

ABD'DE KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ

Cansu ŞARKAYA İÇELLİOĞLU¹

ÖZET

Reel sektörle olan ilişkilerinin yanı sıra finans sektörü ile de sıkı ilişkiler içinde olan gayrimenkul sektörü, milli gelir ve ülke ekonomisi üzerinde önemli etkiler doğuran lokomotif sektörlerden biridir. Barınma ihtiyacını karşılamasının yanı sıra, yatırım aracı olma özelliği de taşıyan konutların üretilip satışı sunulması; devletin düzenlediği, para ve sermaye piyasaları tarafından desteklenen ve bireysel-kurumsal yatırımcıların ilgi gösterdiği bir sistem içerisinde gerçekleşmektedir. Çalışmanın kapsamı, para ve sermaye piyasalarının finansman olanaklarını kullanarak 1980'lerden sonra büyük gelişme gösteren ve 2008 yılında büyük bir kriz yaşayan ABD'de konut finansmanı sisteminin değerlendirilmesidir.

Anahtar Kelimeler: İpotek, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler, Gayrimenkul Ekonomisi, Konut Finansman Sistemi, Konut Kredileri.

ABSTRACT

Real estate sector which is in a close relationship with finance sector as well as real economy, is one of the leading sectors that have impact on national income and national economy. The production and sale process of the residential estates which is shelter and one of the investment vehicle also; is occurred in a money and capital market-fed, state regulated system that both individual and institutional investors are interested in. The scope of this research is to state the terms of the USA's housing system which developed by using the financial opportunities of the money and capital market after 1980's and experienced a major economic crisis in 2008.

Key Words: Mortgage, Mortgage Backed Securities, Real Estate Economics, Housing Finance System, Housing Loans.

¹ Araş.Gör., İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Emlak ve Emlak Yönetimi Programı

GİRİŞ

Uzun vadeli bir yatırım olan gayrimenkul yatırımları için gerekli olan fon miktarı, ancak uzun bir süre tasarruf yapılarak elde edildiğinden bireyler borçlanma yoluyla finansman yolunu tercih etmektedirler. Kısa dönemde faiz oranları, kredi koşulları, gelir durumu gibi faktörlere bağlı olan gayrimenkul piyasası, uzun dönemde demografik özelliklerin, makro ekonomik gelişmişliğin, finansal sistemin, hukuki altyapının ve teknolojinin etkisi altındadır. Örneğin, nüfusun konut ihtiyacının ve konut edinme eğiliminin yüksek olduğu, yatırım kararlarını destekleyecek bir ülke ekonomisine ve kurumsal yöntemlerle borçlanmaya imkan tanıyan bir finansal sisteme sahip, hukuki altyapısı sağlam ve ileri teknolojik tekniklerin kullanıldığı bir piyasada; konut finansmanı sisteminin gelişimi için gerekli olan koşulların büyük bir kısmı sağlanmış olmaktadır.

Ülkelerin farklı kalkınma ve gelişim düzeyleri, konut finansmanı sistemlerinin de farklılaşmasına sebep olmaktadır. Gelişmiş bir konut finansmanı sistemi, ipoteklerin menkul kıymetleştirilerek ikincil piyasalarda bir yatırım aracı haline getirildiği, rekabetin yoğun olduğu bir kredi piyasasına sahip, ürün çeşitliliği olan, tüketicilere kredi alternatiflerinin sunulduğu piyasalardır. Gelişmemiş bir konut finansmanı sisteminde ise ekonomi ve finans sistemi konut finansmanını destekleyemeyecek kadar küçüktür. Uygulanan modeller ülkelerin hukuki, kültürel, ekonomik ve finansal altyapılarına bağlı olarak farklılaşmaktadır. Örneğin ABD’de sermaye piyasalarına dayalı bir model uygulanırken, Avrupa’da ipotek bankacılığı yöntemi daha çok kullanılmaktadır.

Konut finansmanı sistemi ülkeden ülkeye değişen koşulların yanı sıra, sistem içerisinde yer alan aktörlerin ve araçların etkinliğinin de etkisi altındadır. Kamu-özel sektör işbirliğinde oluşturulan konut arzı; ticari bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri, ortak tasarruf bankaları, ipotek bankaları gibi konut kredisi veren kuruluşlar tarafından fonlanan ve yeterli satın alma gücüne kavuşturulan tüketiciler tarafından talep edilmektedir. Kredilerin teminatı olarak alınan ipoteklerin kredi kuruluşları ya da ipotek kuruluşları tarafından menkul kıymetleştirilerek yatırımcılara sunulması aşamasında sigorta kuruluşlarının sistemdeki riskleri üst-

lenmesi, ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımcılarının geri ödenmeyen kredilerden doğan risklerden korunmasını ve bu güvenceyle daha çok yatırımcının ipotek piyasası içerisine girmesini sağlamaktadır

Sistem içerisinde yer alan kamu kuruluşları genellikle sistemi düzenleyen bir rol oynamaktadır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kamu kuruluşları barınma amaçlı konut ihtiyacını karşılamak için toplu konut üretimleri yapmakta veya alt gelir grubundaki bireylere çeşitli sübvansiyonlar uygulayarak finansman desteği sağlamaktadır. Merkez Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu kamu otoriteleri olarak piyasaya müdahalelerde bulunmakta; Merkez Bankası uygulanan para politikaları vasıtasıyla dolaşımdaki para miktarı, kredi faiz oranı ve vade yapısı üzerinde etkili olmakta; Sermaye Piyasası Kurulu ikincil piyasalarda alım satımı yapılan ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve bu menkul kıymetlerin ihracını gerçekleştiren ipotek kuruluşları ile ilgili düzeni sağlamaktadır.

GAYRİMENKUL EKONOMİSİ

Gayrimenkul piyasaları eksik rekabet şartlarının geçerli olduğu piyasalardır. Gayrimenkuller üretimin ve satışın kısa sürede gerçekleştiği, likiditesi yüksek piyasalara sahip değildir. Bu piyasalarda alıcı ve satıcı sayısı sınırlı olduğundan, alıcı ve satıcılar fiyatı kontrol edebilecek güce sahiptirler. Organize olmuş bir piyasa düzeni yoktur, alıcı ve satıcılar piyasa hakkında tam bilgi sahibi değildir ve piyasa devlet düzenlemelerine ihtiyaç duymaktadır. (Appraisal Institute; Gayrimenkul Değerlemesi, 2004: s 99.)

Gayrimenkul yatırımları her biri birbirinden farklı heterojen yatırımlardır. Bina özellikleri aynı olsa bile arsa yapılarından ötürü hiçbir gayrimenkul yatırımı diğerinin aynısı değildir. Sabit yatırımlar oldukları için de bölgeler arası mobiliteye sahip değildirler. Mülkün konumlandırılacağı bölgenin ekonomik, politik, sosyal ve çevresel faktörleri mülkün piyasa fiyatı üzerinde etkili olurken, bölgedeki potansiyel alıcıların ihtiyaçları doğrultusunda mülk piyasaya arz edilmektedir (Ventolo and Williams; 2001: s 41).

Piyananın ihtiyaçlarına bağlı olarak mülkler; ikamet amaçlı konutlar, ticari binalar, endüstriyel binalar, tarımsal alanlar ve diğer özel amaçlı binalar olmak

üzere beşe ayrılmaktadır. Piyasaların ortak özelliklerine göre alt sınıflara ayrılması piyasaların daha iyi analiz edilmesine imkan tanımaktadır. (Appraisal Institute, The Appraisal of Real Estate; 1996: s 57,58).

Bir ailenin konut talebi, ailenin gelirine, servetine, hayat çizgisine, konut fiyatına, kira fiyatına, diğer mal ve hizmetlerin fiyatlarına bağlıdır. Konut yatırımı yapan bir aile, konutun getiri oranının ve diğer yatırımların getiri oranlarını dikkate almaktadır. (Eraydın, Türel ve Güzel; 1996: s 9).

Eksik rekabet şartlarında faaliyet gösteren ve piyasada meydana gelişmelere geç uyum sağlayan gayrimenkul piyasasında arz miktarı, talebe bağlı olarak belirlenmektedir. Gayrimenkul piyasası ekonomiye benzer şekilde konjonktürel dönemler yaşamaktadır. Gayrimenkul birimlerinin inşası belli bir süre gerektirdiğinden, inşaatlar talepteki kaymaya göre gecikmeli olarak tamamlanmakta, kısa dönemde sabit olan gayrimenkul arzı karşısında talebin artması fiyatların yükselmesine neden olmaktadır. Yüksek fiyatlar aşırı yapılaşmaya sebep olurken, bir sonraki dönemde fiyatlar üretim fazlalığı sebebiyle düşmektedir (Hilbers, Lei and Zacho; 2001:s 4-6).

Gayrimenkul fiyatlarının düşmesi, kredi kuruluşlarının teminatı olan ipotek değerlerinin de düşmesi anlamına geldiğinden, kredilerin ödenmeme halinde borcunu tahsil edemeyen kredi kuruluşu ve nakit akışı kredi borçlularından gelen anapara ve faiz ödemelerine bağlı olan ipoteye dayalı menkul kıymet yatırımcıları önemli bir risk almaktadır (Shiller; 1993: s 80,81). Gayrimenkul piyasası ne kadar gelişmiş olsa da piyasadaki aktörler; gayrimenkulün fiyatının düşmesiyle oluşan piyasa riskinin, kredinin geri ödenmeme durumunda ortaya çıkan finansal riskin, gayrimenkul yatırımlarının karlılıkların azalmasıyla ortaya çıkan sermaye piyasası riskinin, enflasyonun artmasıyla ortaya çıkan satın alma gücü riskinin, gayrimenkullerin kısa sürede nakde çevrilmesinde yaşanan zorlukların ortaya çıkardığı likidite riskinin, deprem gibi doğal afetler ve çevresel faktörlerin gayrimenkulün değeri üzerinde yarattığı olumsuz etkiden doğan çevresel riskin, gayrimenkul yatırımlarının sağlam bir yasal yapı tarafından desteklenmemesi sonucu ortaya çıkan yasal riskin ve gay-

rimenkullerin yönetimi ile ilgili olarak ortaya çıkan yönetsel riskin etkisi altında kalmaktadır. (Appraisal Institute, Gayrimenkul Değerlemesi; 2004: s 94, 95).

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finans piyasası yeterli büyüklüğe ve derinliğe sahip olmadığından konut finansmanı kurumsal yöntemlere dayalı olarak sağlanamamaktadır. Bireyler kendi tasarrufları ve yakın çevrelerinden edindikleri borçlanmalarla konut edinmektedirler. Finans piyasaları geliştikçe bireyler konut edinmek için gerekli olan fonun bir kısmını tasarruflarıyla bir kısmı da kredi kuruluşlarından aldıkları kredilerle temin etmektedirler. Birçok ülke, mevduatlara dayalı konut finansmanını uygulamaktadır. Bu yöntemde bankalar topladıkları mevduatların bir kısmını konut kredisi olarak ekonomiye aktarmaktadır.

ŞEKİL 1: MEVDUATA DAYALI KONUT FİNANSMANI

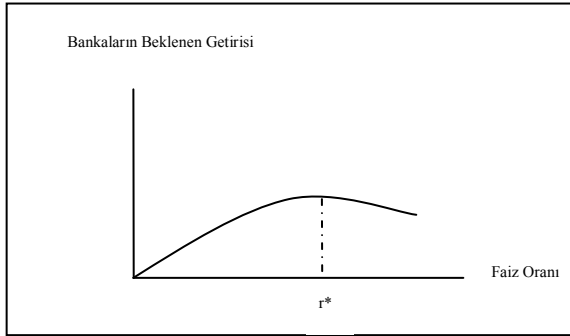


Kaynak: Bahadır Teker, Yalçın Özge Okat ve Murat Parmakçı, **İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı, Uluslararası Uygulamalar, Türkiye Modeli, Mevzuat Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara, 2004, s.3.

Kredi talebini etkileyen en önemli faktörlerden biri faiz oranlarıdır. Faiz oranının yükselmesi, kredinin maliyetinin yükseldiği ve borçluların daha yüksek ödemeler yapması gerektiği anlamına gelmektedir. Belirli bir seviyeye kadar faiz oranları yükseldikçe bankanın getirisinde artış gözlemlenecektir. Fakat faizlerin, diğer bir deyişle maliyetlerin, belirli bir seviyenin üstüne çıkması borçluların ödemelerini yapamaz hale gelmesine ve kredi riskinin yükselmesine neden olabilir. Bu durumda borcunu tahsil edemeyen bankanın getirisi düşmeye başlayacaktır. Grafik 1'de gösterildiği gibi bankanın beklenen getirisi belirli bir faiz oranına kadar önce artar, belirli bir faiz oranından sonra ise düşmeye başlar. Kredi veren kurumların bu seviyeyi iyi öngör-

meleri ve ödemelerinde zorluk yaşanma ihtimali olan kredi taleplerini geri çevirmeleri gerekmektedir. ABD ödenmeyen yüksek faizli kredilerin nasıl küresel bir krize dönüştüğünü 2008 yılında tecrübe etmiştir.

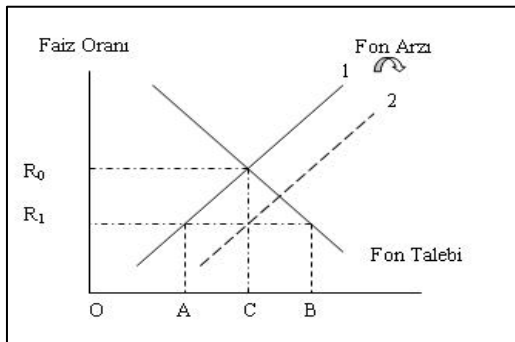
GRAFİK 1: BANKALARIN BEKLENEN GETİRİSİ-FAİZ ORANI İLİŞKİSİ



Kaynak: Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.9.

Kredi kurumları kredilerin ödenmeme riskine karşılık, piyasa denge faiz oranının altında bir oran belirleyerek kredi sözleşmelerini bu oran üzerinden yapabilirler. Grafik 2’de gösterildiği gibi piyasanın dengede olduğu R_0 faiz oranından C miktarda kredi vermek yerine, R_1 faiz oranından A miktarda kredi vermeyi tercih edebilirler. Bu durumda R_1 faiz oranında piyasada oluşan B miktardaki fon talebinin, AB kadarı tayinlanmış ve sadece A kadar fon piyasaya arz edilmiş olacaktır. Merkez Bankası tarafından fon arzının artırılması halinde ise ancak C kadar fon talebi karşılanacaktır. Kredi talep edenlerin hepsine cevap vermek yerine onlar arasından seçim yapan kredi kurumu riskini minimize etmeye çalışmaktadır.

GRAFİK 2: KREDİ TAYINLAMASI



Kaynak: Merih Paya, **Makro İktisat**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1997, s.343,344.

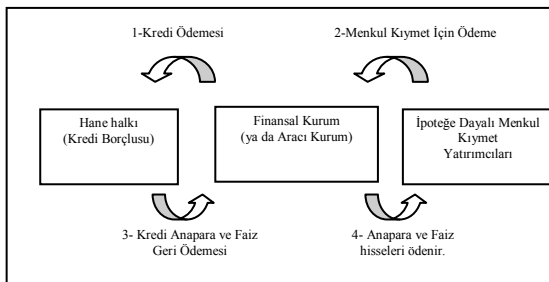
Kredi kuruluşları verdikleri krediler karşılığında girmiş oldukları finansal riske karşı önlem almak için; başlıca iki kritere dikkat etmektedirler. Bu kriterlerden ilki; kredi tutarının mülkün değerine oranı olan kredi/değer oranıdır. Kredi/değer oranı, krediye konu olan mülkün değerinin ne kadarının kredi olarak verildiğini ifade etmektedir. Söz konusu oran arttıkça kredi kuruluşun girmiş olduğu risk de artmaktadır. Kredinin teminatı olan ipotek değeri ile mülkün değeri aynı değeri ifade ettiğinden, piyasada ortaya çıkabilecek herhangi bir dalgalanma sonucunda mülkün değerinin düşmesi, teminatın da düşmesi anlamına gelecek, kredinin ödenmeme durumunda teminatlar toplam borcun altına düşecek ve kredi kuruluşu borcunu tahsil edemeyecektir. Bu nedenle kredi kuruluşları %75 gibi bir kredi/değer oranı belirleyerek verdikleri kredinin üzerinde bir teminat talep etmektedirler. Kredi kuruluşlarının finansal riske karşılık almış aldıkları ikinci önlem ise, ipotek ödemelerinin gelire oranıdır. Söz konusu oran, gelirin ne kadarının ipotek ödemeleri için ayrılacağını göstermektedir. İpotek ödemelerinin gelire oranı sabit tutularak, borçlunun gelirindeki dalgalanmalara paralel olarak ödenmesi gereken ipotek borç miktarı da artırılıp azaltılarak tüketiciye esnek bir ödeme planı sağlanmaktadır (Alp ve Yılmaz, 2000: 44-47).

Kişiler gelirlerinin bir kısmını tüketim için harcamakta, bir kısmını vergi olarak vermekte bir kısmını da tasarruf etmektedir. Tasarrufların büyük bir kısmı, kazanç elde etmek için finansal yatırımlara kanalize edilmektedir. Bireylerin finansal yatırımları, nakit para, kısa ve uzun vadeli mevduat, para piyasası fonları, tahvil, bono gibi hükümete ait borçlanma senetleri şeklinde değerlendirilmektedir. Bireylerin yatırımlarını değerlendirdikleri bir diğer finansal araç da ipoteye dayalı menkul kıymetlerdir. Böylelikle konut edinmek isteyen bireyler, kredi kuruluşlarının ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç ederek yatırımcılardan elde ettiği fonlarla finanse olmaktadır (Downs; 1985: s 68).

İpotek, gayrimenkul kredisi alan kişi ya da kurumun borcunu ödeyememesi halinde, kredi kuruluşunun gayrimenkulün satışını gerçekleştirerek alacağını tahsil edebilmesine olanak sağlayan ve gayrimenkulün

siciline kamu tarafından alacaklarının lehine konulan rehin hakkıdır (Saunders and Cornett; 2004, s189). Birbirine benzer niteliklerdeki ipoteklerin ortak bir havuzda toplanarak menkul kıymetleştirilmesi ve ikincil piyasalarda uzun vadeli yatırım yapan emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılara sunulması kısa vadeli mevduatlarla fonlanan sektöre uzun vadeli bir kaynak girişi sağlamaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, bir ipotek havuzuna bağlı olarak ihraç edilen, anapara ve borç ödemelerinin kredi borçlusundan alınarak ipotek havuzunun sahibi olan menkul kıymet yatırımcısına aktarıldığı menkul kıymet türüdür. Kredi veren kuruluş mevcut kredilerin risklerini, menkul kıymetleştirmeyi gerçekleştirecek olan ipotek kuruluşuna devrederek sektöre yeni krediler aktarabilecek likiditeye sahip olmaktadır. Uzun vadeli konut kredisi veren kredi kuruluşlarının, vermiş oldukları kredilerin risklerini bilançolarından çıkartmadan uzun vadeli kaynak elde etmeleri ise ipotek teminatlı menkul kıymet ihracı yoluyla sağlanmaktadır. İpotek teminatlı menkul kıymetler, ihraç edenin borç yükümlülüğünde olup kredi veren kurumun ipotek teminatı altında çıkarmış olduğu borçlanma senetleridir. Kredi kuruluşları menkul kıymetleştirme yoluyla düşük maliyetli fon toplamakta ve konut finansmanı sisteminin etkinliği artmaktadır (Öcal; 1997: s 12-14).

ŞEKİL 2: İPOTEĞE DAYALI KONUT FİNANSMANI



Kaynak: Anthony Saunders and Marcia Millon Cornett, **Financial Markets and Institutions-a Modern Perspective**, Mc Graw Hill companies, second edition, New York, 2004.

İpotek karşılığı çıkartılan menkul kıymetlerle; uzun süre aktifte duran ipotekler likit bir finansal yatırım aracı haline getirilmekte, bu yatırım aracı ile düşük

maliyetli ve uzun vadeli fon toplanmakta, uzun dönemli yükümlülükleri olan kredi kuruluşları uzun vadeli kaynaklar aktarmakta ve böylelikle konut finansmanı sisteminin etkinliği artmaktadır (Özince, 2005, 47). İpotek karşılığı çıkartılmış menkul kıymetlerin yatırımcılar tarafından ilgi görebilmesi için, kredi riskinin düşük olması gerekmektedir. Nakit akımları kredi ödemelerine bağlı olan yatırımcılar, kredinin geri ödenmeme durumunda risk içine girdiklerinden, kredilerin teminatı olan ipoteklerin değer tespitinin doğru yapılması ve ipotek havuzunda yeterli miktarda ipotek teminatının tutulması riskin kontrol altına alınması açısından önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra kredi kurumun iflası halinde teminat senetlerine dönüştürülmüş varlıkların iflas işlemlerinden ayrı tutulması, yatırımcılar üzerindeki riski düşürecek ve daha çok yatırımcının konut finansmanı sistemine fon aktarmasını sağlayacaktır (Kaelberer, 2007: 89-91).

ABD'DE KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

ABD konut finansmanı sistemi 18.yy sonlarına doğru ortaya çıkmış, 1930-1970 yılları arasında kurumsallaşma dönemini, 1970-1990 yılları arasında menkul kıymetleştirme dönemini yaşamış, 1990'lardan sonra da otomasyon ve bilgisayarlaşma dönemine girmiştir. 1929 yılında hisse senedi piyasasındaki düşüşle başlayan büyük durgunluk dönemi konut finansman sistemini önemli ölçüde etkilemiş, işsiz kalan kredi borçlularının kredilerini ödeyemez hale gelmesine neden olmuş, diğer yandan düşen konut fiyatları teminatlarının düşmesine neden olduğundan, ipoteklerin nakde çevirerek kredi kuruluşlarının alacaklarını tahsil etmesinin önünde engel oluşturmuştur. Bu dönemde konut finansmanı sistemine destek olmak için yeni aktörler sisteme dahil olmuştur (US Department of the Housing and Urban Development Office of Policy Development and Research, 2006: 3-5).

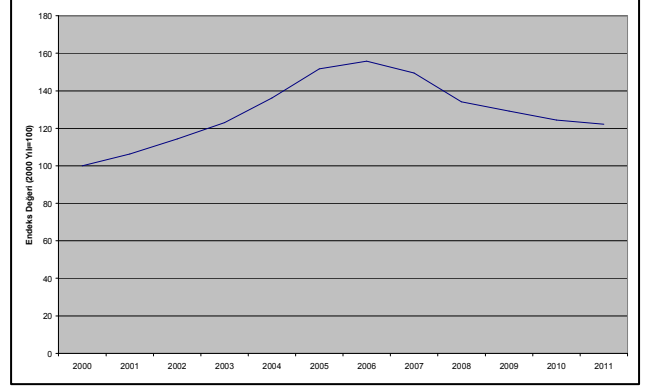
ABD'de ipotek senetlerinin menkul kıymetleştirme sürecine katkıda bulunan; Federal Ulusal İpotek Birliği-FNMA (1938), Hükümet Ulusal İpotek Birliği - GNMA (1966), Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi-FHLMC (1970) ve Çiftçi Konut İdaresi-FMHA (1946)

ABD’de ipotek merkezi rolü üstlenmişlerdir (Uludağ, 1997: 85).

Gelişmiş bir konut finansman sistemine sahip olan ABD’de 2008 yılında, merkezinde ipoteğe dayalı krediler olan büyük bir finansal kriz yaşanmış ve bu kriz hızla küresel boyuta ulaşmıştır. Krizin temelinde subprime olarak adlandırılan, düşük gelirli kesime yüksek faizli verilen krediler yer almaktadır. Düşük gelirli kesimin ödemelerle ilgili sorun yaşayabileceği düşüncesiyle, faiz oranları söz konusu riski yansıtacak şekilde yükseltilmiştir. Fakat yükselen maliyetler zaten gelir düzeyleri düşük olan kişilerin ödeme yapmasını daha da imkansız hale getirmiştir. Kredilerin teminatı olan ipoteklerin bozularak aynı dönemde birçok gayrimenkulün satışa çıkartılması gayrimenkul fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Daha önce bahsedildiği gibi düşen fiyatlar teminat değerinin düşmesine ve özellikle kredi/değer oranı yüksek olan kredilerin alacaklarının tahsil edilememesine neden olmaktadır. Bu durum kredi veren kurumları etkilediği kadar ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımcılarını da etkilemiştir. Kriz zincirleme olarak sistemdeki aktörlere yayılmıştır. İflasla karşı karşıya kalan kredi kurumlarıyla borç alacak ilişkisi içinde olan diğer finansal kurumların da mali yapıları bozulmuş ve kriz dışı yarıya yoluyla diğer ülkelere yayılmıştır.

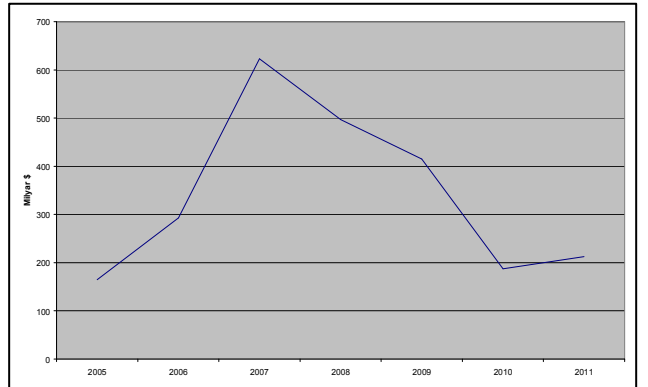
Kredilerin ödenmeme riskinin menkul kıymet yatırımcılarına yansıtacağı daha önceden öngörülemezinin nedeni, derecelendirme kuruluşlarının ipoteğe dayalı menkul kıymetleri risksiz bir yatırım olarak değerlendirmesi fakat ortak bir havuzdan ihraç edilen ipoteklerin farklı risk grupları içerisinde olmasının göz ardı edilmesidir. Havuzdaki ödenmeyen kredilere ait sorunlu ipoteklerin tüm havuzun riskini arttırmıştır.

Grafik 3: Konut Fiyat Endeksi



Kaynak: Federal National Mortgage Association, **Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(D) of the Securities Exchange Act of 1934**, 31.03.2011, (Çevrimiçi) <http://www.fanniemae.com/ir/pdf/earnings/2011/q12011.pdf;jsessionid=DDHL4NNPJZZHJ2FQ5ISFGQ>, 17.07.2011, s.7. veriler kullanılarak oluşturulmuştur.

Grafik 4: Aracı Kuruluşlar ve Hükümet Destekli Kurumların İpotek Havuzları



Kaynak: Board of Governors of Federal Reserve System, **Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings First Quarter 2011**, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>, 28.06.2011, s.35.

Tablo 1: ABD'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasılasının Dağılımı

Yıllar	GSYİH (Milyar Dolar)	Sabit Yatırımlar (Milyar Dolar)	İkamet Amaçlı Yatırımlar (Milyar Dolar)	İkamet Amaçlı Yatırımların GSYİH içindeki Yeri (%)	Sabit Yatırımların GSYİH içindeki Yeri (%)	İkamet Amaçlı Yatırımların Sabit Yatırımlar içindeki Yeri (%)
2005	12638,4	2122,3	774,9	% 6,13	% 16,79	%36,51
2006	13398,9	2267,2	761,9	% 5,69	% 16,92	%33,61
2007	14061,8	2266,1	628,6	% 4,47	%16,12	%27,74
2008	14369,1	2137,8	472,5	% 3,29	%14,88	%22,10
2009	14119,0	1716,4	352,1	% 2,49	%12,16	%20,51
2010	14660,0	1755,8	340,5	% 2,32	% 11,98	% 19,39
2011*	15010,3	1818,5	333,2	% 2,22	% 12,12	% 18,32

*Birinci çeyreğe ait veridir.

Kaynak: Board of Governors of Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings First Quarter 2011, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>, 28.06.2011, s.13.

Tablo 1'i incelediğimizde, 2005 yılı sonrasında ABD'de sabit yatırımların GSYİH içindeki payının düşmeye başladığı görülmektedir. Sabit yatırımları ikamet amaçlı ve ikamet amaçlı olmayan yatırımlar olarak iki kategoride dikkate alırsak, sabit yatırımlar içerisinde ikamet amaçlı yatırımların payının giderek azaldığı ikamet amaçlı olmayan yatırımların payının arttığı görülmektedir.

Tablo 2, 1976'dan günümüze ABD'deki mevcut toplam kredi borcunu, hanehalkı borcunu ve bu borçların içinde mortgage borçlarının payını göstermektedir.

Buna göre mortgage borçlarının toplam krediler içindeki payı 1997'den 2007'ye kadar artmış, 2008 yılından sonra düşüş sürecine girmiştir. 2011 yılı itibarıyla mortgage borçlarının toplam krediler içindeki payı %27,45 mortgage borçlarının hanehalkı borçları içindeki payı %74,86 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1 ve Tablo 2'deki verileri değerlendirdiğimizde, ABD'nin GSYİH' sının yaklaşık 2.5 misli kadar toplam kredi büyüklüğüne, yaklaşık %70'i kadar da mortgage kredi büyüklüğüne sahip olduğu ortaya çıkmaktadır. 2007 yılı sonrasında mortgage kredilerinin GSYİH içindeki payı azalırken diğer kredilerin payı bir miktar artış göstermiştir.

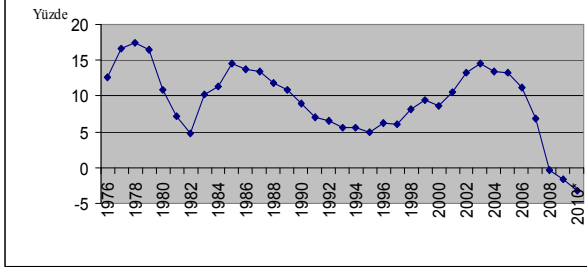
Tablo 2: Vadesi Gelmemiş Borçlar

Yıllar	Toplam (Milyar dolar)	Hanehalkı Toplam (Milyar dolar)	Mortgage (Milyar dolar)	Mortgage'in Toplam içindeki Yeri (%)	Mortgage'in Hanehalkı Toplamı içindeki Yeri (%)
1976	2505,3	818,9	517	20,64	63,13
1977	2826,6	946,7	603	21,33	63,69
1978	3211,2	1105,4	708,6	22,07	64,10
1979	3603	1276,1	826,7	22,94	64,78
1980	3953,5	1396	926,5	23,43	66,37
1981	4361,7	1507,2	998,2	22,89	66,23
1982	4783,4	1576,4	1031,1	21,56	65,41
1983	5359,2	1732	1116,2	20,83	64,45
1984	6146,2	1943,3	1242,8	20,22	63,95
1985	7123,1	2277,8	1449,6	20,35	63,64
1986	7966,3	2537,3	1648,3	20,69	64,96
1987	8670,1	2755,1	1827,9	21,08	66,35
1988	9450,7	3043,6	2054,2	21,74	67,49
1989	10152,1	3319	2259,5	22,26	68,08
1990	10834,9	3580,9	2488,8	22,97	69,50
1991	11301,4	3769,7	2667	23,60	70,75
1992	11816,5	3970,4	2840	24,03	71,53
1993	12391,4	4210,3	2998,7	24,20	71,22
1994	12973,6	4531,8	3165,3	24,40	69,85
1995	13667,5	4841,2	3318,9	24,28	68,56
1996	14399,8	5177	3223,8	22,39	62,27
1997	15210,8	5477,6	3739,3	24,58	68,27
1998	16216,4	5903,4	4040,6	24,92	68,45
1999	17291,6	6396	4416,3	25,54	69,05
2000	18166,1	6987,3	4798,4	26,41	68,67
2001	19298,3	7659,3	5305,4	27,49	69,27
2002	20716,9	8484,3	6009,9	29,01	70,84
2003	22444,7	9505	6894,4	30,72	72,53
2004	24442,9	10569,6	7835,3	32,06	74,13
2005	26767,6	11742,9	8874,3	33,15	75,57
2006	29179,1	12929,5	9865,0	33,81	76,30
2007	31708,7	13802,9	10539,5	33,24	76,36
2008	33615,6	12844,1	10498,3	31,23	81,74
2009	34640,2	13602,2	10335,2	29,84	75,98
2010	36112,7	13386,2	10055,4	27,84	75,12
2011*	36319,8	13318,5	9970,0	27,45	74,86

*Birinci çeyreğe ait veridir.

Kaynak: Board of Governors of Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings First Quarter 2011, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>, 28.06.2011, s.9.

Grafik 5: Hanehalkının Mortgage Borçlarındaki Yüzdelerdeki Değişim

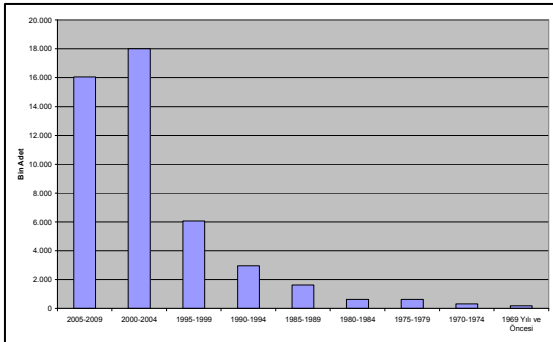


Kaynak: Board of Governors of Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and Outstandings First Quarter 2011, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>, 28.06.2011, s.7.

Benzer şekilde Grafik 5’de, hanehalkının mortgage borçlarının toplam borçları içindeki payının özellikle 2000’li yıllarından başından sonra arttığı, en yüksek seviyeye %14,6 artışla 2003 yılında ulaştığı ve 2008 yılından sonra artışın yerini negatif değer aldığı görülmektedir. Hanehalkının mortgage borçlarının toplam borçları içindeki payının hala artış süreceğine geçmemesi ABD’nin kriz etkilerinden çıkamadığının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Gayrimenkul piyasasındaki gelişmelere paralel olarak yıllar içinde verilen mortgage kredi sayısı Grafik 6’da gösterilmiştir. Mortgage kredisinin en yüksek sayıya ulaştığı dönem 2000-2004 dönemidir. Bu dönemde verilen kredi sayısı, 10 yıl önce verilen kredi sayısının yaklaşık olarak 6 katıdır. 2008 yılında yaşanan gayrimenkul krizi, bir sonraki dönem olan 2005-2009 döneminde verilen kredilerin yaklaşık olarak 2000 bin adet azalmasına neden olmuştur.

Grafik 6: Yıllar İçinde Verilen Mortgage Kredisi Sayısı



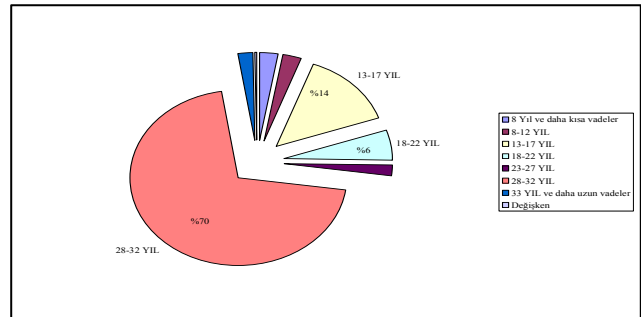
Kaynak: US Census Bureau, American Housing Survey for the United States: 2007, Current Housing Reports, September 2008,

(Çevrimiçi) <http://www.census.gov/prod/2008pubs/h150-07.pdf>, 07.10.2010, s.164.

Kredi/değer oranı olarak %75’i baz alan ve değerlerin en az %25’inin peşin ödeme ile yapıldığı Türkiye’den farklı olarak, ABD’de verilen mortgage kredilerinin %9’unun peşinat oranı sıfır, %50’sinden fazlasının peşinat oranı ise %20’den azdır. Bu durum konut fiyatlarının düşme halinde kredinin teminatı olan ipotegün değerinin de düşeceği ve kredi kurumunun alacağını tahsil edememesi ile sonuçlanabilir. (US Census Bureau, 2007, s 158.)

Yapılan tahminlere göre FNMA’nın 1991-2003’e kadar olan sahip olduğu krediler karlı, 2004’deki kredileri başabaş noktasında, 2005-2008 dönemindeki kredileri karsız ve 2009, 2010 ve 2011’in ilk çeyreğindeki kredilerin karlı olacağı tahmin edilmektedir. 2004 yılındaki krediler, 2005 ile 2008 yılları arasında sahip olunan kredilerden daha konservatif bir politikayla düzenlenmişlerdir. Konut fiyatlarının hızla yükseldiği 2004 yılında verilen kredilerin performansı konut fiyatlarının düşüşüyle birlikte kötüleşmiştir. FNMA bu kredilerin performansının başabaş noktasına yakın olduğunu tahmin etmektedir fakat konut fiyatlarındaki, diğer ekonomik koşullardaki, borçlunun davranışındaki değişiklikler tahminlerin de değişmesine neden olacaktır. 1991-2004 dönemindeki krediler %19’u, 2005-2008 dönemindeki krediler %36’yı, 2009-2011 (İlk çeyrek) dönemindeki krediler %45’i oluşturmaktadır. (Federal National Mortgage Association ; 2011, s.4-5)

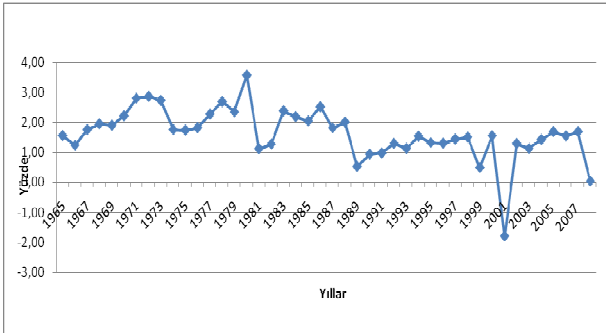
Grafik 7: Mortgage Vadeleri



Kaynak: US Census Bureau, American Housing Survey for the United States: 2007, Current Housing Reports, September 2008, (Çevrimiçi) <http://www.census.gov/prod/2008pubs/h150-07.pdf>, 07.10.2010, s.164.

Mortgage kredilerinin özellikleri incelendiğinde, ortalama olarak 30 yıl vadeli ve %6,40 faiz oranlı krediler kullanıldığı ve kredi kullananların %81'inin sabit miktarda ödemeleri tercih ettiği görülmektedir. Para ve sermaye piyasaları aracılığıyla elde edilen uzun vadeli fonlar, uzun vadeli bir yatırım olan gayrimenkuller için gerekli olan finansmanı sağlamaktadır. Kredi maliyetlerinin düşük olması, birçok kişiyi konut finansmanı sisteminin içine çekmektedir.

Grafik 8: ABD'de Toplam Konut Birimlerindeki Yüzde Değişim (1965-2009)

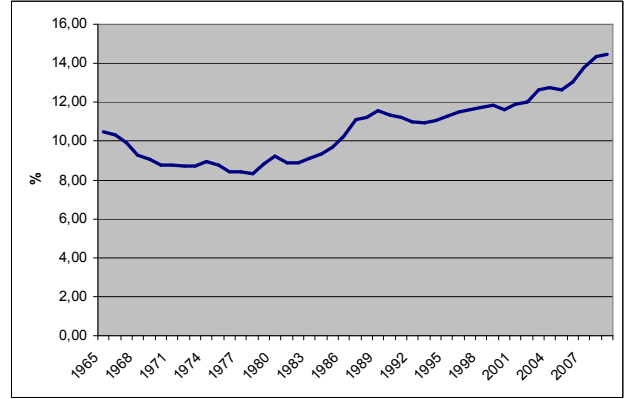


Kaynak: US Census Bureau, Housing Vacancies and Homeownership, Annual Estimates of the Housing Inventory : 1965 to Present, (Çevrimiçi), <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html>, 07.10.2010.

ABD'de her yıl ortalama % 1-2 artış gösteren konut stoku, yaklaşık olarak nüfus artış hızı ile paralel olarak değişmektedir. Grafik 8'de konut stokunun 2002 yılında % 1,80 azaldıktan sonra toparlanma sürecine girdiği fakat 2008 yılındaki krizden sonra artış hızında tekrar bir düşüş yaşandığı görülmektedir.

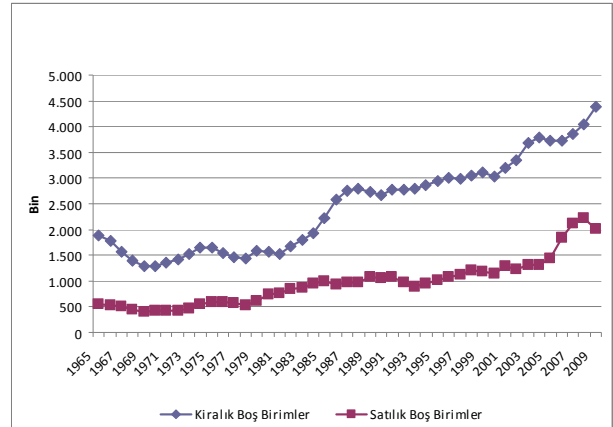
Gayrimenkul piyasasındaki boşluk oranı Grafik 9'da yıllar itibariyle gösterilmiştir. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren boşluk oranı %8'lerden %10'ların üzerine çıkmış, 2000'li yıllara kadar yaklaşık olarak paralel bir seyir izlemiş, 2000'li yıllardan sonra tekrar yükselmeye başlayarak günümüzde yaklaşık olarak %14 seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 9: Boş Birimlerin Toplam Birimler İçindeki Payı



Kaynak: US Census Bureau, Housing Vacancies and Homeownership, Annual Estimates of the Housing Inventory : 1965 to Present, (Çevrimiçi), <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html>, 07.10.2010.

Grafik 10: ABD'de Boş Konut Birimlerinin Sayısı

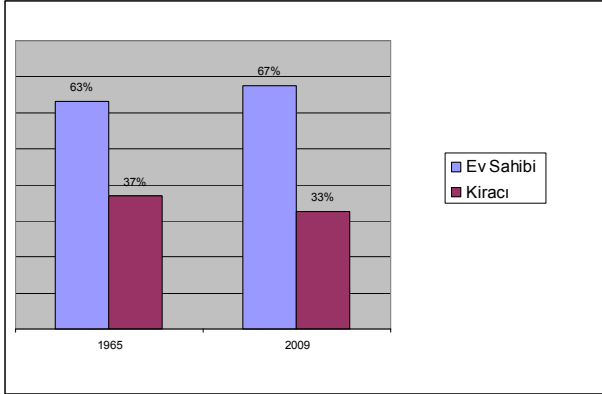


Kaynak: US Census Bureau, Housing Vacancies and Homeownership, Annual Estimates of the Housing Inventory : 1965 to Present, (Çevrimiçi), <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html>, 07.10.2010.

ABD'de kiralık boş birimlerin sayısı her zaman satılık boş birimlerin sayısından yüksek bir seviyededir. Özellikle 1980'lerden sonra kiralık ve satılık boş birimler arasındaki fark artmıştır. 2009 yılında 4393 bin adet kiralık birim boş kalırken iken, 2020 bin adet satılık birim boş kalmıştır. Satılık birimlerin kiralık birimlere göre daha az boş kalması, ev sahipliği oranının yüksek olması ile ilişkilendirilebilir. Örneğin 1965 yılında %63

olan ev sahipliği oranı günümüzde %67'ye yükselmiştir.

Grafik 11: Kullanımdaki Konut Birimleri İçinde Ev Sahibi ve Kiracıların Payı



Kaynak: US Census Bureau, Housing Vacancies and Homeownership, Annual Estimates of the Housing Inventory : 1965 to Present, (Çevrimiçi), <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html>, 07.10.2010.

Kiracının finansal yükümlülükleri Tablo 3'de görüldüğü gibi ev sahibinin finansal yükümlülüklerinden daha fazladır. Bu durumda kiracı olmanın ev sahibi olmanın tercih edildiği ABD'de kira talebi düşük ve dolayısıyla da kiralık boş birimlerinin sayısının yüksek gerçekleşecektir. Halkın gayrimenkulün ikamet amacının yanı sıra yatırım aracı özelliğini de dikkate alıyor olması, konut satışlarını arttıran ve satılık boş birim sayısını makul bir seviyede tutan bir etken olarak değerlendirilebilir.

ABD'de Kullanılabilir Kişisel Gelirin yaklaşık %12-13'ü hanehalkının borç ödemeleri için ayrılmaktadır. Ev sahipleri ve kiracıların finansal yükümlülüklerini 2010 yılı açısından değerlendirdiğimizde, ev sahipleri kişisel gelirlerinin %15-16'sı, kiracılar kişisel gelirlerinin % 24-25'ine eşit bir finansal yükümlülükle karşı karşıya kalmaktadır.

Tablo 3 : Hanehalkı Borç Servisi ve Finansal Yükümlülükleri

Yıllar	Kullanılabilir Kişisel Gelirin bir yüzdesi olarak hanehalkı borç servisi ödemeleri	Kullanılabilir Kişisel Gelirin bir yüzdesi olarak kiracının finansal yükümlülükleri	Kullanılabilir Kişisel Gelirin bir yüzdesi olarak ev sahibinin finansal yükümlülükleri
1980	11,19	24,66	13,98

1981	10,78	24,18	13,66
1982	10,8	23,34	13,89
1983	10,61	22,61	13,83
1984	10,84	23,13	13,93
1985	11,5	24,93	14,62
1986	12,08	26,39	15,27
1987	12,38	26,84	15,78
1988	12,01	25,93	15,33
1989	12,02	25,25	15,42
1990	12,02	24,83	15,5
1991	11,83	24,34	15,44
1992	11,14	23,62	14,66
1993	10,8	23,85	14,14
1994	10,86	24,61	14,15
1995	11,47	25,88	14,66
1996	11,73	26,48	14,84
1997	11,86	27,09	15,02
1998	11,76	27,42	14,68
1999	12,03	28,82	14,85
2000	12,2	29,38	14,82
2001	12,86	30,89	15,4
2002	13,01	29,87	15,64
2003	13,21	27,68	16,09
2004	13,2	25,76	16,3
2005	13,79	25,34	17,13
2006	13,79	25,06	17,18
2007	13,89	25,35	17,44
2008	13,35	24,24	16,82
2009	13,02	24,96	16,52
2010	12,13	24,24	15,52

Kaynak: Federal Reserve Board, Household Debt Service and Financial Obligations Ratios, (Çevrimiçi) <http://www.Federalreserve.gov/releases/housedebt/>, 07.10.2010.

SONUÇ

Para ve sermaye piyasalarının desteği ile gelişmiş bir konut finansman sistemine sahip olan ABD, 2008 yılında başlayan ve etkileri halen devam eden bir gayrimenkul krizi yaşamaktadır. Krizin küresel boyutlara ulaşacak kadar büyümesinin en önemli nedeni, ikincil piyasalarla sıkı sıkıya bağlı olan birincil piyasalarda verilen bazı kredilerin geri ödenmemesi ve bu riskin daha önceden öngörülememiş olmasıdır. Düşük gelirli gruba, taşıdıkları riskin bir yansıması olarak yüksek faiz oranlı krediler kullanılması kredilerin ödenmesini daha da imkansız hale getirmiştir. Ge-

lir/kredi oranı dikkate alınmadan verilen bu kredilerin riski hesap edilememiştir.

İkincil piyasaların dahil olduğu konut finansman sisteminde krediler ödenmediğinde ortak bir ipotek havuzundan ihraç edilen ipoteye dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymetlere yatırım yapan birey ve kurumlar sermaye kaybına uğramakta, sistemi garanti alan kurumlar faaliyetlerini yerine getirememekte ve kriz ekonominin tümüne yayılabilmektedir. Aynı dönemde çok sayıda kredinin ödenmemesi ve bu kredilerin teminatı olan ipoteklerin paraya çevrilmek istenmesi, likiditesi zaten düşük olan gayrimenkul piyasasında arz fazlasına ve dolayısıyla fiyatların düşmesine neden olmaktadır. Fiyatların düşmesi ise ipotegin değerinin düşmesi, dolayısıyla bankanın borcunu tahsil edememesi anlamına gelmektedir. Borcunu tahsil edemeyen ve ikincil piyasalardaki yatırımcılara ödemeleri yapamayan bazı finansal kurumlar iflas etmiş bazıları ise güçlü finansal yapılarını kaybetmişlerdir.

Konut fiyatlarının düşeceği ihtimali dikkate alınmadan, kredi/değer oranı çok yüksek kredilerin verilmesi kredi kurumlarının finansal krizin içinden çıkmasına engel olmuştur. Krizden çıkılması için zorunlu hale gelen devlet müdahalesinin doğurduğu sonuçlar ise tüm ekonomi tarafından yüklenilmektedir. Dünya ekonomisi üzerinde büyük etkileri olan ABD'nin ekonomisinin sarsılması başta yakın ticari ilişkiler içerisinde olduğu ülkeler olmak üzere diğer tüm ülkelerin makro ekonomik dengeleri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Yaşanan bu kötü tecrübe, finans sektörünün verdiği krediler karşılığında güçlü teminatlar almasının ve riski doğru ölçecek teknikler geliştirilmesinin önemini bir kez daha vurgulamıştır.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

- Alp, Ali, M. Ufuk Yılmaz: **Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 2000.
- Appraisal Institute: **Gayrimenkul Değerlemesi**, 12.bs., Çev. Erbil Töre, İstanbul Üniversitesi Yayın No: 4487, Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu No:2, 2004.
- Appraisal Institute: **The Appraisal of Real Estate**, 11th Edition, Chicago, 1996.
- Downs, Anthony: **The Revolution in Real Estate Finance**, The Brookings Institutions, Washington DC, 1985.
- Karabulut, Gökhan: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.
- Paya, Merih: **Makro İktisat**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1997.
- Saunders, Anthony, Marcia Millon Cornett: **Financial Markets and Institutions-a Modern Perspective**, Mc Graw Hill companies, second edition, New York, 2004.
- Shiller, Robert J.: **Macro Markets Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks**, Published by Oxford University Press Inc, New York, 1993.
- Teker, Bahadır, Yalçın Özge Okat ve Murat Parmakçı: **İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı, Uluslar arası Uygulamalar, Türkiye Modeli, Mevzuat Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara, 2004.
- Ventolo, William L., Martha R. Williams: **Fundamentals of Real Estate Appraisal**, 8th Edition, Published by Dearborn Real Estate Education, Chicago, 2001.

DiĞER KAYNAKLAR

- Board of Governors of Federal Reserve System, Household Debt Service and Financial Obligations Ratios, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/>, 07.10.2010.
- Board of Governors of Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Flows and

Outstandings First Quarter 2011, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>, 28.06.2011.

- Federal National Mortgage Association, Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(D) of the Securities Exchange Act of 1934, 31.03.2011, (Çevrimiçi) <http://www.fanniemae.com/ir/pdf/earnings/2011/q12011.pdf;jsessionid=DDHL4NNPJDZZHJ2FQSI5FGQ>, 17.07.2011.

- Hilbers, Paul, Qin Lei and Lisbeth Zacho: “Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness”, IMF Working Paper/01/129, September 2001, (Çevrimiçi) <http://wbln0018.worldbank.org/html/FinancialSectorWeb.nsf/Searchgeneral3?openform&Housing+Finance^^StartNumber=30^EndNumber=39^>, 16.02.2007.

- Kaelberer, Wolfgang: “Avrupa’da İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler: Türkiye için Düşünceler”, (Çevrimiçi) <http://www.tsrbsb.org.tr/NR/rdonlyres/3AAA3898-42E8-4DA4-A318-83251DA17B4C/2106/6986.pdf>, 15.03.2007.

- Öcal, Nurcan: **Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 106, Ankara, 1997.

- Özince, Ersin: “İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:55, 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi55/EOzince.pdf>, 15.03.2007.

- US Department of the Housing and Urban Development Office of Policy Development and Research: “Evolution of the U.S. Housing Finance Systems”, April 2006, (Çevrimiçi) http://www.huduser.org/publications/pdf/US_evolution.pdf, 16.02.2007.

- US Census Bureau, American Housing Survey for the United States: 2007, Current Housing Reports, September 2008, (Çevrimiçi) <http://www.census.gov/prod/2008pubs/h150-07.pdf>, 07.10.2010.

- US Census Bureau, Housing Vacancies and Homeownership, Annual Estimates of the Housing Inventory : 1965 to Present, (Çevrimiçi), <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html>, 07.10.2010.