

# AB İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN PİYASALARININ DEĞİŞİM VE GELİŞİMİNDE ETKİ YARATAN FAKTÖRLER VE DİNAMİKLER

Dr. Tamer AKSOY

## GİRİŞ

Ülkelerin ekonomik gelişmişlik seviyelerinin bir ölçüsü de, ülke varlıklarının çoğunluğunu teşkil eden gayrimenkul varlıklarının ne ölçüde değerlendirilebildiği hususudur. Bu varlıkların azami surette değerlendirilebilmesi, çağdaş finansman yöntemleriyle menkul kıymetleştirilerek<sup>1</sup> sermaye piyasalarına aktarımıyla olmaktadır. Böylece sabit kıymetlerde uzun vadeye bağlı finansal kaynakların sermaye piyasalarında tekrar değerlendirilebilmesi mümkün olmakta, piyasadaki sermaye hareketi de artmaktadır.<sup>2</sup>

Para ve sermaye piyasalarının önemli bir parçası olan ipotekli piyasalar, gayrimenkul için sermaye yaratılması, bu sermayenin artırılması ve dağıtılmasına kadar pek çok fonksiyonu yerine getirmektedir. İpotek piyasaları bu fonksiyonlarını teminat olarak gayrimenkule dayalı borçlanma araçları vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.<sup>3</sup>

Konut sorununun kurumsal çözümünde ipotek kredilerinin önemi büyüktür. ABD ve gelişmiş ülkelerde sıkça kullanılan ipotekli konut finansman sistemi temelde şöyle işler. İpotekli konut finansman kurumları genellikle düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini ikinci el piyasada satarak veya bu ipotek kredilerine dayalı olarak menkul kıymet ihraç ederek fon sağlamaktadırlar<sup>4</sup>. Bu yöntem sayesinde ipotek kredilerine likidite yaratılarak ipotek ve sermaye piyasalarının entegrasyonu ve derinleşmesi sağlanır.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Menkulleştirme ve menkul kıymetleştirme, ‘securitisation’ teriminin karşılığı olarak aynı anlamda yazıda kullanılmaktadır.

<sup>2</sup> RENAUD, B., ‘‘Housing Finance in Emerging Finance: An Overview of Current Issues’’, in Housing Finance in Emerging Markets, , London, UK, March 2003, s.14

<sup>3</sup> WANG, S., ve diğerleri, ‘‘Market Structure and Real Estate Return’’, Real Estate Economics, Vol.23, s.85-93

<sup>4</sup> PRYKE, M., ve WHITEHEAD, M., ‘‘An Overview of Mortgage-Backed Securitisation in the U.K.’’ Housing Studies, January 1994, s.83

<sup>5</sup> FABOZZI, F.J., ve MODIGLIANI, F., The Handbook of Mortgage-Backed Securities, 3rd Edition, Probus Publishing Company, Chigago, 1992, s.28

AB ipotek piyasaları, yapısal olarak birbirinden farklıdır. Bu piyasalardaki değişim ve gelişim üzerinde etki yaratan çeşitli faktörler ve dinamikler sözkonusudur. Yazımızda, piyasaların işleyiş, değişim ve gelişiminde etkili olan unsurlar ışığında AB ipotek piyasalarındaki son gelişmeler alt başlıklar halinde analiz edilmeye çalışılmaktadır. Çalışma sonuç ve kaynakça ile sona ermektedir.

## **1.AB İpotekli Piyasalarında Değişim ve Gelişme Yaratan Çeşitli Faktörler ve Dinamikler**

### **1.1.AB İpotek Piyasalarındaki Kurumsal Farklılıklar**

AB ipotek piyasaları yapısal olarak birbirinden oldukça farklılık arz etmektedir. AB ipotekli piyasalarında faaliyet gösteren kurumlar kabaca, ticari bankalar, evrensel faaliyet gösteren ticaret bankaları, tasarruf bankaları, kooperatif ve yardım bankaları, ipotek bankaları, uzmanlaşmış kredi kuruluşları (yapı toplulukları, Bausparkassen), sigorta şirketleri ve emeklilik fonları (pension funds) şeklinde sınıflandırılabilir. Tablo 1'e bakıldığında, ipotekli kredilerin son derece farklı tiplerdeki ipotekli kredi kuruluşları tarafından verildiği görülmektedir. İpotek piyasalarında ticari, ipotek ve tasarruf bankaları ile kooperatif ve yardım sandıkları, en fazla öneme sahip kurumlar olup, piyasanın % 80'ini oluşturmaktadır.

AB ipotek kurumları, ABD'deki kurumlardan farklı olup, Parasal Finans Kurumları (MFIs) vazifesini görürler ve AB'deki ipotekli kredilerin çok büyük kısmını sağlarlar. Geriye kalan diğer ipotek kredileri ise diğer finansal aracı kurumlar (sigorta şirketleri ve diğer sektörlerin yer aldığı MFI harici kuruluşlar) tarafından sağlanır.

**Tablo:1- AB İpotekli Piyasasında Faaliyet Gösteren Kurumların Payı (%) –2001**

Ticari bankalar	39	Sigorta şirketleri ve emekli sandıkları	6
İpotek bankaları	20	Bausparkassen	5
Tasarruf bankaları	12	Yapı toplulukları	5
Kooperatif ve yardım bankaları	9	Diğer sektörler	4

**Kaynak:** MANNING, David, "Mortgage Lending in the European Union", Presented in **EMF-European Mortgage Federation FHB 5th Anniversary Conference**, Budapest, 25 Oct 2002, s.2

### **1.2. AB İpotek Piyasalarındaki Hızlı Gelişim Trendi**

AB bünyesinde ipotek teminatl kredilerin hacmi, on yıl boyunca, mali piyasalarda yapılan serbestleştirme (deregülasyon) çabaları ve düşen faiz oranları nede-

niyle sürekli olarak artmıştır<sup>6</sup> Bu eğilim tüm üye ülke ipotek piyasalarında yansımaktadır. Örneğin: 1988-1999 yılları arası 10 yıllık dönemde iki yıla ilişkin açılan konut kredilerinin GSYİH içindeki payı büyük artış göstermiştir. Almanya %44-53, Hollanda %39-66, İspanya %11-24,Portekiz %12-33, İtalya % 4-7 gibi) Aynı dönemde İpotek piyasalarının dinamik büyümesi GSYH'nin büyümesini de geçmiş ve ulusal ekonomilerdeki ağırlığını arttırmıştır. 2001 yılı sonu itibarıyla ipotekli kredilerin toplam hacmi 3.9 trilyon Euroyu, 2003 yılında ise 4.2. trilyon Euroyu aşmıştır. İpotekli kredi tutarının 10 yıl öncesindeki ipotekli kredi miktarını ikiye katladığı görülmektedir. AB bünyesinde ipotekli kredi hacminin son on yıldan buyana yılda yaklaşık ortalama % 8 oranında büyüdüğü gözlenmektedir. 1998 yılında konut kredilerinin GSYİH içindeki payı % 33 iken, 2001 yılı sonunda bu oran % 40'a ulaşmıştır.<sup>7</sup>

**Tablo :2- AB İpotekli Piyasalarına İlişkin bazı Veriler**

Bakiye konut kredisi stoku (milyar ABD\$)	3 900	Konut mülkiyet düzeyi	% 64
Konut kredisi stoğu/GSYİH	% 40	Nüfus	375 milyon
Bakiye İDMK stoğu (milyar ABD\$)	500	GSYİH	7 570
Menkul kıymet stoğu/GSYİH	%7		

**Kaynak:** COLES, A., Why US and EU Markets are so different”, **EMS-European Mortgage Federation<sup>8</sup> 2001,,s.11-25, EARLEY, Fionnuala, What Explain The Differences in Home Ownership Rates in Europe? Housing Finance International, September 2004, s.25-30**

AB ipotek piyasaları güçlü ulusal karakteristiklerini korumakta olup, bunların ekonomik açıdan önemi ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Hacimleri açısından bakıldığında, en büyük piyasaların Almanya, İngiltere, Fransa ve Hollanda piyasaları olduğu görülmektedir. Hollanda, Danimarka, İngiltere, Almanya ve Norveç ipotekli piyasalarında, ipotekli kredilerin hacmi GSYH'nin %50'sine eşit veya üzerinde bir görünüm vermektedir.Geçtiğimiz son 15 yıl için-

<sup>6</sup> EMF, Hypostat: Mortgage and Property Markets in the European Union and Norway, Brussels, 2001, s.10

<sup>7</sup> MANNING, a.g.k.s.2

<sup>8</sup> EMF (European Mortgage Federation), Avrupa İpotek Federasyonu'nun kısaltılmışıdır. Bu federasyona, ipotekli konut piyasasına haiz tüm Avrupa ülkeleri üyedir. Bu lider kuruluş, AB ipotekli konut kredisi piyasasının %80'inden fazlasını temsil eder. EMF'nin üyeleri ise, ipotek bankaları, evrensel/ticari bankalar, tasarruf bankaları, yatırım ve kooperatif bankaları, yapı kooperatifleri (building societies), şemsiye şirketler (ipoteğe dayalı menkul kıymetler aracılığıyla menkulleştirilmiş ipotekli varlıkları tutmak üzere kurulan şirketler) ve sigorta şirketleridir.

de belirgin büyüme artışı gösteren piyasalar ise Portekiz, Hollanda, İspanya, İrlanda, Yunanistan ve İtalya piyasalarıdır.

**Tablo:3- AB İpotekli Konut Kredilerinin GSMH İçindeki Payı (%) ve Ortalama Büyüme Hızı (%) (sırasıyla)**

Hollanda	85	11.4	İrlanda	37	15.5
Danimarka	81	7.0	İsviçre	35	
İngiltere	62	5.7	Belçika	33	6.9
Almanya	50	8.6	Avusturya	29	5.8
Norveç	49		Fransa	20	1.3
Portekiz	50	24.6	Lüksemburg	16	7.1
İsveç	48	4.7	Yunanistan	16	16.3
İspanya	38	13.8	İtalya	10	11.7

**Kaynak:** MANNING, a.g.k., s.1-9, Eurostat (GSYİH rakamları), EARLEY, a.g.m.s.26

1980'lerin sonundan itibaren AB ipotek piyasasında ortaya çıkan büyük gelişim çok sayıdaki etkenin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bunlar arasında mali sektördeki deregülasyon,, tek para biriminin yürürlüğe girmesi ve düşük faiz oranları başta sayılabilir. Bu uygun ortam, AB ipotek piyasalarında yoğun bir rekabete ve artan konut satınalma gücüne yol açtı. Böylece ipotekli konut kredileri için gerekli olan yoğun talep için de uygun koşullar oluşturulmuş oldu.

### **1.3. AB İpotek Piyasalarında Konut Sahiplik Oranındaki Değişme**

AB ülkelerinde ortalama konut sahipliği oranı % 64'tır. Ancak, konut sahipliği oranı ile ipotek kredilerinin GSMH'ya oranı arasında ters yönlü bir korelasyon gözlenmektedir. Yani, GSMH içinde ipotek kredilerinin oranı diğer ülkelere göre nisbeten yüksek olan ülkelerde, konut sahiplik oranının daha düşük olduğu görülmektedir. Bu eğilim 2001 itibarıyla daha belirginlik arzemesine karşın yeni verilerde aynı eğilimi teyit etmektedir. Örneğin, 2001 itibarıyla baktığımızda, Fransa, Belçika, Avusturya ve Lüksemburg'da konut sahiplik oranı % 20-30 arasında değişmekte, Almanya'da ise % 40 seviyesinde kalmaktadır. 2004 itibarıyla baktığımızda da konut sahip oranlarının belli oranda arttığı ancak bahse konu eğilimin büyük ölçüde devam ettiği gözlenmektedir. Konut sahiplik oranının ipotek kredileri yüksek olan ülkelere düşük kalması, geçmişteki kamu politikaları, sosyal güvenlik politikası ve rejimi gibi o ülkeye has sebeplerle açıklanabilecektir.

**Tablo:4- AB Ülkelerinde Konut Sahipliği Oranı (%)**

Macaristan	90	İsveç	59
Yunanistan	81	Finland	57
İspanya	80	Avusturya	55
İtalya	78	Fransa	54
İrlanda	73	Polonya	53
Portekiz	71	Hollanda	51
İngiltere	68	Danimarka	49
Belçika	67	Çek Cumhuriyeti	48
Luxemburg	65	Almanya	43

**Kaynak:** EMF, **3rd Workshop on Housing Finance in Transitional Economies**, December 2002, EARLEY (2004)a.g.m.s.25-30

**1.4. Rekabet ve teknolojik gelişmelerin bilgi ve farkındalık seviyesini artırarak Yenilik (innovation), ürün ve modern dağıtım kanalları konusunda itici güç oluşturması**

Rekabet ve teknolojik gelişmelerdeki hızlı artış, ipotekli kredi kuruluşlarını yeni finansal ürünler ve yenilikler (innovation) geliştirmeye itmiştir. Buna ilaveten, müşterilerin finansal ve piyasalara yönelik bilgi ve farkındalık (awareness) düzeyinin artması sonucu, bu ürünlerin pazarlanmasına yönelik yeni yöntemlerin aranması ve geliştirilmesi ve müşterilerin ihtiyaçlarına yönelik yeniliklerin sürdürülmesi bir zorunluluk haline gelmiştir.<sup>9</sup> Ayrıca, ipotek piyasalarına ilişkin diğer bir yenilik de, Tek Para birimi yaklaşımlarının tamamlanmasıyla birlikte, sınır ötesinde de satılabilen Euro-birimli ipotekli ürünler ortaya çıkmasıdır. Özellikle İnternet, bu ipotekli ürünlerin pazarlanmasında çok önemli bir alternatif dağıtım kanalı olarak kabul edilmektedir. Müşterilerin internete erişim seviyesi ve kullanım kolaylığı arttıkça, ipotekli ürünlere yönelik internet kullanımında buna paralel şekilde hızlı bir artış göstermiştir. İpotekli kredilere ilişkin veriler, önemli bir finansal taahhüt içermeleri nedeniyle, ipotekli kredilerin İnternet üzerindeki popülaritesi en yüksek hususlardan biri olduğunu ortaya koymaktadır.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> HARDT, J. "Regional Roles in Market Development and Standardization", Presented in Developing Secondary Mortgage Markets in Southeast Europe Conference, Bulgaria, 4-5 Feb. 2003, s.7-18

<sup>10</sup> HARDT, J. "Recent Developments in European Mortgage Markets", Housing Finance International, Dec.2000,15(2),s.16

### 1.5. AB İpotek Piyasalarında İpotekli kredilerin türü, süresi, faiz oranı ve kredi değerindeki farklılıklar

AB ulusal ekonomilerindeki ipotek piyasalarının büyüklüğünde önemli farklılıkların gözlenmesi, ipotek piyasalarının güçlü ulusal karakteristiklerini sürdürdüğü gerçeğini yansıtmaktadır. AB’de ipotekli kredi verenlerin türüne ve sonucuna bağlı olarak, ipotekli kredinin süresi, ipotekli faiz oranının tipi ve “Kredi Değeri (LTV- Loan-To Value)”<sup>11</sup> oranları gibi verilen ürünlerden de kaynaklanan ülkelerarası önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklardan bazılarını tablo 5’de yer verilmektedir. Bunlar, politik ve tarihsel ortamla beraber çoğunlukla ipotekli kredi verenlerin faaliyet ortamındaki yasal ve düzenleyici çerçeve farklılıklarından da kaynaklanmaktadır.

**Tablo:5- AB Ülkelerindeki Kredi Hacmi, Vade ve Kredi Değeri (LTV) Oranları-2001**

Ülke	İpotekli kredi (EUR)	Orijinal vadesi (yıl)	Kredi Değeri (LTV) Ortalama (%)	Mutlak maksimum (%)
Danimarka	107, 000	25-30	80	80
Almanya	174, 000	25-30	67	100
İspanya	67,500	10-15	75	80
Fransa	80,000	15	67	
İtalya	62,000	10	50	80
Hollanda	122,000	30	72	125
Avusturya	105,000	25-30	54	100
İsveç	136,000	30 yıla kadar	80	100
İngiltere	105,000	25	70	100

Kaynak: HARDT, a.g.m.(2003), s.18

Bir ipotekli konut kredisinin ortalama vadesi ülkeler arasında değişiklik arz etmektedir. İtalya gibi bazı AB ülkelerinde 10 yıl iken, bazılarında ise (Danimarka, Almanya,Hollanda, Avusturya ve İsveç gibi) 30 yıla kadar uzanabilmektedir.İpotek müşterisine yönelik farklı yaklaşımlar, halihazırda İngiltere gibi 4000 ürünün sunulduğu İngiltere veya az sayıda enstrümanın sunulduğu ülke sonucunu doğurabilmektedir.

<sup>11</sup> Konut finansman sistemleri gelişmiş ileri ülkelerde, kredinin konutun değerine olan oranı (Loan-To Value) genelde % 80 civarındadır. Konut değerinin tamamı kadar kredi açılmamakta, başta iflas riski olmak üzere çeşitli risklere karşı bir miktar emniyet payı bırakılmaktadır.

### **1.6. İpotekli Kredi Ürünlerinde ve Ağırlıklarındaki Farklılıklar, İpotek Piyasasının Parçalı (fragmented) Yapıda Olması**

Bazı ülkelerde sabit oranlı ipotekli ürünler ağır basmakta iken bazılarında ise farklı oranlar yaygınlık arz etmektedir. Bazı ülkelerde, tüketicinin korunmasına yönelik sıkı kuralların getirilmesi yönündeki gelişme, ipotekli konut kredilerine ayrılan fon kaynakları üzerinde caydırıcı etki yaratmıştır.

**Tablo :6-AB İpotek Piyasalarında Tipik İpotekli Kredi Ürünleri**

	<i>İngiltere</i>	<i>Danimarka</i>	<i>İspanya</i>	<i>Fransa</i>
Kredi vadesi	25 yıl	25-30 yıl	10-15 yıl	15 yıl
Faiz oranı türü	Gözden geçirilebilir	Yeniden tartışılabilir Gözden geçirilebilir	+/- %90 Referans	%50 referans %50 sabit

Örneğin, Belçika’da ipotekli konut kredilerine yönelik karmaşık kurallar getirilmiştir. İpotekli kredi alımının faiz oranı riski doğurması nedeniyle bu durum, faiz oranlarındaki değişikliklerin fonların gerçek maliyeti yerine devlet tahvili indekslerine bağlanmasını gerekli kılmıştır. İpotekli krediler ve bunların fon kaynakları üzerindeki faiz oranlarının birbirinden ayrılması durumunda, ipotekli konut finansman işinin ekonomikliği azalabilmektedir. İpotek müşterilerinin ödediği peşinat ve ipotek cezalarını sınırlandıran kurallar, aynı zamanda fon sağlama sürecini karmaşıklaştırma ve uyumsuzlukla sonuçlanan tehlikeli durumlara yol açabilirler. AB ipotek piyasalarındaki farklılıklar, gayrimenkul piyasasındaki (konut piyasası, konut edinme yapısı, konutun sahibince kullanılması, özel veya sosyal amaçlı kiralama, konut sektörünün finansmanını sağlamada kullanılan finansal araçlar, vb.) ve inşaat sanayindeki (verilen bina izni sayısı, konut bitirme sayısı, muamele sayısı, vb.) farklılıkların bir sonucudur.

Ayrıca, genel ekonomik durumun ipotek piyasasına doğrudan bir etkisi bulunmaktadır. Ekonomi büyürken ve istihdam artarken ev halkının konut ve konut finansmanına yönelik talebi de artacaktır. AB’deki ekonomik yakınlaşmaya ve bütünleşmeye rağmen, ipotek piyasalarının gelişimini şekillendiren temel makroekonomik değişkenlerdeki (GSYH, işsizlik, enflasyon, vb.) önemli farklılıklar mevcudiyetini sürdürmektedir. Bu durum da ulusal ipotek piyasalarındaki karakteristiklerin aynen devam etmesine yol açmaktadır.

AB İpotek piyasası parçalı yapısını, mevcut ipotekli ürün ve ipotek fonlama enstrümanları anlamında hala yüksek oranda devam ettirmektedir. Konut hala en önemli varlık kalemini oluşturmaktadır. Son beş yıl içinde konut kredileri % 7-

10 arasında bir artış göstermiştir. Hiçbir ulusal piyasada ipotekli ürünlerin tamamı sunulmamaktadır. Sadece birkaç banka birden fazla ülkede ipotek kredisini çıkarmakta ve sunmaktadır. Sunuş koşulları ülkeden ülkeye değişebilmektedir. İpoteklerin % 40'ından daha azı sermaye piyasaları yoluyla finanse edilmektedir. Kalanı mevduatlarla finanse edilmektedir. İpotekleri fonlayacak iki sermaye piyasası enstrümanı ipotekli tahviller ve konut ipoteğine dayalı menkul kıymetler yasalar, vergi ve düzenleyici kurallar nedeniyle homojen bir yapı arzmemektedir.

AB İpotek piyasaları arasında entegrasyon eksikliği vardır. Bu eksiklik hem yatırımcı hem de kullanıcılar açısından maliyet artışı getirmektedir. Standardizasyon eksikliği ölçek ekonomilerinin gerçekleşmesini engellemektedir.<sup>12</sup>

### **1.7. İpotekli Kredi Fonlama Enstrümanları ve Yöntemlerindeki (Bilanço-İç/Dışı)Farklılıklar**

AB ülkelerinde ipotekli kredilerin fonlama yöntemlerine bakıldığında, AB'daki ipotekli kredi kuruluşlarının, ipotekli kredilerin finansmanında farklı yöntemler kullandıkları görülmektedir. İpotekli fonlama enstrümanları genel olarak, perakende mevduat (retail deposits), Almanya ve Avusturya'da Bausparkassen Sistemi ile toplanan yapı ve tasarruf hesaplarındaki mevduatlar (dedicated savings), ipotekli tahviller (mortgage bonds), ipoteğe dayalı menkul kıymetler (MBS) ve diğer alt başlıklarından oluşmaktadır.

**Tablo:7- AB İpotek Piyasalarında Fonlama Enstrümanları ve (%) Payları**

Perakende Mevduat	62	İDMK	1
İpotekli tahviller	19	Diğer	13
Yapı tasarruf hesapları	5		
Bausparkassen Sistemi <sup>13</sup>			

Kaynak: OECD, **European Mortgage Markets: Structure, Funding and Future Development**, June 2000, s.27

<sup>12</sup> GUGERELL-TUMPEL,G.“Capital Market and Financial Integration in Europe”, EMF Conference 2004,7.12.2004, s.1-4

<sup>13</sup> Almanya'da sözleşmeli sistemi yürüten Bausparkassen, ipotek bankalarına göre 7-16 yıl gibi daha kısa vadeli kredi açan özelleştirilmiş tasarruf ve kredi kuruluşlarıdır. Bu sistemde, kişilere konut kredisi veri lebilmesi, tasarruf sözleşmesinin tamamlanmasının ardından konut almak isteyen kişinin birikimini orta lama 6-7 yıl gibi önceden belirlenmiş bir süre içerisinde açtığı tasarruf hesabında biriktirmesi/bekletmesi halinde mümkün olabilmektedir. Katılımcılar, devletin sübvansiyon ve/veya vergi muafiyetinden yararlanabilmektedirler.Bu sistemde açılan kredi ve yapılan tasarrufa uygulanan faiz oranları piyasa koşullarına göre belirlenmektedir.



İpotekli tahvil ihracı toplam mevduat-  
tan sonra en önemli ikinci fon yöntemi-  
ni teşkil etmektedir. AB içerisinde  
mevcut ipotekli tahvil hacmi (2001  
sonu itibariyle) 530 EUR milyar olarak  
hesaplanmıştır. İpotekli tahvillerin  
hacmi (2001 sonu itibariyle) mevcut  
mesken ipotekli tahvil hacminin  
%19'unu teşkil etmektedir. Mevcut  
durumda, ipotekli tahvil piyasasının %  
88'ini üç ülke paylaşıyor konumdadır.  
Almanya'nın "Hypotheken Pfandbri-  
ef" % 44'lük oranla birinci sırada yer  
alırken, Danimarka (%29) ikinci sırayı  
İsveç de (%15) üçüncü sırayı takip  
etmektedir. 236 milyar EUR'luk bir  
hacimle Alman "Hypotheken Pfand-  
brief" piyasası (2001 yılı sonu itibariy-  
le mevcut hacim) AB sabit gelirli ser-  
maye piyasasına hakim olan bileşen-  
lerden biridir.

Danimarka'da ipotek bankaları tarafın-  
dan verilen ipotekler ipotekli tahville-  
rin ihracı ile finanse edilmektedir.  
İsveç'te ise toplam fonun % 70'ini  
temsil eden ipotekli tahviller en önem-  
li finans kaynağını teşkil etmektedir.  
AB ipotek sağlayıcıları ve sermaye  
piyasalarında fon mekanizması olarak  
ipotekli tahviller önemlidir.

AB'da ipotekli tahvil piyasasının geri-  
ye kalan %12'si sekiz ülke arasında  
paylaşılmaktadır. İpotekli tahviller  
aktif olarak Avusturya'da kullanılmak-

ta ve Fransa ve İspanya'da (Mevduat-  
ların ardından toplam ipotekli fonla-  
manın sırasıyla sadece % 21 ve %  
6'sını teşkil ediyor olmasına rağmen)  
finans kaynağı olarak ikinci sırada yer  
almaktadır. Hollanda ve Norveç'te  
ipotekli tahviller çıkarılmaktadır ancak  
kredi verme işleminin sadece küçük bir  
kısmını finanse etmektedir (Hollanda'da  
% 7 ve Norveç'te %1).

Almanya'da uygulanan Pfandbrief  
fonksiyonunun başarıyla sonuçlan-  
masının ardından bazı ülkelerin bu  
finans aracını desteklemek için giri-  
şimlerde bulunmaları nedeniyle AB'da  
ipotekli tahvil piyasalarının mev-  
cut kapasitelerinin ilerleyen yıllarda  
değişmesi muhtemeldir. Bu değişimin  
en belirgin yaşanacağı yer Fransa,  
Lüksembourg ve Finlandiya'dadır.  
İspanyolca " Cedula Hipotecaria" ipo-  
tek piyasası yasaasının çıkarılmasıyla  
birlikte geliştirilmiş bir fonksiyon olup  
kullanımına son zamanlarda başlan-  
abilmiştir. Belçika ve İrlanda'da benze-  
ri gelişmeler belli oranda hayata geçi-  
rilmiştir.

AB bünyesinde ipotekli piyasaların  
fonlamasında ağırlığın mevduatlar ile  
ipotekli tahvillerde olduğu, ipoteye  
dayalı menkul kıymet (İDMK)<sup>14</sup>  
oranının çok cüz'î kaldığı görülmekte-  
dir. Bu gelişime yolaçan farklı neden-  
ler ve farklı dinamikler sözkonusudur.

<sup>14</sup> İDMK (ipoteye dayalı menkul kıymetler), (GNMA veya "Ginnie Mae"), (FHLMC veya Freddie Mac),  
(FNMA veya Fannie Mae) ve özel kuruluşlar tarafından ihraç edilen ve ABD de yaygın olan iblanço-dışı  
menkulleştirilmenin en önemli enstrümanı durumundaki ipotekli borç senetlerini ifade etmektedir.

Bu nedenler ve dinamikler, Kıta ABD'sinde, ABD ve Kanada gibi Anglo-Sakson dünyaya göre çeşitli açılardan farklılık arz etmektedir.

ABD ve Kanada gibi Anglo-Sakson konut finansman tarzının hakim olduğu ülkelerde ödemeleri ipotek kredisi havuzlarının faiz ve anapara getirilerine dayalı **bilanço-dışı menkul kıymetleştirme** (off-balance-sheet securitisation) yaygındır.

Buna karşın, tarihsel gelişim çizgisine bakıldığında kıta ABD'sinde ise ipotekli tahvil ihracına dayalı **bilanço-İçi menkul kıymetleştirme** (on-balance-sheet securitisation) yaygındır.

**İngiltere:** AB'nın en büyük dünyanın ikinci en büyük ipoteye dayalı menkul kıymet piyasası İngiltere'de bulunmaktadır. 2001 yılı itibariyle piyasadaki toplam ipoteye dayalı menkul kıymet hacmi 32 milyar dolar civarındadır. Aynı dönem itibariyle ABD'ndeki özel sektör kuruluşlarının ihraç ettiği ipoteye dayalı menkul kıymet miktarı ise 130 milyar dolar civarındadır. İngiltere'de ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin büyük bir kısmı değişken oranlı olup, toplam konut kredilerinin ise % 3'lük bir kısmı menkul kıymetleştirilmiştir. Buna mukabil ABD'nde bu oran % 50-60 civarındadır. Konut finansmanı temelde Yapı Birlikleri (Building Societies) ve bankalar aracılığı ile sağlanmaktadır. Ancak bu kuruluşlar ipotek kredilerini, menkul kıymetleştirmekten çok bilançolarında tutmaktadır. Öte yandan 1990'li yıllarda, kaynakların

bilanço-dışı menkul kıymetleştirme ile sağlayan uzman konut finansman kuruluşları (Specialist Mortgage Lenders-SMLs) faaliyete geçmiştir.

1990'lardan sonra hareketlenen piyasa, ihracat hacmini önemli oranda artırmıştır. İhraçların büyük bir kısm SMLs tarafından gerçekleştirilmekle beraber, bazı ticari bankalar da ihraçlara başlamıştır. Ancak, 1990'li yıllarla beraber konut fiyatlarındaki ani düşüşler ve ipoteye dayalı menkul kıymet ihraçlarına garanti veren kurumların derecelendirme notlarının düşmesi piyasayı olumsuz etkilemiştir.

Bilanço-dışı İDMK piyasasının yavaş büyütmesinin en önemli sebebi, piyasa katılımcılarından yeterli talep gelmemesidir. Ayrıca konut piyasasının 1980'li yılların sonundan itibaren duraklamaya girmesi de başka bir önemli etkidir. İngiltere'de verilen ipotek kredilerinin değişken oranlı olması, Yapı Birlikleri ile bankaların uzun vadeli mevduat toplayabilmeleri, bu kurumların menkul kıymetleştirmeye çok fazla ihtiyaç duymamalarına sebep olmaktadır. Nitekim her iki grupta da önemli mali bünye problemleri görülmemektedir. Öte yandan menkul kıymetlerin değişken vadeli olması özel emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi sabit faizli araçlara yatırım yapmak isteyen kurumsal yatırımcıların tercihlerine uymamaktadır. 2008 sonuna kadar % 62.2 oranında büyüyerek ipotek piyasasının 442.5 milyar Sterling'e (796 milyar ABD\$) ulaşması tahmin edilmektedir.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> EUROMONITOR, "Mortgage Finance in UK", [http://www.euromonitor.com/Mortgage\\_finance\\_in\\_UK\\_\(mmp\)](http://www.euromonitor.com/Mortgage_finance_in_UK_(mmp))

**Fransa:** Fransa'da 1990'lı yılların sonlarına doğru piyasa katılımcıları ve düzenleyici otoriteler, menkul kıymetleştirme uygulamalarına ilgi duymaya başlamışlardır. Bu noktada, Fransız hukuk sisteminin Anglo-Sakson tarzı bir finansman şekli olan menkul kıymetleştirme kavramına uyumlu olmaması nedeniyle, düzenleyici otoriteler sınır-ötesi ihraçlar ile hukuki altyapının bu tarz bir finansmana uyumlu hale getirecek yasal değişikliklerin yapılması arasında bir tercihte bulunmak zorunda kalmışlardır. Fransa'da sınır-ötesi ihraçlardansa, köklü yasal düzenlemelerin yapılması tercih edilmiştir.

1998 yılında, alacakların özel amaçlı kuruma (Fonds Commun de Creances FCC) devrini mümkün kılan bir yasal düzenleme yapılmıştır. FCC'ler, pek çok yönü ile Anglo-Sakson tarzı özel amaçlı kurumlara (Special Purpose Vehicle) benzerken, bazı özellikleri ile de bir kolektif yatırım aracıdır. Ancak, Yasa'da yeralan bazı kısıtlamalar (alacakların vadelerinin minimum iki yıl olması alacakların aynı özellikler taşıması gibi) menkul kıymetleştirme uygulamalarının fazla gelişmemesine sebebiyet vermiştir.

1992-1993 yıllarında yasalarda yapılan bazı değişiklikler (vade kısıtının kaldırılması kaynak firma değişikliğinde yaşanan bürokratik prosedürlerin

azaltılması gibi), menkul kıymetleştirmenin önünü açmıştır. Nitekim 1993 yılı ile beraber ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçları da başlamıştır. Ancak, yasal düzenlemelerin yeterli bir hale gelmesine rağmen ihraç hacimleri çok yüksek boyutlara ulaşmamıştır. Bunun en önemli sebebi ise konut kredilerinin faiz oranlarının devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarından dahi düşük olması ve ipotek kredilerinin standart dökümantasyon özellikleri taşınamamasıdır. 2008 sonuna kadar % 28 oranında büyüyen ipotek piyasasının 12.6 milyar Euro'ya (15.1 milyar ABD\$) ulaşması tahmin edilmektedir.<sup>16</sup>

**İspanya:** 1991 yılında ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracına olanak tanıyan bir yasa kabul edilmiştir. Ancak, özel amaçlı kurumun statüsüne ilişkin belirsizlikler ve yasanın yakın zamanda değiştirileceğine ilişkin düşünceler, piyasanın gelişmesine mani olmuştur. Nitekim 1992 yılında, özel amaçlı kurumları (fondos de titulizacion), İspanyol Yasaları ve yönetim şirketleri (gestoras) ile uyumlu hale getirecek yasal düzenlemeler yapılmıştır. 1993 yılının ikinci yarısında ise ilk ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiş, olup, bugüne kadar artış yönünde önemli bir trend gözlenmektedir.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> EUROMONITOR, "Mortgage Finance in France, [http://www.euromonitor.com/Mortgage\\_finance\\_in\\_France\\_\(mmp\)](http://www.euromonitor.com/Mortgage_finance_in_France_(mmp))

<sup>17</sup> HAN, Jun, "To Securitize or Not to Securitize? The Future of Commercial Real Estate Fundamentals, Real Estate Finance, Summer 1997, s.79-87

**Almanya:** Almanya’da evrensel bankacılık kurallarının hakim olması ve iyi işleyen bir konut finansman sisteminin bulunması bilanço-dışı menkul kıymetleştirmeye (İDMK) olan ilgiyi azaltmaktadır. Ayrıca, Alman bankacılık otoriteleri, alacakların özel amaçlı bir kuruma devrinde, söz konusu alacakların ödenmemesi durumunda, bankaların hukuki olmasa da ahlaki yükümlülüklerinin doğacağını, bu durumun ise bankalar açısından ciddi sıkıntılara yol açabileceğini belirtmektedirler. Bununla beraber az miktarda Anglo-Sakson tarzı menkul kıymetleştirme uygulaması görülmektedir. 2008 sonuna kadar % 13 oranında bir artışla ipotek piyasasının 39 milyar euroya (44 milyar ABD\$) ulaşması tahmin edilmektedir.<sup>18</sup>

**Kuzey AB Ülkeleri:** İsveç ve Finlandiya başta olmak üzere bazı Kuzey AB ülkeleri, finansal sistemlerinde yaşanan sorunları çözüme kavuşturma amacıyla menkul kıymetleştirme ile ilgilenmektedirler. İsveç’te düzenleyici otoriteler yasal altyapının oluşturulmasına ilişkin çalışmaları sürdürmektedirler. Yasal altyapının henüz hazır olmaması nedeniyle bazı İsveç banka-

ları sınır-ötesi ihraçlara başlamışlardır. Benzer şekilde Finlandiya’da da yasal altyapının hazırlanmasının yönelik çalışmalar sürmektedir. 1993 yılında bu konuda hazırlanan bir raporda menkul kıymetleştirmenin önünde önemli yasal kısıtlamaların bulunmadığı bazı küçük engellerin de kaldırılması hüküm altına alınmıştır. Öte yandan Norveç finansal sistemi ciddi sıkıntılar yaşamakla beraber, menkul kıymetleştirmeye yönelmiyeceğini açıklamıştır. AB’de İDMK ihracı ABD’de olduğu gibi fazla gelişmemiş ve bilanço-içi menkul kıymetleştirme önem kazanmıştır. Bir ülkede İDMK ihracının başarılı realizasyonu için iki koşul gereklidir. Birincisi, piyasa katılımcılarının bu menkul kıymetlere olan talepleri, ikincisi ise mevcut finansal, teknik ve hukuki altyapının (financial infrastructure) buna uygun olmasıdır.<sup>19</sup> Piyasa katılımcılarının talepleri ile teknik ve yasal altyapının uygunluğu açısından AB ve AB dışı ülkelere ilişkin farklı nedenler ve dinamikler, AB’yi bilanço dışı menkul kıymetleştirmeden (İDMK) uzaklaştırıcı ve/veya bilanço içi menkul kıymetleştirmeye yönelişi artırıcı etkide bulunmuştur.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> EUROMONITOR, “Mortgage Finance in

Germany”,[http://www.euromonitor.com/Mortgage\\_finance\\_in\\_Germany\\_\(mmp\)](http://www.euromonitor.com/Mortgage_finance_in_Germany_(mmp))

<sup>19</sup> Piyasa katılımcılarının talebi, özellikle ihracatçıların buna ihtiyaç duyması halinde ortaya çıkmaktadır. Değişken oranlı konut kredisine izin veren, ipotek kredisi açan kuruluşların uzun vadeli fon toplayabildikleri, sermaye yapılarının güçlü olduğu ülkeler ile evrensel bankacılığın hakim olduğu ve ipotekli tahvillerin geniş bir şekilde kabul gördüğü ülkelerde, potansiyel ihracatçılardan yeterli talep gelmemektedir. Teknik ve hukuki, mali yapıdan kastedilen ise, yasal düzenlemeler, muhasebe kuralları, mali ve vergisel düzenlemelerdir. Örneğin, yasaların alacakların bilanço dışına çıkarılmasına izin vermesi, vergi kanunlarının ise İDMK’ler için dezavantajlı hükümler taşımaması gereklidir.

<sup>20</sup> OECD, Securitisation: An International Perspective, Paris, 1995, s.11

Sermaye piyasasına ipotekli tahvillerin ihraç edilmesi, ipotekli kredilere fon oluşturmada kullanılan en uzmanlaşmış yöntemdir. İsveç'te ise konut kredi kuruluşlarının toplam fonlarının yaklaşık %70'ini teşkil eden ipotekli tahviller en önde gelen finans kaynağını oluşturmaktadır. Bu sistem Almanya ve Avusturya'da daha da güçlü bir yapıya kavuşturulmuştur. Yaklaşık 232 (Eur) milyarlık (2001) Alman "Hypotheken-Pfandbrief" piyasası AB'daki en geniş sabit gelir piyasalarından biridir.<sup>21</sup> İpotekli tahviller aktif olarak Avusturya'da da kullanılmakta ve Fransa ve İspanya'da (Mevduatların ardından toplam ipotekli fon oluşturma sırasıyla sadece % 17 ve % 6'sını teşkil ediyor olmasına rağmen) finans kaynağı olarak ikinci sırada yer almaktadır. İspanya'da ise ipotekli tahviller ticari bankalar, tasarruf bankaları, kredi kooperatifleri ve (kredi kuruluşu statüsündeki) uzman finans kuruluşları tarafından ihraç edilebilmektedir; ancak, bunlar şu ana kadar olan ihraç faaliyetlerini yürüten ikili tipte olan ilk kuruluşlardır.

İpotekli tahviller ipotek bankaları için en önemli finans kaynağını teşkil etmektedirler. Söz konusu uzman kredi kuruluşları tarafından kullanılan tamamlayıcı mahiyetteki fon yöntemleri banka tahvilleri, diğer MFI'lardan alınan krediler ve mevduatları da içeri-

sine almaktadır. İsveç'te, ipotekli tahviller konut kredi kurumları tarafından ihraç edilmektedir. Avusturya ve Portekiz'de ipotekli tahviller ticari/evrensel bankalar ve tasarruf bankaları tarafından ihraç edilmektedir. AB ve Norveç'te mevcut ipotekli tahvillerin değeri 511 EUR milyar olarak hesaplanmıştır ve bu rakam da toplam mesken ipotekli kredinin % 19'unu teşkil etmektedir.

Netice itibariyle, denilebilir ki, teknik ve hukuki altyapının yeterli olmaması, bilanço dışı menkul kıymetleştirmenin ABD dışında çok fazla gelişmemesi hususunu kısmen açıklayabilmektedir. Gerçekte, mevcut düzenlemelerin bilanço dışı menkul kıymetleştirmeye (İDMK) tamamen izin verdiği ülkelerde bile piyasa katılımcılarından talep gelmemesi nedeniyle herhangi bir menkul kıymetleştirme uygulamasına rastlanılmadığı olmaktadır. Sonuç olarak, iyi işleyen bir konut finansman sisteminin ve evrensel bankacılık ilkesinin hakim olduğu AB üyesi ülkelerde, İpoteğe dayalı menkul kıymetler yoluyla bilanço dışı menkul kıymetleştirmeye olan ihtiyacın azaldığı, (son dönemde aksi yönde bir gelişim rüzgarı esmesine karşın,) ipotek tahvilleri aracılığıyla bilanço içi menkulleştirmeye yönelme eğiliminin piyasaya hakim olduğu görülmektedir.

<sup>21</sup> STONE, Charles., Asset Securitisation, Euromoney Books, London, 1991, s. 443

### **1.8. AB Sermaye Piyasası Yapılarındaki Farklılıklar**

AB ülkelerinin sermaye piyasası yapıları birbirinden farklılık arz etmektedir. Sermaye yapılarındaki farklılıklar da AB ipotekli piyasalar üzerinde önemli etkide bulunmuştur. Tablo 9'da AB ülkelerinin sermaye piyasası yapıları karşılaştırılmaktadır. Tabloda, AB toplamında ipotekli tahvil anlamında (% 18) ABD ile aynı kalındığı, ABD'den farklı olarak (% 36) AB'de kamusal ağırlığın daha yüksek (% 54) olduğu ve AB ülkelerinin sermaye yapılarının da birbirinden tablodaki kalemler bazında farklılık arz ettiği görülmektedir. Bahse konu farklılıklarda AB ipotek piyasalarında değişme ve gelişme yaratıcı etkiler doğrulmuştur.

### **1.9. Tek Pazar, Tek Para, Parasal Birlik, Sermaye Piyasaları ve Finansal Entegrasyonun AB İpotek Piyasaları Üzerindeki Etkileri**

**AB Direktif ve Düzenlemelerine Tabi Olma:** 1992 yılında tamamlanan Tek pazar programının, AB genelindeki ipotek piyasası üzerinde önemli etkileri olmuş ve olmaya devam etmektedir. Daha önce ulusal düzeyde düzenlenen piyasalar, birden AB direktiflerine tabi olmuş ve hazırlanan AB direktiflerine uygun düzenlemeler

yapmak durumunda kalmışlardır. Özellikle ödeme gücü oranı ve üye ülkelerde finans kurumlarının kendi fonlarından ipotek teminatı karşılığı ödünç verebilme limitine ilişkin yapılan düzenlemeler AB'da ipotekli kredi kurumları üzerinde önemli etkiler yaratmıştır

**Sermaye Piyasalarında Derinliğin ve Likiditenin Artması:** AB sınırları içinde mali piyasaların bütünleşmesi ve tek para birimi olan Euro'nun kullanımını ile piyasalarda beklenen etkilerden bir diğeri de, sermaye piyasaları derinliğinin ve likiditesinin artmasıdır. Tek para (single currency) uygulaması, üye ülkeler sermaye piyasalarını etkilemiş<sup>22</sup> ve bugün ulusal piyasalardan daha az oynak bir Euro tahvil piyasası tesis edilmiştir. Bu durumun, ipotekli tahviller ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi uzun vadeli finansman araçlarının, hem yatırımcılar hem de ödünç fon ihtiyacında olanlar için daha cazip yatırım ve fonlama aracı olmasını gündeme getirmiştir. Artık, özel sektörde menkul kıymet (ipotekli tahviller ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler) ihraç edenlerin politikaları gibi hükümetlerin politikaları da, mümkün olduğu kadar derinleşmiş, likit ve şeffaf bir sermaye piyasasının yaratılmasına yönelik belirlenmektedir. <sup>23</sup> Ulusal düzeyde mevcut menkul

<sup>22</sup> BLACKIE, P. "What Is Happening European Capital Markets", European Mortgage Bond Conference, organized by EMF, Brussels, 30 May 2002, s.4-19

<sup>23</sup> HARDT, a.g.m.s.20, AKÇAY, B., "Parasal Birlik ve Avrupa İpotek Piyasaları", İktisat, İşletme ve Finans, Nisan 2004, s.71

kıymet piyasaları, hisse senedi alım satımları birleşirken, ortak toplantı ve anlaşmalarla tek bir piyasaya dönüştürülmektedir. Şimdiye kadar, piyasada dışlama (crowding out) etkisi bütçe açığının.GSYİH'na oranının “..Maas-tricht kriterlerine paralel olarak azalması... da bu alanı, özel borçlanma araçlarına terk etmektedir.”<sup>24</sup>

Sonuçta ipotekli piyasalar aracılığı ile beslenen ulusal sermaye piyasalarının uluslar üstü tek bir sermaye piyasasının da bütünleşmesi. bugüne kadar daha küçük ekonomilerde mümkün olamayan ölçek ekonomileri potansiyeli sunmaktadır. Bunun özellikle menkul kıymetleştirme gibi tekniklerin daha da gelişmesi ve yaygınlaşması ve yeni araçların yaratılması yönünde olumlu etki yapacağı beklenmektedir.

**Ortak Pazarın Rekabeti Artırması:** Ortak pazar programı, belli ölçüde AB çapında ulusal ipotek piyasaları üzerinde bir rekabet yaratmıştır. Ana ülke kontrolü ilkesinde kastedilmek istenen, ipotekli kredi kuruluşlarının AB sınırları içerisinde serbestçe hizmet sunabileceği fakat kendi ulusal denetleyici organları tarafından düzenlemeye tabi tutulacaklarıdır. Hükümetler, tüketiciyi koruma yasasının fazla sıkı olmadığı üye ülkelerden olan kredi veren kurumların, kendi ülkesindeki kredi kuruluşları ile eşit olmayan koşullarda rekabet etmesini isteme-

mektedir. İpotekli krediye yönelik ortak pazar, uygulamada bir gelişme gösterememiştir. Ayrıca, vergi uyumlaştırmasının olmayışı, sınır ötesi ipotekli kredi için çeşitli mali engelleri beraberinde getirmiştir.

### **Finansal Hizmetlerin Perakendeden Toptancı Bakış Açısına Dönüşmesi:**

Aslında, son ilerleme raporu olan 1999 Finansal Hizmetler Eylem Planında, AB Komisyonu'nun odak noktasının finansal hizmetlerin perakende yönünden çok toptan satışa kaydığı görülmektedir. Bunun nedeni, Komisyonun, ipotekli kredi için ortak bir pazarın oluşturulmasında kalıtımsal olarak mevcut bulunan zorlukları, böylesi bir hedefin devam etmekte olan bir süreç olduğu, bu sürece e-ticaret ve tek para biriminin yürürlüğe girmesi gibi diğer değişim faktörlerinin eşlik ettiği yönündeki kabul etmesidir. Bir iç pazarın, ipotekli kredi de dahil olmak üzere finansal hizmet sağlama konusundaki başarısı, ticari mülk kredilendirme gibi sınır ötesi işlerde de olduğu üzere, devam etmekte olan bir süreç olarak kalmaktadır. AB Komisyonu'nun bir iç piyasa oluşturma hususundaki en son girişimi olan 1999 Finansal Hizmetler Eylem Planınının, bazılarının da tartıştığı üzere, tamamlanma tarihi 2005'tir.

<sup>24</sup> ACAR, İ.A., “Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde Borçlanmanın Sonu: Maastricht Kriterleri Örneği”, Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, 2 (4), 2003, s.1-22

## **Tek Paranın AB Ekonomilerinde ve Sermaye Piyasalarında Finansal Entegrasyon Eğilimini doğurması:**

Tek para <sup>25</sup> birimine geçilmesi AB ekonomilerinde ve sermaye piyasalarında finansal entegrasyon <sup>26</sup> dahil artan bir entegrasyona neden olmuştur. Tek para biriminin AB gayrimenkul piyasaları ve bunlara hizmet eden finansal piyasalar ve hizmetler üzerinde büyük etkileri olmuştur. Derin ve likit bir tek sermaye pazarı oluşturma yolunda ilerlenmesine karşın, gayrimenkul ve ipotek piyasaları, esasında, yerel bazda kalmaya devam etmektedir. AB’da Euro üzerinden değerlendirilen gayrimenkul portföyleri ile Euro üzerinden alınıp satılan kredi defterleri birlikte değiştiğinde bu durumun dönüşüm derecesi artacaktır.

**Kredi Piyasasında Değişiklik Yaratması:** Birçok konu yanında, tek para biriminin kabul edilmesi AB’de kredi vermeye ilişkin değişiklik yaratmıştır. Euro, Kur risklerini ortadan kaldıracı, İşlem maliyetlerini azaltıcı, Fiyat şeffaflığını arttırıcı ve Ekonomik politika koordinasyonu yoluyla faiz oranlarını azaltıcı etki doğurmuştur. Tek para birimi, “çekirdek” ülkelerde düşük enflasyon, düşük faiz, uzun vadeli görüşler ve istikrarı görmüştür. İrlanda gibi “çevre” ülkelerde ise, enflasyon yeniden ortaya çıkmış ve düşük faiz

oranları, konut fiyatlarının artması da dahil, bir çok ülkede sorunlar doğurmuştur. Tek para sistemi sonrasında hükümetlerin, ekonomik politikanın bir aracı olarak faiz oranları üzerindeki kontrollerini kaybetmesi bir sorun teşkil etmiş olup, buradaki sorun birbiriyile uyumlu ortak bir ölçütün olmamasıydı.

**Daha Uzun Vadeli İpotekli Ürünlere Yönelme:** Tek para biriminin yürürlüğe girmesi sermaye piyasalarını etkilemiştir. AB de son dönemde önceki ulusal piyasalardan daha az değişken olan, kurulu bir euro birimli tahvil piyasası bulunmaktadır. Bu piyasanın, ipotekli tahviller ve İDMK gibi daha uzun vadeli araçları tercih etme eğilimi artmıştır. Özel kredi ihraç edenlerin yaklaşımlarının yanı sıra hükümetlerin politikası mümkün olduğunca derin, likit ve şeffaf bir sermaye piyasası oluşturmak üzere donatılmıştır. Mevcut ulusal tabanlı menkul piyasalar, bir yandan borsalar birleşirken, ortak uyumlaştırmalarla ortak pazara dönüştürülmektedir. Hükümet borçlarının azaltılması, o ana kadar piyasada yer bulamayan özel borç araçlarına daha fazla yer açmıştır.

Sermaye piyasalarından düşük faizli, uzun vadeli ve ucuz fonlamaya erişim, tasarruf mevduatlarının ipotek teminatlı tahviller ve ipoteğe dayalı menkul

<sup>25</sup> HARDT, J.& EARLEY, F., European Integration in The Mortgage Lending Industry: Developments Since The Euro, EMF, 18.11.2003, s.11

<sup>26</sup> WYMAN, M.O., Study on Financial Integration of European Mortgage Markets, 27 November 2003, s.1-23



kıymetler gibi sabit faizli yatırım araçlarına aktarılmasını kolaylaştırmıştır. Yüksek getirili bu araçlara yönelik talep, artan şekilde yükselmektedir. Bu da tasarruf ve kooperatif bankalarının geleneksel fonlama araçlarından uzaklaşmalarına neden olmaktadır. Böylece tek para kullanımı ile beklenen üçüncü etki yani, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve yatırımcıların uzun vadeli yeni araçlara yatırım yapması da gerçekleşmeye başlamıştır. Aslında uzun vadeli yatırım imkanları ve kur riskinin ortadan kalkması mali piyasalarda spekülasyon hareketleri de azaltacaktır.

#### **Ortak Pazar Bütünleşmesinin Ölçek Ekonomilerine Olanak Tanınması:**

Ulusal sermaye piyasalarının giderek uluslararası ortak bir pazarda bütünleşmesi ölçek ekonomilerine bir potansiyel sunmaktadır; bu daha önce küçük ekonomiler için mümkün olmamıştı. Bu durumun, özellikle menkulleştirme gibi tekniklerin geliştirilmesini sağlayacağı muhtemeldir.

#### **Yeni Finansal Araçların Çıkmasıyla Borçlanma Maliyetlerinin Düşmesi Ve Yakınlaşması (convergence):**

Tek para kullanımından beklenen ikinci etki, ulusal para yerine tek paranın (euro) kullanımı ile çapraz kur riskine karşı işlem yapma zorunluluğu ortadan kalkması ile yeni finansal araçların ortaya çıkması ve menkul kıymet (bono, tahvil, hisse senedi v.b) yatırımlarının döviz piyasalarına endekslenmesini önlenerek borçlanma kararlarının kur riskine değil fiyat farklılıklarına bağlanması ve ülkeler arasında

benzer ürünlerin fiyatlarının karşılaştırılmasını kolaylaştırarak, rekabeti artırmasıyla borçlanma maliyetlerinin düşmesi ve üye ülkeler arasında borçlanma fiyatlarının yaklaşması idi. Nitekim, bu beklenen etki büyük ölçüde gerçekleşmiştir.

#### **İpotekli Kredi Faiz Oranlarının Yakınlaşması (convergence):**

Ulusal paralarını tek paraya bağlayan üye ülkelerin ekonomilerinin giderek yaklaşması sonucunda ipotekli piyasalarda temelden bir değişim yaşanmaktadır. Para birliğine katılan üye ülkelerde, ipotekli kredilerin faiz oranları önemli ölçüde bir birine yaklaşmıştır. 1988 yılında üye ülkeler arasında ipotek faizlerinde oldukça büyük farklılıklar varken, ekonomilerin uyumlaştırılması sürecinde alınan tedbirler ve yapılan uygulamalarla 2000'li yıllarda, faiz farklılıkları Yunanistan hariç, çok küçülmüş ve önemsiz denebilecek düzeye inmiştir (Aslında Yunanistan'da da 1988'de yıllık ortalama %21.5 olan ipotekli faiz oranları büyük bir azalma kaydederek 2002 yılında %13,8 olmuştur).

#### **Kredi veren kuruluşların kar marjlarının düşmesi ve maliyeti düşürücü önlemlerin gündeme gelmesi:**

İpotekli piyasalarda artan rekabet sonucu ödünç verenlerin fonlama maliyetlerinin artması ve açtıkları kredilerin faizlerinin düşüşü aynı zamanda ödünç verenlerin kar marjlarını daraltıcı etki yapmıştır. Kar marjları azalan kredi kurumları, karlarını artırmak için maliyetlerini düşürücü yollar (personel ve

şube sayılarını azaltma ve teknoloji daha fazla kullanma yönündeki tedbirler vb.) aramaya başlamışlar. <sup>27</sup>

Tek paranın yaratacağı diğer bir etki, ipotekli kredi verenler için ülkeler arası daha büyük fırsatlar ve rekabet ortamı yaratmasıdır. Daha fazla rekabet ipotek karşılığı ödünç alanlar içinde yararlı olacaktır. Döviz kuru riskinin olmayışı ve fiyatların daha fazla şeffaflığının ve rekabet artışının onların borçlanma maliyetlerini düşüreceği gibi, ödünç almak isteyenlere diğer AB üyesi ülkelerden fon sağlama fırsatlarının önünü açmaktadır. Nihai olarak, bu tür değişimlerin konut finansman piyasalarında da değişim yaratması olasıdır. Daha düşük faiz oranlarının ev sahipliği düzeyini artırması beklenirken, istikrarlı ekonomik şartlar ve daha istikrarlı konut fiyatları da sağlayacağı beklenmektedir. Ancak “para politikası üzerinde ulusal hükümet kontrollerinin olmayışı, hükümetlerin ekonomiyi ve özellikle etkilenen gayrimenkul sektöründeki risklerini kontrol etmek için maliye politikası araçlarını daha fazla kullanılmasına neden olabilir. <sup>28</sup>

### **1.10. Finansal Serbestleştirme (Deregülasyon) ve Konsolidasyon Politikalarının AB İpotek Piyasalarına Etkisi**

Finansal hizmetler sektöründeki serbestleştirme (deregülasyon) ve beraberinde getirdiği yenilikler bir taraftan

mali sistemin işleyişini, diğer taraftan para politikasının yönetimini önemli ölçüde etkilemektedir. Finansal serbestleştirmeye giden piyasalarda fonların arz ve talebi piyasa fiyatları tarafından belirlenmekte, fiyatların birbirine bağımlılığı artmakta, artan rekabet yenilikleri teşvik etmekte ve likiditesi yüksek finansal araçları artırmaktadır Nitekim AD’nde finansal piyasaların serbestleştirilmesi için yapılan uygulamalar, ipotek teminatı karşılığında fonlarını ödünç verenlere yeni şekil vermiştir. Bu, ipotekli finansmanda uzmanlaşmamış kurumların piyasaya girişine imkan vermiş ve uzmanmış olanların ise kanuni statülerinin değiştirilmesini teşvik etmiştir.

1980’li yıllara kadar, çok sayıda AD üyesi ülkede, fonlarını ödünç veren kurumların türleri arasında büyük farklılıklar vardı. İpotekli piyasalarda, ihtisaslaşmış çeşitli kurumlar (ipotek bankaları, yapı toplulukları, Bausparkassen v.b.) hakim pozisyonda idi. Yine bu kurumlar tahsis edilmiş fon kaynakları ile faaliyet göstermekte olup aynı zamanda bu tür fonların tekeli konumunda idiler ve/veya önemli vergi avantajına yada fonlama sübvansiyonlarına sahiptiler. Kısa dönemli fon sağlama ve bu fonların uzun vadeli finansmanda kullanılmasının vade örtüşmesinde yarattığı tehlike nedeniyle, her bir ülkenin ipotek piya-

<sup>27</sup> EMF, Hypostat: Mortgage and Property Markets in the European Union and Norway, Brussels, 2001, s.13

<sup>28</sup> BLACKIE, a.g.m.s.9

sası ulusal yetkililer tarafında sıkı şekilde kontrol edilmekte idi.

Yıllar boyunca, AB’nde tek pazar ve tek para hedefini gerçekleştirmek amacıyla, üye ülkeler arasında ekonomik uyumlaştırmanın başarılması amacıyla pek çok üye ülkede ipotek piyasasına giriş için engeller kaldırılmıştı. “1994 yılına gelinceye kadar, örneğin İtalya’da ticari bankaların kısa vadeli olarak topladıkları fonlarla uzun vadeli kredi vermeleri yasaklanmıştı, sadece ipotek teminatlı tahvil ihracı ile fon sağla yan ve sonuçta uzun vadeli ipotek teminatlı kredi açabilen ipotek kredi kurumlarına izin verilmişti. 1995 yılında yapılan kanun değişikliği ile bankacılık sisteminin universal bankacılık yapısına dönüşüm sonucu her tür kredi kurumunun ipotek piyasalarında faaliyette bulunmalarına izin verilmiştir. Böylece, tüm kredi kurumları universal bankalara dönüşmüşlerdir. <sup>29</sup> Nitekim, bugün İtalya’da açılan konut kredilerinin tamamı ticari bankalarca açılmaktadır.

İtalya’dakine benzer durum, 1980’li yıllarda İngiltere ipotek piyasalarında da yaşanmıştır. Bilanço sınırlamaları nedeniyle, ipotek teminatlı ödünç vermeyi cazip bir faaliyet olarak görmeyen ticari bankaları için, bugün bu durum değişmiştir. Ticari bankalarda artık ipotekli piyasada aktif olarak rol almaya başlamışlar, daha önce açılmış

ve yeni açılan konut kredileri itibariyle ipotekli piyasalarda hakim pozisyona geçmiştir <sup>30</sup> (1998 yılı sonu itibariyle piyasa payları %71). Yapılan değişiklikler öncesinde konut finansmanın- da hakim rol oynayan ve faaliyet alanları sadece ipotekli piyasalarla sınırlan- dırılan yapı topluluklarının (building societies) tabi olduğu Yapı Toplulukları Kanunu’nda 1996 yılında yapılan değişiklikle bu kurumların faaliyet alanları geliştirilmiş ve bazıları piyasa- da universal bankalara dönüşmeye baş- lamışlardır.

Artan deregülasyon ve serbestleşmeye karşı bir denge olarak, örneğin İngiltere’deki Financial Services Authority gibi düzenleyici ve gözetim organları, sınır ötesi finansal hizmetler, holding- lerinin ve adına yetkili oldukları piyasa dışındaki e-bankaların işleyişinin ışığı altında, geliştirilmiş denetim koordinasyonuna ve gözden geçirmeye duyulan ihtiyacın farkına varmaya baş- ladılar.

AB bankacılık piyasasında bir konsoli- dasyon önlemi olarak AB Merkez Ban- kasının Nisan 2000’de yapmış olduğu tahminlerine göre üst sıralarda yer alan 20 AB bankasının banka aktiflerinin payı 1997 AB’da büyük bir hızda devam etmiş ve önemli değişikliklerin doğmasına neden olmuştur. Konsoli- dasyon, sınır ötesi birleşme, iktisaplar, bazı hükümetlerin pazarlarını serbest-

<sup>29</sup> PRENDERGAST, N., “The Unbundling of the European Mortgage Markets”, HFI, September 2000, s.34-39

<sup>30</sup> MANNING, a.g.m.s.187-191

leştirme ve ulusal kuruluşlarını cesaretlendirme arzusu gibi yeni bir özelliştir.

1980'lere kadar konut finansman sistemleri sıkı bir şekilde ulusal merciler tarafından düzenlenmekteydi. Bunun nedeni özellikle uzun vadeli konut finansmanında uyumsuzluk (mismatch) riski yanı sıra yasal otoritelerin (hükümetin) ev sahipliğinin mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleşmesini istemesiydi. Bu doğrultuda, kurumların faaliyetlerinde (İtalya), bilançolarda (İngiltere), özel ipotek kuruluşlarından özel kuruluşlara (Fransa ve Almanya) veya ipotek sözleşmelerinin koşullarının düzenlenmesinde (Belçika) çeşitli sınırlamalar bulunmaktaydı.

Deregülasyon bu kısıtlamaları hızla ortadan kaldırdı ve bu süreç içerisinde ipotekli kredi sunan finansal kuruluşların yapısını değiştirdi. İngiltere'de, bir çok yapı kooperatifi bankalara dönüşürken, buna karşın İtalya'da yeni bir yasa ile uzmanlaşma ilkesi ortadan kaldırıldı ve tüm ipotekli kredi sağlayan kuruluşlar her türlü bankacılık faaliyetlerinin gerçekleştirilmesine izin verilen evrensel bankalara dönüştürüldü. Sonuç olarak, ipotekli kredi sunan kuruluşun türü, sunulan ipotekli kredi ürünü kadar önem taşımamaya başladı.'de 1988 'de %35 iken 1999 yılı başlarında %41'e yükselmiştir.

### **1.11. Faiz Oranlarındaki Düşüşün AB İpotek Piyasalarına Etkisi**

Finansal serbestleştirme, likidite kısıtlarını azalttıkça ve piyasa güçlerinin rolünü artırdıkça finansal varlıkların fiyatları da faiz, gayrimenkul fiyatları, menkul kıymet getirilen) etkilenecektir. AB ipotekli piyasalarında 1980'li yılların sonlarına doğru ipotekli kredilerin faiz oranı artmış, 1990 yılında tepe noktasına ulaşmıştır. Takip eden yıllarda ise ipotek faizleri düşüş trendine girmiştir.

1988-1998 döneminde yeni açılan ipotek teminatlı kredilerin faizleri incelendiğinde, bütün AB ülkelerinde 1990 yılını takip eden yıllarda ipotekli faiz oranlarında düşüş görülmektedir. En fazla düşüş, Belçika, Yunanistan, İtalya, Portekiz, Finlandiya "e İngiltere'de olmuştur. 1998 yılı sonu itibariyle en düşük faiz oranları, İspanya ve Belçika'da (%4,9), en yüksek faiz oranı ise 1990 yılından sonra faiz oranlarının üye ülkeler arasında en fazla düşüşün gerçekleştiği ülke olmasına rağmen Yunanistan'dadır (%13,8). Faiz oranlarındaki bu trendin temel nedenleri;<sup>31</sup>

- Faiz oranlarını tepe noktasına ulaşması 1990'lı yılların başında Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinin getirdiği oldukça ağır olan finansal yük ve artan yabancı sermaye ihtiyacından kaynaklanmış ve Almanya'da faiz

<sup>31</sup> DUBEL,A, "Models in Mortgage Protection:European Evidence",Housing Finance International,12 (4), June 1998, s.27-37 ve MILLES, D., Housing, Financial Markets and the Wider Economy, NY, John Wiley&Sons .Inc. USA 1994, s.187-188

oranlar suni olarak yükselmiştir. Bu durum AR genelinde de faizlerin yükselmesi sonucunu yaratmıştır.

• Faiz oranlarının 1990'lı yıllardan itibaren düşüş trendine girmesi ise iki nedenden kaynaklanmaktadır. Birincisi, üye ülkelerin ekonomik ve parasal birliğin sağlanması için belirlenmiş olan üçüncü aşamaya katılabilmeleri ve belirlenmiş olan Maastricht kriterlerini yerine getirebilmeleri için düşük faiz oranlarına sahip olmaları zorunluluğudur. İkinci neden ise, ekonomilerin uyumlaştırma sürecinde finansal piyasalardaki kısıtların büyük ölçüde kalkmasıyla ihtisaslaşmamış kredi kurumlarının ipotekli piyasada faaliyet gösterebilmeleri ve sonuçta piyasalarda artan rekabettir. Faiz oranlarındaki düşüş, ipotekli kredi vermeyi de teşvik etmiştir. Yukarıda belirtildiği üzere, 1988-1998 döneminde ülke bazında açılan konut kredilerinin GSYİH içindeki payı, Finlandiya, Fransa ve Yunanistan hariç, tüm AB ülkelerinde artış göstermiştir.

İpotekli piyasalarda hayati derecede önemli diğer bir konu, ipotek biçimindeki teminattır. İpotek, gayrimenkul sektörüne fon aktarılmasında, kredi kurumlarının ödünç vermesinde ve bu ödünç düşük faiz oranlarında vermesi için gerekli ve sağlam bir güvencedir. Bu nedenle, açılan kredilerin geri ödenmesinde borçlunun temerrüde

düşmesi durumunda ipoteğin özellikleri ve nakite dönüştürülme süreci de önemlidir ve üye ülkeler arasında ipotekli piyasaların bütünleşmesi açısından da temel dayanağıdır.

Ancak AB'ne üye ülkeler arasında ipotekli piyasalardaki faaliyetlerinde karşı karşıya kaldıkları problemler, "...farklı ulusal mevzuat altında ipotek tesis etmekten ziyade, ipotek ve tapu kayıtlarında şeffaflığı yetersiz oluşu ve sistemin uygulanabilirliği ile bağlantılı zamanlamadaki belirsizlikleridir. <sup>32</sup> ”

AB üye ülkeler arasında, temerrüde düşülmesi durumunda ipoteğin çözülmesi ve ipotekli mülkün mahkeme kararı ile satılması gibi süreçlerde farklılıklar vardır. Örneğin; “Bu sürecin uzunluğu AB ortalaması 6-12 ay arasında değişirken bazı üye ülkelerde bu süre 12 ayı aşmaktadır. Yine, ipoteğin çözülmesi, nakite dönüştürülmesi ve süre farklılığı yanında, bürokratik işlemlerin düzeyinde, maliyetlerinde ve ödünç alanın ipotek teminatının ülkeler arasında transferi konularında üye ülkelerin piyasaları arasında tam uyumlaştırma henüz sağlanamamıştır.

Sermaye piyasalarında ucuz, düşük faizli ve uzun vadeli finansmana erişim imkanı, ipotekli tahviller ve İDMK gibi finansman araçlarına başvurmayı, tasarruf mevduatları şeklindeki değişken oranlı araçların zarar görmesini

<sup>32</sup> EMF, Letter for Mortgage Collateral Prepared by EMF in April 2003, <http://www.hypo.org>

engelleme etkisi doğurmuştur. Yüksek getirili araçlar tasarrufları cezbetmiş ve bu da tasarruf ve kooperatif bankalarının geleneksel fon sağlama gereçlerine yüz çevirmelerine neden olmuştur. Sermaye piyasalarındaki değişiklikler ipotek piyasalarını besleyici etki yaratmaktadır. Aslında, tek paradan önce ipotek piyasalar, ekonomilerin birleşmesinden kaynaklanan bir değişim sürecine girmiş idiler. İpotekli krediler üzerindeki faiz oranları, önemli ölçüde birleştirilmiştir ve gittikçe azalan bir seyir izlemiştir.

Tek para birimi ipotekli kredi sağlayan kuruluşlar için daha fazla sınır ötesi imkanlar doğurmuştur. Bu da tüketicilerin daha fazla rekabetten yararlanma olanağını ortaya çıkarmıştır. Döviz kuru riskinin olmayışı ve artan fiyat şeffaflığı, kredi alıcılarına diğer üye ülkelerden kredi alma imkanını da sağlamaktadır. Sınır ötesi ipotekli kredi vermeye yönelik kalan engellerin giderilmesiyle birlikte, finansal hizmetleri serbestleştirmek ve uyumlaştırmak anlamında ipotekli piyasalar büyük ölçüde bütünleşme eğilimine inmeye başlamışlardır ve bu eğilimin sürmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, bu tür gelişmeler gayrimenkul piyasalarında büyük değişikliklere neden olmuştur. Düşük faiz

oranları konut sahipliğine erişimi kolaylaştırırken, istikrarlı ekonomik koşullar da konutta büyük bir fiyat istikrarına neden olacaktır. Ancak, ulusal hükümetlerin para politikası üzerindeki kontrolünü kaybetmesi, hükümetleri ekonomiyi kontrol altında tutabilmek için mali araçlardan daha fazla yararlanma yoluna itmektedir.

### **1.12. E-Ticaretin AB İpotek Piyasalarına Etkisi**

E-ticaret (E-commerce)<sup>33</sup> ve E-ticaret teknolojisi son dönemde küresel ölçekte hızla gelişmiş, bu gelişme ipotekli kredi verenler ve ipotekli kredi alanlardan oluşan ipotekli kredi sektörüne de paralel şekilde yansımıştır. E-ticaretin devreye girmesi ipotekli piyasaların iş yapma şekillerini değiştirici yönde etki yapmış ve iş yapış biçimlerinin yeniden düzenlenmesi sonucunu doğurmuştur.

Ayrıca, internet, AB-çapındaki ipotekli pazara oldukça düşük bir maliyetle girme olanağı sağlayan bir yenilik olmuştur. Pahalı bir şube ağının kurulmasına gerek kalmadığından, AB ipotek piyasalarının yeniden oluşumunda belirleyici bir rol oynamaktadır. Online ipotekli kredi verme, halihazırda, kredi alacak kişinin sorgulanmasında başlayıp, ipotekli kredinin verilmesine

<sup>33</sup> Büyüyen hacmine ve önemine binaen E-Ticaret, uluslararası denetim standartları ve uygulama tebliğlerine de (practice statement) konu olmuştur. "E-ticaret ve E-ticaretin finansal tablolara etkisi"ne ilişkin 1013 no.lu Uluslararası Denetim Uygulama Tebliği hk.bkz. IFAC, "E-Commerce-Effect on the Audit of Financial Statements", International Auditing Practice Statement-1013", Handbook of International Auditing, Assurance and Ethics Pronouncements, 2003 s.775-786

kadar geçen süreçte hızla başvuru alan ve yüksek büyüme potansiyeli olan bir alan olmuştur. Yakın gelecekte, e-ticaretin boyutlarının ABD'dekine paralel bir seyir izleyerek daha da artacağı düşünülmektedir. E-ticaret, ABD ipotekli piyasasında yaygın kullanım alanı bulmuştur. İpotekli piyasadaki yeni ipotekli kredilerin %15'inden fazlası internet yoluyla verilmektedir. Amerikan online ipotek piyasa hacminin 2000 yılında 18.7 milyar ABD dolarından 2005 sonunda 91 milyar ABD dolarına yükselmesi beklenmektedir. Ayrıca ipotekler, tüm on-line pazarın %15'ini temsil eder duruma gelmiştir. Amerikan ipotekli kredi kuruluşlarının yaklaşık üçte ikisi kredi başvurularını on-line olarak başlatmaktadır.

ABD ipotekli piyasasına benzer şekilde internet bankacılığını kullanan Avrupalıların sayısı 2004 itibarıyla %30 büyüyerek 20 milyonu aşmıştır. İnternet fiyat şeffaflığı ve daha bilgili tüketici seçimi için uygun bir araç görünümündedir.. 2003 yılı itibarıyla AB bünyesindeki yarım milyon (500.000) ipotek kredisi internet aracılığıyla kullanılmıştır. Bu rakam AB bünyesinde yeni açılan ipotek kredi toplamının % 5'ini oluşturmaktadır. 2008 sonu itibarıyla bu rakamın üçe katlanarak (triple) 230 milyar Euro

hacminde bir on-line ipotek hacmine ulaşacağı öngörülmektedir.<sup>34</sup>

E-ticaret ve internet, hedef kredi müşterileri ve kredi veren kuruluşlar arasında ipotekli krediye yönelik bir nevi dağıtım kanalı işlevi görmektedir. Aynı zamanda ipotekli kredi verenler, ipotekli kredi satma kadar başarılı olmaktan uzak kalsa da, mevduat sahiplerinden fon temin ederken de internetten yararlanmaktadırlar. İnternetin, sermaye piyasalarının küreselleşmesinde aracı bir konum üstlenmesi olasılık dahilindedir. Zaten, konut piyasalarının küreselleşme ve tek para biriminin AB'daki gayrimenkul piyasasının bütünleşmesine kazandırdığı ivme de dikkate alındığında, E-ticaretin bu ivmeyi daha da artırıcı etkide bulunacağı öngörülebilir.<sup>35</sup>

Son dönemde gözlemlendiği üzere, AB ülkeleri, giderek Amerikan ipotek menkulleştirme modelini (İDMK) benimsemektedirler. Bu da standardizasyonu destekleyici etki yaratmakta, ayrıca, Amerikan ipotekli kredi kuruluşları ve ipotekli kredi teknolojisi satıcılarına AB pazarlarına potansiyel yayılma imkanı sunmaktadır. AB Komisyonunun 2000 Mayıs ayında kabul edilen elektronik ticaretin (E-commerce) belirli yasal yönleri konulu direktifi, ekonominin en hızlı gelişen alanlarından birini AB seviyesinde

<sup>34</sup> HAMILTON, Charlotte, Sizing Europe's Online Mortgage Forrester, 24 September 2003, (<http://www.forrester.com/ER/Research/Brief/Excerpt/0,1317,32711,00.html>)

<sup>35</sup> GUGERELL, a.g.m. (2004), s.21

düzenlemeye yönelik atmış olduğu ilk adımdır. Bu direktifle, üye ülkelerin kendi ulusal yasalarını 18 ay içerisinde direktifle uyumlu hale getirmeleri hüküm altına alınmıştır.

Göstergeler, ipotekli kredi piyasalarının, konut edinimini hızlandırmak,, ipotekli kredi sürecine hız kazandırmak, kurumsal yönetim olgusu ışığında şeffaflık ve hesap verilebilirliği arttırmak açısından, yeni Bilgi (IT) ve iletişim teknolojilerinden yararlanma yönünde önemli adımların atılmasına devam edilmektedir. Sınır ötesi ipotekli kredi verme hususu ve buna uygun yasal çerçevelerden yararlanma konuları da AB ipotekli piyasalarındaki aktörlerce gözden uzak tutulmayan noktalar arasındadır.

### **1.13. Son Dönemde Gözlenen Ayrışma Eğilimi ve Nedenleri**

Değer zincirinin aşamalarındaki değişiklikler, kredi kuruluşları için uzmanlaşmayı da beraberinde getirmektedir. Geçmişten bugüne, ipotek sürecinin düzenleniş biçimi konusunda AB ve ABD arasında belirgin bir farklılık oluşmuştur. ABD’de, kredi yaratma, hizmet sunma ve fon sağlama işlemlerinin farklı kuruluşlarca yürütülmesi yaygın iken AB’de ipotekli kredi veren bankalar genellikle tüm süreci birlikte yürütmektedir.<sup>36</sup>

Buna karşın, rekabetçi baskıların artışına paralel olarak, AB’de de ipotek sürecindeki ayrılmaya (unbundling) ilişkin bir yönelim sezilenmektedir. Yakın zamanda kurulmuş olan Alltel Mortgage Solutions ve Global Home Loans (GHL) gibi kuruluşlar, bu değişikliğin AB’deki en belirgin göstergelerinden birini oluşturmaktadır. Her iki kuruluş da üçüncü bir şahıs bazında ipotekli kredi portföy hizmeti sunmayı amaçlamakta ve ana kuruluşlarının öngördüğü ölçek ekonomilerini gerçekleştirmek için daha fazla müşteri kazanma ihtiyacı içindedir. İngiltere orijinli olmalarına rağmen her iki kuruluş da AB’de yayılma stratejisini benimsemiştir.<sup>37</sup>

Benzer bir eğilimde son dönemde Hollanda’da gözlenmekte olup, Bouwfonds’un Hollanda şubesi olan Stater BV’de Almanya’da bir büro açarak ve ipotekli kredi hizmet modellerini oluşturarak uygulamaya koymuştur. Aynı kuruluş aynı zamanda öncelikle İspanya, Fransa ve Belçika pazarlarından başlayacak şekilde yayılmayı planlamaktadır. Bu şirketler, AB ipotek piyasalarında ABD’dekine benzer tarzda yavaş yavaş ta olsa “ayrılmanın” başladığına işaret etmektedir. Bu nedenle şu anda topluca ipotek bankaları tarafından gerçekleştirilen ürün tasarımı, dağıtımı, hizmete sunulması ve fonlamasına yönelik temel işlevle-

<sup>36</sup> EMF-European Mortgage Federation, Recent Developments in Europe’s Covered Bond Markets, 6.2.2004, s.7

<sup>37</sup> WALLEY, Simon, European Mortgage Markets in A Changing Environment, EMF, 21.3.2005, s.18



rin birbirinden ayrılarak uzmanlaşmış şirketler tarafından yürütüleceğine olan inanç gittikçe yaygınlık kazanmaktadır.<sup>38</sup>

İpotekli kredi hizmetinde uzmanlaşılması, ipotek bankalarına göre bu alanda daha iyi bir sistem oluşturulması, daha yüksek performans sergilenmesi ve kredi verenlerin işi dışarıya yaptırma konusunda cesaretlendirilmesi durumunda, AB piyasasının çok yakın gelecekte, *(ipotekli kredi sağlayan kuruluşların ve ipotekli sistemdeki işlevlerin bir veya ikisini yerine getiren uzmanlaşmış şirketlerin yer aldığı)* Amerikan piyasasına benzer bir yapıya dönüşeceği öngörülmektedir.

İpotekli kredi sürecinin ilk aşamasında ürün tasarımı, dağıtım ve kredi yaratma fonksiyonları bulunur. IFA (Bağımsız Finansal Danışmanlar) gibi ipotekli kredi veren kuruluşlar kendi ayrı dağıtım kanalı olmasına rağmen

bunu kullanmayıp, bu fonksiyonların üçünü de genellikle kredi veren kuruluş olarak kendi bünyesinde yapmayı tercih ederler. Bazı ipotekli kredi veren kuruluşlar, paket uygulamalar yanı sıra, ürün tasarımı aşamasında da ipotekli kredi verenlere yardımcı olmaktadır.<sup>39</sup> Bu tür bir yönelim de maliyetlerin artmasına ve hızlı, ucuz ve etkin ürün dağıtımından uzaklaşılmasına yol açmaktadır.

Ancak son zamanlarda, AB bünyesinde piyasaya yeni ipotek kuruluşlarının, çeşitli alanların bir veya ikisinde rekabetçi bir avantaj geliştirerek, farklı ürün, iş yapış ve iletişim ve dağıtım kanallarına yönelerek üstün duruma geldikleri görülmektedir. AB’de konut finansmanı piyasasında rekabet avantajı sağlamada ve ipotek piyasasında çeşitli değişim, gelişim ve ayrışma hususlarında etkili hususlara tablo’de özet olarak yer verilmektedir.

<sup>38</sup> EARLEY, a.g.m.(2004), s.25-30

<sup>39</sup> PRENDERGAST, a.g.m.s.34-39

**Tablo: 8- AB İpotek Piyasalarının “Ayrışma<sup>40</sup>” Eğiliminde Etkili Olan Unsurlar**

<b>Piyasaya yeni girenlerce yapılan fiyat indirimleri:</b> İpotekli piyasaya yeni girenlerin (Standart Life, Egg vb) fiyatı kırması ve uzun dönemde sürdürülebilirlik sorununu doğurması
<b>Çağdaş ve yaygın Dağıtım ve iletişim kanallarının artması:</b> İnternet ve E-ticaret gibi çağdaş dağıtım ve iletişim kanallarını hızlı geliştiren kuruluşların geleneksel ipotek kredi verenlere rağmen pazar paylarını oluşturma ve artırmada başarılı olmaları
<b>Ürünler ve yenilikler<sup>41</sup>:</b> Başta Asya olmak üzere yabancı yatırımlardan AB piyasasında hizmet sunmaya yönelik gelen yoğun talep,piyasa standartlarını oluşturma anlamında, derecelendirme kuruluşlarının ipotekli sermaye piyasası araçlarını ülkeler bazında derecelendirmesi, yıpranan (eroding) mevduat bazlı fonlama sistemi yerine kredi kuruluşlarının fonlama kaynaklarını çeşitlendirmesi, Basel II ‘nin ipotekli tahvillere oranla İDM-K’i daha cazip hale getirmesi, ipotekli piyasalara ve konut finansmanına yönelik modern yaşam tarzına uygun yeni ipotekli ürün, ürün tasarımı ve yeniliklerin payının artması
<b>Marka:</b> Fiyat düşürerek piyasaya yeni giren küçük firmaların uzun dönemli sürdürülebilirlik için <sup>42</sup> markalarına yönelik tanıtım çabası
<b>Uygulamanın yürütülmesine ilişkin yeni hizmet sistemlerinin geliştirilmesi:</b> Eski ipotek kuruluşlarının geleneksel sistemleri, yeni girenlerin ise (maliyet, hız, verimlilik vb açılardan avantaj sağlayan outsourcing vb.gibi) yeni hizmet sistemlerini kullanmaları ve/veya geliştirmeleri.
<b>İkincil İpotek Piyasasına yöneliş:</b> Geçmişte yaşanan bürokrasi ve üstlenilen riskler nedeniyle belirgin şekilde düşen ikincil kredilendirme eğiliminin değişmeye başlaması, risk değerlendirme kalitesinde ve maliyet etkinliğinde artış, gecikmiş borç yönetiminde proaktif yaklaşıma paralel olarak ikincil piyasa menkul kıymetleştirilmesine ve riski ikincil satış yatırımcılarına devretmeye yöneliş.
<b>Geleneksellerin maliyet baskısına dayanamaması, yeni dağıtım kanallarının maliyet düşürücü Etkisi:</b> Şubelere dayalı Geleneksel ipotek kredisi verenlerin maliyet baskısına dayanamayıp kapanmaları veya şube ağını rasyonalize etme çabasına girmeleri, yeni girenlerin yeni, ucuz, yaygın ve etkin alternatif dağıtım kanallarına dayalı olarak ipotekli kredi kullandırımındaki artış <sup>43</sup> .

<sup>40</sup> “unbundling” anlamında kullanılmıştır.

<sup>41</sup> Örneğin İngiltere’de ileri ürün tasarımı ve tüketicilerin ürünlerin tüm detaylarını kolayca kıyaslamayı mümkün kılacak sistem ve bunun altyapısı devlete ait CAT standartları karşılanmaktadır. Bu bağlamda, İngiltere’de First Active Financial, PLC gibi şirketler tarafından geliştirilen Cari Hesap İpotekli Kredi (current Account mortgage) ürünü Virgin tarafından kolaylıkla yaygınlaştırılmıştır.

<sup>42</sup> WALLEY, Simon, European Mortgage Markets in A Changing Environment, EMF, 21.3.2005, s.48-50

<sup>43</sup> Benzer stratejiyle yerel kredi kuruluşlarının en iyi müşterilerini kazananlara örnek olarak; Bank of Scotland, Deutsche Bank, Deutsche Pfandbriefenbank, Belçika’ya ait Argentaspaarbank’ın Hollanda ipotek piyasasında yer edinmeleri verilebilir. Bank of Scotland, aynı zamanda, İrlanda Cumhuriyetinde internet üzerinden online ipotekli kredi imkanı sunmaktadır.

**İpotek kuruluşlarının Hizmet Sunma biçimlerindeki yapısal değişme, Üçüncü şahıslarla daha esnek hizmet sunabilme, IT ve Telekom şirketleriyle Pazarlama amaçlı Ortak şirketlerin kurulması:** İpotekli kredi kuruluşlarının telekom ve bilgi teknolojisi (IT) şirketleriyle kurulum süresini kısaltma, IT zahmetinden kurtulma vb.amaçlarla ortaklık kurması<sup>44</sup> .

**İpotekli kredilerin finansman modellerindeki değişim arayışı ve değişim :** Geleneksel kredi kuruluşlarının portföylerini perakende tasarruf ve/veya toptan satışla finanse etmeleri, yeni girenlerin yaygın şube ağı olmaması nedeniyle perakende tasarruflara ulaşamaması, ulaşsa bile perakende tasarruf ve toptan satış oranları arasındaki marjın düşüklüğü nedeniyle perakende tasarrufun yeniler için pahalı bir finansman seçeneği oluşturması, toptan satış miktarında limit kısıtlamalarının bulunması, sermaye yeterliliğine ilişkin gerekliliklerin artırılması, ipoteklerin bilançoda tutulmasının mümkün olmaması, dolayısıyla bu kısıtlamaları aşmak için farklı model arayışlarının artması.

**Bilanço-dışı Menkul kıymetleştirmenin avantajlarının artması:** Büyük toptan satış finansman piyasasına erişim imkanı, kredi yaratma olanaklarından tam kapasite faydalanma, Piyasanın ikincil ve uygun olmayan bölümlerine daha fazla kredi sunulması, Menkulleştirme sürecine yönelik etkili bilgi akışı, ürünlerin standartlaştırılması, aktiflerin bilançodan çıkartılması nedeniyle sermaye yeterliliğinin geliştirilmesi, kurumsal finansman oranlarının kısmen tüketicilere yansıtılması nedeniyle rekabetçilik yeteneğinin artması ve Kredi riskinin önemli ölçüde azalması vb..

**Değişime Yönelik Baskılar:** IT yatırımlarının artırılması ihtiyacı, menkul kıymetleştirme gibi piyasa ve müşterilerin talep ettiği yeni işlevler, yeni ürün sayısındaki artış, ipotekli kredi işlemlerinin outsource edilmesi, ileri teknoloji için ölçek ekonomilerinden ve taşeron uzmanlığından yararlanma ihtiyacı, Artan maliyet baskıları, İpotek endüstrisinde büyüyen rekabet, Piyasaya yeni girişlerin olması, bunların ürün tasarımı ve dağıtım üzerinde yoğunlaşması maliyet bilincinin artması, operasyonel işlem maliyetlerinin daha net belirlenmesi ihtiyacı, yönetimde odaklanma, temel ipotek kredisi dışındaki işlevlerin dışarıya verilip, asli faaliyet konusu olan ipotekli ürün geliştirme ve satma üzerinde yoğunlaşma,

**AB ipotekli piyasalarının ABD piyasalarına göre farklı olması:** AB’de ikincil piyasayı destekleyecek devlet kuruluşlarının bulunmaması, bilanço-ıçi menkul kıymetleştirmenin yaygın olması, AB ürünlerinin, fonlama kaynaklarının, yöntemlerinin birbirinden

<sup>44</sup> 7.3.2000 tarihinde, İngiliz Bradford&Bingley Yapı Kooperatifli ile Amerikan ipotekli kredi hizmeti sunan ve telekomünikasyon/bilgi teknolojisi sistemleri kuran Alltel şirketi arasında Alltel Mortgage Solutions adıyla yeni bir ortak girişim şirketi kurulmuş ve kamuya duyurulmuştur. Bu ortak girişim ipotekli kredi işleme hizmetlerini İngiltere ve Avrupa’daki üçüncü şahıs kredi sunucularına verecektir. Bradford&Bingley onun ilk müşterisi olacaktır. Bu olayı, 2001’de Woolwich ve Countrywide arasında gerçekleşen ve Global Home Loans (GHL) olarak adlandırılan benzer bir ortak teşebbüsün ilanı takip etmiştir. İngiltere’de hizmetlerini aktif pazarlayan kuruluş, hizmetlerini Avrupa çapında sunmaktadır. 3. şahıs hizmet sunucularının en büyüğü Skipton Building Society’nin şubesi olan Homeloan Management Ltd’dir (HML).

farklı olması, AB piyasasında likiditenin daha düşük olması, geleneksel pazarlama ve dağıtım kanallarının kullanılması, sermaye piyasalarında finansal entegrasyonun sağlanmaması ve tekrara girmemek açısından yazı içeriğindeki tüm farklılıklar.

#### **AB İpotekli Kredi Finansmanı üzerindeki Ekonomik Etkiler**

#### **İşlem (transaction) maliyetleri ile ekonomik ve yapısal farklılıklar**

**Entegrasyon önündeki engeller:** Yasal otoritelerce çıkarılan etkin olmayan düzenleme ve süreçler, tüketiciyi korumaya ilişkin katı kurallar, sabit maliyetlerin yüksekliği, marjlar küçük olması.

Kaynak: PRANDERGAST, a.g.m.s.34-39

### **1.14. Basel II Düzenlemelerinin AB İpotek Piyasasını Etkilemesi**

Buraya kadar sunulan tüm etkenlere ilaveten, Basel II düzenlemeleri de, banka sermaye koşullarını doğrudan etkilemesi nedeniyle AB ipotek piyasalarında gözlenen değişim ve gelişmeleri etkilemiştir. 1974 yılında 10 gelişmiş ülke (G-10) merkez bankası başkanlarının katılımıyla Basel Komite'si kurulmuştur. Bu komite 1988 yılında sermaye oranlarını standartlaştıran Basel I düzenlemelerini (Basel Sermaye Uyumluğu/Basel Capital Accord) adı altında yayınladı. Daha sonra Basel II standartları (Sermaye Ölçümünde ve Standartlarında Uluslararası Yakınsama-International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards) 26.6.2004 tarihinde açıklandı. Planlanan standartların ve AB direktifinin tüm ülkelerce 2007 yılı başında uygulamaya konulması kararlaştırıldı. Basel II düzenlemelerini uygulamayı 100'ün üzerinde ülke kabul etti. <sup>45</sup> Basel I, sermaye yeterliliği açısından, bankaların aktiflerini dört risk kategorisine (% 0, % 20, % 50 ve % 100) ayırmakta ve bankanın sermaye tutarının risk ağırlıklı aktifler tutarının yüzde (%)8'inden daha az olamayacağını öngörmektedir. Ayrıca, bilanço dışı varlıklar için de iki aşamalı bir yöntem uygulanmakta, birinci aşamada kredi dönüştürme katsayıları ile nakdi kredi benzeri haline getirilmekte ve ikinci aşamada uygun risk ağırlıkları ile çarpılmaktadır. Basel I'de, devletler, merkez bankaları ve bankalar için OECD üyesi ülke ayrımı yapılmakta, OECD üyesi olan ülkeler ile bu ülkelerde kurulu bankalar daha az riskli olarak değerlendirilmektedir. <sup>46</sup>

BASEL II'de de 1988'de kabul edilen sermaye gereklerinin risk temeline dayandırılması yaklaşımı sürdürülmüştür. Yasal sermaye hesaplanırken piyasa ve kredi riski ile beraber yeni olarak operasyonel riskin de dikkate alınması

<sup>45</sup> DILLENBURG, G. Basel II: New Directive on Capital Adequacy Treatment of Covered Bonds, EMF, 28.10.2003, 1-14

<sup>46</sup> GEÇER, Turgay, "Basel II ve Kredi Riski: Kaos İçindeki Düzen", Active, Mart-Nisan 2005, s. 78-85,

gerekmektedir. <sup>47</sup> Basel II Direktiflerini, Sermaye İhtiyacının tekrar tanımlanması (Minimum Sermaye Gereği), Gözetim ve Denetim sürecinin Gözden geçirilmesive Piyasa Disiplini ile tanımlamak mümkündür. Basel II'nin getirdiği temel değişiklikler, Sermaye Yeterlilik Rasyosu payındaki risklerin hesaplanmasında olmuştur. Kredi riski için daha detaylı tanımlara yer verilmiş, piyasa riskinde değişiklik olmamış, tanıma ilk defa operasyonel risk dahil edilmiştir. <sup>48</sup> Bankalar 3 farklı risk hesaplama metodundan birini seçerek hareket edecektir. Yeni uzlaşıda, piyasa riskinin ölçümü için 1996 yılındaki uygulamadan farklı bir yöntem önerilmemiştir. Buna göre, piyasa riski ya standart yöntemle ya da içsel modellerle ölçülebilir. Operasyonel riskin ölçümü için önerilen yöntemler arasında temel gösterge yaklaşımı, standart yöntem ve içsel ölçüm lere dayalı yöntem bulunmaktadır. Kredi riskinin ölçülmesi için ise iki ana yaklaşım önerilmektedir; standart (standardized) yöntem, (temel ve gelişmiş) içsel derecelendirmelere dayalı (internal rating based) yaklaşım.

AB İpotekli kredilerin %95'inden fazlası bilanço-içi menkul kıymetleştirme anlamında banka bilançolarında tutulmaktadır. Bu nedenle ABD kredi kuruluşlarına nazaran yeni Basel düzenle-

meleri banka sermaye gereklerinin, minimum sermaye yeterlik rasyosunun ve banka bilançolarının etkilenmesi sebebiyle AB ipotekli kredi kuruluşları açısından son derece önemlidir. İpotekli konut finansman enstrümanlarına yönelik risk ağırlıklarının düşürülmesi AB ipotek piyasalarının gelişimi açısından olumlu olmuştur.

## 2. SONUÇ

Bilanço-içi menkul kıymetleştirmenin yaygın olduğu AB ipotekli piyasaları ABD piyasalarından çok farklıdır. Ayrıca, AB bünyesindeki ulusal piyasalar arasında da büyük farklılıklar bulunmaktadır. Buna karşın, özellikle 1988 yılından bu güne kadar geçen süreçte AB ipotekli piyasalarının bir bütün olarak gelişmiş bir ipotekli piyasa olma yönünde eğilim, değişim ve büyük gelişim göstermiştir. Bu eğilim AB üyelerinin ulusal ipotekli piyasalarında da gözlenmektedir.

AB ipotekli piyasalarında gözlenen değişim ve gelişmeler üzerinde, makale içinde ayrıntılı yer verilen çok sayıda faktör ve dinamik etkili olmuştur.

Birincil olarak etkili olan faktörlerden bazıları kavramsal bazda şunlardır: AB ipotek piyasalarındaki çok yönlü kurumsal farklılıklar, son yıllarda gözlenen hızlı gelişim trendi, rekabet ve

<sup>47</sup> BIS, Basel II:International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework, June 2004, (<http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>)

<sup>48</sup> BIS Bank of International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, The New Basel Capital Accord: An Explanatory Note, 2001

teknolojik gelişmelerin piyasalardaki bilgi ve farkındalık seviyesini artırarak çağdaş yenilik (innovation), ürün ve modern dağıtım kanalları konusunda itici güç oluşturmaları, ipotek piyasasının parçalı (fragmented) bir yapı arzemesi, tek pazar, tek para, parasal birlik, sermaye piyasaları ve finansal entegrasyonun ipotek piyasaları üzerindeki etkileri.

Ayrıca, yeni finansal araçlar ve faiz oranlarında yakınsama (convergence), finansal serbestleştirme (deregülasyon) ve konsolidasyon politikaları, faiz oranlarındaki düşüş, e-ticaret, ayırışma (unbundling) eğilimi, ipotek kuruluşlarının hizmet sunma biçimlerindeki yapısal değişim, üçüncü şahıslarla daha esnek hizmet sunabilme ve Basel II düzenlemeleri gibi hususların da, dünyadaki diğer ipotek piyasaları üzerinde olduğu gibi, AB ipotek piyasalarının değişimi ve gelişimi üzerinde etkili olduğu sonuç ve kanaatine ulaşılmıştır.

Bu değişim ve gelişim dinamiklerinin devam edeceği, yakın gelecekte AB ve üye ülke ulusal ipotek piyasalarının tüm unsurlarıyla, çağdaş, gelişmiş, standartlaşmış ve tam bir ipotekli piyasa olma yolunda önemli mesafe katedeceği düşünülmektedir.

### 3. KAYNAKÇA

- AKÇAY, B., “Parasal Birlik ve AB İpotek Piyasaları”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Nisan 2004
- RENAUD, B., “Housing Finance in Emerging Finance: An Overview of

Current Issues”, in **Housing Finance in Emerging Markets**, , London, UK, March 2003

- ACAR, İ.A., “Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde Borçlanmanın Sonu: Maastricht Kriterleri Örneği”, **Ankara AB Çalışmaları Dergisi**, 2 (4), 2003
- BIS , **Basel II:International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework**, June 2004, (<http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>)
- BLACKIE, P. “What Is Happening European Capital Markets”, **European Mortgage Bond Conference**, EMF, 30 May 2002
- COLES, A., Why US and EU Markets are so Different”, **EMS-European Mortgage Federation** 2001
- COSTA, Christina, **Recent Developments in Europe’s Covered Bond Markets**, EMF, 6.2.2004
- DILLENBURG, G. **Basel II:New Directive on Capital Adequacy Treatment of Covered Bonds**, EMF, 28 Nov. 2003
- DUBEL, A., “Models in Mortgage Protection:European Evidence”, **Housing Finance International**, 12 (4), June 1998
- EARLEY, F., What Explain The Differences in Home Ownership Rates in Europe? HFI, September 2004
- EMF, 3rd Workshop on Housing Finance in Transitional Economies, December 2002
- EMF, The New Capital Adequacy Rules- Impact on European mortgage markets, Budapest, 9th October 2003

- EMF, Hypostat: Mortgage and Property Markets in the European Union and Norway, Brussels, 2001
- EUROSTAT, **Trends in Households in the European Union: 1995-2025**, Eurostat, Luxemburg, 2004
- FABOZZI, F.J.&MODIGLIANI, F., **The Handbook of Mortgage-Backed Securities**, Probus Pub.Comp. Chigago, 1992
- GEÇER, Turgay, “Basel II ve Kredi Riski: Kaos İçindeki Düzen”, **Active**, Mart-Nisan 2005, S.78-85
- GJEDE, Torben, **The Future of Covered Bonds**, EMF, December 2003
- GUGERELL-TUMPEL, Gertrude, “Capital Market and Financial Integrati on in Europe”, **EMF Conference 2004**, 7.12.2004
- HAMILTON, Charlotte, **Sizing Euro pe’s Online Mortgage** Forrester, 24 September 2003,
- HAN, Jun, “To Securitize or Not to Securitize? The Future of Commercial Real Estate Fundamentals, **Real Estate Finance**, Summer 1997
- HARDT, J. “Reg Roles in Market Development and Standardization”, Presented in **Developing Secondary Mortgage Markets in Southeast Europe Conference**, Bulgaria, 4-5 February 2003
- HARDT, J.& COSTA, C., The Challen ges of Developing Housing Finance Markets in Europe Are there Lessons to be Learned?, EMF, 4.11.2003
- HARDT, Judith, “Recent Developments in European Mortgage Markets”, HFI- Housing Finance International, December 2000
- HARDT, Judith,&EARLEY, F.,**Europe an Integration in The Mortgage Lending Industry: Developments Since The Euro**, EMF, 18.11.2003
- IFAC, “E-Commerce-Effect on the Audit of Financial Statements”, International Auditing Practice Statement-1013”, **Handbook of Interna tional Auditing, Assurance and Ethics Pronouncements**, 2003
- MANNING, D.“Mortgage Lending in the EU”, Presented in **FHB 5th Anniver sary Conference**, Budapest, 25.10.2002
- MILLES, D., **Housing, Financial Markets and the Wider Economy**, NY, John Wiley&Sons .Inc. USA 1994
- “**Mortgage Finance in Germany**”, ([http://www.euromonitor.com/Mortgage\\_finance\\_in\\_Germany\\_\(mmp\)](http://www.euromonitor.com/Mortgage_finance_in_Germany_(mmp)))
- “**Mortgage Finance in France**”,([http://www.euromonitor.com/Mortgage\\_finance\\_in\\_France\\_\(mmp\)](http://www.euromonitor.com/Mortgage_finance_in_France_(mmp)))
- “Mortgage Finance in UK”, ([http://www.euromonitor.com/Mortgage\\_finance\\_in\\_UK\\_\(mmp\)](http://www.euromonitor.com/Mortgage_finance_in_UK_(mmp)))
- OECD, European Mortgage Markets: Structure, Funding and Future Development, June 2000
- OECD, **Securitisation: An International Perspective**, Paris, 1995
- PRENDERGAST, N., “The Unbundling of the European Mortgage Markets”, **Housing Finance International**, September 2000
- PRYKE, M.,&WHITEHEAD, M.,“An Overview of Mortgage-Backed Securit

- sation in the U.K.”**Housing Studies**, Jan. 1994
- RENAUD, Bertrand, **Housing Finance Systems in Emerging Markets: An Overview Of Current Issues**, EMF,27.3..2003
  - SADOON, Claude, **Integrating Europe’s Mortgage Markets**, EMF,12.3.2003
  - STONE, Charles., **Asset Securitisation**, Euromoney Books, London, 1991
  - WALLEY, Simon, **Capital Adequacy: From Basel to Brussels**, EMF-European Mortgage Federation, May 2005
  - WALLEY, Simon, **European Mortgage Markets in A Changing Environment**, EMF, 21.3.2005
  - WANG, S., ve diğ erleri, “Market Structure and Real Estate Return”, **Real Estate Economics**, Vol.23, 2003
  - WYMAN, Mercer, Oliver, **Study on Financial Integration of European Mortgage Markets**, 27 November 2003
  - [www.forrester.com/ER/Research/Brief/Excerpt/0,1317,32711,00.html](http://www.forrester.com/ER/Research/Brief/Excerpt/0,1317,32711,00.html)), ([www.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=106](http://www.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=106))