



Munich Personal RePEc Archive

# **Global Financial Crisis and Mortgage Finance and Valuation Problems: An Assessment of the US and Turkish Mortgage Systems**

Coskun, Yener

TMMOB Harita ve Kadastro Muhendisleri Odası Odası Istanbul Subesi

15 September 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/35301/>  
MPRA Paper No. 35301, posted 10 Dec 2011 21:11 UTC

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

## **KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ve KREDİLENDİRME ve DEĞERLEME SORUNLARI: ABD ve TÜRK İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMLERİ HAKKINDA BİR DEĞERLENDİRME**

**Yener COŞKUN\***  
**BİLDİRİ METNİ\*\***

**Özet:** 2007 yılının ortalarında ABD’de ortaya çıktıktan sonra küresel düzlemde etkisini gösteren finansal kriz 1929 Krizi’nden bu yana karşılaşılan en ağır finansal kriz niteliğini taşımaktadır. Krizin başlıca nedenleri arasında yer alan kredilendirme ve değerlendirme sorunları ipotekli konut finansmanı birincil ve ikincil piyasasının yeni bir tasarıma ihtiyacı olduğunu göstermektedir. Bu çalışmada söz konusu sorunların ABD ipotekli konut finansman sisteminin bozulmasındaki etkisi, 5582 sayılı Kanun ve ilgili mevzuat sonrasında emekleme çağını yaşayan Türk ipotekli konut finansman sisteminin benzer sorunlarla karşı karşıya olup olmadığı ve değerlendirme kurumunun bu süreçteki önemi incelenmiştir. İnceleme sonucunda küresel finans krizi sürecinde kredilendirme ve değerlemeye bağlı olarak ortaya çıkan sorunlardan uzak kalabilmek için gayrimenkul değerlendirme kurumunun daha etkili biçimde hayata geçirilmesinin bir zorunluluk olduğu ve bu süreçte ilgili düzenlemeleri hayata geçirmesi beklenen kamu kurumları ve akademik çevrelerin yanında özellikle öz düzenleyici yetkileri haiz kuruluşlar ve meslek örgütlerinden istifade edilmesinin gayrimenkul değerlemesi konusundaki bilgi ve piyasa kültürünün yerleşmesine katkı sağlayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Gayrimenkul değerlendirme, ipotekli konut finansmanı, küresel finansal kriz, 5582 sayılı Kanun.

### **1. Küresel Finansal Kriz ve Nedenleri**

2007 yılının ortalarında su yüzüne çıkan ve önce ABD’de ardından da küresel ölçekte etkili olan finansal kriz ile birlikte; büyüme dinamikleri, bölüşüm sorunları, finans sektörünün başıboşluğu ve küreselleşme başta olmak üzere liberal iktisadın başat politikaları bir kez daha tartışılmaya başlanmıştır. Bretton Woods Kurumları’nın desteği ile 1980 sonrası ivmelenen liberal politikaların, başta gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) olmak üzere, neden olduğu krizler sayesinde anlaşılan “dünya finansının yeni bilgisi” bu tartışmaları yeni olmaktan çıkarmaktadır. Ancak bu defaki krizin ölçeğinin, yerel veya sınırlı küresel yerine, hakiki küresel olması resmi değiştirmektedir.

Kriz çeşitli adlarla anılmaktadır. ABD’de ortaya çıkan krizin emlak sektörü ile yakın ilişkili olması krize yönelik “emlak balonu” nitelendirmesine yol açmıştır. ABD emlak sektörünün büyük hacimli kredi ve menkulleştirme sayesinde finansal piyasalarla iç içe geçmiş olması ve krizin etkilerini finansal sistemde göstermesi sonrasında kriz isimlendirmelerinde finans sektörü esaslı isimlendirmeler ön plana çıkmaya başlamıştır.

Önce krizin çıkış nedeni olarak görülen ABD ipotekli konut finansmanı alt sektörünün ardından hareketle kriz “eşik altı ipotek kredileri krizi” olarak adlandırılmıştır. Krizin küresel ölçekte etkisini hissettirmesi ile birlikte, isimlendirmede de farklılıklar olmuş ve krizi nitelendirmek için ipotekli finansman krizi, kredi krizi ve küresel finansal kriz gibi isimler

---

\* Bildiri sahibi halen T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu’nda Başuzman olarak görev yapmakta ve Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Taşınmaz Geliştirme Ana Bilim Dalı’nda doktora çalışmalarını sürdürmektedir.

Tel: 90 312 292 88 24 E-Posta:ycoskun@spk.gov.tr

Bu çalışmada yer alan görüşler Yazar’ın kendisine ait olup, Sermaye Piyasası Kurulu’nun görüşlerini yansıtmamaktadır.

\*\* TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi tarafından 20-21. Kasım.2009 tarihlerinde düzenlenen “Taşınmaz Değerleme Günleri 2009” isimli etkinliğin 21.Kasım.2009 tarihindeki oturumunda sunulmuştur.

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

kullanılmaya başlanmıştır. Bu isimler krizin ABD’de eşik üstü kredilere, sermaye piyasalarına, sigortacılık sektörüne, finansal olan/olmayan diğer sektörlerle ve nihayet ABD dışına yayılmasına bağlı olarak kullanılmıştır.

Krizin temel nedenlerini aşağıdaki gibi belirleyebiliriz; ABD Merkez Bankası’nın faiz politikaları, ABD’de hane halkı, şirketler kesimi ve kamu kesiminde görülen finansallaşma ve borçluluğun artışı, ihraç ve dağıtım modelinden kaynaklanan riskler bağlamında kredilendirme ve gayrimenkul değerlendirme sürecindeki sorunlar, gölge bankacılık sistemi ve yeni finansın riskli doğası, konut piyasasındaki arz ve talep yapısının neden olduğu riskler, bakışsız bilgi sorununun neden olduğu riskler bağlamında sermaye piyasasındaki değerlendirme sorunları, finansal kurumların öz disiplin<sup>1</sup> yetersizlikleri, tüketici hataları ve düzenleyici ve denetleyici kurumların resmi disiplin hataları.

Krizin başlıca nedenleri arasında yer alan kredilendirme ve değerlendirme sorunları ipotekli konut finansmanı birincil ve ikincil piyasasının yeni bir tasarıma ihtiyacı olduğunu göstermektedir. Bu çalışmada söz konusu sorunların ABD ipotekli konut finansman sisteminin bozulmasındaki etkisi, 5582 sayılı Kanun ile birlikte emekleme çağını yaşayan Türk ipotekli konut finansman sisteminin benzer sorunlarla karşı karşıya olup olmadığı ve değerlendirme kurumunun bu süreçteki önemi incelenmektedir.

## **2. ABD İpotekli Konut Finansmanı Birincil Piyasası**

ABD eşik altı ipotek kredileri sektöründe ortaya çıkan krizin küresel finans krizine dönüşmesi sürecinde ipotekli konut finansmanı birincil ve ikincil piyasasında yaşanan değerlendirme ile ilişkili sorunların analizi yapabilmek için önce söz konusu sektörlerin temel dinamiklerinin irdelenmesinde fayda vardır.

ABD ipotekli konut finansmanı birincil piyasası; kredi türlerine ve faiz oranı yapısına göre incelenebilir.

### **2.1. Kredi Türüne Göre Sınıflama: Eşik Altı ve Diğer Kredi Türleri**

ABD ekonomisinde 2000’li yılların ilk yarısında gelişmeye başlayan ipotekli konut finansmanına dayalı büyüme süreci de, tıpkı 1990’ların ortasından 2000’li yılların başına kadar süren hisse senedi kaynaklı büyüme süreci gibi sağlam bir zemine dayanmamaktaydı. Bunu anlayabilmek için öncelikle ipotekli konut finansmanı birincil piyasası ile ilgili yapıyı ve bu yapıdan kaynaklanan sorunları irdelemek gereklidir.

ABD’de ipotekli konut kredileri geleneksel olarak gelir ve varlıklarını ayrıntılı olarak belgeleyebilen, kredi kalitesi güçlü kesimlere aktarılmaktadır. Ancak teknolojik gelişmelerin ipotekli kredilerdeki gizil riskleri yeniden fiyatlamaya fırsatları sunması ile birlikte geleneksel kredi sahalarının yanında eşik altı ve alternatif-A (alternative-A mortgage/alt-A) adı verilen kredi gruplarına aktarılan krediler önemli ölçüde artmıştır (Bhattacharya, Fabozzi ve Berliner, 2006: 8-9). Bu kapsamda, ABD’deki, ipotekli konut finansmanı sektörünün hızla büyümesi; opsiyonlu esnek (opsiyonlu değişken/ayarlanabilir oranlı; option ARMs), belgesiz ve sadece faiz ödemeli (no-doc interest-onlys) veya eş anlı ikinci ipotek kredisine (piggyback mortgage)<sup>2</sup> dayalı peşinatsız (zero-downs with a piggyback) krediler gibi geleneksel olmayan ipotek kredilerinin de büyümesine neden olmuştur.

<sup>1</sup> Öz disiplin; işletme tarafından tasarlanan, muhasebe ve raporlama, iç kontrol, iç denetim, risk yönetimi ve kurumsal yönetim sistemlerini içeren içsel risk yönetim süreçlerine dayalı olarak karşı karşıya olunan risklerin yönetilmesidir. Coşkun (2007, 2008 ve 2009) da üzerinde ayrıntısıyla durulduğu üzere, öz disiplin sürecinde, şirketlerin karlılık, rekabet gücü ve yatırımcılarla iletişimi üzerinde belirleyici etkisi olan kurumsal yönetim sisteminin ajanı risk yönetimidir. Bu nedenle öz disiplin mekanizmasında risk yönetiminin yeri merkezidir.

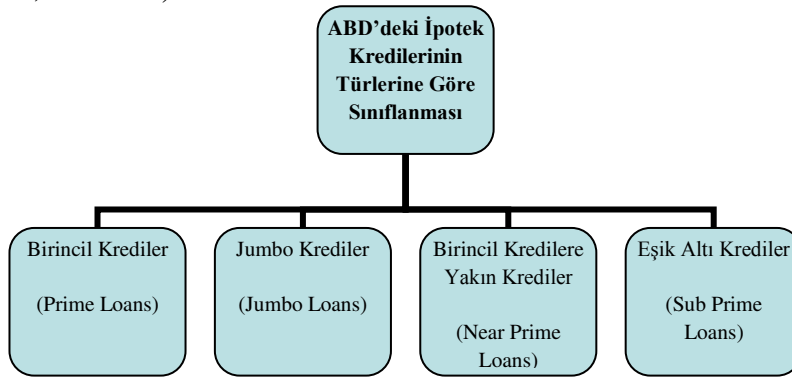
<sup>2</sup> Eşik altı kredilerin patlamasının kredi almayı kolaylaştırması sonucu ortaya çıkan bir kredi türü olan ve eş anlı ikinci ipotek kredisine olarak Türkçeleştirilebilecek bu kredi türünde; yetersiz peşinat sorununu aşabilmek için zaten ipotek kredisine teminatı olan konuta dayalı olarak ikinci bir kredi kullanabilmek için ikinci bir ipotek konulmakta ve böylece peşinat için nakit akışı sağlanmaktadır (bkz. Di Martino ve Duca, 2007).

Coşkun, Yener. (2010). **Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

ABD ipotekli konut finansman sistemi birincil piyasasında geleneksel olan ve olmayan krediler aşağıda incelenmektedir.

### 2.1.1. Birincil Krediler

Yaygın kullanıma sahip olan ve geleneksel krediler kapsamında değerlendirilen birincil krediler (prime loans); kredi geçmişi güçlü kredi talep eden kesimlere; gelirin tam olarak belgelenmesi ve peşinat karşılığında kullanılmaktadır (Di Martino ve Duca, 2007). Sıkı koşullarda verilen ve düşük riskli kabul edilen birincil kredileri kullananlar (prime borrowers) ise, iyi kredi kayıtlarına sahip olan ve borç/gelir oranı (kredi geri ödemeleri/gelir oranı) veya borç/değer oranına (Loan-to-Value/LTV; toplam kredi tutarı/gayrimenkul değeri) yönelik belgelendirme şartlarını sağlayan kesimi teşkil etmektedir (Economic Report of the President, 2008: 55).



**ŞEKİL 1. ABD'deki İpotek Kredilerinin Türlerine Göre Sınıflandırılması**

Kaynak: Di Martino ve Duca (2007) den adapte edilmiştir.

### 2.1.2. Jumbo Krediler

Jumbo krediler birincil kredilerin niteliklerine sahip olmakla birlikte kredi büyüklüğü 417.000 ABD dolarını aştığı için KDK'nın<sup>3</sup> garanti ve satın alma uygulamaları dışında bırakılan kredilerdir (Di Martino ve Duca, 2007).

### 2.1.3. Birincil Kredilere Yakın Krediler

Kredi miktarı olarak jumbo kredilerden daha küçük, kredi kalitesi olarak da eşik altı kredilerin üstünde olduğu kabul edilen birincil kredilere yakın kredilerin (near prime loans) özelliği; kredi talep edenlerin gelirlerini tam olarak belgeleyememesi veya peşinatı sağlayamamasıdır. Bu sınıfta kabul edilen konut kredileri ağırlıklı olarak alternatif A (Alternative-A veya Alt-A havuzları) olarak menkulleştirilmiştir (Di Martino ve Duca, 2007).

Birincil konut kredisine nazaran daha yüksek faiz ve ücret yükümlülükleri ile erken ödeme cezaları içerebilen eşik altı ipotek kredisini kullananların profilinde; gelir ve tasarruf akımları ile istihdam olanaklarındaki düzensizlikler ve borç/gelir oranının yüksekliği göze çarpmaktadır.

Gayrimenkul veya ödünç tutarı ile ilgili birden fazla standart dışı durumun bulunduğu alt-A ipotekli konut kredilerinin birincil ipotekli konut kredilerinden daha düşük ve eşik altı ipotek kredilerden daha yüksek kaliteli olduğu kabul edilmektedir (Nassar, 2007: 4 ve IMF,

<sup>3</sup> ABD'de konut sahipliğinin İkinci Dünya Savaşı sonrasında önemli ölçüde gelişmesinde, KDK'nın (Government Sponsored Enterprise/GSEs; Kamu Destekli İpotek Şirketleri) ipotekli konut finansmanı sisteminin işleyişine güvenceler sunarak, finansman kolaylıkları sağlayan menkul kıymetleştirme akımına önderlik etmesi etkili olmuştur. Bu kapsamda, ABD'de ortaya çıkan menkul kıymetleştirme faaliyetlerinde ipoteklerin satın alınması ve bunlara dayalı menkul kıymet ihraç edilmesinde KDK olarak nitelediğimiz Freddie Mac ve Fannie Mae öncülük etmiştir (Ginnie Mae, kategorik olarak KDK içinde yer almakla birlikte, diğer kurumların yanındaki ikincil rolü nedeniyle nitelemeden istisna edilmiştir).

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

2008: 4). Diğer bir açıdan değerlendirildiğinde, alt-A sınıfındaki kredilerin; genellikle yüksek kredi değerliliğine sahip olmakla birlikte; düzensiz gelir akımlarına sahip veya gelir geçmişini düzenli olarak sunamayan/sunmak istemeyen kişilere veya ikinci/yatırım amaçlı konutlara yönelik olduğu görülmektedir (Bhattacharya, Fabozzi ve Berliner, 2006: 9)

ABD'deki ipotek kredisi kullanılması sürecinde, kredi talep edenlerin FICO skoru<sup>4</sup> denilen kredi değerliliği notu almaları gereklidir. Bu süreçte ödünç talep edenler birden fazla kurumdan da kredi notu alabilmektedir. Genel bir kural olarak kredi notu 660'ın<sup>5</sup> üzerinde olan talep sahipleri (prime) birincil krediyi almaya hak kazanmakta, kredi notu bu puanın altında kalanlar ise; genellikle Federal Konut Yönetimi'nden (FHA) alınan devlet destekli kredi programlarına veya daha yüksek faiz ve/veya ücretin talep edildiği eşik altı kredi programlarına yönelmektedir (Bhattacharya, Fabozzi ve Berliner, 2006: 18).

#### **2.1.4. Eşik Altı Krediler**

Eşik altı ve alt-A kredilerine yönelik tanımlar düzenleyici bir kurumun veya bir derecelendirme kuruluşunun resmi tanımına dayanmamaktadır. Söz konusu kavramlar temelde zayıf kredi geçmişi nedeniyle daha riskli kabul edilen kredi talep eden kişilere<sup>6</sup> atfen kullanılmaktadır (Gorton, 2008: 2).

Birincil olmayan konut kredileri (non prime), genel olarak eşik altı kredileri (subprime) ve alt-A ipotekli konut kredilerini kapsamaktadır. Bu kapsamda, kredi alan tarafın kredi geçmişinde temerrüt, iflas, ödeme kapasitesinin azalması veya yetersiz kredi geçmişi gibi zayıflıklar olduğu halde verilen krediye eşik altı kredi denilmektedir (Nassar, 2007: 4).

Yukarıda yer alan eşik altı kredi tanımının kredi alanın özelliklerine dayandığını değerlendiren Foote ve bşk. (2008: 12), eşik altı kredilerin ödünç veren ve menkulleştirme boyutları dikkate alınarak da tanımlanabileceğini ileri sürmüştür. Buna göre Yazarlar; ödünç veren açısından bakıldığında birincil kredi veren bazı kurumların aynı zamanda ücret ve faiz oranlarına dayalı eşik altı kredilerde uzmanlaştığını ve ABD Konut ve Şehir Gelişimi Kurumu'nun (Department of Housing and Urban Development/HUD) 1993 yılından bu yana ağırlıklı olarak eşik altı kredi veren kurumlara da listesinde yer verdiğine işaret etmektedir. Menkulleştirme açısından bakıldığında ise, eşik altı kredinin; eşik altı kredilere dayalı menkulleştirmenin dayanağı olan teminat portföyünü teşkil eden unsur olarak değerlendirileceği belirtilmektedir.

Biz bu çalışmada eşik altı kredi kavramını, yaygın kullanıma uygun olarak, ödünç alan açısından kullanacağız.

1990'larda fiyatlama ve risklerin modellenmesinde sağlanan gelişmeler neticesinde eşik altı ipotek kredileri önemli ölçüde büyüme göstermiştir (Engel ve McCoy, 2006: 107). 1994 yılında 35 milyar dolar olan eşik altı ipotek kredilerinin hacmi, 2005 yılında 665 milyar dolar ile ipotekli konut kredilerinin ¼ üne erişmiştir (Nassar, 2007: 4).

<sup>4</sup> FICO, Fair Isaac & Co adlı kredi değerleme yapan şirketin unvanının kısaltılmışıdır. Kredi skorunun belirlenmesinde referans olarak kullanılan FICO skoru, söz konusu şirket tarafından verilen kredi skoru olmaktadır. FICO skoru, 300-850 bandında verilmektedir. Sistemsel olarak daha yüksek skorun kredinin geri ödeme olasılığını artırdığına işaret ettiği düşünülmektedir (Gorton, 2008: 2).

<sup>5</sup> FICO skorunun ne derece sağlıklı bir ölçü olduğuna ve hangi FICO skorunun eşik olarak kabul edilmesi gerektiğine ilişkin tartışmalar bulunmaktadır. Foote ve bşk. (2008: 4), eşik ve eşik altı kredileri ayıran çizginin 620 FICO skoru olduğunu ifade etmiştir. Buna karşılık, birincil ve jumbo kredi kullananların ortalama FICO skoru 700 ün üzerinde iken, eşik altı kredi alanların ortalama FICO skorunun 500-660 bandında olduğunu belirten Gorton (2008: 3) ise, eşik altı ipotek kredisi kullananların skorlarının genelde 640'ın altında olduğunu altını çizmektedir.

<sup>6</sup> Kredi kullanıcıları açısından eşik altı kredi, birincil kredilere göre daha maliyetlidir. Genel olarak ABD'de Afro-Amerikalı ve Latin Amerika kökenli ödünç alanlar, beyazlara (ve Hispanik olmayanlara) göre daha pahalı kredi bulabilmektedir. Nitekim The Center for Responsible Lending de, kredi alanların ırk ve etnik kökeninin kredilerin fiyatlanmasında önemli olduğunu belirtmektedir (Nassar, 2007: 5).

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

Bu gelişimin talep yönünde, 2000'li yıllarda ABD sermaye piyasalarında yaşanan düşüşlerin yatırım amaçlı gayrimenkul talebini artırması önemli rol oynamıştır. Fiyatları giderek şişen gayrimenkul sektöründe tüketiciler banka kredilerine dayalı finansmana yönelirken, bankalar da kredi portföylerini menkul kıymetleştirerek finansman sağlamaya yönelmiştir. Ancak, bankaların kar hırsı ile teminat kalitesi düşük NİNJA (no income, no job, no asset) kredilerine yönelmesi hem finans, hem de gayrimenkul sektöründe riski artıran başlıca unsur teşkil etmiştir. Kredi değerliliği düşük ve genellikle yoksul kesimin kullandığı maliyeti yüksek ipotekli konut kredilerinde yaşanan geri ödeme sorunları bankaların donuk kredi portföyünün büyümesine neden olmuştur. Banka ve yatırım bankalarının ihraç ettiği menkul kıymetlerin teminatını teşkil eden kredi portföyünde yaşanan tahsilât sorunları, sonunda bankaların menkul kıymet yükümlülüklerinin aksamasına neden olmuş ve eşik altı ipotek kredileri krizinde sonun başlangıcı da böylelikle ortaya çıkmıştır.

Eşik altı kredilerle ilgili kısa vadeli, yeniden finansman ve yıkıcı ödünç kavramları aşağıda değerlendirilmektedir.

#### **2.1.4.1. Kısa Vade ve Yeniden Finansman**

ABD'deki eşik altı kredi piyasası incelendiğinde; piyasanın esas itibarı ile kısa vadeli bir yönünün olduğu ve artan konut fiyatlarının ve aktif konut piyasasının etkisiyle eşik altı kredilerin finansmanında, konut değerindeki artışın nakde çevrilmesini (servet etkisi yaratılması) sağlayan kredinin yenilenmesinin (refinansman) önemli bir araç olduğu görülmektedir.

Önemli ölçüde değişken faiz oranına (ayarlanabilir faiz oranına) dayalı olan eşik altı kredilerin faizinin; 2 veya 3 yıllık düşük faizli başlangıç döneminin ardından, piyasa koşulları çerçevesinde yeniden ayarlanması sözleşmeye kısa vadeli bir nitelik kazandırmaktadır. Bu kapsamda ödünç alan yakın dönemlerdeki konut fiyatı artışlarından (veya faiz oranı düşmelerinden) kredi koşullarını iyileştirmek suretiyle faydalanabilmektedir. Bununla birlikte eşik altı kredilerde erken ödeme cezasının bulunması, yeniden finansmanın beklenenden daha önce yapılmasını engellemektedir. Eşik altı krediler birincil piyasası rekabetçi olmakla birlikte, yeniden finansman genellikle krediyi veren kurumdan yapılmaktadır (Gorton, 2008: 4-6).

#### **2.1.4.2. Yıkıcı Ödünç Kavramı**

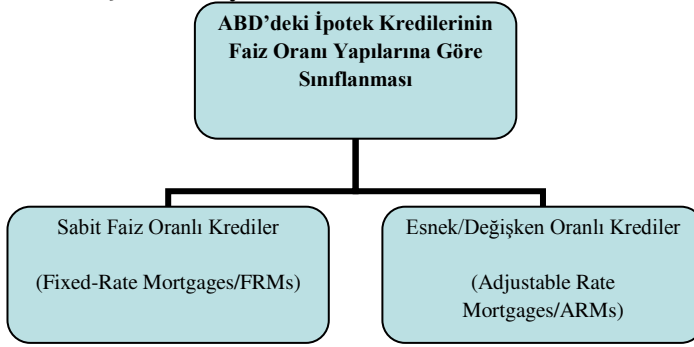
Eşik altı kredilerin niteliklerinin kredi kullananlarca tam olarak bilinmemesi ve kredi kullandıran kurumların da kredinin tüketicinin aleyhine olabilecek yönleri konusunda yeterince aydınlatıcı davranmamaları, piyasanın bozulmasıyla birlikte birey ve toplum ekonomisinde faciaya neden olmuş, finansal sisteme ve kurumlara olan güveni sarsmıştır.

Kredi kalitesi düşük işlemler içinde yıkıcı ödünç adı verilen işlemlere dayalı krediler önemli bir yer tutmaktadır. Yıkıcı ödünç (predatory lending); menkul kıymetleştirilen-ödünç veren-ipotek konut kredisi aracısı lehine ve ödünç alan aleyhine orantısız ölçüde menfaat sağlanmasına dayalı kredi suistimalidir. Yıkıcı ödünç; erken ödeme cezaları, aylık kredi geri ödemelerini aksatacağı bilinen kişilere kredi verilmesi, gayrimenkul değerinin daha yüksek gösterilmesi suretiyle daha fazla kredi kullanımının teşvik edilmesi, gereksiz finansal ürünlerin krediyle birlikte pazarlanması, kredi maliyetlerini artırıcı unsurlara yer verilmesi gibi uygulamaları örnek gösterebiliriz (Engel ve McCoy, 2006: 105-106 ve Nassar, 2007: 4-5). Yıkıcı ödünç vericilerin (predatory lenders) hedef kitlesini yaşlı, fakir ve eğitimsiz kitle teşkil etmiş ve bazı yıkıcı ödünç vericiler uyguladıkları erken ödeme cezaları ile kredi alanları tuzağa düşürmüştür (Center for Responsible Lending, 2003: 1).

#### **2.2. Faiz Oranı Yapısına Göre Krediler: Sabit ve Değişken Oranlı Krediler**

ABD'deki ipotekli konut kredilerini faiz oranı yapısına göre sabit ve değişken oranlı olarak sınıflandırabiliriz.

Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.



ŞEKİL 2. ABD'deki İpotek Kredilerinin Faiz Yapılarına Göre Sınıflandırılması

Kaynak: Yazara aittir.

ABD ipotekli konut finansmanı piyasasında (krizden önceki) 5 yılda iki önemli dönüşüm ortaya çıkmıştır. Bunlar; özel sektörde ipotek kredilerine karşılık çıkarılan menkul kıymetlerin artışı ve sabit faizli ipotek kredilerinden ayarlanabilir faiz oranlı ipotek kredilerine yöneliştir. Bu bağlamda 2001 yılı itibarı ile, ABD'deki ipotekli konut kredilerinin % 84 ü 30 yıl vadeli sabit faiz oranlı ipotek kredilerinden oluşurken, 2006 yılı itibarı ile sabit faiz oranlı ipotek kredilerinin payı % 55 ve değişken faiz oranlı ipotek kredilerinin payı ise % 45 olarak gerçekleşmiştir (Gruenberg, 2008: 12-13).

Bazı eşik altı krediler, kredinin ömrü boyunca sabit faiz ödemelerini içeren geleneksel sabit faiz oranlı krediler (fixed-rate mortgages/FRMs) iken, faiz oranları LIBOR gibi piyasa faiz oranlarını izleyen krediler de esnek krediler (adjustable rate mortgages/ARMs) olarak adlandırılmaktadır.

Söz konusu ipotek kredilerinin esnek olarak adlandırılmasının altında, kredi türünün sabit ve değişken oranlı kredi vasıflarını aynı anda taşıması yatmaktadır. Esnek kredilerde kredinin ilk 2 veya 3 yılındaki düşük faiz oranları, izleyen dönemde piyasa faiz oranındaki değişime bağlı olarak belli dönemlerde (reset date/step-up date) yeniden ayarlanmaktadır. Ayarlama dönemindeki faiz oranları ise ilk faiz oranına göre genelde daha yüksek olmaktadır. Esnek kredilerin faiz oranlarının piyasa faiz oranlarına göre yeniden düzenlenebilir niteliği, kredi riskini ödünç verenden, ödünç alana aktarmaktadır.<sup>7</sup> Eşik altı esnek kredilerin % 70'i 2/28 veya 3/27 hibrid esnek kredilerdi (hybrid ARM). Bu kredilerin nasıl işlediğine bakmak gerekirse, örneğin, 2/28 hibrid esnek kredinin (2/28 hybrid (option) ARM) geri ödemesinde; ilk 2 yıl ödeme sabit (tanıtıcı) faiz oranları ile başlamakta, ardından piyasa faiz oranı dikkate alınarak daha yüksek bir faiz oranı belirlenmekte ve kredinin kalan 28 yılı boyunca da kredi faizleri bu yöntemle göre gözden geçirilmektedir (Economic Report of the President, 2008: 55-56 ve Gorton, 2008: 4-5).

Düşük faiz oranları nedeniyle cazip ödeme koşulları ile başlayan, 3-5 yıl veya daha kısa bir dönemin ardından geri ödemesi piyasa fiyatına göre ve başlangıç fiyatına göre daha yüksek olmak üzere yeniden ayarlanan başlangıçta düşük ayarlamadan sonra yüksek faiz oranlı krediler (teaser rate loans), pahalı olmasına karşın konut sahibi olma hayalinin alt ve orta gelir grubunda da yayılmasına neden olmuş ve tüketicilerden önemli ölçüde talep görmüştür (Foster, 2008). ABD'deki düşük faiz oranlarına dayalı ekonomik çevre, kısa vadede sabit oranlı kredilere nazaran, değişken oranlı kredilerin cazibesini artırmıştır. Bu bağlamda

<sup>7</sup> Bankalar ödeme gücü düşük kesimi ipotek kredisi sistemine çekebilmek için anapara ödemesinin ötelenmesi, %100 finansman sağlama, ilk ödeme vadesinin uzatılması, aksayan ödemelerin ötelenmesi vb. "esnek" uygulamalara yönelmiştir. Bu tür esnek kredilerin toplam ipotek kredileri içindeki hacmi 2003 yılında % 1 iken, 2006 yılında % 15'e kadar çıkmıştır (Özel, 2008: 32). Temerrütlerin artışında esnek kredilerdeki faiz artırımları da etkili olmuştur (Economic Report of the President, 2008: 58).

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

değişken faiz oranına dayalı bir ürün olarak, başlangıçta düşük ayarlamadan sonra yüksek faiz oranlı kredilere yönelik ilgi daha da artmıştır (Ellis, 2008: 7).

Kredilendirme standartlarının gevşemesi ile birlikte esnek kredilerde görülen önemli ölçüdeki büyüme, değişken oranlı kredilerden kaynaklanan çeşitli sorunların krizin nedenleri arasında olup olmadığını gündeme getirmiştir. Bu kapsamda, Di Martino ve Duca (2007) esnek kredilerdeki bozulmanın sabit oranlı kredilere göre daha fazla olduğunu belirtirken, Foote ve bşk. (2008: 13 vd.) ise, esnek kredilerdeki faiz ayarlamalarından (interest rate resets) önce veya hemen sonra kredinin geri ödenmesi nedeniyle; esnek kredilerdeki faiz ayarlamasının eşik altı ipotek kredileri krizinin nedenleri arasında olmadığını, ayrıca faiz oranı ayarlamasındaki zamanlama ile temerrüt ve hacizlerin seyri arasında sınırlı bir ilişki olduğunu belirtmektedir.

### **3. İhraç ve Dağıtım Modeli: Krize Neden Olan Riskler ve Değerleme Sorunları**

İpotekli konut finansman sistemi birincil ve ikincil piyasasındaki değerlendirme sorunları küresel finansal krizin oluşumuna önemli ölçüde katkı yapmıştır. Değerleme sorunlarının iki boyutu vardır.

Birincil piyasadaki başlıca değerlendirme sorununu; ipotek konusu gayrimenkulün ihtiyatlılıktan uzak ve aşırı iyimser beklentiler çerçevesinde yüksek teminat değeri üzerinden değerlendirilmesi (fiyatlanması) teşkil etmektedir. Bu biçimde varlıkların yanlış fiyatlanması geri ödeme sürecinde yaşanan sorunlarla birlikte kredi kurumlarının teminat kalitesinin bozulmasına, kredi risklerinin artmasına ve nihayet ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerinin hızla düşmesine neden olmuştur. Bu süreçte emlak ve finans piyasalarını disipline edici etkenlerin etkili biçimde çalışmaması ipotek finansmanına dayalı sahteciliklerin de artmasına neden olmuştur.

İkincil piyasadaki değerlendirme sorununu ise ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihtiyatsız biçimde değerlendirilmesi oluşturmaktadır. Bilânço dışı varlıkların büyümesi ile birlikte, özel amaçlı varlık (ÖAV) ve bankaların sahibi olduğu serbest fonlar önemli değerlendirme sorunları ile karşılaşmıştır. Bu süreçte muhasebe ve denetim (bağımsız denetim/düzenleyici ve denetleyici kurumların denetimi/piyasa disiplini unsurları) süreçlerindeki eksikler de sorunların zamanında tespit edilememesinde etkili olmuştur.

Önce ABD'yi, ardından da dünyayı krize sürükleyen ipotekli konut finansmanı birincil ve ikincil piyasasındaki iş yapma biçimi/kültürü ihraç ve dağıtım modeli olarak anılmaktadır. İzleyen bölümde söz konusu modelin işleyiş biçimi ve değerlendirme süreçleri bağlamında neden olduğu sorunlar değerlendirilmektedir.

#### **3.1. İhraç ve Dağıtım Modeli ve Kredi Riski ve Menkulleştirme Risklerinin Doğru Fiyatlanamaması**

Birincil ve ikincil ipotek piyasası risklerinin doğru fiyatlanamaması çöküşü hazırlayan başlıca nedenler arasındadır. Aslında bu belirleme çok geniş bir sorun sınıfını niteler vasıftadır. İşin bir ucunda kredilendirme ve menkulleştirme sürecinin oyuncularını olan finansal aracı ve kurumların öz disiplin (özellikle değerlendirme, muhasebeleştirme/finansal raporlama ve risk yönetimi) ve etik sorunları ile bunları düzenleyen ve denetleyen kurumların resmi disiplin (düzenleme, denetim ve yaptırım) eksik ve hataları bulunurken; diğer ucunda ise bu süreçlerin talep yönünden katılımcısı konumundaki bireysel/kurumsal yatırımcıların değerlendirme/fiyatlamaya yanlışlarını belirleyememe açmazları bulunmaktadır. Ayrıca bu süreçte derecelendirme kuruluşları, monoline sigorta şirketleri,<sup>8</sup> hukuk büroları, muhasebe şirketleri,

<sup>8</sup> Sigortacılık sektörü ile krizin en önemli bağlantı noktası monoline sigorta şirketleridir. Monoline'lar merkezi ve yerel yönetimler ile özel sektör tarafından ihraç edilen bono, tahvil ve yapılandırılmış finansal ürünlerin geri ödenmesini belli bir prim karşılığında sigorta etmektedir. Yarısından fazlası belediye bonolarının sigortalanmasından kaynaklanmak üzere, monoline'ların sigortaladıkları borç büyüklüğü 2,5 trilyon dolardır. Düşük risk algılamasının bir sonucu olarak yüksek kaldıraç kullanan monoline'ların sermayelerinin 150 katı



**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

portföy yöneticileri ve yatırım danışmanlarının piyasanın dürüst işlemesine yönelik sorumluluklarını unutarak yükselen piyasanın konforunu yaşamaları da sistem için pahalıya malolmuştur.

### **3.1.1. Kavram**

ABD eşik altı ipotek kredileri sektöründe ortaya çıkan krizde ipotekli konut finansmanı birincil piyasasında verilen konut kredilerinin menkulleştirilmesi (ve yapısal ürünlere dönüştürülmesi) sürecini iş yapma modeli olarak tanımlayan ihraç ve dağıtım modelinin (originate and distribute model), birincil piyasa risklerini finansal sistemin bütününe yaymak suretiyle ileride ortaya çıkacak piyasa zayıflıklarını beslediği ileri sürülmektedir.

İhraç ve dağıtım modeli aracılık olarak da anılan (Financial Stability Forum, 2008: 9), ihraç ve dağıtım modeli kavramında yer alan ihraç (originate) bankaların kredi (ipotek kredisi) vermesini ve dağıtım (distribute) ise bu kredilerin menkulleştirilerek yatırımcılara dağıtılmasını ve banka bilançosunun dışına çıkarılmasını ifade etmektedir (Goodhart, 2008: 334).

Birincil piyasadaki kredi verilmesine ve ikincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına yönelik standartların bozulmasına neden olan söz konusu modelin başat özelliklerini; teminat kalitesi düşük krediler verilmesi, hızlı/riskli/karmaşık menkulleştirmeler, finansal kurumlar açısından risk yönetim zayıflıkları ve yüksek kaldıraç kullanımı, derecelendirme ve bağımsız denetim kurumları açısından kredi değerliliğinin ve finansal sağlamlığın ihtiyattan uzak değerlendirilmesi ve yatırımcılar açısından şeffaf olmayan bilanço ve yetersiz bilgilendirmeye dayalı ihtiyatlılıktan uzak yatırım kararları olarak belirleyebiliriz. Banka ve yatırım bankaları açısından bakarsak; anılan model kapsamında birincil piyasadaki kredi riskinin, nihai yatırımcı konumundaki bireysel ve kurumsal (serbest fonlar, emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigorta şirketleri) yatırımcılarca üstlenildiği düşüncesi kredi verme koşullarının gevşetilmesine ve menkulleştirmelerin hızlandırılmasına neden olmuştur.

### **3.1.2. Kısa Vadeli Kazanç ve Sorumluluk**

Finansallaşma çemberinde ölçekleri olağanüstü biçimde büyüyen banka ve banka dışı finansal kurumlar kriz sürecinde kısa vadede yüksek kazanç güdülenerek, itimada müstenit sorumluluklarını ihmal etmişlerdir. Neredeyse önüne gelene kredi verilmesi sonucu oluşan kötü kredi portföyünün ve sorunlu menkulleştirmelerin altında bu ihmal yatmaktadır.

ABD finansal piyasalarındaki kriz; bir noktada bakışsız bilgi sorunu ve temsilcilik sorunu açmazlarının hızla ve kontrolden uzak biçimde derinleşmesiyle yakından ilişkili görünmektedir. Bu süreç ABD'ninki gibi devasa bir finansal sistemde öz disiplinin neredeyse "ö"sünün bulunmadığını düşündürmektedir. Financial Stability Forum (2008: 7) yerinde bir belirleme ile, ABD'de kredi piyasasının belli bir bölümündeki faaliyet hacminin denetim ve belgeleme altyapısını destekleyen yatırımlardan daha hızlı büyüdüğünü vurgulamaktadır. Finansal kurumların yolsuzluklarını ve mevcut yatırım ortamına ilişkin usulsüzlükleri gri kapitalizm (gray capitalism) olarak isimlendiren Blackburn (2008: 75) ise, yatırımcının sahibi olduğu yapılandırılmış menkul kıymetin teminat sınıfının belli olmadığını; küreselleşmenin hızlı dünyasında bir gecede alınan kredilerin, ertesi gün Hindistan'da paketlendiğini ve daha sonraki gün de kurumsal yatırımcılara satıldığını belirtmektedir.

Öte yandan bankacılık açısından baktığımızda ihtiyatsızlık olarak nitelendirilebilecek söz konusu davranışların altında, sektörün aşırı rekabete karşı verdiği tepkinin de

---

kadar yüklenimde bulunmasına rağmen, kredi değerlilikleri krize kadar (AAA) seviyesinde olmuştur. Eşik altı kredilerin menkulleştirilmesinin hızlandığı dönemde VDMK (varlığa dayalı menkul kıymetler) ve TBS (teminatlı borç senedi/yükümlülüğü) gibi yapılandırılmış finansal ürünlerin sigortalanmasına yönelik sektörün 127 milyar dolar büyüklüğündeki TBS portföyü sigortasından 19 milyar dolarlık bir zararla karşılaşacağı tahmin edilmektedir (Crouhy, Jarrow ve Turnbull, 2008: 14-15, 53).

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

bulduğunu görüyoruz. ABD’de bankaların geleneksel tasarruf ve mevduat saklama işlevlerinin emeklilik ve yatırım fonlarının rekabeti nedeniyle gerilemesi ve kurumsal yönetim gelirlerinin azalmasına tepki olarak; deregülasyon rüzgârını da arkasına alan bankacılık sektörü şirketlere yönelik kredileri ve menkulleştirmeleri artırmış ve bunun finansmanı için de yabancı kaynağın bilançosundaki payını yükseltmiştir (Blackburn, 2008: 67,81).

### 3.1.3. Bozulmaya Neden Olan Yönleri

İhraç ve dağıtım modeli kapsamında ABD bankacılık sektöründe ortaya çıkan kredilendirme ve menkulleştirme kalitesindeki bozulmanın altında yatan nedenler (ilgili atıflar ve Yazar’ın katkılarının yanında) esas itibarı ile Ellis (2008: 5-8, 20) den aktarılmak suretiyle aşağıda tartışılmaktadır.

#### 3.1.3.1. KDK Dışı Kredi ve Menkulleştirme Sektörünün Büyümesi

Konut sahipliğinin desteklenmesi ve KDK olarak nitelenen Fannie Mae ve Freddie Mac’in ipotek finansmanı piyasasındaki ağırlığının azaltılması amacıyla, ABD’de ipotek kredisi verilmesine yönelik standartlar gevşetilmiştir. Bu kapsamda, KDK’nın uyguladığı kredilendirme modeli ve standartların dışında (alt-A ve eşik altı dâhil) krediler veren sektörün (non-conforming lending sector/ KDK standartlarına uygun olmayan ipotek kredisi veren sektör) geliştirilmesine yönelik düzenleme ve politika değişiklikleri yapılmıştır.

**TABLO 1. ABD’de KDK Dışı İDMK Piyasası (2000-2007/3)**

Yıllar	Tedavüldeki İDMK (milyar dolar)						Tedavüldeki Toplam İDMK’ya Oran (%)					
	Toplam İDMK	KDK*	KDK Dışı* Tedavüldeki İDMK				KDK	KDK Dışı Tedavüldeki İDMK (%)				
			Toplam	Jumbo	Alt-A	Eşik altı		Toplam	Jumbo	Alt-A	Eşik altı	
2000	3.003	2.626	377	252	44	81	87	13	8	1	3	
2001	3.409	2.975	434	275	50	109	87	13	8	1	3	
2002	3.802	3.313	489	255	67	167	87	13	7	2	4	
2003	4.005	3.394	611	254	102	254	85	15	6	3	6	
2004	4.481	3.467	1.014	353	230	431	77	23	8	5	10	
2005	5.201	3.608	1.593	441	510	641	69	31	8	10	12	
2006	5.829	3.905	1.924	462	730	732	67	33	8	13	13	
2007/3	5.984	4.021	1.963	468	765	730	67	33	8	13	12	

\* KDK: Kamu Destekli İpotek Şirketleri (GSEs/agency), KDK Dışı: Kamu Destekli İpotek Şirketleri Dışı (non-GSEs/non-agency).

Kaynak: Gorton (2008: 3).

ABD ipotekli konut finansmanı piyasasında (krizden önceki) 5 yılda ortaya çıkan önemli dönüşümlerden birisi de ipotek finansmanı ikincil piyasasında özel sektör ihraçlarının artışıdır (Gruenberg, 2008: 13). Tablodan da anlaşılacağı üzere, 2000-2007/Mart döneminde ABD’de tedavüldeki İDMK (ipoteye dayalı menkul kıymetler) yaklaşık iki kat artarken, KDK dışı eşik altı kredilere dayalı İDMK hacmi yaklaşık 9 kat büyümüştür. Öte yandan, KDK dışı İDMK’ların toplam İDMK içindeki payı, 2000 yılında % 13 iken, 2007/Mart döneminde % 33’e kadar yükselmiştir. Dolayısıyla ABD İDMK piyasasında KDK’nın etkisi hala belirleyici olmakla birlikte; 2000 sonrasının politikalarının KDK’nın rolünü azaltmaya odaklandığı açıktır.<sup>9</sup> Ne var ki kurumların uyguladığı risk yönetimi teknikleri, KDK-dışı ve eşik altı kredi hacminin/faaliyetlerinin büyümesi ile aynı ölçüde gelişme göstermemiştir.

İzleyen bölümde de görüleceği üzere, eşik altı ipotek kredileri krizinin ortaya çıkmasında zayıf kredilendirme politikaları ve riskin yanlış fiyatlanması etkili olmuştur (IFSL, 2008: 3).

#### 3.1.3.2. Kredi Standartlarının Düşürülmesi ve Riskin Yanlış Fiyatlanması

Eşik altı ipotek kredileri krizi kredi riskinin bankacılığın mütemmim cüzü olduğunu bir kez daha hatırlamamıza vesile olmuştur. Kriz göstermiştir ki, kısa dönemde elde edilecek karın kredi istihbaratının fazlasıyla önünde tutulmasının sonuçları tüm finansal sistemi

<sup>9</sup> KDK’nın tedavüldeki menkul kıymetleri (ağırlıklı olarak) İDMK ve TİS’den (teminatlı ipotek senedi) oluşmaktadır. Örneğin 2007 yılında 5,9 trilyon dolar büyüklüğündeki KDK menkul kıymetlerinin 4,6 trilyon dolarlık kısmı İDMK ve 1,3 trilyon dolarlık kısmı da TİS’den oluşmuştur. KDK menkul kıymetlerindeki İDMK ve TİS kırımları için bkz. İnternet: <http://www.sifma.org/research/pdf/AgencyMortgageOutstanding.pdf> (Erişim Tarihi: 17.09.2009).

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

felakete sürükleyebilecek kadar karanlıktır. Kredi riski açısından en dramatik durumu tam da bu gelişme yansıtmaktadır. Kredi talep eden taraf ile banka arasındaki bakışsız bilgi sorununu asgariye indiren kredi istihbaratının en temel ilkelerinden ödeme gücünün belgelendirilmesi ve kaliteli teminatlandırma ilkelerinin kısa vadeli kar için feda edilmesi, eşik altı ipotek kredileri krizini hazırlayan nedenler arasında yer almaktadır. Konut piyasasının ABD ekonomisi genelinde önemli bir yere sahip olması ve finansallaşmanın boyutları diğer riskler ile birleşen kredi riskinin sonuçlarını daha da ağırlaştırmıştır.

Avustralya'da kredi talep edenlerin değerlendirilmesi kapsamında, ödeme yapılmayan dönemler veya iflas gibi unsurları içeren *negatif kredi raporları* düzenlenmektedir. Buna karşılık ABD hukuk sisteminde ise, kredi raporlama şirketlerinin kredi talep edenlerin kredi geçmişini (FICO skoru'nda olduğu gibi) kredi skorlamasına göre değerlendiren *pozitif kredi raporlamasına* yönelik uygulamaları yaygındır. Kredi skorlaması tekniği maliyetleri düşürmesine ve şeffaflığı artırmasına karşın, amaç dışı kullanımlara da neden olmuştur.

Öte yandan değişken faiz oranlı ipotek kredilerinde uygulama bulan başlangıçta düşük ayarlamadan sonra yüksek faiz oranlı kredilerdeki (piyasa faiz oranına göre düşük olarak belirlenen başlangıç faiz oranının, kredinin izleyen dönemde artırılan faiz oranı (reset rate) ile arasındaki 3-4 puana kadar çıkan) faiz makası veya ikinci ipotek kredisi ödemesine yönelmesi gibi örnekler, ABD'li bazı kredi kurumlarının kredilendirme standartlarını düşürdüğünü göstermektedir. Kredilendirme standartlarının düşürülmesi sürecinde ortaya çıkan ve kredi piyasasının bozulmasına yol açan diğer gelişmeler şunlardır;

- a. Kredi geri ödeme gücünün değerlendirilmesinde; ödünç alanın geliri yerine ipotek konusu konutun teminat kalitesine ve konut fiyatlarının artışının yaratacağı etkilere güvenilmiştir.
- b. Düşük gelirli kesimlerde etkisini daha ağır hissettiren artan hanehalkı borçluluğu ile konut fiyatlarının düşmesi birleşince; ipotek kredisinden kaynaklanan kredi riskinin diğer bir göstergesi olan kredi geri ödemeleri/gelir rasyosu (Payment-to-Income/PTI; Taksit Tutarı/Gelir Düzeyi) bozulmaya başlamıştır.
- c. Kredilendirme sürecinde kredi talep edenin gelir akımı ve varlıklarına yönelik belgelendirme azalmış ve düşük belgelendirme kalitesine sahip ipotek kredilerinin (low-doc/self-certified mortgage) miktarı artmıştır.
- d. Alınan ipotek kredisinin gayrimenkulün değerine oranını gösteren borç değer oranı (LTV) yeni ipotek kredilerinde artmış ve % 100 finansman yaygın hale gelmiştir. Ayrıca, % 100 finansmanın bulunmadığı ve kredi alanın peşinatı kendi kaynaklarından sağlayamadığı ipotek kredilerinde gerçek borç değer oranı daha yüksek gerçekleşmiştir.<sup>10</sup>

### **3.1.3.3. Menkulleştirme Kalitesinin Bozulması ve Yapılandırılmış Ürünlerin Riskleri**

Menkulleştirmelerde eşik altı ipotek kredilerinin payının önemli ölçüde büyümesi ve menkul kıymetler içinde yapılandırılmış finansal ürünlerin payının artışı piyasadaki bozulmayı tetikleyen başlıca nedenler arasında yerini almıştır.

İpotek kredilerinin menkulleştirilmesi ile birlikte; ipotek kredisi geri ödemelerinden kaynaklanan gelir akımı, söz konusu gelir akımını teminat olarak gösteren menkul kıymetin getirisini teşkil etmektedir. Menkulleştirme kredi kurumlarının kredi riskini azaltmakta,

<sup>10</sup> Kredi risklerinin belirlenmesinde yapılan hatalar yüksek riskli eşik altı kredi ve orta düzey riskli birincil kredilere yakın kredi arzının patlamasına neden olmuştur. Bu durum peşinat oranlarının düşmesini de beraberinde getirmiştir. Örneğin 2006 yılında ortalama peşinat oranı birincil kredilere yakın ve eşik altı kredilerde sırasıyla % 12 ve % 6 olarak gerçekleşmiştir. Esas kredideki peşinat oranlarının düşük olmasına karşın, bu türden kredi kullanan borçlular söz konusu peşinatı ödemek için bile aynı konuta ikinci bir ipotek kredisi almaya yönelmiştir (Di Martino ve Duca, 2007).

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

menkul kıymet ihracından kaynaklanan ilave gelirlerin doğmasına yol açmakta ve bu suretle ipotek finansmanı birincil piyasasındaki kredi hacminin daha da genişlemesine katkı sağlamaktadır. Kuşkusuz faydalı yönleri çoktur.

ABD ipotekli konut finansman sisteminin ayırtdedici özelliklerinin başında menkulleştirme ve finansal mühendislik uygulamaları ile geliştirilen yapılandırılmış finansal ürünler gelmektedir. Menkulleştirme sürecinde; orta düzeyde riskli kabul edilen birincil kredilere yakın krediler ve yüksek riskli eşik altı kredilerin payının artışı sektördeki zayıflığın önemli nedenleri arasındadır. Engel ve McCoy (2006: 102, 110), eşik altı kredi veren kurumların, ters seçim veya limon sorununu besleyecek biçimde, en kötü kredilerini menkulleştirdiğini ve Wall Street'deki yatırım bankalarının da kredi havuzlarında kredi kalitesi düşük menkul kıymet olup olmadığına fazla dikkat etmeksizin bu kervana katıldığını belirtmektedir.

Emlak ve kredi piyasalarını birbirine bağlayan menkulleştirme; emlak sektörünün patladığı dönemde iyi çalışmakla birlikte, sektörün çöktüğü dönemde olumsuz etkiler yaratmıştır (Murphy, 2008: 12). Di Martino ve Duca (2007) de belirtildiği üzere; birincil kredilerin hacmini ve bunlara dayalı menkulleştirmeyi artırmak için kullanılan kredi skorlaması teknikleri ve KDK dışındaki kuruluşlarca ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerde temerrüt riskini ve ihraç maliyetlerini azaltmak için kullanılan yapılandırma teknikleri sonunda büyük çöküşü hazırlayan nedenler arasında yer almıştır.

2003 yılının sonundan itibaren yeniden finansmanda görülen artışın doğurduğu menkulleştirme ihtiyaçları ve ipoteye dayalı menkulleştirmelerde yaşanan azalmaları karşılamak üzere, eşik altı ve alt-A ipotek kredilerine dayalı menkulleştirmeler artmıştır. Aşağıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere, 2005 ve 2006 yıllarında ABD'de verilen 1,2 trilyon dolar büyüklüğündeki eşik altı kredinin % 80'den fazlası menkulleştirilmiştir.

**TABLO 2. ABD'de İpotek Kredileri ve Eşik Altı İpotek Kredilerine Dayalı Menkulleştirmeler (2001-2006)**

Yıllar	Toplam İpotek Kredileri (milyar dolar)	Eşik Altı İpotek Kredileri (milyar dolar)	Eşik Altı İpotek Kredilerinin Toplam İpotek Kredileri İçindeki Payı (%)	Eşik Altı İpotek Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetler (milyar dolar)	Eşik Altı İpotek Kredilerinin Menkulleştirilme Oranı (%)
2001	2.125	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Kaynak: Gorton (2008: 6).

Bu kapsamda menkulleştirmeler bir yandan; bankaya dayalı kredi aracılığındaki gizil riski artırarak aşırı kredi genişlemesine ve sistemdeki risklerin artmasına neden olurken; diğer yandan da (ABD Merkez Bankası) FED'in rezerv düzenlemesi (ve genel anlamda düzenleyici gücü) ve sermaye yeterliliği uygulamalarının etkisiz kalmasına neden olmuştur (Beitel, 2008).

### **3.2. Finansal Kurumların Öz Disiplin Yetersizlikleri ve Değerleme Sorunları**

Finansallaşmaya dayalı birikim modeli kaldıraç ve risk yönetimini esas almakla birlikte (Tabb, 2008), yaşanan kriz bu model kapsamında sürdürülebilir bir başarı elde edilemediğini göstermiştir.

Değişim ve Schumpeterci girişimcilik (yaratıcı yıkım) hiçbir sektörde bankacılık ve finans sektörlerindeki kadar belirgin değildir. Ve yine hiçbir sektörde "kar" değişimi bu kadar açık bir biçimde sürüklememektedir (Whalen, 1999: 3 den Naklen: Minsky, 1993: 106). Bu kapsamda, ipotek kredisine yönelik tüketimde ortaya çıkan yüksek beklentiyi besleyen unsurlardan birisi de; rekabet ve kar hırsı ile bilenmiş bankaların ödeme gücü sınırlı kesimlere

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

riskli kredileri kolaylıkla verebilmesi olmuştur.<sup>11</sup> Yüksek faiz oranlarıyla kullanılan ipotek kredilerinin % 40'ının beyan edilen gelire göre plase edildiği dikkate alınırsa (Gruenberg, 2008: 13), sanırız her şey daha iyi anlaşılacaktır.

Kapitalizmde doğal kabul edilmesi gereken piyasa oyuncularının kar elde etme konusundaki aşırı hırsları, öz disiplini etkisiz bırakmıştır. Nitekim ihraç ve dağıtım modeli gibi, risk iştahının yüksek ve kısa vadeli kara odaklanmanın esas olduğu bir finansal aracılık sisteminden farklı bir sonuç beklemek yanlış olurdu. Böyle bir tabloda geçmişteki finansal başarısızlıklardan neden ders alınmadığını sorgulamak tuhaf görünse de, adet gereği buna da değinelim. Bhagwati (2008) de yer verildiği üzere, LTCM'nin (Long Term Capital Management) iflasında ortaya çıkan "türev işlemleri kimsenin bilmemesi" veya Asya Krizi'nde görülen sermaye hesabındaki kontrolsüz hareketlerin sonunda finansal çöküşe yol açması sorunları aynen bu krizde de mevcuttu. Bu finansal başarısızlık örneklerine ayrıca 1980'lerde ABD'deki tasarruf ve yardım kuruluşları krizinde yaşanan çeşitli hataların bu krizde tekrar edilmesini de ekleyebiliriz.

Öte yandan, krizle birlikte finansal şirketlerin risk yönetim araçlarının yapılandırılmış kredi ürünlerinin risklerinin olumsuz koşullarda neden olacağı zararların öngörülmesinde yeterli olmadığı da anlaşılmıştır. Söz konusu karmaşık ürünlerin getiri ve korelasyonlarına ilişkin tarihi verilerin bulunmaması; riskteki değer yöntemine ve senaryo analizine dayalı tahminlerin önemli ölçüde belirsizliğe sürüklenmesine neden olmuştur. Bilançonun büyümesi ve bilanço dışı riskler karşısında yetersiz kontrol sistemine sahip bazı bankaların, diğer risk yönetimi eksikleri arasında yetersiz iletişim ve farklı faaliyet ve işlevlerin konsolide edilmemesi de bulunmaktadır. Bunlara ilaveten piyasa katılımcıları da, özellikle yapılandırılmış finansal ürünlerin süper kıdemli dilimleri için olmak üzere; temerrüt, yoğunlaşma, piyasa ve likidite risklerini önemli ölçüde yanlış tahmin etmişlerdir (Financial Stability Forum, 2008: 7).

Gerardi ve bşk. (2008: 26), analistlerin kullandığı gelişmiş risk ölçüm araçlarının fiyat düşüşlerinin etkisini yeterince ölçemediğini, ayrıca krizin niteliksel etkilerine karşı neler yapılacağını gösteren yol haritalarına sahip olunmakla birlikte niceliksel etkilere karşı hazırlıksız olduğunu vurgulamaktadır. Krizin sürpriz değil beklenen bir gelişme olduğunu vurgulayan Goodhart (2008: 340) ise, banka ve uluslararası kurumların yanlış risk fiyatlamasının ve artan risklerle mücadele edebilecek araçlara sahip olunmamasının krizi ileri noktalara taşıdığını belirtmektedir.

Geçmişin hatalarından ders almayan bazı oyuncular ise, beyaz yakalı suç kapsamında değerlendirilen sahteciliğe yönelmiştir. Nitekim The New York Times (2008), FBI yetkililerinin 2004 yılından itibaren ipotek finansmanına dayalı sahteciliklerin hortumlama tehdidi (looming threat) gösterdiğini ve Kurum'un halen, iflas eden Lehman Brothers ve kamu kaynakları ile kurtarılan AIG dahil olmak üzere, ipotek finansmanı sahteciliği kapsamında 1.500 ün üzerinde dosyada incelemede bulunduğunu belirtmektedir.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Eşik altı ipotek kredilerindeki gevşek öz disiplin uygulamaları kendine özgü bir terminoloji doğurmuştur. Buna çeşitli örnekler verilebilir. Belgelendirmenin bulunmadığı veya yetersiz olduğu durumda verilen krediye yalancı kredi (liar loan) de denilmektedir. Beyan edilen gelir ve varlığa dayalı kredi programlarında (stated income stated asset loans/SISA loans) kredi başvuru formlarında gelir ve varlıklar sadece beyan edilirken, gelir ve varlığın teminat olarak bulunmadığı kredi programlarında (no income no asset loans/ NINA loans) ise kredi başvuru formları hiçbir teminat bilgisi içermemektedir. Bu tür kredi programları kredi veren ve kullananlar açısından gayri ahlaki davranışlara açık kapı bırakmıştır (<http://www.answers.com/topic/liar-loan>, Erişim Tarihi: 11.03.2009).

<sup>12</sup> İpotek kredisine dayalı yolsuzlukların boyutunun tam olarak bilinmemekle birlikte giderek büyüdüğünü belirten FBI (2008), şüpheli işlem bildirimleri sayısının 2008/Eylül itibarı ile 62 bini aştığını ve tahmin edilen yıllık zarar tutarının 4 ile 6 milyar dolar arasında olduğunu belirtmektedir.

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

İpotek kredilerindeki sahteciliğin aynı zamanda gayrimenkul değerlendirme sürecindeki aksaklıkları da içerebileceğini dikkate aldığımızda, gayrimenkul değerlendirme sürecinde ortaya çıkan bilinçli/bilinçsiz hataların da kriz nedenleri kapsamında dikkate alınması gerektiği anlaşılmaktadır.

### **3.3. Tüketici Hataları**

Kriz'e giden yolda tüketicilerin finansal kudretlerini tam ve gerçekçi olarak beyan etmemesi, kredi derecelendirme raporlarının manipüle edilmesi (Blackburn, 2008: 77), kredinin beyan edilen amaç dışında kullanılması vb. davranışların da krize katkı yaptığı düşünülmektedir. Öte yandan, finansal kurumların aşırı rekabetçi tavırlarının da etkisiyle; emlak balonunun tüketici psikolojisinde yarattığı "konutun artık bir yatırım aracına dönüştüğü ve değerinin sürekli artacağı beklentisi" birey ekonomisinde risk iştahını artırarak aşırı borçlanmayı teşvik etmiştir.

Bu yatırım ikliminde, kurumsal yatırımcılar dahil, bir çok yatırımcı yapılandırılmış finansal ürünlerin altındaki varlıkları yeterince incelememiş, yüksek getiri vaad eden bu araçların risklerini yeterince sorgulamamıştır (Financial Stability Forum, 2008: 8).

Tüketicilerin, bankalarla olan ilişkilerine ve menkul kıymetlerin kredi derecelerine güvenerek, bilgisine tam olarak sahip olamadıkları ipoteğe dayalı menkul kıymet dilimlerine veya para piyasası fonlarına yatırım yapması; ipotek finansmanı ikincil piyasasında menkul kıymet yatırımcıları ile bu kıymetleri pazarlayan bankalar arasında temsilcilik sorununun doğmasına neden olmuştur (Gorton, 2008: 27). Dolayısıyla tüketicilerin aşırı risk almasının altında finansal okuryazarlık yetersizliğinin de payı olmakla birlikte, esas sorun konut kredisi verilmesi ve menkulleştirme zincirinde yer alan kurumların piyasa bilgisini dürüst biçimde tüketicilere aktarmamasında yatmaktadır. Bu nedenle; tüketici hatalarının krizdeki rolünün görece olarak sınırlı olduğu düşünülmektedir.

### **4. Muhasebeleştirme, Finansal Raporlama, Derecelendirme ve Değerleme Sorunları**

Karmaşık modern ekonomilerde bilgi zorunlu olarak eksiktir ve mükemmel değildir. Alıcıların ve satıcıların bilgileri arasında büyük farklılıkların bulunması rekabetçi piyasaların başarısız olmasına neden olmaktadır. Bilinen kişiler veya sadece güvenilen satıcılarla/markalarla alışveriş yapılmasının tercih edilmesi ile ilişkili olan "işlemlerin sosyal çerçevede cereyan etmesi" olgusu da bakışsız bilgi sorununa neden olabilmektedir (Kay, 2004: 319).

Kredi ve menkulleştirme risklerinin adım adım büyümesinde finansal kurumların kara odaklı doğasındaki davranışların veya ihtiyatsızlıkların payı büyüktür. Finansal sistemdeki bakışsız bilgi sorununun krize dönüşmesine neden olan söz konusu ihtiyatsızlıkların gelişiminde; kredi portföyünü özel amaçlı varlık (ÖAV) yapısı üzerinden menkulleştiren bankalardan, menkul kıymetleri derecelendiren şirketlere kadar menkulleştirme sürecinin arz yönünde yer alan bütün oyuncuların payı vardır.

2007/Temmuz'unda ABD'nin önde gelen yatırım bankalarından Bear Stearns'e ait olan ve ipoteğe dayalı araçlardan oluşan 10 milyar dolarlık varlığa sahip iki serbest fonun batışı krizin önemli işaretleri arasında kabul edilmiştir. Ancak bu iflasları olağan dışı kılan husus, serbest fonların çeşitli bankalardaki varlıklarının gerçek değerini bilememesi olmuştur (Foster, 2008). Tek başına bu örnek bile muhasebe ve finansal raporlama sorunlarının boyutlarını vurgulamak açısından yeterli olabilir. Kriz sürecinde varlıkların teminat kalitesindeki bozulma; değerlendirme, muhasebeleştirme ve finansal raporlama sorunları ile birleşince, bir zamanların gözde finansal araçları "düşük değerli ve artık zarar yazan" zehirli varlıklar (daha kötüsü zehirli atıklar) olarak anılmaya başlamıştır.

Basel I sermaye uzlaşısında bilanço dışında izlenen (banka dışı) iştiraklere sermaye karşılığı ayrılmasının öngörülmemesi karşısında, daha az sermaye karşılığı ayırmak isteyen bankalar bilanço dışı varlık kullanımını artırmıştır (Goodhart, 2008: 334 ve The Economist,

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

2008: 10). Tezgahestü piyasasını ve yapılandırılmış varlıkları büyütme amacındaki Wall Street şirketlerinin baskısıyla, FASB<sup>13</sup> tarafından uygulanmaya başlanan gerçeğe uygun değer (makul değer/fair value) muhasebesindeki yetersizlikler piyasadaki değerlendirme sorunlarının temel kaynağını teşkil etmiştir (Whalen, 2008: 6-7).

Bilanço dışı varlıkların büyümesi ile birlikte, ÖAV, conduit ve bankanın sahibi olduğu serbest fonlar önemli değerlendirme sorunları ile karşılaşmıştır. Örneğin model fiyatlarına dayalı olarak, milyarlarca dolarlık kredi türevi işlemlerini içeren ÖAV'lere yönelik değerlendirme süreçlerinde, fantezi olarak nitelendirilebilecek boyutlarda, iyimser yaklaşımlar kullanılmaktaydı. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ise; aktif bir piyasası bulunmayan, değerlemesi modeldeki varsayımlara dayanan, zor zamanlarda ise dilek veya dua yoluyla değerlendirilen üçüncü seviye varlık (Level 3 assets) denilen varlık sınıfı içinde değerlendirilmektedir. Kriz sürecinde Wall Street bankalarının üçüncü seviye varlıklarındaki hızlı artış sermayenin erimesine neden olmuştur. Öte yandan zaten karmaşık bir ürün olan TBS'nin<sup>14</sup> sigorta unsurunu da içermesi değerlendirilmesini tamamen güçleştirmiştir (Blackburn, 2008: 70, 75).

Bilanço dışı varlıkların neden olduğu muhasebeleştirme ve değerlendirme sorunlarını daha geniş bir açıdan değerlendiren Gorton (2008: 20, 27, 32); eşik altı ipotek kredilerinden kaynaklanan paniğin ihraç ve dağıtım modelindeki yapı veya konut fiyatlarının düşmesi ve hacizlerin artışı ile değil bakışsız bilgi sorunu ile açıklanabileceğini ileri sürmüştür. Bu görüşe göre menkulleştirme sürecinin (dolayısıyla menkul kıymetlerin) karmaşıklığı, değerlemenin yapılmasını güçleştirerek menkul kıymet fiyat bilgisinin de kaybolmasına neden olmuştur.

Yanlış fiyatlama konusunda derecelendirme şirketleri ipotek kredilerinin menkulleştirilmesi sürecinde menkul kıymet kalitesini yeterince iyi ölçmemekle eleştirilirken; tüketicilerin de kredi derecelendirme şirketlerince verilen kredi derecelerini yanlış yorumladıkları ileri sürülmüştür.

Derecelendirme şirketlerinin bariz hatalarına örnekler vermek gerekirse; Moody's Lehman Brothers'ın borçlarına; iflas başvurusu yapılmasından hemen önce yatırım yapılabilir bir dereceyi temsil eden A2 notunu vermiştir. Aynı Moody's 170 milyar dolarlık kurtarma paketi ile fon aktarılan AIG'in kıdemli teminatsız borçlarına AIG'e ABD devletince el konulmasından bir hafta önce A2'den daha güçlü bir derecelendirme notu olan Aa3 notunu vermiştir (The New York Times, 2009).

Bu kapsamda, The Economist (2007c: 26-34) derecelendirme şirketlerinin ipotek kredilerinin menkulleştirilmesi sürecinde menkul kıymet kalitesini yeterince iyi ölçmemelerine karşın, kendi karlılıklarını artırma çabasıyla iyi notlar vermesinin krizde etkili olduğunun altını çizmektedir. Kredi derecelendirme şirketlerince verilen kredi derecelerinin yanlış yorumlandığını belirten Goodhart (2008: 337); AAA derecesine sahip hazine bonosu ve yine AAA derecesine sahip TİS'in kıdemli diliminin aslında farklı risklere sahip olmakla birlikte, TİS'in derecelendirme notunun temerrüt riski ile birlikte likidite riskini<sup>15</sup> de içerdiğini düşünen TİS yatırımcılarının risk algısının sonuçta her iki menkul kıymetin riskinin de aynı sınıfta değerlendirilmesine neden olduğunu belirtmektedir.

<sup>13</sup> ABD'de uygulanacak genel kabul görmüş muhasebe standartlarını (US GAAP) geliştirmek üzere 1973 yılında kurulmuş kar amacı olmayan öz düzenleyici bir kuruluştur.

<sup>14</sup> TBS ve KTS'nin (kredi temerrüt swapı) karmaşıklığı operasyonel risk ve karşı taraf riski gibi bilinen risklere ilaveten, dokümantasyon riski, derecelendirme riski ve tüm bu risklerin karşılıklı ilişkisinden doğan *bağlantı riski* gibi riskleri ortaya çıkarmıştır (Blackburn, 2008: 76).

<sup>15</sup> Aynı görüşü savunan The Economist (2007: 26-34) de; derecelendirme şirketlerinin kredi riskini ölçmekle birlikte, piyasa ve likidite risklerini ölçemediğini belirtmektedir.

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

Dolayısıyla, kriz ile birlikte bakışsız bilgi sorununu azaltması beklenen muhasebeleştirme ve finansal raporlama süreçlerinin, sorunlu krediler ve menkul kıymetler hakkında yeterince bilgi vermediği anlaşılmıştır. Bu nedenle kriz başta gerçeğe uygun (makul) değer kavramı olmak üzere, muhasebe ve raporlama standartlarının yakın gelecekte gözden geçirilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. Buna ilaveten derecelendirme süreçlerinin de bakışsız bilgi sorununu yatırımcı/piyasa lehine azaltmasına yönelik beklentilerin kriz ile birlikte karşılıksız kaldığı görülmüştür. Bu nedenle, zaten 2000'li yılların ABD'sinde yaşanan şirket skandalları döneminden güvenilirliği hakkında şüpheler bulunan, derecelendirme şirketlerinin çalışma usul ve esaslarının gözden geçirilmesi de bir zorunluluk haline gelmiştir.

## **5. Küresel Kriz ve Türkiye'de İpotekli Konut Finansmanı Piyasası**

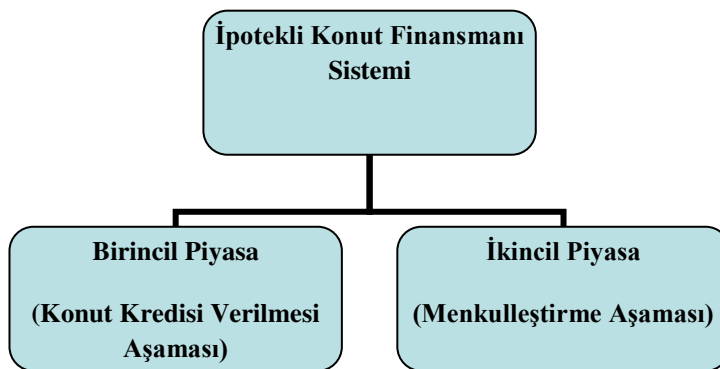
### **5.1. 5582 Sayılı Kanun Sonrası**

Cumhuriyetin kuruluşundan itibaren konut finansman alanında fon fazlası olan kesim ile, fon ihtiyacı olan kesimi bir araya getirecek bir sistem (ülkemizde) kurulamamıştır. Mevcut uygulamalar, büyük ölçüde konut alıcılarını destekleyen ve olaya talep yönünden destek veren uygulamalar olmuştur. Bu uygulamalar ya çok sübvansiyonlu kredi uygulaması şeklinde olan veya belli bir kesimi destekleyen uygulamalardır (DPT, 2001: 60).

1970'li yılların sonlarına doğru gelişmiş ülkelerin çoğunda Keynesyen ekonomik anlayışın yerini parasalcı ekonomik politikalara bırakması, Batı'da refah devleti politikalarında önemli değişiklikleri de beraberinde getirmiştir. Uygulanan ekonomik politikalar çerçevesinde merkezi ve yerel yönetimler konut üretimi için kaynak ayırma yerine, ailelerin konut edinmelerine yardımcı olacak politikalara daha çok ağırlık vermeye başlamışlardır (DPT, 1996: 4).

Ülkemizde de 1980'lerin başında TOKİ ile hız kazanan konut üretimine yönelik kamusal destek süreci sona ermekten kurtulamamış ve özel sektörün konut üretiminin teşvik edilmesi düşüncesi ön plana çıkmıştır. Bu süreçte, konut üretiminde özel sektörü ön plana çıkaran anlayışın devamı görünümündeki 5582 sayılı Kanun'un da konut finansmanında piyasa ekonomisine dayalı anlayışı ön plana çıkardığı görülmektedir.

İpotekli konut finansmanı sisteminin, yurt dışı uygulamalarında uzun vadeli ve düşük faizli kredi sunması nedeniyle bu kredilere, mortgage kredisi de denilmektedir. 21.02.2007 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında 5582 sayılı Kanun (Kanun), Kanun gerekçesi ve ikincil düzenlemelerinde "mortgage kredisi" (tutulu satış kredisi) kavramına yer verilmemiştir. Öte yandan, söz konusu düzenlemeler çerçevesinde şekillenen ipotekli konut finansmanı modelinde dikkat çeken husus konut kredisi veren kurumların alacaklarını menkul kıymetleştirerek finansman sağlayabilmesidir.



### **ŞEKİL 3. İpotekli Konut Finansman Sistemi**

Kaynak: Yazara aittir.

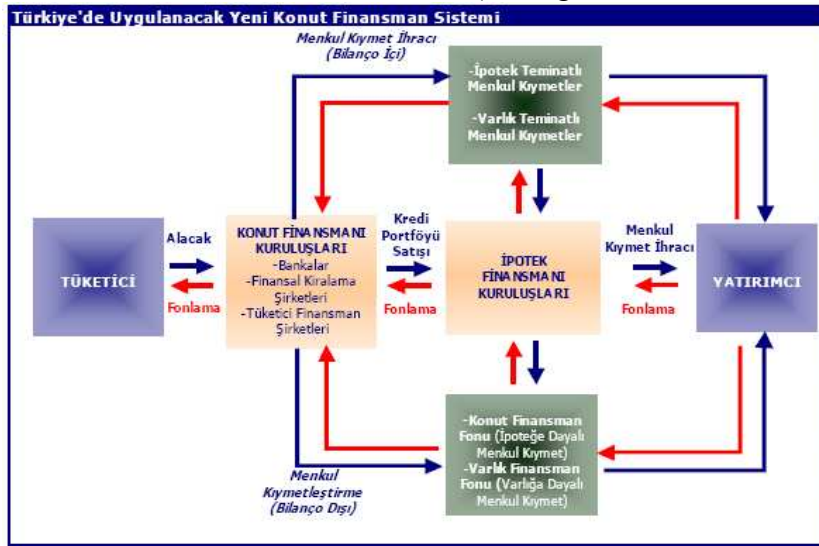


Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.

Bu çerçevede, geniş anlamda mortgage (ipotekli konut finansmanı sistemi) kavramı; konut kredisinin verilmesine (ve tahsilât ve hukuki takibe) yönelik işlemleri kapsayan birincil piyasa ve bu kredilerin menkul kıymetleştirilmesi sonrası işlemleri kapsayan ikincil piyasa işlemlerinden oluşmaktadır.

5582 sayılı Kanununun 12 nci maddesiyle, 2499 sayılı Kanun'un 38 inci maddesinden sonra gelmek üzere düzenlenen 38/A ilk fıkrâ hükmünde, *konut finansmanı*; konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması olarak tanımlanırken, bu kapsamdaki kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kullandırılan kredilerin de konut finansmanı kapsamında olduğu belirtilmektedir. Kanuna ilişkin genel ve madde gerekçeleri ile ikincil düzenlemeler değerlendirildiğinde ülkemizde kurumsal bir konut finansman sistemi oluşturulmasının amaçlandığı ve bu amaçla çeşitli kanunlarda (2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu, 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu ve çeşitli vergi kanunları) değişikliğe gidildiği, yeni finansal aracı (konut finansman kuruluşları ve ipotek finansman kuruluşları) ve araçların (varlık finansman fonları, konut finansman fonları, ipotek teminatlı menkul kıymetler ve ipotége dayalı menkul kıymetler gibi) düzenlendiği görülmektedir.

Bu tanımda konut finansmanının çeşitleri arasında konutların, finansal kiralama yöntemiyle tüketicilere kiralanması, belli şartlar altında alternatif bir finansman yöntemi getirirken, konut finansmanı, 4077 sayılı Yasaya tabi (md.10/B) bir tüketici kredisidir. Bu kapsamda, tüketicilerin sahip oldukları konutları teminat göstererek kredi kullanması konut kredisini kabul edilmemektedir (Reisoğlu, 2007: 76-77).



ŞEKİL 4. Türkiye'de Uygulanacak Yeni Konut Finansman Sistemi

Kaynak: Altaş (2007: 25).

Söz konusu Kanun'un gerekçesinde, tasarruf sahiplerinden sağlanan kaynakların konut alıcılarına aktarılmasını sağlayan bir mekanizma olarak tanımlanan, konut finansman sisteminin tasarruf sahipleri ile konut alıcıları arasında köprü vazifesi görerek, konut alıcılarının daha yaygın bir şekilde ve daha uygun koşullarla borçlanabilmesini sağlayacağı belirtilmektedir.

5582 sayılı Kanun ve ilgili mevzuat ile gelişen ipotekli konut finansman sistemi bankacılık ve emlak sektöründe beklentilerin artmasına neden olmuştur. Nitekim 2003-2007

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

döneminde bankacılık kesimi Kanun'un kendilerine getirdiği avantajlarla önemli bir sektöre<sup>16</sup> yönelik kredi hacimlerinin genişlemesini ve emlak sektörü de artan talep ve fiyat nedeniyle karlılıklarının artmasını tecrübe etmişlerdir. Emlak ve bankacılık sektörlerinin iştahını kabartan güçlü konut talebini, Kanun gerekçesinde belirtilen; kaçak yapılaşma,<sup>17</sup> niteliksiz konut üretimi, plansız kentleşme, kayıt dışılık, kiralara yükseklığı, mevcut konut stokunun yarısından fazlasının ruhsatsız olması, iç göçlerin süregelmesi, mevcut konutların tadilat ve tamire ihtiyaç göstermesi ve deprem tehlikesinin zayıf durumdaki konutların güçlendirilmesini zorunlu kılması daha da güçlendirmektedir.

İpotekli konut finansman sisteminin ülkemizdeki uygulanma şansını çeşitli ölçütlerden hareketle değerlendirebiliriz. Piyasa mekanizmasının işleyişi ile biçimlendirilmesi öngörülen ipotekli konut finansmanı sisteminin etkin çalışmasında; tapu kayıtlarının güvenilir ve şeffaf olması, arsa maliyetlerinin azaltılması, kadastronun geliştirilmesi, haciz süreçlerinin etkinliğinin geliştirilmesi ve ipoteye dayalı menkul kıymetlere yönelik talep (likidite) yönünü güçlendirecek yerli<sup>18</sup> ve yabancı kurumsal yatırımcı talebinin geliştirilmesi gibi hususlar önem taşımaktadır. Öte yandan, sistemin işleyişinde gayrimenkulün değerinin ve kredi alanların ödeme/temerrüt akımlarının ölçülmesi ve takibi de önem taşımaktadır. Ancak, sıra daha bu şartlara gelmeden; ekonomik istikrar-faiz oranlarının uygunluğu, konut talep edenlerin yeterli gelire sahip olması, konut kredileri birincil ve ikincil piyasasının tasarım/uygulama yeterliliğinden oluştuğunu düşündüğümüz sistemi işler kılacak ön şartların mevcudiyetinin önemli olduğunun altını çizmek gereklidir.

Konut kredilerinin sunulduğu ipotekli konut finansmanı birincil piyasasının piyasa koşulları çerçevesinde canlanması mümkün olmakla birlikte, özellikle menkulleştirmenin mevcut olmaması nedeniyle ülkemizde konut finansman sisteminin sürekli, etkin ve yaygın bir uygulama sahası kazanmasının kısa vadede mümkün olmadığı düşünülmektedir. Buna ilaveten yukarıda yer verilen unsurların tam olarak hayata geçirilememesi de mevcut sistemin işleyiş etkinliğinin azalmasına neden olacaktır.

## **5.2. Türkiye'de Neden Benzeri Bir Kriz Yaşanmadı?**

Ülkemizde ABD'de yaşanan eşik altı ipotek kredileri krizinin benzerinin yaşanması ihtimal dâhilinde miydi? Kriz ipotekli konut finansmanı birincil ve ikincil piyasasındaki sorunlardan ortaya çıktığına göre, ülkemiz için yapılacak bir analizde, söz konusu piyasaların durumunun sorgulanması gerekecektir.

### **5.2.1. Konut Finansman Sektörü Birincil Piyasa Verileri**

#### **5.2.1.1. Konut Kredileri**

Önce ipotekli konut finansmanı birincil piyasasını değerlendirelim. European Mortgage Federation (2007b: 121) verilerine göre, 2000-2006 döneminde ülkemizdeki ikamet amaçlı ipotek kredilerinin GSYİH'ya oranındaki gelişmeler şöyledir; % 0,3; % 0,2; % 0,2; % 0,4; %1; % 2,5 ve % 3,8.

Aşağıda yer alan tabloda da anlaşılacağı üzere, 2000-2001 krizini izleyen dönemde düşük olan bankaların konut kredisi hacmi, 2003 yılından itibaren çarpıcı bir büyüme içine

<sup>16</sup> TBB (2007) verilerine göre Ocak-Mart 2007 döneminde kişi başına kullanılan ortalama tüketici kredileri miktarı 8,2 bin YTL' iken bu miktar konut kredilerinde 60,1 bin YTL'ye çıkmaktadır.

<sup>17</sup> Başbakanlık Konut Müsteşarlığı 2000-2010 Türkiye Konut İhtiyacı Araştırması', yapı izinlerine göre Türkiye'deki kaçak yapılaşmanın %40 düzeyinde olduğunu, kentlerdeki konutların ortalama % 62'sinin ruhsatlı ve sadece % 33 ünün de yapı kullanma izin belgesine sahip olduğunu bulgulamıştır (Kömürlü, 2006: 58).

<sup>18</sup> DPT (2006: 44), Dokuzuncu Kalkınma Planı'nda sosyal güvenlik sisteminin finansal durumu şöyle tarif etmektedir; "ülkemizdeki, sosyal sigorta kuruluşlarının en önemli sorunu, gelirlerinin, giderlerini karşılayamamasıdır. Sosyal sigorta kuruluşlarına bütçeden yapılan transfer tutarının GSYİH'ya oranı 2000 yılında yüzde 2,6 iken, bu oran 2005 yılında yüzde 4,8'e yükselmiştir." Dolayısıyla, ülkemizdeki sosyal güvenlik sisteminin açık vermesi ve özel güvenlik kurumlarının da yeterli ölçüde gelişmemiş olması yerli kurumsal yatırımcı talebinin doğal olarak azalmasına neden olmaktadır.

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

girmişir. Nitekim 2003/Aralık'da bankadan konut kredisi alan kişi sayısı 42.000 ve kullanılan konut kredisi tutarı 0,8 milyar YTL iken, 2007/Mart'da konut kredisi tutarı 23,2 milyar YTL'ye ve kredi kullanan kişi sayısı da yaklaşık 526 bin kişiye yükselmiştir.

Küresel kredi krizinin etkisini hissettirmeye başladığı 2007 yılının ikinci yarısından sonra da ülkemizdeki konut kredileri stoğundaki artış devam etmiştir. Nitekim BDDK (2008: 23) de yer alan verilere göre 2007 ve 2008 yılları sonu itibarı ile konut kredilerinin büyüklüğü sırasıyla 32,4 milyar TL ve 39,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

**TABLO 3. Türkiye'de Konut Kredilerinin Gelişimi (2000-2007)**

Dönem	Toplam (Bakiye) Konut Kredisi Tutarı (milyar YTL)	Toplam (Bakiye) Konut Kredisi Kullanan Kişi (Adet)
2000/Aralık	0,5	81.610
2001/Aralık	0,3	43.600
2002/Aralık	0,3	29.346
2003/Aralık	0,8	42.004
2004/Aralık	2,4	218.789
2005/Haziran	6,0	209.104
2005/Aralık	12,3	315.780
2006/Mart	16,2	381.367
2006/Aralık	22,1	491.455
<b>2007/Mart</b>	<b>23,2</b>	<b>526.844</b>

Kaynak: TBB (2007) verilerinden hareketle Yazar tarafından hazırlanmıştır.

2005 yılı itibarı ile ipotekli konut kredilerinin büyüklüğü ABD'de 7,1 trilyon euro iken, AB üyesi ülkelerde 5,1 trilyon eurodur. Faizlerin düşük olmasının da etkisiyle, 1995-2005 döneminde AB üyesi ülkelerde ipotekli konut kredisi sektörünün yıllık ortalama büyüme oranı % 9,4 olarak gerçekleşirken, 2005 yılı itibarı ile ipoteğe dayalı konut kredilerinin GSYİH'ya oranı % 47,5 olarak gerçekleşmiştir. AB üyesi ülkelerde, ipoteğe dayalı menkul kıymetler sektörünün 2004 ve 2005 yıllarındaki büyüklüğü ise sırasıyla 794 milyar euro ve 876 milyar euro olmuştur (European Mortgage Federation, 2007a: 37-38). 2006 yılı itibarı ile, AB-27 grubunda ikamet amaçlı ipotek kredilerinin GSYİH'ya oranı % 49,4'e yükselirken, bu oran ülkemizde % 3,8 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, 2006 yılı itibarı ile, AB-27 grubunda kişi başına düşen ikamet amaçlı ipotek kredisi tutarı 11.200 euro iken, bu tutar İrlanda'da 29.290 euro, Belçika'da 10.860 euro, Yunanistan'da 5.140 euro, Slovakya'da 780 euro ve Türkiye'de 170 eurodur (European Mortgage Federation, 2007b: 116,121).

#### **5.2.1.2. Takipteki Krediler**

BDDK (2008: 19, 23) verilerine göre tüketici kredileri-konut kredileri büyüklükleri; 2005 yılında 12,7 milyar TL-2,6 milyar TL; 2006 yılında 29,4 milyar TL-13 milyar TL; 2007 yılında 67,8 milyar TL-32,4 milyar TL ve 2008 yılında da 83,2 milyar TL-39,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca takipteki alacaklar/brüt krediler oranları 2005-2008 döneminde sırasıyla % 4,8; % 3,8; %3,5 ve % 3,6 olarak gerçekleşmiştir.

**TABLO 4. Türk Bankacılığında Bireysel Kredilerin Dağılımı (2004-2008)**

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

Milyon TL	2004	2005	2006	2007	Mar.08	Haz.08	Eyl.08	Ara.08
Tüketici Kredileri	12.731	29.462	47.575	67.877	73.368	79.100	85.109	83.219
Konut	2.631	13.037	23.377	32.448	35.445	37.919	39.831	39.278
Taşıt	4.194	6.445	6.661	6.154	6.012	6.049	6.101	5.530
İhtiyaç	5.585	8.715	15.719	25.860	28.178	30.936	34.303	33.206
Diğer	320	1.264	1.818	3.414	3.734	4.196	4.875	5.205
Kredi Kartları	13.920	17.259	21.526	27.103	27.598	30.607	32.875	34.230
Taksitli	3.784	6.103	9.027	10.772	10.878	11.851	12.672	12.384
Taksitsiz	10.137	11.156	12.499	16.331	16.720	18.755	20.203	21.847
Toplam Bireysel	26.651	46.721	69.101	94.980	100.966	109.707	117.984	117.449

Kaynak: BDDK (2008: 23).

Ernst&Young (2008: 38), takipteki kredilerin (non-performing loans) toplam kredilere oranının 2001 yılı itibarı ile % 29,5 seviyesindeyken, 30.07.2007 tarihi itibarı % 4 olarak gerçekleştiğini ve Türk bankacılığının bu konuda iyi bir noktada olduğunu belirtmektedir. TBB (2007)'nin 2007/Mart verilerine göre, kanuni takipteki tüketici kredilerinin büyüklüğü 155,4 milyon YTL iken, bu tutarın 31 milyon YTL'si konut kredilerinden kaynaklanmaktadır.

Konut kredilerinin takibe dönüşüm oranının düşük olduğunu gösteren yukarıdaki verilerin kriz çıkarmayacak boyutlarda olduğu açıktır. Ayrıca, 2000-2001 krizinden gereken dersi almış olan Türk bankacılığı, özellikle türev araçları kullanmak suretiyle kredilerden kaynaklanan risklerini de iyi yönetmiştir. Tabii esas önemlisi, görüldüğü kadarıyla, Türk bankacılık sektörünün teminat kalitesi çok düşük gayrimenkul alımlarını kredilendirme alışkanlığı bulunmamaktadır.

Diğer bir deyişle, en azından gözlem döneminde, Türkiye'de konut kredisi almak ABD'deki kadar harc-ı alem bir duruma tekabül etmemiştir. Ülkemizdeki yıkıcı ödünç uygulamalarının ABD'deki kadar yaratıcı olmaması da (!) konut kredisi batıklarının büyümesini engellemiştir. Türk bankacılığının menkulleştirme, yapılandırılmış ürünler gibi ipotekli konut finansmanı ikincil piyasası ürünlerinden mahrum olması da, sektörün ipotekli konut finansmanı birincil piyasasından kaynaklanacak riskler konusunda daha uyanık olmasına neden olmuştur.

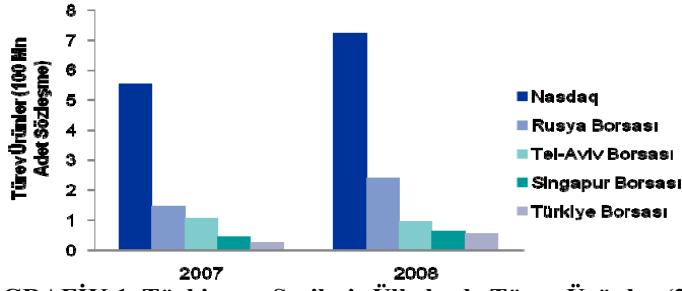
Binay ve Salman (2008: 16-24), Türk gayrimenkul piyasasında fiyat balonunun bulunmadığını; Türk halkının alım gücünün düşük olmasının konut kredilerinin büyümesine engel olduğunu ve konut finansmanı özelinde bir kredi patlaması ve finansal kırılma analizi için daha zamanın olduğunu belirtmektedir.

### 5.2.3. Konut Finansman Sektörü İkincil Piyasa Yapısı

Ülkemizdeki ipotekli konut finansmanı ikincil piyasasını değerlendirdiğimizde, sadece ipotek kredilerine dayalı değil, genel anlamda menkulleştirmenin olmadığı ve gelişme gösterse de<sup>19</sup> görece küçük piyasaya sahip (bankacılık bağlamında esas itibarı ile korunma amaçlı gerçekleştirilen) türev işlemlerin bulunduğu ikincil piyasa resminin kriz çıkarmaktan çok uzak olduğu anlaşılmaktadır.

<sup>19</sup> 2005-2008 döneminde VOB işlem hacmi 80 kat artmıştır. Futures Birliği (FIA)'nin 2009 ilk çeyrek verilerine göre, Türkiye, toplam işlem hacmi açısından dünyanın 20 nci büyük piyasası, döviz bazlı vadeli işlem sözleşmeleri işlem hacmi açısından dünyanın 4 üncü büyük piyasası ve İMKB-30 sözleşmeleri açısından dünyanın en likit 11 inci piyasası konumundadır (TBB, 2009: 56).

Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.



GRAFİK 1. Türkiye ve Seçilmiş Ülkelerde Türev Ürünler (2007-2008)

Kaynak: TBB (2009: 56).

Dolayısıyla ABD ipotekli konut finansmanı piyasasının terminolojisinden hareketle değerlendirecek olursak; ABD'deki ihraç ve dağıtım modelinde yer alan "ihraç" kısmının (birincil piyasada verilen konut kredileri) ülkemizde son derece sınırlı olduğu ve "dağıtım" (ipotek kredilerinin menkulleştirilmesi) kısmının ise hiç mevcut olmadığı görülmektedir.

#### 5.2.4. Krizin Türkiye'ye Bazı Yansımaları

Türk ekonomisi sıcak para hareketleri karşısında fevkalade kırılğan bir noktada durmaktadır. Bu nedenledir ki küresel finans krizinden en fazla etkilenen ülkelerin başında ülkemiz gelmektedir.

Standard and Poor's (2008: 6), ABD'deki eşik altı ipotek kredilerinden kaynaklanan kriz nedeniyle 2008 yılının ilk üç ayında dünya borsaları düşerken, en büyük kaybın % 36,62'lik bir düşüş yaşayan İMKB'de olduğu belirtmektedir.

TABLO 5. Krizin Türkiye'ye Yansımaları (2008/8-2009/8)

Bazı Ekonomik Göstergeler (2008/7-2009/8)			
Dönemi	İMKB Endeksi Reel Getiri (TÜFE)(%)	Toplam Kapasite Kullanım Oranları(%)	Aylara Göre İhracat (milyon dolar)
Ağustos 2009	19.06	69.7	
Temmuz 2009	8.23	72.3	9.034
Haziran 2009	3.89	72.7	8.342
Mayıs 2009	18.34	70.4	7.349
Nisan 2009	18.18	66.8	7.566
Mart 2009	-4.67	64.7	8.162
Şubat 2009	-3.75	63.8	8.434
Ocak 2009	1.02	63.8	7.884
Aralık 2008	2.32	64.7	7.722
Kasım 2008	-11.44	72.9	9.396
Ekim 2008	-25.93	76.7	9.723
Eylül 2008	-10.30	79.8	12.793
Ağustos 2008	12.57	76.2	11.047
İşgücü Durumu Verileri (2008-2009/Haziran)			
	2008	2009/Haziran	
İşsizlik oranı (%)	9,4	13,0	
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	11,9	16,4	
Genç nüfusta işsizlik oranı (%)	18,0	23,7	

Kaynak: <http://www.tuik.gov.tr/Gosterge.do?id=3592&sayfa=giris&metod=IlgiliGosterge> (Erişim Tarihi: 16.09.2009).

Ancak İMKB getirilerindeki oynaklığın ötesinde; kapasite kullanım oranları ve ihracatta yaşanan azalmalar, 2009 yılının ilk ve ikinci çeyreklerindeki % 14,3 ve % 7'lik daralma ve hızla yükselen işsizlik ile birlikte ülkemizde krizin etkileri ağır biçimde hissedilmiştir.

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

Dolayısıyla, konut finansmanı konusunda az gelişmişlik noktasında bulunan Türkiye, zaten etkin biçimde çalışmayan yerel ipotekli konut finansman sisteminden kaynaklanan bir krizi de yaşamamaktadır. Bununla birlikte, 2002-2007 küresel likidite bolluğu döneminde küresel sistemle bütünleşmenin faydalarını gören ülkemiz, küresel kriz ile birlikte küresel sistemden yansıyan krizle mücadele etmek zorunda kalmıştır. Bu ithal kriz dış ticaret sektörünü olumsuz yönde etkileyerek (ihracatın ve ithalatın azalmasıyla) cari açığın daralmasına, üretimin gerilemesine ve işsizliğin artmasına neden olmuştur.

## **6. Taşınmaz Değerlemesine Yönelik Kurumsal Yapının Geliştirilmesi**

21.02.2007 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında 5582 sayılı Kanun’un da etkisiyle ülkemizde ipotekli konut finansman sistemi birincil piyasasında kredi hacmi özellikle 2003-2007 döneminde önemli ölçüde artış göstermiştir. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında konut kredileri stokunun ve mevcut konut kredilerindeki geri dönüş sorunlarının görece düşük olduğu görülmektedir. Öte yandan, konut kredilerinin likidite kazanmasını önleyen bir unsur olarak, sermaye piyasalarımızda genel anlamda menkul kıymetleştirilmenin bulunmaması da ABD sermaye piyasalarında yaşanan menkulleştirme ve değerlendirme kaynaklı risklerin ülkemizde ortaya çıkmasına engel olan nedenler arasındadır.

Ülkemizde yaşanan 1994 ve 2000-2001 bankacılık krizlerinin başlıca nedeni sıcak para ekonomisi, risk yönetimi sorunları ve bankacılık sahtecilikleridir. Bu süreçte kredilendirme sürecindeki sahteciliklere karşı; banka içi öz disiplin, bağımsız denetim ve düzenleyici ve denetleyici kurumların gözetim ve denetim sistemlerinin gerekli tedbirleri alamadığı görülmüştür. Bilindiği üzere, kamu ve özel sektördeki yönetim sorunlarını da gündeme getiren, anılan krizler sonrasında Türk ekonomisi bankacılık kesimi kaynaklı olağanüstü maliyetlerle karşılaşmıştır.

Kurumsal olmayan finansmanın etkili olduğu konut finansman koşullarına karşın ülkemizde ikamet amaçlı konuta (ve son zamanlarda da ticari amaçlı gayrimenkul yatırımlarına) yönelik, yabancı yatırımcıları da cezbedecek ölçüde, güçlü bir talep bulunmaktadır. Bu talebi, önemli boyutlara ulaştığı bilinen konut açığı ve ticari amaçlı gayrimenkule dönük ihtiyaçlar desteklemektedir. İmalat sürecinde ihtiyaç duyulan finansmanın 2000’lerin başındaki ABD ekonomisinin benzeri bir yapıda sağlanması yapısal olarak uzak bir ihtimal olarak görünmekle birlikte, benzeri bir ekonomik çevrenin Türkiye’de ortaya çıkması durumunda kredi kurumu ve diğer finansal kurumlardan düzenleyici ve denetleyici kurumlara kadar Türk finansal sisteminin bir bütün olarak bu yapıyı yönetmesinin ne ölçüde mümkün olduğu üzerinde düşünülmesi gereken bir konudur.

Ülkemizde ipotekli konut finansmanı ikincil piyasasının mevzuat altyapısının bulunmasına karşın etkinlik kazanamaması birincil piyasadaki risklerin daha etkili biçimde yönetilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu süreçte değerlendirme kurumunun bütün kurum ve kurallarıyla hayata geçirilmesi konut piyasasının ve finansal araçların etkin çalışması için hayati önemdedir. Gayrimenkullerin değerlendirme standartları çerçevesinde gerçeğe uygun olarak değerlendirilmesi; ipotekli konut finansmanı birincil piyasasında gerçekçi fiyat oluşumunu ve teminat kalitesini artırıcı bir etki yapacaktır. Geri ödeme risklerinin azalmasına katkı sağlayacağı düşünülen bu durum finansal araçların kredi riskinin ve tüketicilerin geri ödeme sorunlarının da asgariye indirilmesine yardımcı olacaktır.

Konut kredilerine dayalı muhtemel bir kredi genişlemesinin arifesinde olduğunu düşündüğümüz ülkemiz için bugün bulunan nokta taşınmaz değerlendirme kurumunun geliştirilmesi açısından tam bir fırsat niteliğini taşımaktadır. Taşınmaz değerlemesine yönelik kural, bilgi ve piyasa kültürünün oluşması sürecinde; ilgili kamu kurumları ve akademik çevrelerin yanında özellikle öz düzenleyici yetkileri haiz kuruluşlar ve meslek örgütlerinden istifade edilmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda söz konusu faaliyetlerin aynı zamanda ilgili

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

kamu kurumlarının taşınmaz değerlemesine yönelik öngöreceği düzenleme, denetim ve yaptırım şemasının etkinliğini de artıracakı düşünülmektedir.

Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40/D maddesinde öngörülen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği'nin hayata geçirilmesinin taşınmaz değerlemesinin gerçek bir mesleğe dönüşmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Öte yandan TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası gibi meslek örgütlerinin ve ülkemizdeki taşınmaz değerlendirme uygulamalarını icra eden gerçek ve tüzel kişilerin mensubu olduğu diğer sivil toplum kuruluşlarının da değerlemenin saygın ve kurallı bir mesleğe dönüşmesine katkılar sunacağı muhakkaktır. Söz konusu kurum ve örgütlerin de işbirliği ile; taşınmaz fiyat endeksi, taşınmaz değer haritalarının oluşturulması ve değerlendirme uzmanlığı kariyer süreçlerinin takibi gibi konularda katılımcı bir anlayışla ortak projeler üretilmesinin taşınmaz piyasasının geliştirilmesine büyük katkılar sunabileceği düşünülmektedir.

Değerleme kurumunun bu şekilde geliştirilmesinin piyasa konusu değerlendirme hizmetlerinin yanında özelleştirme, kamulaştırma ve vergilendirme gibi sahalardaki taşınmaz değer tespitlerinin de etkinliğini artırıcı etki yapması beklenmektedir. Bu nedenle ilgili kurum ve örgütlerin taşınmaz değerlendirme kurumunun gelişmesi için vereceği katkıların ilgili sahalarda kamu çıkarlarının en üst düzeyde ve rasyonel biçimde korunmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

## **7. SONUÇ**

2007 yılının ortalarında ABD eşik altı ipotek kredileri sektöründe ortaya çıkan krizde yükselen piyasadaki aşırı iyimser psikolojinin etkisiyle, ipotekli konut finansmanı birincil ve ikincil piyasası finansal kurumlarının riskleri doğru fiyatlayamaması ipotek kredileri ve buna dayalı menkulleştirmelerdeki risklerin büyümesini teşvik etmiştir. Bu kapsamda ABD'de eşik altı ipotek kredileri sektöründe ipuçlarını veren sorunların oluşumunda kredilendirme ve değerlendirme sorunlarının önemli bir etkisi vardır.

Kredi talep eden taraf ile kredi kurumu arasındaki bakışsız bilgi sorununu asgariye indiren kredi istihbaratının en temel ilkelerinden ödeme gücünün belgelendirilmesi ve kaliteli teminatlandırma ilkelerinin kredi kurumlarınca ihmal edilmesi, eşik altı ipotek kredileri krizini hazırlayan nedenler arasındadır. Konut piyasasının ABD ekonomisi genelinde önemli bir yere sahip olması ve finansallaşmanın boyutları diğer riskler ile birleşen kredi riskinin sonuçlarını daha da ağırlaştırmıştır. Konut fiyatlarının sürekli olarak yükseleceği varsayımına dayalı olarak kredilendirme standartlarının düşürülmesi sürecinde ortaya çıkan ve kredinin yanlış fiyatlanmasına yol açan çeşitli gelişmeler ABD emlak ve finans piyasalarındaki bozulmayı daha da artırmıştır. ABD ipotekli konut finansman sektörü ikincil piyasasında yaşanan değerlendirme sorunları ve muhasebe-finansal raporlama, bağımsız denetim ve kredi derecelendirme kurumlarının bu süreçte etkisiz kalması da krizin değerlendirme sorunları ile ilgili diğer önemli bir boyutunu ortaya koymaktadır.

ABD ile kıyaslandığında ülkemizdeki ipotekli konut finansmanı birincil piyasası son derece sınırlı bir gelişme gösterirken, ikincil piyasanın ise hiç gelişmemiş olması, ABD'de yaşanan sorunların benzerinin ülkemizde de ortaya çıkmasına engel olan nedenler arasındadır.

Kurumsal olmayan finansmanın etkili olduğu konut finansman koşullarına karşın ülkemizde ikamet amaçlı konuta (ve son zamanlarda da ticari amaçlı gayrimenkul yatırımlarına) yönelik, yabancı yatırımcıları da cezbedecek ölçüde, güçlü bir talep bulunmaktadır. Bu talebi, önemli boyutlara ulaştığı bilinen konut açığı ve ticari amaçlı gayrimenkule dönük ihtiyaçlar desteklemektedir. İmalat sürecinde ihtiyaç duyulan finansmanın 2000'lerin başındaki ABD ekonomisinin benzeri bir yapıda sağlanması yapısal olarak uzak bir ihtimal olarak görünmekle birlikte, benzeri bir ekonomik çevrenin Türkiye'de ortaya çıkması durumunda kredi kurumu ve diğer finansal kurumlardan düzenleyici ve

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

denetleyici kurumlara kadar Türk finansal sisteminin bir bütün olarak bu yapıyı yönetmesinin ne ölçüde mümkün olduğu üzerinde düşünülmesi gereken bir konudur.

Bu nedenle küresel finans krizi sürecinde kredilendirme ve değerlemeye bağlı olarak ortaya çıkan sorunlardan uzak kalabilmek için gayrimenkul değerlendirme kurumunun daha etkili biçimde hayata geçirilmesi bir zorunluluktur.

Konut kredilerine dayalı muhtemel bir kredi genişlemesinin arifesinde olduğunu düşündüğümüz ülkemiz için bugün bulunulan nokta taşınmaz değerlendirme kurumunun geliştirilmesi açısından tam bir fırsat niteliğini taşımaktadır. Taşınmaz değerlemesine yönelik kural, bilgi ve piyasa kültürünün oluşması sürecinde; ilgili kamu kurumları ve akademik çevrelerin yanında özellikle öz düzenleyici yetkileri haiz kuruluşlar ve meslek örgütlerinden istifade edilmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda söz konusu faaliyetlerin aynı zamanda ilgili kamu kurumlarının taşınmaz değerlemesine yönelik öngöreceği düzenleme, denetim ve yaptırım şemasının etkinliğini de artıracığı düşünülmektedir.

Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40/D maddesinde öngörülen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği'nin hayata geçirilmesinin taşınmaz değerlemesinin gerçek bir mesleğe dönüşmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Öte yandan TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası gibi meslek örgütlerinin ve ülkemizdeki taşınmaz değerlendirme uygulamalarını icra eden gerçek ve tüzel kişilerin mensubu olduğu diğer sivil toplum kuruluşlarının da değerlemenin saygın ve kurallı bir mesleğe dönüşmesine katkılar sunacağı muhakkaktır. Söz konusu kurum ve örgütlerin de işbirliği ile; taşınmaz fiyat endeksi, taşınmaz değer haritalarının oluşturulması ve değerlendirme uzmanlığı kariyer süreçlerinin takibi gibi konularda katılımcı bir anlayışla ortak projeler üretilmesinin taşınmaz piyasasının geliştirilmesine büyük katkılar sunabileceği düşünülmektedir.

Değerleme kurumunun bu şekilde geliştirilmesinin piyasa konusu değerlendirme hizmetlerinin yanında özelleştirme, kamulaştırma ve vergilendirme gibi sahalardaki taşınmaz değer tespitlerinin de etkinliğini artırıcı etki yapması beklenmektedir. Bu nedenle ilgili kurum ve örgütlerin taşınmaz değerlendirme kurumunun gelişmesi için vereceği katkıların ilgili sahalarda kamu çıkarlarının en üst düzeyde ve rasyonel biçimde korunmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- ALTAŞ, Gökben. (2007). *İpotekli Konut Finansman Sistemi*. TSPAKB Gündem. Ağustos. Sayı 60: 16-28.
- BDDK. (2008). *Finansal Piyasalar Raporu*. Sayı 12 (Aralık). İnternet: <http://www.bddk.org.tr>
- BEITEL, Karl. (2008). *The Subprime Debacle*. May. **Monthly Review**. İnternet: <http://www.monthlyreview.org/080512beitel.php> (Erişim Tarihi: 19.10.2008).
- BHAGWATI, Jagdish. (2008). We Need to Guard Against Destructive Creation. 16.10.2008 Tarihli Elektronik Nüsha. **Financial Times**.
- BHATTACHARYA, Sudipto, Arnoud W.A BOOT ve Anjan v. THAKOR. (1998). *The Economics of Bank Regulation*. **Journal of Money Credit and Banking** 30 (4): 745-770.
- BİNAY, Şükrü ve Ferhan SALMAN. (2008). A Critique on Turkish Real Estate Market. May. Discussion Paper No. 2008/8. Turkish Economic Association. İnternet: [www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)
- BLACKBURN, Robin. (2008). *The Subprime Crisis*. **New Left Review** 50 (March-April): 63-106.
- CENTER FOR RESPONSIBLE LENDING. (2003). Why Prepayment Penalties are Abusive in Subprime Home Loans. İnternet: [http://www.responsiblelending.org/pdfs/PPP\\_Policy\\_Paper2.pdf](http://www.responsiblelending.org/pdfs/PPP_Policy_Paper2.pdf) (Erişim Tarihi: 07.11.2008).
- COŞKUN, Yener. (2007). **Self Discipline in Financial Institutions**. Ankara: SPK Yayınları (No: 205).
- COŞKUN, Yener. (2008). **Bankalarda Öz Disiplin Süreçlerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi**. Ankara: SPK Yayınları (No: 210).
- COŞKUN, Yener. (2009). *Etkin Risk Yönetiminde Öz Disiplin Süreci*. Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi 2 (2): 33-52.
- CROUHY, Michel G., Robert A. JARROW ve Stuart M. TURNBULL. (2008). The Subprime Credit Crisis of 07. July 9. İnternet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1112467](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467)
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI (DPT)



**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

(1996). Konut, Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara.

(2001). *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Konut Özel İhtisas Komisyonu Raporu*. DPT: 2594-ÖİK: 606. İnternet: [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr) (Erişim Tarihi: 20.10.2009).

(2006). Dokuzuncu Kalkınma Planı 2007-2013. İnternet: [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr) (Erişim Tarihi: 20.10.2009).

DI MARTINO, Danielle ve John V. DUCA. (2007). *The Rise and Fall of Subprime Mortgages*. Economic Letter. 11.10.2007. **Federal Reserve Bank of Dallas**.

ECONOMIC REPORT of the PRESIDENT. (2008). Washinton: U.S. Government Printing Office. İnternet: <http://www.gpoaccess.gov/eop/> (Erişim Tarihi: 18.10.2009).

ELLIS, Luci. (2008). *The Housing Meltdown: Why Did it happen in the United States*. BIS Working Papers. No. 259. September. **BIS**.

ENGEL, Kathleen C. ve McCOY, Patricia A. (2007). *Turning a Blind Eye: Wall Street Finance of Predatory Lending*. March 19. **Fordham Law Review** 75: 101-165.

ERNST&YOUNG. (2008). *European Non-Performing Loan Report 2008*. İnternet: [www.ey.com](http://www.ey.com)

EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION

(2007a). Annual Report 2006-2007. June. İnternet: <http://www.hypo.org/>

(2007b). Hypostat 2006: A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets. November. EMF Publication. İnternet: <http://www.hypo.org/>

FBI İnternet Sitesi

(2008). Financial Crimes Report to the Public Fiscal Year 2007. İnternet: [http://www.fbi.gov/hq/mortgage\\_fraud.htm](http://www.fbi.gov/hq/mortgage_fraud.htm) ve [http://www.fbi.gov/publications/financial/fcs\\_report2007/financial\\_crime\\_2007.htm#Mortgage](http://www.fbi.gov/publications/financial/fcs_report2007/financial_crime_2007.htm#Mortgage) (Erişim Tarihi: 18.10.2009).

Financial Stability Forum. (2008). *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*. 7 April. İnternet: [www.fsforum.org/publications/ft\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/ft_0804.pdf)

FOOTE, Christopher L., Kristopher GERARDI, Lorenz GOETTE ve Paul S. WILLEN. (2008). *Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't*. Public Policy Discussion Paper. No.08-2. **Federal Reserve Bank of Boston**.

FOSTER, John Bellamy. (2008). *The Financialization of Capital and Crisis*. April. **Montly Review**. İnternet: <http://www.monthlyreview.org/080401foster.php> (Erişim Tarihi: 19.10.2008).

GERARDI, Kristopher, Andreas LEHNERT, Shane SHERLUND ve Paul S. WILLEN. (2008). *Making Sense of the Subprime Crisis*. Conference Draft. Fall. **Brookings Papers on Economic Activity**.

GOODHART, Charles A.A. (2008). *The Background to the 2007 Financial Crisis*. **International Economics and Economic Policy** 4 (4): 331-346.

GORTON, Gary B. (2008). *The Subprime Panic*. **NBER Working Paper** (No. 14398).

GRUENBERG, Martin. (2008). Subprime Mortgage. Konuşma Metni. Avrupa Mevduat Sigortacıları Forumu 2007. **Çatı Dergisi** (Ocak-Mart) 16: 12-15.

IFSL RESEARCH İNTERNET SİTESİ. (2008). *Banking 2008*. February. İnternet: [ifsl.org.uk](http://ifsl.org.uk) (Erişim Tarihi: 24.09.2008).

IMF. (2008). *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*. April. İnternet [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm) (Erişim Tarihi: 12.04.2008).

KAY, John. (2004). **Culture and Prosperity: Why Some Nations Are Rich but Most Remain Poor**. New York: HarperCollins.

KÖMÜRLÜ, Rüveyda. (2006). Ülkemizde Toplu Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları. Doktora Tezi. Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Mimarlık Ana Bilim Dalı Yapı Programı. İnternet: [www.mmr.yildiz.edu.tr](http://www.mmr.yildiz.edu.tr)

MINSKY, Hyman P. (1993). *Schumpeter and Finance*" In **Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini**, Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia, and Michele Salvati, eds. New York: St. Martin's Press.

MURPHY, Edward V. (2008). *Economic Analysis of a Mortgage Foreclosure Moratorium*. **CRS Report for Congress**.

NASSAR, Josh. (2007). *Foreclosure, Predatory Mortgage and Payday Lending in America's Cities*. Testimony of Josh Nassar Center for Responsible Lending Before the U.S. House Committee on Oversight and Government Reform. March 21. İnternet: [oversight.house.gov/documents/20070322175553-40982.pdf](http://oversight.house.gov/documents/20070322175553-40982.pdf) (Erişim Tarihi: 17.04.2008).

ÖZEL, Saruhan. (2008). **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir? Nasıl Sonuçlandırılabilir?**. 2. Basım. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.

REİSOĞLU, Seza. (2007). Konut Edinme Amaçlı Konut Finansmanı Sözleşmeleri ve Uygulama Sorunları. **Bankacılar Dergisi** 61: 75-84.

**Coşkun, Yener. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme. Tam Metin Bildiri (21Kasım 2009, Taşınmaz Değerleme Günleri 2009). TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası İstanbul Şubesi Yayını: 223-249.**

STANDARD AND POOR'S. (2008). Monthly Report World By Number. Internet: [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/040808\\_WorldbyNumbers-Report.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/040808_WorldbyNumbers-Report.pdf) (Erişim Tarihi: 30.04.2008).

TABB, William K. (2008). *Four Crises of the Contemporary World Capitalist System*. October. **Monthly Review**. Internet: <http://www.monthlyreview.org/081006tabb.php> (Erişim Tarihi: 21.10.2008).

THE ECONOMIST

(2007). *On Credit Watch*. "Only Human" başlıklı Özel Raporun İçinde (sf: 26-34). 20.01.2007 Tarihli Nüsha.

(2008). *A Special Report on the World Economy*. 11.10.2008 Tarihli Nüsha.

THE NEW YORK TIMES INTERNET SİTESİ

(2008). *F.B.I. Struggles to Handle Wave of Financial Fraud Cases*. 18.10.2008 Tarihli Elektronik Nüsha.

(2009). *Buffett Is Unusually Silent on Rating Agencies*. 17.03.2009 Tarihli Elektronik Nüsha. (Erişim Tarihi: 18.03.2009).

TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ (TBB)

(2007). *Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri İstatistiki Verileri*. Internet: <http://www.tbb.org.tr/net/donemsel/default.aspx?dil=TR> (Erişim Tarihi: 06.05.2008).

(2009). *İstanbul'un Uluslararası Finans Merkezi Olma Potansiyelinin Değerlendirilmesi*. Mayıs. Internet: [http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma\\_ve\\_Raporlar/iufm.pdf](http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/iufm.pdf) (Erişim Tarihi: 10.09.2009).

WHALEN, Charles J. (1999). *Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development*. Working Paper. No. 277. **Institute for Industry Studies Cornell University**.