulle tirilmi ken bu oran Avrupa'da %19 mertebelerindedir (Coles 2001). Bunun nedenleri a a ıdaki ekilde özetlenebilir:

1. AB'de menkulle tirme i lemi daha ziyade bilanço içi yapıldı ndan, i lemin kreditor kurulu lara risk yönetimi açısından daha kısıtlı fayda sa laması.

2. Ço u banka için perakende kredi i lemleri, toptan kredi i lemlerinden (kredi havuzlarının el de i tirilmesi) daha az maliyetli olması.

3. Avrupa'da, dolaylı ya da do rudan devlet deste ine sahip merkezi ikincil piyasa kurulu larının bulunmaması (AB kanunu 87 ve 88 maddeler ile yasaklanmı tır) (Merrill 1999).

4. Gayrimenkul değerlendirme, tüketici riski analizi, icra iflas bilgileri gibi bazı temel verilerin belirli bir standartta olmaması, sistemin gelişimini yavaşlatmaktadır. ABD'deki ikincil piyasa kuruluşlarının büyüklüğü, piyasalara kendi standartlarını empoze etmelerini sağlamıştır. Örneğin, Fannie Mae tarafından geliştirilen bir yazılım sayesinde Fannie Mae tarafından satın alınan kredilerde temerrüt oranı %1'in altına inmiştir. Avrupa'da ise bu tür bir standardizasyon bulunmamaktadır (Taff 2002).

5. Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde yaygın olan Kıta Avrupası (Roma Gemen) hukuk sistemi, birincil ve ikincil gayrimenkul finansman piyasalarının gelişmesinde ABD'de kullanılan Anglo Sakson hukuk sistemine göre kısıtlayıcı unsurlar arz etmektedir. Bu kısıtlayıcı unsurlardan bazıları icra iflas mekanizmasında rehlin paraya çevrilmesi ve gayrimenkul mülkiyetine dayalı menkul kıymetlerin elden çıkarılması gibi hususlardır.

6. ABD ipotek kredisi piyasasındaki kredilerin %65'i 30 yıl vadeli ve sabit faizli, %25'i 15 yıl vadeli sabit faizli, %10'u ise ayarlanabilir faizli kredilerdir. Avrupa'da ise faiz oranları ve vadeler ülkelere göre değişim göstermekte olup birçok Avrupa ülkesinde değişken faizli krediler yaygındır (Coles 2001).

Avrupa Birliği'ne üye ülkeler arasında en gelişmiş ikincil piyasaya sahip ülke Almanya'dır. 1850'li yıllarda kurulmuş olan piyasa, Avrupa Komisyonu direktiflerinin de temelini oluşturmaktadır. Almanya'da dolaşımdaki bilanço içi ipotek dayalı menkul kıymetlerin 1 trilyon €dan fazla olması, ülkenin A.B.D. ve Japonya'dan sonra en gelişmiş ipotek dayalı menkul kıymet piyasasına sahip olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, bilanço içi işlemlere örnek olarak Alman ikincil ipotek piyasası bu çalışmada ayrıca incelenmiştir (Stöcker 2001, s.30 ve s.36).

II.b.2.Alman İpotek Bankaları

Alman ipotek kredisi bankaları perakende kredileri finanse etmek için ikincil piyasa mekanizmaları ile fon yaratan ihtisas bankalarıdır. Alman ipotek bankaları tarafından verilen krediler gayrimenkul değerinin en fazla %50-60'ı kadardır. Alıcıların %40-50 civarında kattıkları özsermaye ise geri ödememe riskini azaltmakta ve buna bağlı olarak tahvilattaki risk düşmektedir. Bu tür kredilerden oluşan alacak havuzları da bu bankaların ihraç ettiği menkul kıymetlerin (Pfandbrief) teminatı niteliindedir (More 2000). Faiz riski alma yetkileri olmadığı gibi belirli dönemlerde erken ödeme yapılması

yasal olarak mümkün değildir. Bu da düşük riskli, değişmeyen, uzun vadeli, sabit nakit akışı anlamına gelmektedir. Bu tarz araçlara yatırım yapmak isteyen uzun vadeli fon yapısına sahip kuruluşlar (emeklilik kuruluşları gibi) portföylerinde yüksek miktarda menkul kıymet bulundurmaktadırlar.

Tablo 2: Alman Sabit Getirili Menkul Kıymet Piyasasında Ürünlere Göre Dağılım (Coles 2001)

Bono Türü	%
İpotek Dayalı (Pfandbriefe dahil)	37.5
Diğer Banka Bonoları	19.2
Feredal Devlet Tahvilleri	25.3
Diğer Kamu Sektörü Bonoları	4.8
Şirket Bonoları	0.01
Eurobondlar	13.1

Alman ipotek bankalarının bu yapısı beraberinde bazı dezavantajlar da getirmektedir. Tabii oldukları sıkı denetim ve yasal yapıdan ötürü bu bankaların borç-alacak dengesinin vadelerinin de dengede olması gerekmektedir. Diğer bir dezavantaj ise sadece belirli bir alanda faaliyet gösterme zorunluluklarından ötürü portföylerinde çeşitliliğe gidememektedirler. Son olarak, oldukça düşük olan kredilendirme oranlarından (%55-60) ötürü, Alman ipotek bankalarının verdiği krediler tüketiciye yönelik bir kredi paketinin parçası durumundadır. Kredi paketinin kalan kısmı ticari banka kredileri ile tamamlanmakta olup ipotek bankalarının çoğunlukla bu ticari bankalarla organik bağlı bulunmaktadır (Stöcker 2001).

Tablo 3: Alman Sabit Getirili Menkul Kıymet Piyasasında Yatırımcılara Göre Dağılımı (Coles 2001)

Bono Yatırımcıları	%
Bankalar	33.8
Sigorta Şirketleri	28.4
Portföy Yönetim Şirketleri	10.7
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	6.0
Özel Yatırımcılar	8.4
Yabancı Yatırımcılar	12.6

Avrupa'daki en büyük ipotek teminatlı konut finansmanı piyasası %46'lık pay ile Almanya'dadır. Danimarka %24 ile ikinci, İsveç ise %12 ile üçüncüdür. Geri kalan kısım ise İtalya, Fransa ve Avusturya arasında paylaşılmıştır (Muckova 2000).

III. Gelimekte Olan Ülkelerde Modern Konut Finansmanı Çalışmaları

III.a. İnceleme Kriterleri

Ülke ekonomilerinin ipotek dayalı menkul kıymet pazarlarının gelişebilmesine ne ölçüde müsait olduğunu belirlemek için bazı ana kriterler değerlendirilebilir. Bu çalışmada dört ana kriter tespit edilmiş ve Avrupa Birliği'ne üyelik sürecindeki Bulgaristan, Romanya ve Polonya ile Hırvatistan bu kriterler ışığında incelenmiştir. Türkiye ekonomisinin özellikleri de yine aynı kriterler ışığında değerlendirilecek, Türkiye'ye yönelik önerilerde bulunulmuştur.

III.a.1. Birincil Pazarların Mevcudiyeti ve Verimliliği

İpotek dayalı menkul kıymetlerin oluşturulabilmesi için ipotek varlığının teminat olarak gösterildiği bir borçlanma işlemi yapılması gerekmektedir. Bu borçlanma işlemi ile birincil pazar oluşmaktadır. Birincil pazarı teşkil eden borçlandırma işlemi ile oluşan varlık, esasen bir gayrimenkul ipotekinin teminat olarak gösterildiği, gelecekteki nakit akılarından oluşmaktadır. Söz konusu varlığın ikincil

piyasada menkulle tirilebilmesi için varlık kalitesine yönelik birtakım ana ölçütleri kar ılması gerekmektedir.

1. Varlı ın nakit akı larının vade süresince kesin biçimde tespit edilmesi, varlı ın menkulle tirildi inde ifade edece i net bugünkü de erin tespiti açısından gereklidir. Vade bitimine kadar sabit ödemelerden olu an nakit akı larında varlı ın ifade etti i net bugünkü de eri tespit etmek nispeten kolay olmakta, tamamen iskonto oranının do ru tespitine ba lı olmaktadır. Örne in vade bitimine kadar olan tüm ödemelerin TL bazında sabit oldu u bir varlı ın ifade etti i net bugünkü de erin tespitinde kullanılması uygun olacak iskonto oranı, TL'nin volatilitesi nedeniyle ABD Doları bazında tespit edilebilecek bir iskonto oranına nazaran daha az anlam ifade edebilecektir. Ülkemizde sıklıkla kullanılan TL bazlı de i ken ödemeli kredilerde ise, beher ödeme dönemi için de i ken endeksin (örne in enflasyon) tespiti gerekecektir (Alp ve Yılmaz 2000a). Türkiye gibi yüksek enflasyon tecrübesi olan ülkelerde kullanılan çift endekli sistemlerde ise hem iki de i ken endeksin, hem de iskonto oranının tespiti gerekece inden varlı ın menkulle tirilmesi son derece zor olabilmektedir.

2. Erken ödeme karakterine ba lı, ancak ayrı de erlendirilmesi gereken bir di er husus da varlı ın temerrüt ihtimalinin ve temerrüt zamanının tespit edilmesidir. Multi-faktöriyel istatistiksel çalı malar ile beher zamandaki temerrüt riskinin tespitine yönelik çalı malar yapılmaktadır. Buna ilaveten, temerrüt durumunda ipotek teminatının paraya çevrilmesi neticesinde elde edilecek nakit akı ının (bu durumda varlı ın terminal de eri) tespiti için ülkede “rehnin paraya çevrilmesi”ne yönelik hukuki sürecin de erlendirilmesi gerekmektedir.

III.a.2. potek Varlı ı ve Birincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

potek varlıklarına yönelik birincil pazarın olu turulabilmesi için ülkede ana hukuki altyapının mevcut olması gerekmektedir. potek varlı ı kavramı medeni hukuk hükümlerince tarif edilmektedir. Aynı zamanda yabancı para birimi ile ipotek tesisi gibi ipote in ana özellikleri ile ilgili kavramlar da medeni hukuk ile olu turulmaktadır. potek varlı ının likiditesinin tespiti için temerrüt durumunda takip edilecek usul ve esaslar icra ve iflas hukuku ile çerçevenmi tir. Tapu mevzuatı da yine ipotek varlı ının likiditesinin tespiti için ana kriterlerden biridir.

III.a.3.Menkul Kıymet ve kincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

İpotek varlığının menkulleştirilmesine yönelik mevzuatın temel medeni hukuka dayanmaktadır. Ancak dünyadaki hemen tüm gelişmiş ekonomiler ipotek e dayalı menkul kıymetlere yönelik uygulama yasaları çıkarmışlardır. Geçtiğimiz dört yıl zarfında Avrupa Birliği'ne üyelik sürecindeki birçok Doğu Avrupa ülkesi de benzer yasal düzenlemeler yapmıştır. Avrupa Komisyonu direktiflerinde bu konudaki yasal düzenlemelerin ihtiva etmesi gereken temel unsurlar saptanmıştır. Menkul kıymet pazarlarının oluşumu için ipotek ile tapu kavramlarının birbirinden ayrı değerlendirilmesi hususu önem kazanmaktadır. Tapu mevzuatının bu ayrı mayaya imkan tanınması gerekmektedir.

III.a.4. İpotek e Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

İpotek e dayalı menkul kıymet pazarlarının oluşumu için bu tür varlıklara talep olması gerekmektedir. İpotek e dayalı menkul kıymetler, ipotek varlıklarının tabiatı itibarı nispeten uzun vadelere sahip, riski devletin çıkardığı menkul kıymetlerden biraz fazla, getirisi de aynı oranda fazla olan kıymetlerdir. Bu tür varlıklara olan talep üç ana sebepten kaynaklanmaktadır:

1. Risk Yönetim Gereksinimleri: Bilançolarının pasif kısmında uzun vadeli yükümlülükler taşıyan yatırımcıların, çağdaş risk yönetim prensipleri çerçevesinde benzer vadede aktiflere sahip olmaları gerekmektedir. Bu nedenle, gelişmiş ekonomilerde ipotek e dayalı menkul kıymetlerin en büyük yatırımcıları sosyal güvenlik ve emeklilik kurumları ile sigorta şirketleridir.

2. Mutlak Sermaye Miktarı: kincil menkul kıymet piyasalarında değerlendirilebilecek mutlak sermaye miktarı ve devletin bu sermayenin ne kadarını kendi borçlanması için kullandığı, ipotek e dayalı menkul kıymet piyasalarının gelişimi için gözönünde tutulması gereken önemli bir faktördür. Devletin yurtiçindeki sermayenin büyük kısmını kendi borçlanması için kullandığı durumlarda yurtdışı sermaye piyasalarında menkulleştirme yapılması, buna yönelik finansal enstrümanlar geliştirilmesi gerekmektedir.

3. Alternatif Yatırım Araçlarının Getirileri: Benzer vade ve risk yapısına sahip yatırım araçlarının getirileri, ipotek e dayalı menkul kıymetlere yönelik talebin

olu masına etki edecek ana faktörlerdendir. Geli mekte olan pazarlarda özellikle devletin yüksek borçlanma ihtiyacı oldu u durumlarda reel faizler a ırı yükselebilmektedir. Bu gibi durumlarda ipote e dayalı menkul kıymet pazarlarının geli ebilmesi için karma ık bazı finansal enstrümanlar tasarlamak gerekebilmektedir.

III.b.Bulgaristan

III.b.1. Birincil Pazarların Mevcudiyeti ve Verimlili i

Pazar ekonomisine geçi sürecinde ciddi problemlerle kar ıla an Bulgaristan, 1990'ların ortasında had safhaya ula an ekonomik sorunlarını çözümlenmeye ba lamı tır. 1997 yılında %578 seviyesine ula an yıllık tüketici fiyat artı ı, 2002 yılında %9 mertebesine dü mü tür. Sözkonusu endeksin 2003 yılında %5.6 seviyesinde artması beklenmektedir. Kamu kesiminin neredeyse tamamen çekildi i (özelle tirilmesi tamamlanmayan tek kamu bankası olan DSK haricinde) sektörün %80'i yabancı yatırımcıların kontrolündedir. Sektördeki yeniden yapılanma ve sermaye giri i, ça da bankacılık ürünlerinin Bulgar piyasasında öne çıkmasına imkan tanımaktadır. Bu ba lamda sadece 2002 yılında sektörün kredi sto u %34.2 artmı tır. Sektördeki sermaye yeterlili i oranının yasal asgari seviye olan %12'nin oldukça üzerinde bulunması (yakla ık %20), kredi sto undaki artı ın devam edebilece ine i aret etmektedir (Yonkonova 2000).

2002 yılında yapılan bir ara tırmaya göre Bulgaristan'daki tüketici kredilerinin yakla ık %69'u DSK tarafından verilmektedir (Hardt 2003). Bakiye kredilerin tamamı özel sektör bankaları tarafından temin edilmektedir. 2002 yılındaki toplam ipotek teminatlı gayrimenkul kredisi sto u 100 milyon ABD Doları mertebesinde gerçekleş mi tir. Bu sto un yakla ık yarısı DSK'nın bilançosunda bulunmaktadır (Tablo 4).

Tablo 4: Bulgaristan Konut Finansmanı Piyasasının Geli imi (Yonkonova 2000)

	1999	2000	2001	2002
ipotek Teminatlı Krediler (ABD doları)	41,5 milyon	46,5 milyon	59,2 milyon	91,3 milyon
De i im (%)	-	11,9	27,4	54,3

Sektör halen liberalle me sürecinde bulundu undan Bulgar tüketicilerinin erken ödeme risklerinin tespitine yönelik çalı malar mevcut de ildir. Aynı ekilde,

Bulgar tüketicilerinin temerrüt riskini ölçmeye yönelik bir merkezi bilgi bankası da henüz kurulma aşamasındadır. Bu koşullar altında, Bulgar bankaları kredi politikalarında muhafazakar kriterler kullanmakta olduklarından ipotekle dayalı gayrimenkul kredilerinde Bulgar tüketicilerinin temerrüt oranı 2000-2002 döneminde ancak yıllık ortalama %0.3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yukarıda ifade edilen yapısal eksiklikler ve sektördeki muhafazakar politikalar muvacehesinde, ipotek teminatının değeri ekspertiz değerinin yaklaşık %20 altında tespit edilmektedir. Bu durum kredi stoğunun artmasını engellemektedir (Rabenhorst ve Diğeryleri 2003).

III.b.2. İpotek Varlığı ve Birincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

Bulgaristan'da ipotek varlığı ve ipotekle dayalı gayrimenkul kredilerine yönelik yasal altyapı Bankalar Kanunu, Kisisel Verileri Toplama Kanunu, İpotek Bankacılığı Kanunu, İcrasız Kanunu ile düzenlenmiştir. Söz konusu kanunların tamamı geçtiğimiz 12 yılda çıkarılmıştır.

İfade edilen yasal düzenlemeler ile temerrüt riskinin tespitine yönelik veri bankası oluşturulmuştur. Ancak bu tür veri bankaları, uzun yıllar boyunca çalıştıktan ve istatistiksel olarak anlamlı veri miktarına ulaşıtıktan sonra faydalı olabilmektedir.

İcrasız ve İcrasız Kanunu ile yapılan düzenlemeler, Ukrayna ve Rusya gibi ülkelerdekine aksine borç verenin haklarını daha fazla korumaktadır. Ancak özellikle rehnin paraya çevrilmesi, Bulgar hukuk sistemindeki genel yavaşlıktan dolayı zor olabilmektedir. Bu sebeplerden ötürü, ipotek varlığının nakit akışlarının tespitinde zorluklar yaşanmaktadır (UN Economic Commission for Europe 2002).

III.b.3. Menkul Kıymet ve İkincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

İkincil pazara yönelik ana yasal düzenleme 2000 yılında uygulamaya alınan İpotekle Dayalı Tahvilat Kanunu'dur. Söz konusu kanun kapsamında Ocak 2003'e kadar 7 adet ve toplam 34.8 milyon ABD Doları değerinde ipotekle dayalı menkul kıymet ihracatı yapılmıştır. Söz konusu kanun ihtisaslaşmış ipotek bankalarının kurulmasını gerektirmemiştir. Bunun yerine Bulgaristan'da faaliyet gösteren tüm bankalara ipotekle dayalı menkul kıymet ihracı yapma imkanı tanınmıştır.

Bütün i lemler, Avrupa Birli i müktesebatının uygun gördü ü biçimde, bilanço içi ekinde yapılmaktadır. Ancak, Bulgar Hükümeti, bilanço dı ı ihraçların da mümkün kılınabilece i birtakım yasal düzenlemeler üzerinde çalı maktadır.

III.b.4. pote e Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

pote e dayalı menkul kıymetlerin en büyük alıcısı olması hedeflenen Bulgaristan emeklilik sistemi reformu büyük ölçüde tamamlanmı bulunmaktadır. Bu reformun ana altyapısı 1999 yılında yürürlü e giren Zorunlu Sosyal Sigorta Kanunu ile olu turulmu tur. Müteakiben yapılan düzenlemelerle özel bireysel emeklilik fonlarının kurulmasına müsaade edilmi tir. Sistemde olu an birikimlerin 2005 yılı sonuna kadar 1 milyar ABD Doları mertebesine ula ması beklenmektedir. Bulgar bireysel emeklilik fonlarının uzun vadeli finansal enstrümanlara olan talebi ciddi seviyelerde bulunmasına ra men yürürlükte olan risk yönetim mevzuatı uyarınca, sözkonusu kurulu ların beher varlık tipine yapabilecekleri yatırım miktarı sınırlanmı tir. Bu kısıtlamalara ra men, Bulgaristan'da bugüne kadar yapılan 5 ipote e dayalı menkul kıymet ihracının en büyük yatırımcıları Bulgar bireysel emeklilik fonları olmu tur (Rabenhorst ve Di erleri 2003).

1997 yılından sonra uygulanan ekonomik program ile Bulgar hükümetinin borçlanma ihtiyacı ciddi biçimde azalmı tir. %10'un altına dü en enflasyon, devlet iç borçlanma senedi reel faiz oranlarının %2-3 civarlarında olu tu una i aret etmektedir. Bu durum, Bulgaristan'da devlet iç borçlanma enstrümanlarının dı ındaki sabit getirili menkul kıymetlere de talep olu abilmesinin önünü açmaktadır. Bulgaristan birincil ipotek kredisi pazarı son yıllarda ciddi ölçüde geli mi tir. Bulgaristan'da 2002 yılı sonuna kadar olu an yakla ık 100 milyon ABD Doları tutarındaki konut kredisi sto u, geli mi pazar ekonomileri ile kar ıla tırıldı ında son derece dü ük kalmaktadır. Sözkonusu miktarın gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı da %1'in altındadır (Yonkonova 2000).

III.c.Romanya

III.c.1.Birincil Pazarların Mevcudiyeti ve Verimlili i

Romanya ekonomisi 1997 yılında girdi i ekonomik krizden ancak 2000 yılında çıkabilmi tir. 1997'de %155 ile en yüksek seviyesine ula an tüketici fiyat atı oranı 2002'de %22 seviyesine inmi tir. Ekonomik krizden çıkı sürecinde Romen bankacılık sektöründe de benzer ülkelerde oldu u gibi ciddi ölçüde konsolidasyon ya anmı tir.

Ancak halen Romen bankacılık sektöründeki kamu a ırlı ı sürmektedir. Romanya'nın en büyük bankası olan Banka Comerciala Romania, toplam bankacılık aktiflerinin %31'ine sahiptir. Banka aynı zamanda Romanya'daki gayrimenkul kredilerinin ço unlu unu bilançosunda tutmaktadır. Yakla ık 10 milyar ABD Doları büyüklü ündeki bankacılık sektöründe, kredilerin toplam aktiflere oranı yakla ık %32 mertebesindedir (Rabenhorst ve Di erleri 2003). Bu kredilerin ancak %4'ünü gayrimenkul kredileri te kil etmektedir. Söz konusu gayrimenkul kredilerinin 80 milyon ABD Dolarlık kısmı BCR, 20 milyon ABD Dolarlık kısmı Alpha Bank, 13 milyon ABD Dolarlık kısmı ise ANL tarafından verilmi tir. Pazara yeni giren ve ipote e dayalı gayrimenkul finansmanı üzerinde uzmanla mayı hedefleyen HVB ve Rofin'in toplam kredi sto u ise ancak 5 milyon ABD Doları mertebelerindedir. 2003 yılı ba ında yapılan incelemelerde sektördeki ba lıca bankalar tarafından açılan konut kredilerinin vade yapısı 5-15 yıl arasında de i mekte oldu u görülmü tür. Bu kredilerin hemen tamamı ABD Doları veya €bazlı de i ken endeksli olarak gözlemlenmi tir.

III.c.2. potek Varlı ı ve Birincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

Romen cra ve flas Hukuku'nun tüm eski Do u Bloku ülkeleri arasında en geli mi sistem oldu u de erlendirilmektedir. 1999'da yürürlü e giren pote e Dayalı Kredi Kanunu ile rehnin paraya çevrilmesi i lemi hızlandırılmı tir.

potek Kredisi Kanunu ve Bankalar Kanunu'na göre Romanya'da faaliyet gösterme izni olan tüm bankalar ipote e dayalı gayrimenkul finansmanı sa layabilmektedir. pote e Dayalı Kredi Kanunu, ayrıca, uzmanla mı gayrimenkul finansmanı kurulu larının da kurulabilmesine olanak tanımaktadır.

Tapu Kanunu ve tapu kayıtları oldukça geli mi olup, Romen tapu kayıtlarının di er eski Do u Bloku ülkelere göre düzenli ve güvenilir oldu u de erlendirilmektedir.

III.c.3.Menkul Kıymet ve kincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

1999 potek Kredisi Kanunu, ipote e dayalı menkul kıymetlere yönelik birtakım temel yasal düzenlemeler getirmektedir. Ancak söz konusu kanunun ana amacı birincil pazarın faaliyet esaslarının belirlenmesi oldu undan, ikincil pazara yönelik birçok konunun henüz açıklı a kavu turulmadı ı de erlendirilmektedir. Birçok

geli mi ÷lke mevzuatında bulunan ipote e dayalı menkul kıymet yatırımcılarının icra sürecinde öncelikli hakka sahip olması uygulaması Romen mevzuatında mevcut de ildir.

III.c.4. pote e Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

Romanya'da ipote e dayalı menkul kıymetlere olan talebin, ÷lke ekonomisinin büyüklü ü ile ba lantılı olarak geli me potansiyeline sahip oldu u dü ünölmektedir. Ancak bu tür menkul kıymetlere yönelik yatırımcı çe itlili inin di er Güneydo u Avrupa ÷lkelerine göre kısıtlı oldu u söylenebilir. Romanya'da kurumsal yatırımcıların son derece kısıtlı oldu u gözlemlenmektedir. Her ne kadar 2000 yılında özel bireysel emeklilik fonlarına yönelik bir teklif yasala mı sa da, kanun 2001 yılında yürürlükten kaldırılmış tır. Halihazırda, risk yönetimi açısından uzun vadeli enstrümanlara ihtiyaç gösteren Romen yatırımcıları mevcut de ildir.

III.d.Hırvatistan

III.d.1.Birincil Pazarların Mevcudiyeti ve Verimlili i

Güneydo u Avrupa'da pazar ekonomisini son 15 yılda benimseyen ÷lkeler arasında, bu geçi dönemini büyük ölçüde tamamlamı tek ÷lke olarak Hırvatistan gösterilmektedir. Hırvat bankacılık sektörü 1999 yılından itibaren ça da bankacılık standartlarına göre yeniden yapılandırılmış ve sektördeki kamu varlı ı tamamen ortadan kalkmı tır. 1999 yılında meydana gelen mali kriz neticesinde sektörde konsolidasyon da balamı , az sayıda büyük bankadan olu an sektör stabil bir duruma ula mı tır. 2000 yılının sonunda bankacılık sektörü toplam aktif büyüklü ü içerisinde yabancı bankaların payının %76 civarında oldu u görölmektedir(Rabenhorst ve Di erleri 2003).

Uygun ekonomik ko ullar ve kuvvetli bankacılık sektörü sayesinde Hırvat bankacılık sektöründeki toplam konut kredilerinin büyüklü ü 1999'da 7.3 milyar Kuna'dan 2002 yılında 12.1 milyar Kuna'ya ula mı tır. Hırvat bankacılık sektöründe verilen konut kredilerinin %90'ından fazlası 7 büyük uluslararası banka tarafından verilmektedir. En büyük iki bankanın (Zagrebacka ve Privredna) payı %50'nin üzerindedir. 2003 yılı ba nda Hırvat konut kredileri incelendi inde ortalama kredi büyüklü ünün 200,000 ila 380,000 HRK oldu u gözlemlenmektedir. Faiz oranlarının %7.5 ile %10 arasında seyretti i piyasada vadeler 20 ila 25 yıl olarak gerçekleştirilmektedir. Bu vade yapısındaki kredilerin hemen tamamının de i ken

endeksler kullanılarak oluşturuldu, en çok kullanılan de iken endeksin de HRK/€ paritesi olduğu görülmektedir(Rabenhorst ve Di erleri 2003).

III.d.2. ipotek Varlı ı ve Birincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

ipotek varlı ı ve birincil pazar ile ilgili yasal altyapıda gözlemlenen eksiklikler, birincil pazarın büyümesini engellemektedir. İhraç ve iflas mevzuatındaki boşluklar ve rehnin paraya çevrilmesi sürecindeki yavaşlık, ipotek varlı ında saklı kalan de erin finansal piyasalara tedavülü imkanlarını kısıtlamaktadır.

Hırvatistan'daki ipotek varlıklarının kalitesini ciddi biçimde etkileyen bir husus da tapu kayıtlarında olan düzensizliklerdir. Zagreb yerel yönetim sınırları dahilindeki gayrimenkul varlıklarının ancak %50 kadarının tapu kaydı mevcuttur.

III.d.3.Menkul Kıymet ve İkincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

Hırvatistan'da ipotek e dayalı menkul kıymetler ve bu kıymetlerin i leme görevi için ikincil pazarlara yönelik özel hukuki düzenlemeler bulunmamaktadır. Ancak mevcut hukuk sistemi, bu tür ikincil pazar i lemlerinde bilanço içi uygulamalara daha yatkın olarak değerlendirilmektedir.

III.d.4. İpotek e Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

Hırvatistan'da son üç yılda kurulan yedi özel bireysel emeklilik fonu, tedavüle çıkan ipotek e dayalı menkul kıymetler için en önemli talebi oluşturmaktadır. Bu fonlarda 2003 yılı sonuna kadar 525 milyon ABD Doları ila 700 milyon ABD Doları fon oluşturması beklenmektedir. Ancak emeklilik fonlarının kurulu ve faaliyetlerini düzenleyen mevzuat, sözkonusu fonların aktiflerinin azami %30'unun tek bir cinsinin yatırım aracına ba lanmasına imkan tanımaktadır. Buna göre, bireysel emeklilik fonlarının ipotek e dayalı menkul kıymetlere olan toplam talebinin azami 160-210 milyon ABD Doları arasında gerçekleşebilece i değerlendirilebilir (Sulenta 2001).

Hırvatistan'da u anda ipotek e dayalı menkul kıymetleri düzenleyen özel bir mevzuat olmasa da hukuk sisteminin geneli Alman Pfandbrief sistemine daha yakın değerlendirilmektedir. Sözkonusu sistemde Bireysel Emeklilik Kanunu'nun getirdi i sınırlamalar nedeniyle ipotek e dayalı menkul kıymetlere olan talep sınırlı kalacaktır. Ancak bilanço dışı tedavül uygulamalarıyla bu sınırlamaların dışına çıkmak ve daha geniş bir talep yaratabilmek mümkün olabilecektir.

III.e.Polonya

III.e.1.Birincil Pazarların Mevcudiyeti

Polonya konut finansmanı piyasası son yıllarda önemli ilerlemeler kaydetmiştir. Pazar ekonomisine geçişin sancılarının çekildiği 1996 yılında kredi veren sadece 4 kuruluşun 150 milyon ABD Doları civarında ipotek kredisi stoğunun bulunduğu gözlemlenmiştir. 1999 yılının sonlarında 30'dan fazla olan kredi kuruluşunun kredi stoğu ise 1 milyar ABD Doları'nı aşmıştır (Merrill ve Di erleri 2000).

Polonya'da ipotek kredilerinin GSY H'ya oranı halen %1'in altındadır. Polnya'nın uzun süre ya da ı enflasyonist ortamda sabit faizli kredi verme imkanı ancak kısıtlı vadelerde mümkün olduğundan çift endeksli ipotek kredileri verilmeye başlanmıştır.

Polonya ipotek kredisi pazarı bir devlet bankası olan PHO-PB hakimiyetindedir. Toplam kredilerin %63'ü bu banka portföyündedir. Ancak, özel bankaların portföyleri, PKO-PB'den daha hızlı büyümektedir (Merrill 1999).

III.e.2. İpotek Varlı ı ve Birincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

1999 yılında kurulan kamu kaynaklı merkezi ikincil piyasa kuruluşu olan kredilerin menkulle tirilmesi i lemine başlanmıştır. Ancak çift endeksli sistemlerde varlıklarının nakit akımının ve dolayısıyla net bugünkü değerinin tespitindeki güçlüklerden ötürü kuruluş faaliyetlerini askıya almak zorunda kalmıştır (Merrill 1999). Görüldü ü üzere, başarılı bir birincil piyasa oluşturmuş olan Polonya, kullandığı modelin karakteristik özellikleri nedeniyle ikincil piyasada aynı dikkat çekici başarıyı yakalayamamıştır (Merrill ve Di erleri 1999).

Mevzuat çalışmalarına da hız veren Polonya'da 1997 yılında Yapı Tasarruf (Bausparkassen) Kanunu yürürlü e girmiştir. 1997 yılında ayrıca, 1994 yılında kurulan konut finansmanı idaresinin, mevcut çift endeks kredilerini menkulle tirecek bir ikincil piyasaya dönü türülmesi ve diğer özel ikincil piyasa oyuncularının regülasyonunu öngören yasa yürürlü e girmiştir (Chiquier 1998)

Yatırımcıların ipotek dayalı menkul kıymetlerin kredi riski vasfını nasıl görece i belli değildir. İpotek bankaları tarafından verilen ipotek kredileri için geçerli

olan haciz/ipotek önceli i kaldırılmı olmasına ra men, ipotekli malın haczi ve geri alma yöntemi geni çapta test edilmemi tir. Tapu tescil mekanizmaları, incelenen di er üç ülkede oldu u gibi son derece zayıftır. Muhafazakar bir de erleme sistemi bulunmasına ra men pekçok ehird e kesin veriye dayalı de erleme teknikleri bulunmamaktadır.

III.e.3.Menkul Kıymet ve kincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

potek bankaları ve ipote e dayalı menkul kıymetler hakkındaki Alman hukukunu esas alan yasal düzenlemeler 1997’de yürürlü e girmi tir. Alman hukukunda öngörülen ihtisasla mı ipotek bankalarından sekiz adet kurulmu tur. Bu kurulu ların tamamı derin sektör tecrübesine sahip Alman bankalarının Polonya bankaları ile kurdu u ortaklıklardır (Merrill ve Di erleri 1999).

III.e.4. pote e Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

Polonya’da ipote e dayalı menkul kıymetlere yönelik talep halen çok kısıtlıdır. Zira Polonya’da kurumsal yatırımcıların yarattı ı talep kısıtlıdır. Sigorta irketleri, muhtemel ilk yatırımcılar gibi gözükse de, yalnızca 21 milyar Zloty’den (5-6 milyar ABD Doları) olu an aktif büyüklükleri ile ipote e dayalı menkul kıymet piyasalarının ancak ufak bir kısmına talep gösterebilirler (Merrill ve Di erleri 2000). Ayrıca, mevcut düzenlemeler kapsamında sigorta irketlerinin ve bireysel emeklilik fonlarının yaratabilece i talep kısıtlanmaktadır. Avrupa Birli i’ne üyelik sürecinde mevzutını AB müktesebatına uyumlu hale getirmekte olan Polonya’da sigorta irketleri ve emeklilik fonlarına, beher varlık tipine yapılabilecek yatırımlara sınırlamalar getirilmi tir (Merrill ve Di erleri 2000).

IV. Türkiye için Öneriler

IV.a.Her Ülkenin Kendi Mevzuatına Uygun Model Geli tirilmesinin Önemi

Çalı mada incelenen modern konut finansmanı teknikleri ile bazı geli mi ve geli mekte olan ülkelerdeki modern konut finansmanı uygulamaları ı ı nda Türkiye ko ullarına uygun bir model önerisinde bulunulacaktır. Sözü edilen ülke örneklerinde de görüldü ü üzere Avrupa Birli i sınırları içinde dahi ülkelere göre teknik ve uygulama farklılıkları görülmektedir. Örne in Almanya’da kiracılı ı te vik eden yasal

uygulamalardan ötürü konut sahipli i oranı %40'ların altında kalmı ve ipotek kredilerinin özendiricili i dü ük seviyede kalmı tır. Yatırımcı açısından bakıldı ında, Alman Pfandbrief'ler uygun enstrümanlardır. Ancak, tüketici açısından bakıldı ında, konut sahipli inin özendirilmedi i Alman piyasasında, %60'lar civarındaki kredi oranı cazip olarak görülmemektedir. Ancak, bu uygulamalar ı ı ında Alman ipote e dayalı menkul kıymet piyasası Avrupa'daki en büyük piyasadır. Di er yandan Polonya örne i incelendi inde, uzun süre yüksek enflasyon ve istikrarsız faiz oranları ile mücadele eden bu ülke ekonomisi, en sonunda, birincil piyasaya yönelik olarak çift endekli konut kredisi geli tirmi ve dikkate de er bir hacim de yaratmı tır. Ancak bu tür kredilerin menkulle tirilmesi çalı maları sırasında teknik olarak ciddi problemlerle kar ıla ılmı tır. Dolayısıyla birincil piyasada cazip olan bu model, ikincil piyasada cazip araçların geli tirilmesine imkan tanımamı tır.

IV.a.1.Birincil Pazarların Mevcudiyeti

Türkiye'de halen i leyen bir birincil piyasa mekanizması bulunmaktadır. Ancak, arzu edilen vade ve faiz oranlarına ula mak için makroekonomik istikrar gerekmektedir. Makroekonomik istikrar, bir ölçüde, modern finansman mekanizmaları ve bunlara ba lı enstrümanların geli tirilmesi ile elde edilebilecektir. Bu nedenle öncelikle ikincil piyasası olu abilecek bir birincil piyasa uyarlaması üzerinde çalı mak ve buna paralel olarak ikincil piyasayı geli tirici giri imlerde bulunmak gerekmektedir.

Temel olarak, bankalar tarafından verilen konut kredilerinden olu an birincil piyasalara ili kin, özellikle son bir umut verici geli me ya anmı tır. 2002 yılının ikinci üç aylık döneminde aktif büyüklü üne göre en büyük 20 bankadan konut kredisi alan 3252 ki i 77,3 trilyon TL'lik kredi kullanmı ken bu sayı 2003 yılının ilk üç aylık döneminde 3848 ki i tarafından 122 trilyon TL olmu tur. Dola ımdaki bakiye konut kredisi miktarı ise 2002 yılının Haziran ayı itibarı ile 506 trilyon TL iken, 2003 yılının aynı dönemi itibarı ile 463 trilyon TL civarında gerçeikle mi tir (TBB İnternet Sayfası). Bakiyenin kısa dönemde bu derece farklılık göstermesi, kredi vadelerinin kısa olması ve faiz oranlarının istikrarsız olmasından ötürü tercih edilen erken ödemelerin yapılmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 5: Konut Kredilerinin Bir Yıllık Gelişimi (TBB İnternet Sayfası)

Dönem	Milyar TL	Dönem içinde Kullanılan	Dönem Sonu Stok	Dönem içinde Kullanılan Kredi Sayısı	Toplam Kredi Sayısı
2002	TL	41.548	405.154	2.903	41.235
Haziran	YP	35.787	101.333	349	1.274
	Toplam	77.335	506.487	3.252	42.509
2002	TL	35.734	169.880	2.800	28.180
Eylül	YP	40.943	128.495	337	1.536
	Toplam	76.677	298.375	3.137	29.716
2002	TL	43.251	171.614	2.794	27.778
Aralık	YP	37.159	135.184	336	1.568
	Toplam	80.410	306.798	3.130	29.346
2003	TL	45.234	245.875	3.042	35.821
Mart	YP	58.541	188.141	532	2.104
	Toplam	103.775	434.016	3.574	37.925
2003	TL	61.501	267.167	3.210	33.059
Haziran	YP	60.545	195.924	638	2.488
	Toplam	122.046	463.091	3.848	35.547

2003 yılında de i tirilen Tüketici Kanunu, konutu bir tüketim malzemesi olarak telakki etmektedir. Kanunun getirdi i düzenlemelere göre kreditor, vade boyunca beher zamanda ödeme miktarının ne kadar oldu unu borçluya tam olarak bildirmekle yükümlüdür. Enflasyon gibi dalgalı endeksleri baz alan ipotek varlıklarında bu tür bir saptama yapmak mümkün olamamaktadır. Polonya'da ba arılı olarak kullanılan ve Toplu Konut daresi tarafından da ülkemize kullanılan çift endekli krediler de, yeni Tüketici Kanunu ile beraber Türkiye'de uygulamadan kalkmı tır. Bu kanun de i ikli i, enflasyonist ortamlara uygun birincil piyasa enstrüman alternatiflerini büyük ölçüde azaltmı tır.

IV.a.2. İpotek Varlı ı ve Birincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

Türkiye'de ikincil piyasaları düzenleyen temel mevzuat mevcuttur. Ancak bu piyasalarda, mevcut makroekonomik konjonktür çerçevesinde, yüksek getiriler sunan sıfır riskli devlet iç borçlanma senetlerinden ba ka enstrüman bulunmamaktadır.

Birincil piyasaların, ikincil piyasa yatırımcıları tarafından arzu edilen likiditeyi yaratabilmesi, ipotek kredi alacak havuzlarının teminatı niteli indeki gayrimenkullerin ne ekilde nakde dönü türülebildi i ile alakalıdır. Kuramsal olarak uygun nitelikleri haiz oldu u de erlendirilen Türk cra ve flas Kanunu'nun uygulanması esnasında rehnin paraya çevrilme sürecini belirsizle tiren faktörler gözlemlenmektedir. cra

sürecinin uzun olması TL cinsinden borçlanımı olan kredi yükümlüsünün lehine bir durumdur. Zira enflasyonist ortamlarda borcun borçlu üzerindeki reel yükü zaman geçtikçe azalmaktadır. 2002 yılında Medeni Kanun'da yapılan de i iklik ile yabancı para cinsinden verilen kredilerde, bu para cinsinden ipotek tesis edilebilmesinin önü açılmış ve borçluların yararlandıkları bu durum ortadan bir ölçüde kalkmıştır.

Enflasyonist ortamlarda uygulanabilecek ve modern konut finansman modellerinin gelişimine katkıda bulunabilecek bazı uygulamalar geli tirmek amacı ile Toplu Konut daresince 1996 yılı içerisinde uygulamaya konulmak üzere konut maliyetinin kredi dı ında kalan bölümünün ki iler tarafından özkaynak olarak biriktirilmesi ile en az yapılan birikim tutarı kadar bir konut kredisinin teminini güvence altına alan bir sistem olan, dünyada da çe itli örnekleri ba arıyla uygulanan Toplu Konut Tasarrufu Sistemi geli tirilmiştir. Bu çerçevede hazırlanan yönetmelik 11 Temmuz 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlü e girmi tir.

Birincil piyasada verilecek konut kredilerine esas te kil etmek üzere, gayrimenkul de erleme i lemlerine ili kin düzenlemeler de 2001 yılında SPK tarafından yapılmı bulunmaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu 2001).

IV.a.3.Menkul Kıymet ve İkincil Pazar ile İlgili Yasal Altyapı

pote e dayalı menkul kıymetler ile ilgili bir ikincil pazarın bugüne kadar oluşması olmasında, makroekonomik ko ulların dı ında birtakım uygulama zorlukları gösterilebilir. pote e dayalı tahvilatın a ırla tırılması ekil artlarını haiz olması, senetlerle ilgili hükümlerin ba ımsız olmayıp ipotek, tapu siciline tescil, gayrimenkul mükellefiyeti ve gayrimenkul rehni ile ilgili hükümlerle ili kili olması bu uygulama zorlukları arasında sayılabilir (Alp ve Yılmaz 2000b).

Mevcut mali piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarca verilen ipotek kredilerinin merkezi bir ikincil piyasa kurulu u tarafından satın alınması ve buna dayalı menkul kıymet ihracı uygulamasına ba lama amacı ile 2002/3888 Karar Sayılı Toplu Konut daresinin Kaynaklarının Kullanım ekline li kin Yönetmelik, 18.04.2002 tarih ve 24730 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlü e girmi tir. Yönetmelik uyarınca Toplu Konut daresi'nin bir merkezi ikincil piyasa kurulu u olarak vazife yapması dü ünülmü , ancak yönetmelik uygulamaya geçmemi tir.

Birer alacak varlığı niteliindeki kredi stoklarına dayanarak varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracı mümkündür. 1992 yılında, 3794 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan düzenlemeler ile Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracı sermaye piyasalarındaki yerini almıştır (Karadağ 1997). VDMK ihracı ile başlayan menkul kıymetle tirme sürecindeki, bank ihraçları dışında gerçek anlamda ihraç yapılamaması yönündeki tıkanık, ülkemizin ilk tüketici finansmanı şirketinin kurulması ile aşılmıştır. Bazı düzenleme eksiklikleri, ülkemizdeki tek menkul kıymetle tirme enstrümanı olan VDMK ihracında da görülmüştür (Tekerek 1996). Bankalar, ihraçlarında VDMK'yı mevduat alternatifi olarak değerlendirilmemiş, munzam karlılık ve dispoizibilite uygulamalarına göre oluşan nakit kullanım ve maliyet avantajları yanında, repo ve ikinci el piyasa uygulaması imkanları ile kısa vadeli nakit akı regülasyonu amacıyla kullanmıştır. Bu sonucun ortaya çıkmasında; asıl hedef olan üretici ve üreticileri destekleyen finansal kuruluşların teşvik edilerek maliyet ve uygulama kolaylığı avantajları yaratılması yerine, banka ihraçlarının her yönden teşvik edilmesi etken olmuştur. Asıl amaçlanan kuruluşlar, ilk tüketici finansmanı şirketi uygulamaları dışında hiçbir ihracı gerçekleştirememişlerdir.

Bu sonuç, uygulamadaki çarpıklığı açık olarak ortaya koymaktadır. Bankaların maliyet avantajları yanında, her ne kadar bir ölçüde düzelme sağlanmasına rağmen, ihraç prosedüründeki kolaylıklar ile VDMK'nın repo ve ikinci el uygulamaları, sadece bankaların kısa vadeli nakit kolaylıkları ve uzun vadeli VMDK ihraç olanakları yarattığı dikkate alınarak, alacak portföyüne sahip olan tüm üretici ve finansman şirketlerine benzer imkanların sağlanması, Ülkemiz sermaye piyasalarının tüm kurum ve araçları ile birlikte geliştirilmesi, dünya ekonomilerinde önemli bir seviye bulunan menkul kıymetle tirme için ülkemizde de amaçlarına ulaşabilmesi yönlerinden zorunlu görülmektedir.

IV.a.4. poteye Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

poteye dayalı uzun vadeli borçlanma enstrümanlarının bankalar dışındaki en önemli yatırımcıları emeklilik, sosyal güvenlik ve sigorta kuruluşlarıdır. Devletin ciddi büyüklükteki iç borçlanma ihtiyacı neticesinde ortaya çıkan faiz oranlarının yüksekliği bankaların bu enstrümanlara olan ilgisini kaybetmemesine ve alternatif araçlarla ilgilenmemesine yol açmaktadır.

Bankalar haricinde adı geçen yatırımcı grupları arasında olan özel emeklilik şirketleri ise yapılanmalarına 2002 yılı içerisinde başlamış olup, henüz fon toplamaya başlamamışlardır. Sosyal güvenlik kurumlarının büyük bölümü kamu kuruluştur ve politikaları gereği devlet kaynaklarına yatırım yapmaktadırlar; özel sosyal güvenlik kurumları ise özel emeklilik şirketleri ile aynı stratejiyi izlemektedirler.

İkincil piyasa ürünlerindeki çeşitliliği artırmak, ancak uygun ortamın yaratılması ile mümkün olur. Devletin uyguladığı yüksek reel faizli iç borçlanma politikaları devam ettiği sürece, bu faiz oranları ile rekabet edecek ipotek dayalı enstrüman geliştirmek mümkün olamamaktadır.

IV.b. Öneriler

IV.b.1.Kamu Sektörüne Yönelik Öneriler

Türkiye’de konut sektörü ile doğrudan ilgisi olan kamu kurum ve kuruluşları, kaynakları bugüne kadar verimli kullanamamışlardır. Ucuza imal etmek gibi uzmanlık geliştirmemiş olan bu kurumlar, ısrarla, kredi vermek ve denetleyici olmak yerine inşaatı satmak yoluna gidip kaynak maliyetlerini artırmışlardır. 1 birim konut üretmek için ayrılan kaynak ile yaklaşık 7 adet %50 seviyesindeki kooperatif konutu finanse edilebilecekken, inşaatı yapmak tercih edilmiştir. Kronik bütçe açıklarının bulunduğu ortamlarda kamunun doğrudan desteği olmamalıdır. ABD’de olduğu gibi, kamu desteğinin doğrudan finansman temini yerine, ipotek dayalı menkul kıymetleri, kredi derecesini artırıcı garantiler verilmesi şeklinde düzenlemek daha uygun olacaktır. Bu şekilde nispeten az miktarda fon ile sektöre daha fazla miktarda finansman imkanı sağlanabilecektir.

Yeni sistem, yeni fon kaynaklarını ortaya koymalı, mevcut fon kaynaklarını belirli bir oranda konut finansmanına yönlendirmeli ve mevcut tasarrufları konut edinmeye özendirerek önlemler almalıdır. Bu amaçla fon aktarımını ve fon üretimini sağlayacak kurumsal yapının oluşturulması önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Türkiye’de geleneksel konut finansmanı sistemindeki boğuklukları giderecek bir kredilendirme, fonlama sistemine sahip olunması yanında bu sistemin ihtiyaç duyduğu konut finansmanında uzmanlaşmış finansal aracı kurumların oluşması ve i levlerini devam ettirmesi de önem kazanmaktadır. Kamu garantisi, bu şekilde oluşturulabilecek merkezi ikincil piyasa kuruluşlarına yönlendirilebilecektir (Alp ve Yılmaz 2000a).

IV.b.2.Vergisel Te viklere Yönelik Öneriler

Gayrimenkul finansmanını te vik edecek vergi düzenlemelerinin yapılması ekonominin genelinde büyümeyi destekleyici bir etki gösterebilecektir. Öncelikle ipotek teminatlı konut kredilerinin kullanımının yaygınlaşması için gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ki iler tarafından alınan krediler için ödenen faizlerin, gelir vergisinin hesaplanmasında bir gider olarak dikkate alınması gerekmektedir. Böylece ipotek kredilerini kullanan ki ilere vergisel avantaj sağlanacaktır. Te viklerin ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetle tirilmesini temin etmeye yönelik olması gerekmektedir.

Düzenlenecek olan ipotek kredilerinin menkul kıymetle tirilmesi, ihraç edilecek olan menkul kıymetlere olan talebe bağlı olduğundan, bu menkul kıymetlerin talebinin artırılması için, en azından belirli bir dönem için, gerek alım-satımlarının gerekse portföy ekinde sağlanacak getirilerinin vergiden istisna edilmesi gerekmektedir. Bu sayede ihraç edilmiş menkul kıymetlere olan talep artacak ve ihracı yapan kuruluşlar, birincil piyasa için gereken likiditeye kavuşacaklardır.

Kamunun bu destekler dolayısıyla uğradığı gelir kaybı, aslında yapı sektörüne bağlı sektörlerin canlanması dolayısıyla artan başka tür vergilerle, fazlasıyla karşılanmaktadır. Gayrimenkul kredisi kullanılarak yapılan konut alımlarında bedeller gerçek seviyede beyan edileceğinden, diğer konut alım-satımlarında da bu örnek gözetilmek zorunda kalınacak, dolayısıyla düşük beyan yoluyla kaçırılan vergiler önlenecektir. Ayrıca, yapı sektörünün canlanmasıyla, bağlı sanayi sektörlerindeki üretim artışı ve ticaret hacminin genişlemesi, buna bağlı olarak karlılığının ve istihdamın artması, katma değer vergisi, kurumlar vergisi, gelir vergisi gibi vergi türlerine yansıtacaktır.

IV.b.3.Kredi Sağlayan Kuruluşlara Yönelik Öneriler

Konut sorunun kurumsal bir çerçevede çözülmesi ve konut sahibi olma imkanlarının artırılması ve kolaylaştırılması bakımından kredi sağlayan kuruluşların rolü çok önemlidir. Türkiye’de kredi kullandıran kuruluşlar bankalar olup, kullandıracakları konut kredilerini topladıkları mevduatlarla ya da düzenlemiş oldukları kredileri daha sonra satarak elde ettikleri fonlarla finanse edeceklerdir. Mevduat faizlerinin 1 yılın altında olduğu ülkemizde, mevduat varlıklarına dayalı uzun vadeli kredi vermek, vade uyumsuzluklarına ve orta vadede açık verilmesine yol açacaktır. Bu

nedenle finansman şirketleri için ikinci el piyasaya yönelmesi, verilen kredilerin bu piyasada likit hale getirilerek yeni fonlar sağlanması ve bu fonların da yine konut kredilerine plase edilmesi daha avantajlı olacaktır.

IV.b.4.Mevcut Kurumsal Aksaklıklar ve Önerilen Kurumsal Model

Ticari bankalar için regülasyon geliştirici, düzenleyici, denetleyici ve destekleyici organlar olmasına karşın konut finansmanı, ayrı bir çatı altında organize edilmemiştir. İpotek teminatlı konut kredilerinin birincil, ikincil ve sermaye piyasaları ayaklarını kapsayacak bir kurumsal yapı, makroekonomik gelişim açısından da önemlidir. Bu tür bir kurumsal yapılanma daha sonra diğer ilgili organizasyonlarla da (risk derecelendirme kurulları, gayrimenkul değerlendirme kurulları, tapu kayıt kurulları, sermaye piyasaları aracı kurumları, emeklilik kurulları, yardımla masandıkları vs.) koordinasyonu sağlayacaktır.

Kurumsal eksiklerin, merkezi bir ipotek bankası vasıtasıyla çözülmesini takiben, gerekli mevzuat oluşturulup, Türk hukuk sistemine uygun bir ikincil piyasa modeli oluşturulmalıdır. Roma German Hukuk Sistemi'nin bir parçası olan ve AB'ye aday olma yolunda ilerleyen Türkiye'nin oluşturması gereken model AB uygulamaları paralelinde olmalıdır. Ancak unutulmamalıdır ki; AB'de ikincil ipotek piyasaları, bilanço dışı uygulamaları ile daha etkin bir menkul kırtme mekanizmasına sahip bulunan ABD'den daha düşük verimlidir. AB ülkeleri de bu gerçekten hareketle, bu konuyla ilgili yapılanma faaliyetlerine devam etmektedir. Halen AB ikincil ipotek piyasasının ortalama %1'ini oluşturan bilanço dışı enstrümanlara yönelik yapısal düzenlemelere de önem verilmektedir. Bu gerçekler ışığında, Türkiye'de uygulanması gereken model, öncelikle AB Komisyonu UCITS Direktifi çerçevesinde bilanço içi enstrümanları içermeli ve bilanço dışı enstrümanların uygulanması için geli mekte olan AB müktesebatı ile paralel çalışmalar yürütmelidir.

Dü en enflasyon ve istikrar kazanan faiz oranları sayesinde bankacılık sistemimizde mevcut olan ve ayrırlıklı olarak tasarruf mevduatı kaynaklı birincil konut kredisi piyasasında varolan do al vadeler uzayacak ve faizler makul seviyelere inecektir. Ancak, bu çalış ma ile ifade edilen asıl hedef, kaynak maliyetlerini dü ürme ve birincil piyasaya tahsis edilen kaynaklara tasarruf mevduatlarının yanısıra ikincil piyasalar vasıtasıyla sermaye piyasalarının da eklenmesini sağlamaktır. Bu hedefe

ula mak için yapılması zorunlu bazı yasal düzenlemelerin, kamu destekli bir merkezi kurulu çatısı altında tek elden yapılması, hem AB ile uyum sürecinde çok seslili i ortadan kaldıracak hem de çalı maların daha süratli ilerlemesi için gerekli ortamı yaratacaktır.

Mevzuat çalı malarının ilk a aması, sözkonusu kurumsal yapılanma ile ilgili olmalıdır. Olu turulacak olan bu kurumun icraatları sektör açısından tavsiye olmaktan öte, birer direktif a ırlı ında olmalıdır. Bu ekilde yapılacak yasal düzenlemeler ile hem bankacılık sektörüne birincil konut kredisi piyasalarında likidite kazandıracak hem de ikincil piyasaların devlet ka ıtlarının tekeline çıkararak, özellikle özel emeklilik kurulu ları ve uzun vadeli/dü ük riskli nakit akı ı yaratmak isteyen finans kurulu larınca ra bet görecek olan ipotek teminatlı menkul kıymetlerin de i lem görebilmelerini sa layacaktır.

V. Sonuç

Gayrimenkul varlıklarının ekonomide azami ölçüde de erlendirilmesi ve bu varlıklara ba lanan dönen varlıkların ekonomiye yeniden katılımının sa lanması, ekonomik geli me açısından elzemdir. pote e dayalı birincil ve ikincil piyasa gayrimenkul finansman sistemleri sözkonusu gayrimenkul varlıklarının de erlendirilmesine imkan tanımaktadır.

Avrupa Birli i'ne üyelik sürecinde Türkiye'nin kar ılamak durumunda bulundu u bir dizi ekonomik kriter ancak ülkenin kıt varlıklarının azami de erlendirilmesi ile olacaktır. Liberal pazar ekonomisine son 15 yıl içerisinde geçen Do u Avrupa ülkeleri, ipot e dayalı menkul kıymet pazarlarının tesisinde önemli yol katetmi lerdir. Avrupa Birli i'ne üyelik gayesini bu ülkelerle payla an Türkiye'de ise birincil piyasalar mevcut olmasına ra men, ipot e dayalı menkul kıymetlerin i lem gördü ü ikincil piyasalar olu amamı tır.

Avrupa Komisyonu direktifleri üye ülkelerde ipot e dayalı menkul kıymet piyasalarının kurulu ve faaliyet esaslarını genel olarak tarif etmekte ise de, her üye ülkenin kendi artlarına uygun birtakım alternatif düzenlemeler yapma imkanı bulunmaktadır. Çalı mada incelenen Bulgaristan, Romanya, Hırvatistan ve Polonya'nın yanısıra ana modeller olan Amerikan ve Alman sistemlerinden de istifade ederek, Türkiye'nin mevcut kurumsal altyapısına yönelik birtakım önerilerde bulunulmu tur.

ncelen Do u Avrupa ülkelerinin çok daha fazla sayıda düzenlemeyi 5-7 yıl gibi kısa bir sürede yaptı ı dü ünüldü ünde, ülkemizin üyelik müzakerelerine ba lamayı öngördü ü Kasım 2004'e kadar ipotote e dayalı menkul kıymetlerin i lem görebilece i ikincil piyasalara yönelik kurumsal düzenlemeleri büyük ölçüde hazır edebilmesi mümkün görülmektedir.

V. Referanslar

ADLINGTON, G. ve Di erleri,2000. “Developing Real Estate Markets in Transition Economies” Kongre Bildirisi. *UN Intergovernmental Congress, 6-8 Aralık 2000.*

ALP, A. ve YILMAZ, U., 2000a. *Konut potek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yolu le Finansmanı.* Active Finans Bankacılık ve Finans Makaleleri-V.

ALP, A. ve YILMAZ, U., 2000b. *Modern Konut Finansmanı.* Ankara:SPK Yayınları No:51.

Türkiye Bankalar Birli i Internet Sayfası; <http://www.tbb.org.tr>.

CHIQUIER, L., 1998. *Dual Index Mortgages (DIMs): Conditions of Sustainable Development in Poland.* The Urban Institute.

COLES, A., 2001. *Why US and EU Markets Are So Different.* European Mortgage Federation.

FABOZZI, F. ve YUEN, D., 1998. *Managing MBS Portfolios.* Frank J. Fabozzi Associates, PA.

HARDT, J. ve LICHTENBERGER, J.D. , 2001. The Economic and Financial Importance of Mortgage Bonds in Europe. *Housing Finance International.* XV/4, 19-30.

HARDT, J., 2003. Regional Roles in Market Development and Standardization. *Developing Secondary Mortgage Markets in Southeast Europe Conference, 4-5 ubat 2003 Bulgaristan.*

KARADA , N., 1997. *Tüketici Finansmanı irketlerinin Varlı a Dayalı Menkul Kıymet hracı.* Ankara: SPK Yayınları No: 84.

MERRILL, S., 1999. *Building Housing Finance in Central and Eastern Eurpoe: Sharing and Comparing.* Var ova: The Urban Institute.

MERRILL, S. ve Di erleri, 1999. *The Feasibility of Estimating Demand for Residential Mortgage Credit in Poland.* The Urban Institute.

MERRILL, S.ve Di erleri, 2000. *Poland: Housing Finance at the Millenium.* The Urban Institute.

MORE, P., 2000. *The Pfandbrief: A European Perspective.* Euromoney Publications.

MUCKOVA, V., 2000. *Mortgages in Europe.* Bratislava: Institute of Monetary and Financial Studies.

RABENHORST, C. ve Di erleri, 2003. *Assessments of the Mortgage Markets in Bulgaria, Croatia, and Romania.* Washington, D.C. : The Urban Institute.

RENAUD, B., 2003. “Housing Finance in Emerging Markets: An Overview of Current Issues”, *Housing Finance in Emerging Markets Kongre Bildirisi, 10 Mart 2003 Londra.*

SCHWARTZ, E.S. ve TOROUS, W.N.,1989. Prepayment And the Valuation of Mortgage Backed Securities. *Journal of Finance*, 44.

S.P.K., 2001. *Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde De erleme Hizmeti Verecek irketlere ve Bu irketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına li kin Esaslar Hakkında Tebli* , Seri:VIII, No: 35.

STÖCKER, O.M., 2001. The Renaissance of Pfandbrief in Europe. *Housing Finance International*. XV/4, 30-36.

SULENTA, L.M., 2001. *ECRA Housing Project: Financial Sector Analysis*. Washington, D.C.: The Urban Institute.

TAFF, L., 2002. *Investing In Mortgage Securities*. Washington, D.C. AMACOM.

TEKER, B., 1996. *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*. Ankara: SPK Yayınları No: 43

UN Economic Commission for Europe, 2002. *Organization of Work on Guidelines on Private Housing Finance Systems for Countries in Transition*.

Verband Deutscher Hypothekenbanken, 2003. *Real Estate Banking: 2002 Facts and Figures*.

YONKONOVA, A., 2000. *Banking Sector:Bulgaria*. Sofya: Institute for Market Economics.