

TÜRK BANKACILIK SİSTEMİNDE KONUT KREDİLERİ: İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMET VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMET UYGULAMALARI

Aydın Burak GÜL^[*]

Öz

Bu makale Türk bankacılık sisteminde özellikle son yıllardaki kredi büyümesi sonucunda kredi mevduat oranının geldiği seviyeyi dikkate alarak banka bilançolarının içerisindeki konut kredilerine, bu kredilerin fiyatlanma dinamiklerine, mevduat ile fonlanma durumlarına odaklanmakta, bir fonlama alternatifi olarak menkul kıymetleştirme potansiyelleri üzerine değerlendirmelerde bulunmaktadır. Konut kredilerinin üç aya kadar vadelerde yoğunlaşan vadeli mevduat ile finanse edilmelerinde, zorunlu karşılık, vade uyumsuzluğu riski ve kanunen tüketicie tanınmış düşük bedelli erken kapama hakkı faktörlerinin dikkate alınarak matematiksel olarak nasıl fiyatlama yapılması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu faktörler doğrultusunda yapılan teorik fiyatlama ile pratikte piyasadaki fiyatlamalar arasındaki farkın yarattığı risk bankacılık sisteminin bilançolarında karşılığı alınamadan taşınmaktadır. İpotek Teminatlı Menkul Kıymet (İTMK) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (İDMK) modelleri konut kredisi finansmanında mevduata bir alternatif olabilirler. Yasal çerçevesi Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çizilmiş olan bu iki model karşılaştırıldığında, pratikte Türk bankacılık sistemi için Amerika Birleşik Devletleri piyasasında yaygın olan İDMK'ların değil, Kıta Avrupası'nda sıklıkla kullanılan İTMK'ların daha uygun olduğu görülmektedir. Piyasa gelişmeleri de bu yöndedir. Kıta Avrupası'ndaki İTMK piyasasına ilişkin büyüklük, para birimi ve faiz tipi bilgilerinin paylaşılmasının ardından, sistemdeki tek örnek olan Vakıfbank işleminden hareketle İTMK'ların konut kredisi portföylerini hangi risklerden arındıramadığı ve ihraçlarının yapıldığı para biriminin ihraıya etkisi ele alınmaktadır. Türkiye'nin demografik yapısı ve şehirleşmesi ele alındığında konut finansmanının gelecekte de kritik önem taşıması muhtemeldir, bu nedenle bu ilk ihraç özellikle likidite yaratma açısından çok önemlidir. Öte yandan İTMK'ların bankacılık sisteminin risk optimizasyonu açısından daha etkin olabilmeleri için Türk Lirası cinsinden ihraç edilebilmeleri kritiktir ve mevcut durumda özellikle fiyatlama dinamikleri açısından bunun önünde önemli engeller bulunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Konut Kredisi Fiyatlama, Faiz Riski, İpotek Teminatlı Menkul Kıymet.

Jel Kodları: G12, G21, G28.

[*] Stratejik Planlama ve İç Geliştirme Grup Direktörü, TEB, aydinburak.gul@teb.com.tr

RESIDENTIAL MORTGAGE LOANS IN THE TURKISH BANKING SYSTEM: COVERED BONDS AND RESIDENTIAL MORTGAGE BACKED-SECURITIES

Abstract

This paper considers new levels of the loan-to-deposit ratio of the Turkish banking system after significant loan growth in recent years and focuses on mortgage loans. Taking their current pricing dynamics into account, securitization potentials are evaluated as an alternative financing. Mortgage loans are currently financed through term deposits with maturities until 3 months. The paper tries to define mathematical fair pricing by calculating mandatory reserve cost, maturity mismatch risk and cheap early termination option guaranteed to customers by law. The risk generated by the deviation of that theoretical price from current market prices is on the banking system. Alternatives to deposit financing may be securitization via Covered Bonds (CB) or Residential Mortgage Backed Securities (RMBS). The legal framework for those models is defined by Capital Markets Board. For practical reasons, CB's (widely used in Europe) seem more appropriate for Turkish banking system than RMBS's (widely used in United States). After information is shared regarding the size, currency and interest type of European CB's, Vakıfbank Issue is considered to explain what types of risks of mortgage portfolios are not eliminated by CB's and the effect of the issued currency. Taking into account the demography and urbanization in Turkey, most probably, housing finance will continue to be crucial. Therefore, that first bond issue is quite important from liquidity generation perspective. However, so that CB's may be more effective, issuance in local currency is critical for risk optimization and with the current pricing dynamics there are some boundaries in front of that.

Keywords: Residential Mortgage Loan Pricing, Interest Rate Risk, Covered Bond.

Jel Codes: G12, G21, G28.

Giriş

Türk bankacılık sistemi 1999-2006 yılları arasında çok ciddi bir konsolidasyondan geçmiştir ve 1999 yılında 81 olan banka sayısı 2006 yılında 50 düzeyine düşmüştür (BDDK Aylık Bülten, Aralık 2016). Bunu takip eden yıllarda ise banka sayısı bu düzeyde seyretmiştir. Sistemin belirli bir dengeye oturduğu 2006 yılı referans noktası olarak alınırsa geçtiğimiz 10 yılda sistemin aktiflerinin %17'lik bir birleşik yıllık büyüme oranı (Compound Annual Growth Rate - CAGR) ile büyüdüğü görülür. Kredi büyümesi bu dönemde %20,7 olurken, mevduat büyümesi %15,2 olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılında kredilerin ve mevduatların GSYH'ya oranı sırasıyla %75,7 ve %63,8 şeklindedir (BDDK Aylık Bülten, Aralık 2016). Euro Bölgesi'ndeki 19 ülkenin bankacılık sektörlerinin ortalama Kredi/GSYH ve Mevduat/GSYH oranları ise aynı yıl sırasıyla %166,2 ve %163,6 seviyelerindedir (Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Global Covered Bond Programme, 2016, 235). Bu rakamlar bir bakış açısıyla Türk bankacılık sisteminin penetrasyonunun düşük olduğu şeklinde yorumlanabilir. Öte yandan kişi başı GSYH'nın bir fonksiyonu olan tasarruf oranının düşüklüğü de burada önemli bir fren mekanizması olarak karşımıza çıkmaktadır. Sistemde

büyüme kredi tarafında kolay iken, mevduat tarafında zor olmaktadır. Tasarrufun kısıtlı oluşu kendisini vadeli mevduat maliyetlerinin Merkez Bankası fonlama oranının belirgin şekilde üzerinde olması noktasında göstermektedir. Bu durum likiditenin kıt bir kaynak olması nedeniyle pahalı olduğuna işaret etmektedir.

Sektörün uluslararası likiditenin görece yüksek olduğu yıllarda rahat borçlanabilme kapasitesi kredi büyümesinin bir kısmının yurtdışı kaynaklar ile finanse edilmesini mümkün kılmıştır. Öte yandan hem faiz oranlarının hem de oynaklığın yüksek olduğu daha önceki yıllara nispeten faizlerin daha aşağı seviyelerde dengelenmesi vadelerin uzamasına, devletin borçlanma ihtiyacının azalması da kaynakların kredilere ayrılabilmesine imkan sağlamıştır. Bu şekilde bilançolardaki bono portföyleri azalmış, krediler hızla artmıştır. Kredi büyümesi mevduat büyümesinden daha yüksek seyretmiş ve gelinen noktada kredilerin mevduat ile fonlanmasında sınırlara yaklaşmıştır.

Konut kredileri, bankacılık sistemi bilançosundaki varlıklar içerisinde teminatın niteliği anlamında oldukça farklı bir yere sahiptir. Geçmişte verilmiş kredilerden hareketle bankacılık sisteminin bugününe likidite sağlamak açısından en önemli potansiyel bu kredilerdedir. Özellikle bilanço dışı olarak çıkarılarak menkul kıymetleştirme yapılabilirse, sadece likiditeye değil aynı zamanda sermaye yeterlilik rasyolarına da kayda değer katkı sağlanır. Gelecekte ise Türkiye açısından oldukça önemli olan inşaat sektörünün potansiyelini gerçekleştirmesi, önemli ölçüde konut finansmanının bankaların kısıtlı mevduat kaynakları haricinde gerçekleştirilmesine bağlı olacaktır. Bu nedenle yüksek teminat niteliğine sahip bu ürünlerin finansmanı için bir pazarın ortaya çıkması önemlidir, bunun için de bazı şartların yerine getirilmesi gerekmektedir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Türk bankacılık sektörünün kredi ve mevduat seviyeleri, fonlama ihtiyacı ve özellikle konut kredisi fiyatlamada dinamikleri hakkında bilgi verilmektedir. İkinci bölümde mevduata dayalı konut kredisine alternatif konut finansmanının yasal çerçevesi aktarıldıktan sonra İTMK ve İDMK ihraçlarının Türkiye piyasasına uygunluğu değerlendirilmekte ve İTMK piyasalarına ilişkin ülke örnekleri verilmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde Vakıfbank İTMK'sı üzerinden risklere ve Türk Lirası cinsinden yapılabilecek ihraçların olası zorluklarına değinilmektedir.

1. Türk Bankacılık Sisteminde Konut Kredileri ve Mevduata Dayalı Fiyatlamaları

Konut kredileri, Türk bankacılık sistemi sınıflandırmasında, toplam kredilerin %31'ini oluşturan işletme kredilerinin ardından ikinci büyük kredi tipi olan ve toplam krediler içindeki payı %20 düzeyinde olan tüketici kredileri içerisinde yer alır. Konut, taşıt ve ihtiyaç kredilerinden oluşan tüketici kredilerinin yaklaşık yarısını oluşturan konut kredileri bu şekilde toplam kredilerden de %9,4 pay almaktadır. Bankacılık sisteminin pasif havuzunun en önemli kısmını oluşturan mevduatların maliyet ve vade yapısı gibi özellikleri tüm kredilerin fiyatlanmasında belirleyici unsurdur. Konut kredileri özelinde vade yapısı ve geri ödeme dinamikleri, mevduatların ilgili özelliklerinden önemli farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıkların hesaplamalarda dikkate alınması ve fiyatlamaların bu doğrultuda yapılması Türk bankacılık sisteminin ileride de karlılık düzeyini koruyarak konut finansmanını sürdürmesi açısından kritiktir (BDDK Aylık Bülten, Aralık 2016).

I.1. Mevduatın Krediyi Karşılama Gücü ve Konut Kredilerinin Krediler İçindeki Payı

Türk bankacılık sistemin gelişimini ve konut kredileri ile mevduatların bu gelişim içindeki yerini ortaya koymak amacıyla Tablo 1'de bankacılık sistemine ilişkin toplam aktifler, krediler, mevduatlar, özkaynaklar ve sermaye yeterlik rasyosu gibi seçilmiş göstergelere yer verilmektedir. 1999 yılında 81 olan banka sayısının 2006 yılında 50'ye gerilemesinden ve sistemin konsolidasyonundan sonra hızlı bir büyüme yaşanmıştır.

Tablo 1: Türk Bankacılık Sistemine İlişkin Seçilmiş Göstergeler (milyon TL)

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Kasım 2016
Toplam Aktif	482.248	559.630	720.724	803.798	962.295	1.212.374	1.335.794	1.653.621	1.935.460	2.346.578	2.702.173
Krediler	214.343	275.318	370.197	384.879	498.454	675.575	774.679	1.009.956	1.200.139	1.468.864	1.704.254
Mevduatlar	303.132	342.289	439.143	502.182	587.534	687.458	751.728	910.883	1.019.878	1.238.231	1.430.836
Kredi / Mevduat	%71	%80	%84	%77	%85	%98	%103	%111	%118	%119	%119
Konut Kredisi	21.422	29.308	35.779	40.942	56.113	72.737	83.151	107.980	122.924	141.745	160.530
Konut Kredisi / Krediler	%10	%11	%10	%11	%11	%11	%11	%11	%10	%10	%9
Özkaynaklar	58.626	74.875	84.467	108.918	131.785	143.310	176.868	193.698	229.887	259.059	294.338
SYR	%22,2	%19,0	%17,5	%20,4	%19,3	%16,4	%17,4	%15,6	%16,6	%15,5	%15,3

Kaynak: BDDK Aylık Bülten, Aralık 2016

Son 10 yılda sistemin aktif büyüklüğü 5,6 katına çıkmıştır. Krediler 8 katına çıkarken, mevduat ise 4,7 katına çıkmıştır. Bunun bir yansıması olarak kredi-mevduat rasyosu %70 düzeyinden %120 düzeyine doğru yaklaşmıştır. Konut kredileri de bu zaman zarfında 7,5 katına yükselmiştir.

Son yıllarda Türk bankacılık sistemine ilişkin göstergelerin artış hızının yüksekliğinin önemli sebeplerinden biri, göstergelerin değişime oldukça düşük bir seviyeden başlamalarıdır. Yüksek bütçe açıkları nedeniyle bankaların kaynaklarının önemli bir kısmını devlet iç borçlanma senetlerine yönlendirmeleri, orta-uzun vadeli belirsizliklerden ötürü kredi vadelerinin kısa kalması ve enflasyona paralel yüksek seyreden faiz hadleri nedeniyle aylık geri ödemelerin hane halklarının ödeme gücünün üzerinde olması; 2004 yılına kadar bir konut kredisi piyasasının oluşumunu engellemiştir. Sonrasında düşen enflasyon, ona bağlı olarak istikrar kazanan faiz hadleri, uzayan vadeler ve düşen kamu borçlanması doğrultusunda konut kredilerinde de diğer kredilerde olduğu gibi hızlı bir büyüme yaşanmış ve son 10 yılda konut kredilerinin GSYH'ya oranı da %3 seviyelerinden %6 seviyelerine yükselmiştir.

Tablo 2: Enflasyon ve Konut Kredisi Faizleri (%)

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Enflasyon	9,60	8,76	10,44	6,25	8,57	6,47	8,89	7,49	8,85	7,67
Konut Kredisi Faizi	18,27	18,30	18,63	15,60	11,05	11,59	12,40	9,69	11,86	12,32

Kaynak: Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Global Covered Bond Programme, 2016, 227

Tablo 2'de enflasyonun düşmesinin ardından önemli bir gecikmeyle konut kredisi faizlerinin de gerilediği ve belirli bir seviyede konsolide olduğu görülmektedir. Konut kredilerinin önemli

nominal artışlar göstermesi de ancak faiz hadlerinin görece düşük seviyelerde istikrar kazanmasıyla 2010 yılından itibaren olmuştur.

Toplam kredi büyümesinin mevduat büyümesinden daha hızlı gerçekleşmesi sonucunda kredi-mevduat rasyosunda da belirli bir artış görülmüştür. Konut kredilerinin önemli bir özelliği, teminatlı yapısı itibarı ile kendini fonlama potansiyelinin varlığıdır. Konut kredileri büyümeyi sürdürecek ise, mevduatın haricinde bir kaynak yaratıp yaratamaması hususu önem kazanmaktadır. şehirleşme oranının %90 düzeyinde olması ve ortalama yaşın 31 seviyesinde bulunması, nüfus dinamikleri açısından konut kredisi talebinin sürmesi ihtimalini yüksek tutmaktadır. Bu noktada önce konut kredilerinin teorik fiyatlamaya dinamikleri incelenecek, piyasa faizleri ile rasyonel fiyatlamalar arasındaki farklar tartışılacak, ardından konut kredilerinin kendini fonlama alternatifleri üzerinde durulacak ve Türkiye piyasasına daha uygun olduğu değerlendirilen fonlama alternatifine ilişkin yurtdışı örnekler verildikten sonra bu alternatifin başarılı olmasının hangi faktörlere bağlı olduğu incelenecektir.

1.2. Vadeli Mevduata Dayalı Konut Kredisi Fiyatlamasının Dinamikleri

Bankacılık sisteminde kredi-mevduat rasyosuna bakılırken doğal olarak vadeli ve vadesiz mevduatın toplam tutarı dikkate alınmakla beraber, mevcuda ilave bir kredi maliyeti hesaplanırken vadeli mevduatın oranından yola çıkılması gerekmektedir. Zira vadesiz mevduat vadeli mevduatın bir fonksiyonu olarak ona paralel şekilde bilançoda yerini almamakta, daha çok bankaların müşterileri ile başka çalışmalarının sonucu olarak ortaya çıkabilmektedir. Vadeli mevduata dayalı konut kredisi fiyatlamasının dinamikleri ise řu şekilde sıralanabilir:

a. Zorunlu Karşılık Maliyeti: Vadeli mevduatın müşteriye ödenen maliyeti zerine Merkez Bankası'nda tutulması gereken zorunlu karşılık maliyeti ilave edilmelidir. Bu maliyet müşteriden toplanan mevduatın bir kısmının piyasa faizinden daha düşük bir faiz ile Merkez Bankası'nda tutulması neticesinde ortaya çıkar. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın internet sitesinde hangi para birimindeki hangi vadeli mevduat için yüzde kaç oranında zorunlu karşılık tutulması gerektiği ilan edilmektedir.

b. Vade Uyumsuzluğu Maliyeti: İkinci maliyet bileşeni vadeli mevduat ile konut kredisinin vade uyumsuzluğunun yarattığı riskin bertaraf edilmesi için yapılan işlemlerin maliyetidir. Türk bankacılık sistemindeki konut kredilerinin tamamına yakını Türk Lirası cinsinden ve sabit faizlidir. 2015 sonu itibarı ile Merkez Bankası verilerine göre %85'inin vadesine kalan süre 10 yılın altındadır. Teoride 240 aya varan vadeler bulunmakla beraber genellikle bu faiz seviyelerinde 10 yıldan daha uzun vadelere gitmenin konut kredisi müşterisi için cazibesi düşüktür. Zira faiz seviyesinden dolayı aynı borcun vadesini 10 yıldan 15 yıla uzatmak, 5 yıl daha borçlu kalmayı mantıklı kılacak kadar aylık taksit ödemesi düşüşü sağlamamaktadır. Tablo 3 buna dikkat çekmek amacıyla 100.000 TL tutarlı bir kredinin farklı faiz senaryolarında aylık geri ödeme tutarlarını derlemektedir. Örneğin aylık %1 faiz oranına sahip bir kredide vadeyi 10 yıldan (120 aydan) 15 yıla (180 aya) uzatmak aylık taksit ödemesini sadece 1.435 TL'den 1.200 TL seviyesine

indirmektedir. 5 yıl süreyle daha borçlu kalacak olmanın aylık ödeme açısından yarattığı avantaj 235 TL ile sınırlı kalmaktadır.

Tablo 3: 100.000 TL Konut Kredisi Aylık Faizi ve TL Geri Ödemesi

Faiz Oranı	60 ay	90 ay	120 ay	150 ay	180 ay	240 ay
0,70	2.047	1.501	1.235	1.079	979	862
0,80	2.105	1.563	1.299	1.147	1.050	939
0,90	2.164	1.626	1.366	1.218	1.124	1.019
1,00	2.224	1.690	1.435	1.290	1.200	1.101
1,10	2.286	1.756	1.505	1.364	1.278	1.186
1,20	2.348	1.823	1.577	1.441	1.359	1.273
1,30	2.411	1.892	1.650	1.519	1.441	1.361

Kaynak: Tablo yazar tarafından oluşturulmuştur.

Sistemdeki konut kredilerinin belirtildiği gibi 10 yıla varan vadelerine karşılık mevduatlar genellikle 1-3 ay vade aralığında yoğunlaşmaktadır. Dolayısıyla bankacılık sistemi konut kredilerinde oldukça kısa bir mevduat vadesi ile örneğin 10 yıllık bir konut kredisinin 5 yıllık ağırlıklı ortalama vadesi (durasyon) arasındaki vade uyumsuzluğu riskine maruzdur ve bunu fiyatlamaya yansıtmalıdır. Bu vade uyumsuzluğunun faiz riski bileşeni Para Takası Nitelikli Faiz Swapı (Foreign Exchange Implied Interest Rate Swap - FX Implied IRS) işlemleri ile bertaraf edilebilirken, likidite riski bileşeni açıkta kalmaktadır. Fakat mevduat maliyetlerinin Türk Lirası için Risksiz Faiz Oranı olarak değerlendirilebilecek Merkez Bankası Haftalık Repo Oranının %3 kadar üzerinde olması gerçeğinden hareketle, sonraki bölümdeki hesaplamada likidite riskinin mevduat maliyetinin içinde var olduğu kabullenmesi yapılacak ve ilave bir likidite riski maliyete eklenmeyecektir.

c. Erken Kapama Opsiyonu: Tüketiciyi Koruma Kanunu (No: 6502) kapsamında konut kredisi kullanan bireylerin vadeye kalan süre dikkate alınmaksızın kalan anapara üzerinden %2 ceza ödeyerek krediyi kapatma hakkı vardır. Bu durum normal şartlar altında düşen faiz ortamında tüketicilere yeniden finansman olanağı sağlarken, bankalar açısından vade uyumsuzluğu riskini bertaraf etme amaçlı yaptıkları swap işlemlerinin açıkta kalması ve zarar yaratması sonucunu doğurmaktadır. Para takası (Swap) üzerine yazılmış Bermuda tipi^[1] opsiyon (Bermudan Swaption) işlemleri ile bertaraf edilebilen bu risk de fiyatlamada dikkate alınmalıdır. (TCMB Zorunlu Karşılık Oranları, www.tcmb.gov.tr, (15.12.2016); Myint, Stanley, Fabrice Famery (2012), “Corporate Financial Risk Management” 53-68, 147-157 ; Bouzoubaa, Mohammed, Adel Osseiran, (2010), “Exotic Options and Hybrids”, 271)

[1] Bermudan Swaption veya Bermudan Style Callable Swap: Para takası işleminde sabit faizi ödeyen tarafın, para takası işlemini belirli tarihlerde ve birden fazla defa geri çağırma hakkı bulunan tip opsiyon (Bouzoubaa, Mohammed, Adel Osseiran, (2010), “Exotic Options and Hybrids”, 271)

1.3. Konut Kredisi Fiyatlamasına İlişkin Bir Uygulama

Aşağıda konut kredisi fiyatlama dinamikleri dikkate alınarak, mevduat ile finanse edilmesi durumunda 10 yıl vadeli konut kredisinin fiyatlama örneğine yer verilmiştir.

a. Zorunlu Karşılık Maliyeti: 3 aya kadar vadeli mevduatın zorunlu karşılık oranı %10,5 seviyesindedir. Zorunlu karşılık maliyeti; “Müşteriden örneğin %11 mevduat oranı ile alınan 100 birim mevduatın 89,5 biriminden %11’in ne kadar üzerinde faiz kazanılmalıdır ki, Merkez Bankası’nda daha düşük bir faizle tutulan 10,5 birimin yaratacağı zarar karşılsın?” sorusunun matematiksel cevabıdır. 10,5 birim Merkez Bankası’nda örneğin %4 faiz ile tutulursa $89,5 \times X + 10,5 \times \%4 = 100 \times \%11$ denkleminin çözümlü ile elde edilen $X = \%11,82$ faiz oranı mevduatın etkin maliyetini, $\%11,82 - \%11,00 = \%0,82$ ise zorunlu karşılık maliyetini vermektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) mekanizması nedeniyle bankaların Türk Lirası cinsi mevduatlar için de yabancı para cinsi zorunlu karşılık tutma hakları bulunmaktadır. Yabancı para cinsi zorunlu karşılıkta faiz kaybı daha düşük olduğundan bu hak zorunlu karşılık maliyetini aşağı çekmektedir. Farklı bankaların farklı yabancı para fonlama maliyetleri olduğundan zorunlu karşılık maliyeti için kesin bir hesaplama yapmak mümkün değildir. Fakat bu maliyetin **%0,50-0,70** aralığında olduğunu varsaymak mantığa aykırı olmaz.

b. Vade Uyumsuzluğu Maliyeti: 3 ay vade ile alınan bir mevduatın 10 yıl vadeli bir konut kredisi olarak kullanılmasını ele alalım. 10 yıl vadeli ayda bir eşit anapara + faiz ödemeli bir konut kredisinin durasyonu yaklaşık 5 yıldır. Bu işlem 3 aya karşı 5 yıllık bir vade uyumsuzluğu yaratmaktadır. Bu uyumsuzluğun yarattığı faiz riski piyasa koşullarında genellikle Para Takası Nite-likli Faiz Swapı ile bertaraf edilmeye çalışılmaktadır. Tablo 4’te Para Takasına (Swap), Faiz Swapı’na (Interest Rate Swap - IRS) ve ift Paraya Dayalı Swap’a (Cross Currency Swap - XCCY) yer verilmiştir.

FX Implied IRS 3 aylık para takası ile 5 yıllık XCCY arasındaki bir takası ifade eder. Tablo 4’te solda 3M ile gösterilen 3 aylık para takasının Türk Lirası tarafı fiyatı 9,010 – 9,110 oranlarıdır. Aynı tabloda sağ alt tarafta 5 yıllık XCCY fiyatı 10,74 – 10,84 oranları şeklinde görölmektedir. Bu iki değer arasındaki fark, her iki faizde de aralığın orta noktasını alırsak 9,06 – 10,79 rakamları doğrultusunda **%1.73** olmaktadır. Bu rakam bugünden bakıldığında vade uyumsuzluğunu bertaraf etmenin 5 yıl süreyle ödenecek sabit maliyeti anlamına gelmektedir. Bir başka bakış açısıyla faiz eğrisinin 3 aylık vadesi ile 5 yıllık vadesi arasındaki farkın doğru şekilde fiyatlamaya yansıtılmasına hizmet edecek rakamdır.

Tablo 5: Farklı Vadelere Ait Para Takası Üzerine Yazılmış Bermuda Tipi Opsiyon Maliyetleri

Swap Vadesi	Sabitlenecek Faiz Oranı (%)	Opsiyonun Maliyeti (%)
1 yıl	10,52	0,18
2 yıl	10,84	0,86
3 yıl	10,87	1,97
4 yıl	10,84	3,17
5 yıl	10,79	4,35
6 yıl	10,74	5,58
7 yıl	10,68	6,67
8 yıl	10,63	7,69
9 yıl	10,57	8,63
10 yıl	10,52	9,51

Kaynak: Tablo yazar tarafından oluşturulmuştur.

Erken kapama opsiyonu fiyatlaması bir başka makalenin konusu olabilecek teknik detaylara sahip olmakla birlikte, erken kapama priminin aslında faize yedirilmesi mümkün olmayan bir maliyet olduğunu belirtmek gerekir. Çünkü faiz kredi açık kaldığı sürece ödenirken, erken kapama durumunda artık ödenmez hale gelmektedir. Bu nedenle de müşteri den başlangıçta tahsil edilemeyen bir erken kapama priminin sonradan tahsil edilme ihtimali müşterinin tercihine kalmaktadır. İdeal dünyada müşteri erken kapama opsiyonundan doğan primi, tıpkı para takası üzerine yazılmış Bermuda tipi opsiyonu alması halinde bankanın ödediği gibi, başlangıçta ödemelidir. %2 erken kapama cezası genellikle bu maliyeti karşılamamaktadır, çünkü müşteriler rasyonel davranmaları durumunda faiz düşüşünden elde edecekleri yeniden finansman kazancı %2’lik cezadan fazla olmadığı durumlarda kredilerini zaten kapatmamaktadırlar. Fakat hesaplama kolaylığı açısından bu örnekte hesaplanan primler yıllık hale getirilerek faize ekleneceklerdir.

Bu çerçevede “Matematiksel Fiyatlama”; mevduat maliyeti üzerine Zorunlu Karşılık, Vade Uyumsuzluğu ve Erken Kapama gibi maliyetlerin eklenmesiyle oluşmaktadır. Bu teorik fiyatlamaya Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6: Teorik Fiyatlama (%)

Konut Kredileri			TL Mevduat								
Aylık	Yıllık Basit	Yıllık Bileşik	Gerçek Maliyet	Erken Kapama Opsiyonu Maliyeti	Para Takası Nitelikli Faiz Swap'ı Maliyeti	Yıllık Bileşik	Etkin Aylık Mevduat Maliyeti	Zorunlu Karşılık	Aylık Mevduat Maliyeti	Stopaj	Müşterinin Net Mevduat Geliri
0,70	8,40	8,73									
0,80	9,60	10,03									
0,90	10,80	11,35									
1,00	12,00	12,68									
1,10	13,20	14,03									
1,16	13,92	14,84	14,84	0,87	1,73	12,24	11,60	0,60	11,00	0,15	9,35
1,20	14,40	15,39									
1,30	15,60	16,77									

Kaynak: Tablo yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 6'nın sol kısmı farklı aylık konut kredisi faizlerinin sırasıyla yıllık basit ve yıllık bileşik faiz karşılıklarını göstermektedir. Sağ kısım ise %11 müşteri faizi ile alınan mevduatın üzerine bahsedilen maliyetlerin eklenmesi ile sola doğru ilerlemektedir. %15 stopaj nedeniyle banka müşterisine %11 faiz ödediğinde müşterinin eline %9,4 faiz geçmektedir.

Bu dinamikler ve kabullenmeler ile mevduat sahibine %9,4 faiz geliri kazandıran bir mevduattan hareketle bir konut kredisinin hiçbir Kredi Riski, Operasyonel Risk, Operasyonel Maliyet, Sermaye Kullanımı Maliyeti ve Kâr Marjı eklenmemiş haliyle fiyatı %14,84 olmaktadır, bu rakamın aylık ifadesi ise %1.16 faiz olmaktadır.

Hali hazırda bankacılık sistemi çok daha düşük fiyatlarla konut kredisi kullanırmaktadır. Teorik ideal fiyatlama ile pratik fiyatlamanın arasındaki makas oldukça geniştir. Bu durum, bankaların piyasa payı almak karşılığında belirli bir zararı kabul etmeleri, konut kredilerinin kanca ürün niteliği taşıması, bu tip kredilerin müşteri sayısını artırma üzerinden karlılığa katkı sağladıkları kabullenmesi, kredi fiyatlamalarında pasif maliyetinde vadeli mevduat ile beraber vadesiz mevduatı da hesaba katan yaklaşımlar gibi çeşitli hususlarla açıklanmaya çalışılmaktadır. Fakat bu savlar yukarıdaki fiyatlama metodunun yanlışlığını göstermek açısından yeterli değildir. Konut kredilerindeki büyüme devam edecek ise gerek mevduat ile fonlama durumunda gerekse gelecek bölümde aktarılacak fonlama şekilleri kullanıldığında bu fiyatlama daima belirleyici nitelik taşıyacak ve bankaların bu kredi tipindeki karlılığını doğrudan etkileyecektir.

2. Mevduata Dayalı Konut Kredisine Alternatif Konut Finansmanı Seçenekleri

Birinci bölümde fiyatlama dinamikleri detaylı olarak ele alınan konut kredilerinin mevduata dayalı finansmanının bankacılık sistemi açısından zorlukları dikkate alındığında ve konut sektörünün ülke ekonomisindeki yeri gözetildiğinde, farklı finansmanın seçeneklerinin önemi ortaya çıkmaktadır. Konut kredilerinin değerli teminatlarının varlığı bu alanda gelişmiş ülkelerde

yaygın kullanımını olan ipotek teminatlı menkul kıymet (İTMK) ve ipoteye dayalı menkul kıymet (İDMK) ihracı alternatiflerine işaret etmektedir.

2.1. Yasal ereve

Mevduata dayalı konut kredisi finansmanına alternatif yaratabilecek finansman piyasasının sağlıklı işleyebilmesi için, özellikle de henüz var olmayan ve yeni oluşacak bir piyasa için öncelikle yasal çerçevenin net olarak ortaya konması oldukça önemlidir. Konut finansmanı konusunda bu ereve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğleri ile çizilmiştir.

a. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

Konut finansman sisteminin uzun yıllardır etkin bir biçimde uygulandığı gelişmiş ülkelerde ve kurumsal bir konut finansman sistemi kurma çabasında olan gelişmekte olan ülkelerde, ipotekle teminat altına alınmiş konut kredisi veren kurumların en önemli finansman kaynaklarından biri olan ve yurtdişi uygulamalarda “mortgage covered bonds” olarak adlandırılan İTMK’lar, aynı zamanda Avrupa Komisyonu Finansal Hizmetler Aksiyon Planı’na göre Avrupadaki mali piyasaların entegrasyonunu sağlayacak en önemli sermaye piyasası araçlarından da biridir. İTMK ihraç eden kredi kuruluşu, adi tahvil ihraç etmek yerine konut kredilerinden doğan alacaklarını teminat göstermekte ve bu sayede daha düşük faizle fon temin etmeyi hedeflemektedir. İTMK’ların daha düşük faizle ihraç edilebilmesinin arkasında alacağa ve nihai olarak alacağın da teminatı olan ipoteye dayanması yatmaktadır. İhraççı bankanın mali durumu bozulsa dahi tüketicilerden gelen kredi geri ödemeleri öncelikle İTMK sahiplerinin alacaklarının ödenmesinde kullanılmaktadır. Tüketicilerin geri ödemeleri yapamaması durumunda ise ipotekler paraya çevrilmekte ve İTMK sahiplerinin alacakları ödenmektedir.

Birçok ülkenin yerel piyasalarında birbirinden farklı özellikleriyle uzun yıllardır konut finansmanında kullanılan bir araç olan İTMK’ların uluslararası piyasalarda yaygınlaşması, likit bir piyasa enstrümanı olarak görülmesi ve kurumsal yatırımcılar tarafından talep görmesi sonrasında, bu menkul kıymetlerin standardizasyonunu sağlamak amacıyla, Avrupa’nın birçok gelişmekte olan ülkesi kanunlarını yenilemiş, etkin bir konut finansman sistemi kurmak için çalışma başlatan ülkeler ise İTMK’ları sermaye piyasalarına kazandırmıştır. Türkiyede de modern bir konut finansman sisteminin kurulmasına yönelik olarak Konut Finansmanı Sistemine İlişkin eşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun (No: 5582) hazırlanmıştır. Kanun’un 8. maddesi ile değiştirilen, Sermaye Piyasası Kanunu’nun (SPKn) 13/A maddesinin son fıkrasında, İTMK ihraç limiti, ihraç şartları, teminat havuzundaki varlıkların riskten korunması amacıyla yapılabilecek sözleşmeler ve bu menkul kıymetlerin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kaydına alınmasına ilişkin usul ve esaslar ile İTMK’larla ilgili diğer hususların SPK tarafından belirleneceği hükümleri yer almaktadır. SPKn’nun anılan maddesinin SPK’ya verdiği yetkiye dayanılarak özellikle Kıta Avrupası’nda yaygın olarak kullanılan İTMK’ların, ipotekli kredilerin finansmanında kullanılması amacıyla Seri:III, No:33 sayılı “İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” hazırlanmıştır.

b. Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

İDMK'lar ve Konut Finansmanı Fonları uluslararası uygulamalarda "securitization" olarak bilinen "menkul kıymetleştirme" işlemleri temel olarak işletmelerin sahibi oldukları kredilerin veya diğer alacakların "special purpose vehicles (SPV)" olarak bilinen özel amaçlı kurumlara transfer edilmesi suretiyle menkul kıymet ihraç edilmesine dayalı bir yapılandırılmış finansman tekniğini ifade etmektedir. Yurtdışında özel amaçlı kurumlar tarafından ihraç edilen ve "mortgage backed securities" olarak adlandırılan İDMK'lar, menkul kıymetleştirme işlemlerinde kullanılan en önemli finansal araçların başında gelmekte ve özellikle Anglo-Sakson sistemlerde yaygınlıkla kullanılmaktadır.

İDMK ihracı yoluyla menkul kıymetleştirme yapılması gerek ihraççılar gerekse yatırımcılar için çeşitli avantajlar sağlamaktadır. İyi yapılandırılmış bir İDMK ihracı, İDMK'lara dayanak olan varlıkların ihraççının bilançosu dışına çıkarılmasına ve bu varlıklara ilişkin kredi, likidite ve erken ödeme risklerinin başka bir kuruma devredilmesine imkan tanımakta, finansman maliyetlerini, bilanço içi vade-faiz uyumsuzluğunu ve sermaye gerekliliğini azaltabilmekte, likiditesini ve kârlılığını artırabilmektedir. İDMK'lar yatırımcılar açısından da, yüksek kalitede varlıklardan oluşan bir havuza yatırım yapabilmeye olanağına sahip olunması ve portföy çeşitliliği yaratması nedeniyle önemli bir yatırım alternatifi niteliğindedir. Türkiye'de modern bir konut finansman sisteminin kurulmasına yönelik olarak hazırlanan 5582 sayılı Kanun'un 12. maddesi ile SPKn'ye eklenen 38/B maddesinin ikinci fıkrasında ise, "Konut Finansmanı Fonu" kurucuları, fon portföyünde yer alan kredilerin ve bunlarla bağlantılı işlemlerin ödemelerine aracılık edenler, fon kurma limiti, portföyün riskten korunması veya kredi değerliliğinin artırılması amacıyla yapılan sözleşmeler dahil fon portföyüne alınabilecek varlık türleri, portföy sınırlamaları ile İDMK'ların ihraç ve SPK kaydına alınmasına ilişkin usul ve esasların SPK tarafından belirleneceği hükümleri yer almaktadır. SPKn'nun anılan maddelerinin SPK'ya verdiği yetkiye dayanılarak İDMK'ların, ipotekli kredilerin finansmanında kullanılması amacıyla Seri:III, No:34 sayılı "Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" hazırlanmıştır.

2.2. İTMK ve İDMK'ların Özellikleri

Tablo 7'de İTMK ve İDMK'lara ait özellikler genel hatlarıyla karşılaştırılmaktadır. Anglosakson dünyasında yaygın olan İDMK'ların konut kredisi portföyünü bilanço dışına çıkarmaları ve bu doğrultuda riski de ortadan kaldırarak sermaye yeterliliğini yükseltmeleri, bu tip menkul kıymetleştirmenin avantajını net olarak ortaya koymaktadır.

Tablo 7: İTMK – İDMK Özelliklerinin Kıyaslaması

Özellikler	İTMK	İDMK
İhraççının Motivasyonu	Refinansman	Risk Azaltımı, Sermaye Yeterliliği Artırma Fırsatı, Refinansman
İhraççı	Kredileri Sahibi	Ayrı özel bir kuruluş
Kredilerin Sahibine Rücu	Evet	Genellikle hayır
Yapı	Varlıklar ihraççının bilançosunda kalır ve teminat havuzuna dahil oldukları belirgin hale getirilir	Varlıklar özel bir kuruluşa transfer edilerek bilanço dışına çıkarılır
Sermaye Yeterlilik Rasyosuna Etkisi	Yok	Olumlu etkisi var
İhraççı veya İlgili Teminata Yasal Kısıtlama	Evet	Hayır
Varlık Havuzunun Yönetimi	Genellikle dinamik	Ağırlıkla statik
Varlık Havuzunun Şeffaflık Düzeyi	Kısıtlı (Fakat varlık kalitesi derecelendirme kuruluşlarının düzenli kontrolüne tabi)	Genellikle yüksek
Varlıkların Erken Ödenmesi	Varlıklar yeni kullandırmalarla yerine konduğundan geçişkenlik (pass through) yok	Genellikle tamamen geçişkenlik (pass through) sözkonusu
Parçalara Ayırma (Tranching)	Yok	Yaygın
Kupon Ödemesi	Ağırlıkla sabit	Ağırlıkla değişken

Kaynak: Packer, Frank. Ryan Stever, Cristian Upper, (2007), “The covered bond market”, 45

Türkiye piyasası pratikleri dikkate alındığında řu gerçekler göze çarpmaktadır: Türkiye’de emlak piyasası uzun yıllardır bu tip borçlanmalara konu olmamıştır, bu doğrultuda güvenilir geçmiş verisi olan bir piyasa değildir. Söz konusu piyasa bir stres testi yaşamadığı için yatırımcılar açısından ödemelerin gerçekleşmemesi ve teminatı alma durumu ortaya çıkar ise icra ve iflas kanunları çok önem kazanacaktır. Benzer şekilde bu kanunların işleyişi de test edilmemiştir. Çeşitlendirilmiş Ödeme Hakları (Diversified Payment Rights - DPR) ihraçları hariç, Türkiye’de varlığa dayalı menkul ihracı bulunmaması da İDMK’lar açısından önemli bir dezavantajdır. Ayrıca Türkiye kredi notlarının artışı ile küresel piyasalarda kendine yeni yeni yer buluyor iken, 2016 yılının ikinci yarısında yaşanan darbe girişimi, terör saldırıları, önemli uzunlukta sınırlar paylaştığımız komşu ülkelerde yaşanan ve süreklilik arz eden problemler gibi hususlar da olumsuz etki yaratmaktadır. Bu konular kredi riskine karşı oluşan hassasiyeti artırmakta ve teminat algısını olumsuz etkilemektedir.

Bu etkiler Türkiye’de İDMK uygulamasının kısa vadede pek uygulanabilir görünmediğine işaret etmektedir. Bu nedenle mevcut koşullarda, yatırımcının olumsuz bir gelişme durumunda, karşısında ciddi bir denetleme ve düzenlemeye tabi olan bankaları görmeyi ve onların riskini

almayı istemesi oldukça doğaldır. Türkiye piyasasına daha uygun olan menkul kıymetleştirme tipi Avrupa Piyasası'nda çok yaygın olarak kullanılan İTMK'lardır. Vakıfbank'ın Türkiye piyasalarında bir ilk olan ihracı çok önemlidir, aynı zamanda daha avantajlı olan İDMK ihracının değil İTMK ihracının tercih edilmesi bu iki tipin pratikteki uygulanabilirliklerini kıyaslamak açısından en tarafsız ve somut veriyi oluşturmaktadır.

2.3. İTMK Piyasalarına İlişkin Ülke Örnekleri

Kıta Avrupası İTMK'lar konusunda çok ileri bir seviyede bulunmaktadır. Avrupa Konut İpo-teği Kredisi Federasyonu (European Mortgage Federation - EMF) tarafından 2004 yılında Avrupa İTMK Konseyi (European Covered Bond Council - ECBC) yapılandırılmış ve ihracı, analist, yatırım bankaları ve derecelendirme kuruluşları gibi tarafların bir araya geldiği, Avrupa Birliği'ndeki ihracın %90'ını temsil eden bir platform oluşturulmuştur. Tablo 8 Avrupa'nın genelinde son 10 yıllık dönemdeki İTMK toplam stok seviyesini, Tablo 9 ise aynı dönemde yıl yıl ihrac edilen tutarları göstermektedir.

Tablo 8: Avrupa İTMK Piyasası (milyon Euro)

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kamu Sektörü	915.003	899.500	815.550	733.076	653.022	616.551	543.977	464.761	408.617	371.530
Konut Kredileri	958.415	1.112.594	1.447.235	1.644.362	1.836.449	2.041.311	2.253.327	2.125.402	2.085.080	2.115.280
Gemi Finansmanı	11.341	12.167	16.327	15.151	14.527	12.640	13.571	11.306	9.824	10.379
Diğer	0	0	0	0	0	0	506	506	1.006	1.006
Toplam İhraç	1.884.759	2.024.262	2.279.112	2.392.589	2.503.998	2.670.502	2.811.382	2.601.974	2.504.527	2.498.195

Kaynak: European Covered Bond Fact Book, 2016, 552

Avrupa piyasasında bu işlemlerin rakamlarının çok çarpıcı boyutlarda olduğu görülüyor. Kıyaslama açısından 2015 yılsonu EUR/TL kuru üzerinden gidildiğinde Tablo 8'de bulunan 2,115 milyar Euro tutarındaki konut kredileri kaynaklı İTMK ihracı Türk bankacılık sisteminin konut kredisi büyüklüğünün 48 katına karşılık gelmektedir. (TCMB Gösterge Niteliğindeki Merkez Bankası Kurları, www.tcmb.gov.tr, (31.12.2015); BDDK (2016). Aylık Bülten Aralık 2016; European Covered Bond Fact Book, 2016).

Tablo 9: Yıllık İhraç Seviyeleri (milyon Euro)

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kamu Sektörü	181.992	163.611	132.988	91.526	84.018	82.711	36.495	36.096	34.537	43.486
Konut Kredileri	315.502	296.779	511.292	436.816	522.919	611.953	665.638	392.998	421.168	492.918
Gemi Finansmanı	3.334	3.143	6.289	2.221	3.325	1.016	4.643	761	1.319	3.163
Diğer	0	0	0	0	0	0	506	0	500	0
Toplam İhraç	500.829	463.533	650.569	530.562	610.262	695.680	707.281	429.855	457.524	539.567

Kaynak: European Covered Bond Fact Book, 2016, 552

Tablo 9’da bulunan 493 milyar tutarındaki sadece 2015 yılına ait konut kredisi kaynaklı İTMK ihracı ise Türk bankacılık sistemi konut kredisi büyüklüğünün 11 katına karşılık gelmektedir (TCMB Gösterge Niteliğindeki Merkez Bankası Kurları, www.tcmb.gov.tr, (31.12.2015); BDDK (2016). Aylık Bülten Aralık 2016; European Covered Bond Fact Book, 2016).

Tablo 10: İhraçların Para Birimi ve Kupon Türüne Göre Dağılımları (milyon Euro)

Yıllar	2015	Dağılım	Yıllar	2015	Dağılım
Euro Cinsi	1.592.989	64%	Sabit Kupon	1.984.164	79%
Yerel Para Cinsi	719.184	29%	Değişken Kupon	493.277	20%
Diğer	186.022	7%	Diğer	20.755	1%
Toplam İhraç	2.498.195	100%	Toplam İhraç	2.498.195	100%

Kaynak: European Covered Bond Fact Book, 2016, 552

Tablo 10, 2015 yılı itibarı ile bakıldığında ihraçların büyük kısmının Euro cinsinden yapıldığını, belirli bir kısmının ise ilgili yerel ülke para birimi üzerinden yapıldığını göstermektedir. Yine aynı tabloda ihraçların büyük kısmının sabit kupon ödemeli şekilde yapıldığı da dikkat çekmektedir.

Tablo 11 ise Avrupa genelindeki İTMK piyasa büyüklüğünü ülkeler bazında vermektedir. Bu tabloda 100 milyar Eur tutardan daha yüksek ihraca sahip 9 ülke dikkati çekmektedir ve bu ülkeler (Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, Norveç, İspanya, İsveç, İsviçre, Birleşik Krallık) piyasanın %81’lik kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 11: Avrupa İTMK Piyasasının Ülkelere Göre Dağılımı (milyon Euro)

Ülke	Tutar	%
Avustralya	68.604	3%
Avusturya	27.345	1%
Belçika	15.105	1%
Kanada	85.759	4%
Kıbrıs	650	0%
Çek Cumhuriyeti	11.656	1%
Danimarka	377.903	18%
Finlandiya	33.974	2%
Fransa	188.669	9%
Almanya	197.726	9%
Yunanistan	4.961	0%
Macaristan	3.022	0%
İzlanda	1.205	0%
İrlanda	16.916	1%
İtalya	122.135	6%
Hollanda	61.101	3%
Yeni Zelanda	9.149	0%
Norveç	107.694	5%
Panama	276	0%
Polonya	1.230	0%
Portekiz	34.461	2%
Singapur	919	0%
Slovakya	4.198	0%
Güney Kore	1.954	0%
İspanya	252.383	12%
İsveç	221.990	11%
İsviçre	111.542	5%
Birleşik Krallık	114.910	6%
Amerika	4.000	0%

Kaynak: European Covered Bond Fact Book, 2016, 553

Tablo 12’de ise bu 9 ülkenin konut kredisi kaynaklı İTMK tutarları ile GSYH’leri kıyaslanmaktadır (GDP Ranking Table, www.worldbank.org, 17 Aralık 2016). Danimarka toplam tutar olarak da en büyük ihraca sahipken, kıyaslama GSYH’ya oranlar açısından yapıldığında daha da sıra dışı bir örnek oluşturmakta ve İTMK ihraçlarının GSYH’ndan büyük olduğu gözlemlenmektedir. Norveç, İsveç ve İspanya da bu konuda gelişmiş örneklerdir. Türk bankacılık sisteminde toplam konut kredilerinin GSYH’nın 7%’si düzeyine yeni ulaştığı ve İTMK konusunda tek bir ihraç olduğu göz önüne alındığında bu rakamlar daha da çarpıcı olmaktadır.

Tablo 12: Avrupa İTMK Piyasasında En Büyük 9 Ülke (milyon Euro)

Ülke	İhraç	GSYH	İhraç / GSYH
Danimarka	377.903	270.520	140%
Fransa	188.669	2.219.487	9%
Almanya	197.726	3.075.586	6%
İtalya	122.135	1.663.242	7%
Norveç	107.694	355.893	30%
İspanya	252.383	1.098.943	23%
İsveç	221.990	451.487	49%
İsviçre	111.542	609.237	18%
Birleşik Krallık	114.910	2.610.902	4%

Kaynak: European Covered Bond Fact Book, 2016, 553

Kıyaslama açısından Tablo 13 Türk bankacılık sistemindeki konut kredilerinin GSYH'ya oranını göstermektedir.

Tablo 13: Türk Bankacılık Sistemi Konut Kredileri ve GSYH (milyon TL)

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Konut Kredisi	21.422	29.308	35.779	40.942	56.113	72.737	83.151	107.980	122.924	141.745
Türkiye GSYH	789.225	880.459	994.787	999.189	1.160.012	1.394.484	1.569.676	1.809.722	2.044.469	2.337.516
Konut Kredisi / GSYH	%2,7	%3,3	%3,6	%4,1	%4,8	%5,2	%5,3	%6,0	%6,0	%6,1

Kaynak: BDDK Aylık Bülten, Aralık 2016; TÜİK Temel İstatistikler, Ulusal Hesaplar.

Bu noktada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus Avrupa piyasasında borçlanmaların önemli ölçüde kredi ile aynı para biriminden yapılabiliyor olmasıdır. Son bölümde Vakıfbank'ın İTMK'sı üzerinden risklere değinilirken bu durum da ifade edilecektir.

3. Türk Bankacılık Sisteminde İTMK Uygulaması ve Karşılaşılan Riskler

Vakıfbank 2016 yılı içerisinde sistemdeki tek örnek olan İTMK ihracını gerçekleştirmiştir. Bu ihracın 500 milyon Euro tutarında beş yıl vadeli ve değışken faizli olarak yapılmıştır. Bu bölümde konut kredisi fiyatlaması dinamikleri içinde değinilen risklerin bu işlem ile ortadan kalkıp kalkmadığı ve değinilmeyen başka risklerin ortaya çıkıp çıkmadığı kısaca değerlendirilecektir.

Faiz Riski: İşlem Türk Lirası cinsinden verilen ve Türk Lirası cinsinden faiz kazanan krediler teminat gösterilerek, fakat Euro cinsinden yapılmıştır. Bu nedenle Türk Lirası faiz riskini bertaraf etmesi söz konusu değildir. Bu işlem ile işlemi gerçekleştiren bankanın bilançosunda yükümlülükler 500 milyon Euro ilave kredi gelirirken nakit değerlere de 500 milyon Euro eklenmiştir. Türk Lirası varlık veya yükümlülüklerin kompozisyonunda ve vade yapısında herhangi bir değışiklik olmamıştır. Dolayısıyla eğer kredi portföyü faiz riski swap işlemleri ile bertaraf edilmediyse Türk

Lirası faizlerindeki dalgalanmalar daha kısa vadeye sahip mevduatların üzerinde etkisini daha çabuk gösterecektir. Faizlerin yükselmesi halinde mevduat maliyeti artarken kredilerin geliri sabit kalacak ve bankanın faiz giderleri artıp kârını azalacaktır. Vade uyumsuzluğundan kaynaklanan faiz riski bilançoda işlem öncesinde bulunduğu seviye ile aynı düzeyde taşınmaya devam edilmektedir. Risk swap işlemleri ile bertaraf edildi ise risk azaltımı zaten bu işlemde bağımsız olarak gerçekleştirilmiştir.

Öte yandan Euro cinsi değişken faizle borçlanıldığı için bu işlem ilk etapta Euro cinsi yeni bir faiz riski yaratmaktadır. Beş yıl vadeli değişken borçlanmanın üç ayda bir değişen faiz niteliği bankanın kâr zararını kısa vadeli Euro faizlerdeki değişikliklerden etkilenir hale getirecektir. Bu noktada belirleyici olan varlık tarafına ilave olan 500 milyon Euro tutarın hangi vadeli bir plasmada kullanılacağı olacaktır. Bu işlem yeni oluşmakta olan bir portföy için değil, hali hazırda var olan bir portföy kullanılarak likidite yaratılmasına hizmet ettiği için, borçlanılan Euro tutarlar üç aylık değişken faizli kredilere veya üç ay vadeli başka varlık gruplarına yönlendirilirse sözü edilen Euro faiz riski kolaylıkla bertaraf edilebilir.

Yeniden Finansman Riski: Tüketiciyi Koruma Kanunu'nun müşterilere verdiği sadece %2 bedelli erken kapama opsiyonu banka için yeniden finansman riskini beraberinde getirmektedir ve daha önce belirtildiği üzere bu erken kapama cezası normal şartlarda bu riski bertaraf etme konusunda yeterli değildir. Zira müşteriler yeniden finansman yapacakları düşük faizin avantajı %2'lik cezayı aşmıyorsa genellikle kredilerini kapatmamaktadırlar. Özellikle faizlerin hızlı düşüşü durumlarında uzun vadeli bir krediyi yeni kullanmış, dolayısıyla kredisinin vadeye kalan zamanı uzun olan müşteriler için yeniden finansman süratle rasyonel hale gelebilmektedir. Aslında %2'lik cezanın kalan anapara üzerinden olması da kredisinin vadesine daha az kalan müşterilerin erken kapatmasının üzerindeki caydırıcılığı azaltmaktadır. Hatırlanacak olursa, erken kapama primi matematiksel olarak faize eklenmesi anlamlı olan bir maliyet de değildir. Bunun sebebi faizin kredi açık kaldığı sürece ödenen ama erken kapama durumunda ödenmesi kesilen niteliğidir ve bu durum müşterinin kararına bağlı olduğundan bankanın aleyhine işleyen bir sürece neden olmaktadır.

Vakıfbank'ın bu riski bertaraf edebilmesi için para takası üzerine yazılmış Bermuda tipi opsiyonu alması veya gerçekleştirdiği İTMK ihracında söz konusu riski yatırımcılara aktarması gerekmektedir. Bu işlemde yeniden finansman riskine ilişkin bir madde bulunmadığından, İTMK ihracını karşılayan tarafların bu konuda bir yükümlülüğü bulunmamakta, söz konusu risk gerçekleşirse maliyet Vakıfbank'ın üzerinde kalmaktadır. Teoride İTMK ihracının çerçevesine Türk Lirası faiz değişikliklerine dayalı erken kapama riskleri dahil edilse dahi bu durum da ihracı karşılayacak yatırımcıların borç verme faizlerinin yükselmesi sonucunu doğuracaktır.

Kur Riski: İşlem faiz riski bölümünde belirtildiği üzere bilançonun aktif ve pasif taraflarına 500 milyon Euro ilave eder nitelikte olduğu için tek başına bir kur riski yaratmamaktadır. Hali hazırda var olan ve Türk Lirası cinsi fonlaması sağlanmış bir kredi portföyü üzerinden hareket edilmesi işlemin yeni bir kur riski yaratmamasını sağlamakta ve yabancı para cinsinden bir likidite yaratma işlemi özelliğine dönüşmesine imkan vermektedir. Şayet bu işlem tipi Euro cinsi oluşturulan kaynakların Türk Lirası'na dönülerek Türk Lirası bir kredi portföyünün fonlanması ya da

oluşturulması için kullanılsaydı kur riski yaratabilirdi. Fakat bu durumda da normal aktif pasif yönetimi sistematigi altında döviz satımı değil Euro ile Türk Lirası arasında para takası yapılarak kur riski oluşturulmaması tercih edilirdi. Dolayısıyla bu işlemdede kur riski ancak kredi riskinin kur riskine geçişkenliği şeklinde ortaya çıkabilir. Borçlanma Euro cinsinden yapıldığı ve borcun ödenmesinden Vakıfbank sorumlu olduğu için, şayet Vakıfbank bu borcun geri ödemek için bu kredi portföyünden geri dönüşleri kullanmak isterse ve aynı zamanda da portföyün geneline yaygın iflaslar meydana gelirse teminata konu gayrimenkuller Türkiyede buldukları ve önemli ölçüde Türk Lirası cinsinden fiyatlandıkları için bir kur riski gündeme gelebilir. Paraya çevrilen gayrimenkullerin Euro cinsi karşılıkları teminatı oldukları İTMK ihraç tutarını geri ödemeye yetmeyebilir. Fakat bu birincil bir kur riski değil, çok daha önemli bir kredi riskinin türevi niteliğindeki ikincil bir risktir.

Gerek faiz riski, gerekse yeniden finansman ve kur riskleri dikkate alındığında, bunların İTMK işlemi ile ortadan kalkması ancak ihraçların Türk Lirası cinsinden, uzun vadeli, sabit faizli olması ve erken ödemelerin hakkaniyetli bir mekanizma ile ihraççı tarafından yatırımcıya yansıtılması ile gerçekleşebilir. Bu noktada tekrar Türk bankacılık sistemindeki mevduat ve kredi maliyetleri konusu gündeme gelmektedir. İTMK Piyasası genellikle Kıta Avrupası yatırımcılarının hakimiyetinde bir piyasa olduğundan ve onlar da normal şartlarda Euro cinsi ihraçlara ilgi gösterdikleri için, Türk Lirası cinsi ihraçların yerli yatırımcının ilgisini çekebilmeleri, dolayısıyla kendilerinden daha kısa vadeli mevduatlar ile rekabet etmeleri gerekmektedir. Mevduat ile kıyaslanacakları için, konut kredisi fiyatlamasında dikkate alınan maliyet ve riskler de dikkate alındığında gerçek bir risk transferini sağlamaları isteniyorsa ancak bugünkü konut kredisi faizlerinin oldukça üzerinde faizler ile ihraç edilmeleri söz konusu olabilir. Bu da mevcut imkanlar ile fonlanmalarına devam edilemediği noktada konut kredisi faizlerine yukarı yönlü bir düzeltmenin gelebileceğine işaret etmektedir.

Sonuç

Türk bankacılık sisteminde son 10 yıllık dönemde krediler mevduatlara göre daha hızlı bir büyüme gerçekleştirmişlerdir. Bunun bir sonucu olarak sistemin kredi-mevduat rasyosu %70 seviyesinden %120 düzeyine gelmiştir. Hem bu seviye hem de mevduat kaynaklı fonlamada zorunlu karşılık, vade uyumsuzluğu ve erken kapama riski gibi faktörlerin fiyatlamaya yansıtılması gereği dikkate alındığında, bankacılık sisteminin konut finansmanını cazip faiz oranlarıyla mevcut şekilde sürdürmesi oldukça zor görünmektedir.

Öte yandan konut kredileri arkalarındaki teminatın niteliğinden dolayı kredi portfyeleri içerisinde menkul kıymetleştirme ile finansman yaratmaya en elverişli varlıklardır. İTMK ve İDMK modellerinden kredi riskinin arkasında bankanın durmaya devam ettiği Kıta Avrupası modeli olan İTMK'lar Türkiye dinamiklerine daha uygundur. İTMK modeli ile konut finansmanının Avrupa lkelerinde GSYH'ya oranı dikkate alındığında Türkiye açısından bu alanda bir potansiyel olabileceği grlmektedir. Vakıfbank İTMK işlemi Türk Sermaye Piyasaları açısından oldukça önemli bir başlangıç olmuştur. Yabancı para cinsinden yaratılan bu finansman likidite sağlaması açısından çok değerliyken, faiz riski ve yeniden finansman risklerini bankanın üzerinde

bırakmaktadır. Özellikle kredinin düşük bir bedelle erken kapanması ihtimali bankacılık sisteminin üzerinde maliyete yansıtılması gereken bir risk oluşturmaktadır. Diğer yandan Türk Lirası cinsi varlık karşılığında dövizli borçlanma, Türk Lirası faiz riskinin de başka işlemlerle bertaraf edilmesi gereği de maliyet oluşturmaktadır. Bu faktörler doğal olarak konut kredisi faizlerinin inmesini de zorlaştıracaktır. Fakat yurtdışı yatırımcının mevcut koşullarda yabancı para cinsi ihraç talep etmesi makul görünmektedir. Türk Lirası cinsi ihraca yerli talep konusu değerlendirildiğinde aslında hane halklarının konut talebinin güçlü olduğu ve geniş bir kesimin yatırım amaçlı olarak da konut alımı düşündüğü bir piyasa dinamiğinde, teminatı konut olan bir menkul kıymetin cazip olması beklenebilir. Fakat mevduat faizi oranları ile rekabet edemeyen, üstelik vadesinin de daha uzun olması gereken bir faiz enstrümanının başarı şansı düşük olduğu için konut kredisi oranlarının mevduatın çekici düzeyde üzerinde bir seviyede bulunmaması halinde yurtdışından finansman imkanı zor görünmektedir.

Özetle İTMK'lar bilançodaki mevcut varlıkların teminatlarının kullanılması yoluyla makul bir borçlanma maliyeti ile likidite yaratılması açısından oldukça değerli ürünlerdir. Konut kredilerinde bundan sonraki büyümeyi finanse edebilmeleri ise mevcut tasarruf düzeyi ve mevduat faizi ortamında oldukça güç gözükmektedir.

Kaynaklar

- BDDK (2016). Aylık Bülten Aralık 2016
- BLOOMBERG (18 Aralık 2016). S. SWPM
- BOUZOUBAA, Mohammed. Adel Osseiran, (2010), "Exotic Options and Hybrids".
- ECBC (2016). European Covered Bond Fact Book.
- MYINT, Stanley. Fabrice Famery (2012), "Corporate Financial Risk Management" .
- PACKER, Frank. Ryan Stever. Christian Upper (2007). "The covered bond market". BIS Quarterly Review Eylül 2007.
- REUTERS (16 Aralık 2016). S. ICAPTRY
- SERMAYE PİYASASI KURULU. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: III, No: 33), Resmi Gazete Sayı No: 26603, Tarih: 04.08.2007.
- SERMAYE PİYASASI KURULU. Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:III,No:34), Resmi Gazete Sayı No: 26603, Tarih: 04.08.2007.
- VAKIFBANK (2016). Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Global Covered Bond Programme.

İnternet Kaynakları

- Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun (No.5582), Resmi Gazete Sayı No: 26454, Tarih: 06.03.2007.
- TCMB Zorunlu Karşılık Oranları, www.tcmb.gov.tr, (15.12.2016).
- TCMB Gösterge Niteliğindeki Merkez Bankası Kurları, www.tcmb.gov.tr, (17.12.2016).
- TÜİK Temel İstatistikler, Ulusal Hesaplar, Harcama Yöntemi ile GSYH, www.tuik.gov.tr, (31.12.2016).
- Tüketicuyu Koruma Kanunu (No.6502), Resmi Gazete Sayı No: 28835, Tarih: 28.11.2013.
- WORLD BANK Gross Domestic Product Ranking Table, www.worldbank.org, (17.12.2016).