

KONUT FİYATLARI VE YATIRIMI: TÜRKİYE İÇİN BİR ANALİZ

Yener COŞKUN*

Özet

Ülkemiz konut piyasasında son yıllarda önemli boyutlara ulaşan fiyat değişimlerinin neden ve sonuçları, konut sahipliğinin hane halkı ve genel ekonomi düzeyindeki yaygın etkileri nedeniyle ekonomik karar vericiler açısından büyük öneme sahiptir. Yazın taraması ve örnek olay analizine dayalı olan bu çalışmada, konut fiyatlarındaki değişimlerin nedenleri ve mikro/makro düzlemdeki olumlu/olumsuz etkileri incelenmiştir. İnceleme kapsamında ayrıca, konutun yatırım aracı olduğuna yönelik algı kuramsal açıdan ve ülkemiz örneğindeki uygulaması bağlamında analiz edilmiştir. İncelememiz sonucunda, konut fiyatına dayalı reel getirinin seçilen piyasaya/endekse/döneme/reelleştirme ölçütüne bağlı olarak değişebileceğini ve konutun yerel piyasa ölçeğinde reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olabileceğini destekleyen bulgulara ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Konut, konut fiyatı, konut arzı, servet etkisi, Türk konut piyasası.

Jel Kodları: R21, R31.

PROPERTY PRICES AND INVESTMENT: AN ANALYSIS FOR TURKEY

Abstract

Observed in recent years, dramatic house price variations in Turkey have significant impacts on economic agents thanks to importance of housing ownership in household level and also widespread macroeconomic impacts of housing economics. The goal of the paper is to analyze positive/negative impacts of house price variations in micro/macro level based on literature review and case study analysis. Additionally, the paper also considers the investment vehicle perception of housing in theoretically and also its application into Turkish housing market. The outcomes of the study imply several important points. First, the outcomes may suggest that housing would be profitable investment option in Turkey. Second, real return of housing may vary in local market level depending on the adjustments in nominal house price appreciations based on selected time period, index and adjustment criteria.

Keywords: Housing, house price, housing supply, wealth effect, Turkish housing market.

Jel Classifications: R21, R31.

*Dr, Sermaye Piyasası Kurulu, ycoskun@spk.gov.tr, Eskişehir Yolu 8. Km 06530 Çankaya/Ankara.

GİRİŞ

Son yıllarda ülkemizde öne çıkan sosyo-ekonomik sektörlerin başında gayrimenkul ve konut sektörü gelmektedir. Nüfus ve hane halkı sayısının artışı, demografik gelişmeler, kentleşme, iç/dış göç ve konut tüketim alışkanlıklarının farklılaşması gibi etkenler konut gereksinmesinde niteliksel/niceliksel değişimlere neden olmaktadır. Söz konusu yapısal etkenlerin yanı sıra, konutun yüksek getirili bir yatırım aracı olarak görülmesinin de etkisiyle; son yıllarda konut arzı, talebi ve fiyatları özellikle büyük kentlerde önemli ölçüde artmıştır.

Konut talebinin konut piyasası ve genel ekonomi üzerinde neden olabileceği etkiler, konut arzı ve fiyatları ile ilişkili olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, veri konut arzında, konut talebindeki değişimlerin konut fiyatları üzerinde artış/azalış yönlü etkileri mikro düzlemde, kredili konut finansmanına yönelik konut kredisi sahiplerinin fiili borç yükü, potansiyel getiri, potansiyel/cari tüketim ve tasarruf akımlarını etkileyebilmektedir. Öte yandan, konut fiyatlarındaki değişimler makro düzlemde, kredi/menkulleştirme kurumlarının kredi/ menkulleştirme hacimlerini ve bu işlemlere bağlı risklerini etkilemektedir. Küresel finansal kriz de, özellikle konut-finans bağının güçlü olduğu ülkelerde, konut piyasasının temel bir barometresi olarak konut fiyatlarındaki değişimlerin izlenmesinin genel ekonomideki risk birikimlerinin anlaşılması bakımından önemli olduğunu ortaya koymuştur.

Ülkemiz konut piyasalarında son yıllarda önemli fiyat değişimleri ortaya çıkmıştır. Ancak söz konusu fiyat değişimlerinin seçilen konut fiyat endeksi, analiz dönemi, incelenen yerel piyasa ve seçilen fiyat düzeltme ölçütüne göre farklı nitelikler göstermesi dikkat çekicidir. Söz konusu durum, Türkiye’de konut fiyatlarının hızla arttığı ve bu nedenle konutun iyi bir yatırım aracı olduğu algısının eleştirel bir gözle değerlendirilmesi gerekliliğini gündeme getirmektedir. Konut fiyatlarındaki değişimlerin irdelenmesi, konutun ülkemiz hane halkı varlıklarının en önemli kısmını oluşturması ve çeşitli risk birikimlerine açık olması nedenleriyle önem taşımaktadır. Yazın taraması ve örnek olay analizi yöntemlerinin kullanıldığı bu çalışmada, konut fiyatlarındaki değişimlerin nedenleri ve mikro/makro düzlemdeki olumlu/olumsuz etkileri incelenmiştir. Çalışma kapsamında ayrıca yerli yazında yeterince irdelenmemiş olan konut arzının niteliklerinin konut fiyat değişimleri üzerindeki etkisi kuramsal açıdan ve konutun yatırım aracı olduğuna yönelik algı da kuramsal/uygulamasal bağlamıyla analiz edilmiştir. İncelememiz sonucunda ulaşılan bulgular, konut piyasası katılımcılarının karar alma süreçlerine olgusal ve kuramsal düzlemde katkı sağlayabilecek unsurlar içermektedir.

Çalışmada 3 bölüm bulunmaktadır. Birinci bölümde konut yatırımı ve konut fiyatları ve ikinci bölümde konut fiyatının belirleyicileri incelenmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye’de konut yatırımının nispi getirisi fiyat endeksleri, TÜFE ve alternatif yatırım araçlarındaki fiyat değişimleri çerçevesinde analiz edilmiştir. Son bölüm ise sonuç ve tartışmaya ayrılmıştır.

I. KONUT YATIRIMI VE KONUT FİYATLARI

I. I. Konut Yatırımının Rasyonel Temelleri

a. Yatırım Aracı Olarak Konut

Konuttan yararlanma biçimi olarak sahipliğin tercih edilmesi bir yönüyle tüketim¹ kararı olarak da nitelenebilmektedir. Bununla birlikte, konutun servet koruma aracı olduğu algısı ve değerini

¹ Örneğin İngiltere’de sahibinin ikametindeki konutlar tüketim malı olarak kabul edilmektedir ve belli vergiler hariç vergi dışı olarak sınıflandırılmaktadır (Whitehead-Scanlon, 2002: 22).

koruyacağı/artıracağı beklentisi, tüketim amaçlı konut sahipliğinde bile gizil olarak belli bir yatırım güdüsünün olabileceğini düşündürmektedir. Dolayısıyla, konut sahipliğinin ekonomik faydalarına yönelik olgular ve genel algı dikkate alındığında, konutun tüketim aracından çok yatırım aracı olarak görüldüğü söylenebilir (ODPM, 2006: 19; Birleşmiş Milletler, 2010: 18; Güler, 2013).

İkamet amaçlı taşınmazlar sahibine barınma olanağı sunmaktadır ve beklenen hizmet akımlarının iskonto edilen değeri tarafından belirlenen içsel bir değere (intrinsic reservation value) sahiptir. Söz konusu niteliklerin bir sonucu olarak, nominal konut fiyatlarının hisse senedi ve ticari taşınmaz fiyatlarındaki kadar keskin düşüş göstermesi düşük olasılıktır. Konut piyasası fiyatlarındaki düşüş eğilimleri genellikle; nominal fiyatlardaki bir çökmeden ziyade, konut sahiplerinin zararına satmaktan kaçınması nedeniyle ortaya çıkan, işlem hacmindeki daralmayı yansıtmaktadır (Zhu, 2003: 3). Konut fiyatlarının görece istikrarlı bir artış eğilimi içinde olduğunun düşünülmesi; konutta biriken servetin de enflasyona karşı korunduğu algısını ve dolayısıyla konut talebini güçlendirmektedir. Nominal fiyat değişimlerini esas alması ve alternatif yatırım araçlarına göre nispi bir bilgi sunmaması nedenleriyle, konut yatırımcısında oluşan bu algının eksik/yanlış bilgiye dayandığı ve portföy yönetimi bağlamında rasyonel karar almak için yeterli olmadığı söylenebilir. Bu çerçevede, fiyat değişimlerinin etkileri bağlamında konut yatırıma/talebine mikro/makro ölçekte rasyonellik kazandıran ve temelde birbiri ile ilişkili olan başlıca unsurlar; konut fiyatındaki reel nispi değişimler, konut öz kaynak çekişi olanağı ve servet etkisi olarak belirlenebilir. Aşağıda incelenen söz konusu unsurlar aynı zamanda, konutun yatırım aracı olma niteliğinin rasyonel zeminini oluşturmakta ve konut yatırımdan kaynaklanabilecek hane halkı ve genel ekonomi düzeyindeki pozitif dışsallıkların da kaynağını oluşturmaktadır.

b. Konut Fiyatındaki Reel Nispi Değişimler

Hane halkı açısından bakıldığında, konuta sahip olunmak istenmesinin temelde konutun kısa/uzun vadeli bir yatırım aracı olduğu algısı ile ilişkili olduğu söylenebilir. Alternatif yatırım araçlarının yeterince iyi seçenekler sunmadığının düşünülmesi de bu algıyı güçlendirmektedir. Bununla birlikte, konut sahipliğine yönelik karar alma süreçlerinde konut sahipliği/yatırımı ile ilişkili yatırımın getirisinin gerçekçi biçimde hesaplanmadığı görülmektedir.

Portföy yönetiminde yatırım aracının getirisini belirleyen iki temel unsur; sermaye kazancı ve kar payıdır. Bu kapsamda alım-satım fiyatları arasındaki farkın artması sermaye kazancını ençoklaştırırken, varlık türüne göre dönemsel olarak ödenebilecek kar payının yüksek olması da ilave bir getiri unsuru olmaktadır. Bu getiri yapısını konut piyasasına uyguladığımızda; kar payının konutun yıllık kira getirisi ve sermaye kazancının da konutun alım ve satım fiyatları arasındaki fark olarak görülmesi mümkündür. Sahibi olunan konutta ikamet edildiği ve zımnî kira getirisinin portföy getirisi hesabında yatırımcılar tarafından genellikle dikkate alınmadığı varsayımıyla, yatırım amaçlı konut portföyü yönetiminin temel amacının basit olarak alım-satım fiyatları arasındaki farkın ençoklaştırılması olarak belirlenmesi mümkündür. Bu hesabın, enflasyon ve alternatif yatırım araçlarının getirileri çerçevesinde, nispi getiriyi ençoklaştıracak biçimde yapılması, konut yatırımdaki getiri optimizasyonunun rasyonel bir zemine oturmasına katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla, konut yatırıma yönelik karar alma süreçlerinde, konut yatırımı ile ilişkili diğer değişkenleri de etkileyen en önemli unsur; konut fiyatlarındaki -enflasyona göre düzeltilmiş getiriyi de içeren- reel nispi değişimler olmaktadır.

c. Konut Öz Kaynak Çekişi

Konut sahipliğine dayalı yatırımın getirisi, konut fiyatındaki artış tarafından belirlenmektedir. Konutun fiyatındaki artış; teminat değerlerinin sürdürülmesine katkı sağlamak ve ipotek kredisinden doğabilecek temerrüt riskini asgariye indirmektedir (McCarthy-Zandt vd. 2001: 19). Dolayısıyla, konut fiyatlarındaki değişimler konut piyasası ile doğrudan/dolaylı olarak ilişkili olan oyuncuların yatırım tercihleri ve karar alma süreçleri üzerinde etkili olmaktadır. Konut fiyatlarındaki değişimler, konut sahipliğinin kredi ile finanse edilmesi durumunda öz kaynak çekişleri yoluyla, ilave

tüketim/kredi/menkulleştirme hacmi yaratabilmekte ve dolayısıyla konut kredisi arz/talep eden tarafların kazanç, risk ve yatırım kararları üzerinde etkili olabilmektedir.

Hisse senedi fiyatlarındaki yükselme, ekonominin üretken kapasitesindeki/gelir seviyesindeki artışı yansıtmaktadır. Buna karşılık, belli bir konut stoku için fiyatların yükselmesi durumunda ortaya çıkan sermaye kazancı, kısmen/tamamen gelecekteki kira değerinin daha yüksek bir iskonto oranı üzerinden indirgenmesine neden olacaktır. Yüksek konut fiyatları ulusal servetteki net değişimi değil, talepteki artışın neden olduğu konut kıtlığını yansıtmaktadır. Toplam servet değişimise bile konut fiyatlarındaki değişim belli grupları etkileyebilmektedir. Bu kapsamda; mevcut konut sahipleri konut alıcısı olabilir, konut dışı harcamalar artabilir ve ipotekli konut finansmanı piyasasının elverişli olması durumunda teminat değerinin artması nedeniyle hanehalkının kredi kullanımı (likiditeye erişimi) artabilir (Catte-Girouard vd. 2004: 133).

Konutun reel değerindeki artışın sağladığı ilave teminat olanağı ile orantılı olarak, ilave kredi kullanılması konut öz kaynak çekişi (housing equity withdrawal/mortgage equity withdrawal) olarak tanımlanmaktadır. Konutun reel değeri, cari konut değerinden yükümlülüklerin (borçların) düşülmesi yoluyla bulunmaktadır (Davey, 2001: 100). Konut veya hisse senedi değer artışlarının neden olduğu servet etkisi ekonomideki marjinal tüketim eğilimini artırmaktadır (Greenspan-Kennedy, 2007: 1). Konut kredisi tüketicileri açısından konut öz kaynak çekişleri, gelir akımlarındaki düzenliliğinin artırılması ve düşük maliyetli krediye erişim gibi faydaların yanında, kredi seviyesinin yükselmesine dayalı risklerin de doğmasına neden olabilmektedir (FSA, 2010: 39-40).

d. Servet Etkisi

Fiyatlar artarken konutun satılmaması durumunda; fiyat artışı (konut değeri ve kredi borcu farkı kadar) ilave teminat ve dolayısıyla yeni kredi kapasitesinin doğmasına yol açarken, fiyatlar artarken konutun satılması/yeniden finansmana konu edilmesi de ilave bir gelir/tasarruf kapasitesinin elde edilmesine neden olmaktadır. Servet etkisi olarak da ifade edilen mekanizma yoluyla; konut satışından elde edilen ilave kaynak ekonomide tüketim seviyesi² ile birlikte genel ekonomik faaliyetleri de artırıcı etki yapabilmektedir. Dolayısıyla, konut fiyatlarındaki değişim konut sahiplerinin servetleri üzerinde olumlu/olumsuz etkilerde bulunarak ülke ekonomisini etkileyebilmektedir. Küresel kriz sürecinde de görüldüğü üzere, ekonomiler arasındaki etkileşimin artması söz konusu servet etkisini küresel ekonomiyi etkileyecek ölçüde önemli bir araca da dönüştürebilmektedir.

Case-Quigley vd. (2005: 8, 26), ABD eyaletleri ve 14 gelişmiş ülke verileri üzerinde yaptığı çalışmada, konut fiyatlarındaki değişimlerin hane halkı tüketimi üzerindeki servet etkisinin, hisse senedi piyasasındaki değişimlerin neden olduğu servet etkisinden daha büyük olduğunu bulgulamıştır. Yazarlar ayrıca, konut değerlerindeki artışın ABD'nin farklı bölgelerinde birörnek dağılım gösterirken, hisse senedine dayalı servet artışının eşit olmayan bir coğrafi dağılım gösterdiğini belirtmektedir. Konut serveti ile ilişkili uzun dönemli marjinal tüketim eğilimi değerlerini belirleyen Catte-Girouard vd. (2004: 131-136) de ABD, İngiltere, Kanada, Hollanda ve Avustralya'da güçlü bir servet etkisinin bulunduğunu, buna karşılık (1995 yılından bu yana hanehalkı servetinde hızlı bir artış oluşmasını karşın) Fransa, Almanya ve İtalya'da servetteki değişim karşısında tüketimin sınırlı ölçüde değişim gösterdiğini bulgulamıştır. Yazarlar ayrıca konut değerinin artışına dayalı servet etkisinin ülkeler arası ipotek kredisi oranı ile pozitif yönde ilişkili olduğunu belirlemiştir. Bu kapsamda gelişmiş ipotekli konut finansmanı piyasalarına sahip olan İngiltere, Kanada ve ABD'de tüketim/servet etkisi önemli ölçüde pozitif çıkarken, ipotekli konut finansmanı piyasaları görece olarak daha az gelişmiş olan Fransa, İtalya, Almanya ve Japonya'da herhangi bir etki gözlenmemiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde konut ve hisse senedi serveti verilerine erişim güçlükleri bulunmaktadır (Caporale-Sousa, 2011: 5). Taşınmaz servetindeki %1 oranındaki artışın toplam tüketimi, harcanabilir gelirin % 0,2 si oranında, artırdığını bulgularan Binay ve Salman (2008: 21, 22, 24) ise Türkiye'de taşınmaza dayalı servet etkisinin pozitif ve olumlu olduğunu belirtmektedir. Bununla birlikte Yazarlar, ülkemizdeki kredi piyasasının sık olmasının ve ipotekli konut finansmanı

² Bostic-Gabriel vd. (2005: 21), finansal varlık değerlerindeki değişimin dayanıklı tüketim malları üzerinde etkili olmasına karşılık konut değerlerindeki değişimin dayanıklı olmayan mallar için önemli olduğunu bulgulamıştır.

ikincil piyasasının işlememesinin modelleri için önemli kısıtlar getirdiğinin altını çizmektedir. Akın (2009: 211), ülkemizde konut sahipliğinin yaygın olması olgusu ile uyumlu bir sonuç olarak, konut servetindeki artışın uzun dönemde dayanıksız mal tüketimini artırdığını ve bu kapsamda konut piyasasındaki gelişmelerin toplam talebin canlandırılması üzerinde önemli etkilerinin olduğunu bulgulamıştır.

Finans-gayrimenkul (konut) sektörleri arasındaki bağıın etkin olduğu ülkelerde konut fiyatlarındaki değişimler ile krediye erişim ve tüketim eğiliminin ilişkili olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, konutta servet etkisinin daha yaygın biçimde ortaya çıkmasının ipotekli konut finansmanına dayalı olarak satın alınan konutların değerindeki artışlarla da ilişkili olduğu ve ülkemizdeki banka kredisine dayalı kurumsal finansman oranının oldukça düşük olduğu dikkate alındığında; ülkemizdeki konut servet etkisinin görece olarak sınırlı olabileceği düşünülebilir.

I. II. Konut Fiyat Değişimlerinin Mikro/Makro Riskleri ve Yatırım Kararı

Hane halkı, tasarruflarını çeşitli finansal varlıkların yanı sıra, konut başta olmak üzere finansal olmayan varlıklara da tahsis edebilmektedir. Yukarıda da değinildiği üzere, ipotekli konut finansmanı sisteminin etkin olarak işlediği ülkelerde, ipotekli konut kredisi kullanıcıları konut değerindeki artışlardan ilave tüketim/kredi kullanımı gibi faydalar elde edebilmektedir. Bununla birlikte, konut sahipliğinin/yatırımının genellikle üzerinde az durulan dikkat çekici riskleri de bulunmaktadır.

Konuta dayalı varlıkların hane halkı servetinin en önemli bölümünü oluşturması nedeniyle, yatırım kararı olarak konut sahipliği hane halkı açısından önemli ölçüde dengesiz ve kaldıraçlı bir varlık portföyünün yönetilmesi anlamına gelmektedir (HM Treasury, 2008: 54; Song, 2009: 18). Konut servetindeki değişimler de hane halkı tüketimini önemli ölçüde etkilemekte ve konut sektöründeki aşırı yatırım hane halkının portföy tahsisini bozabilmektedir (Sinai-Suleles, 2005: 763). Öte yandan, belli dönemlerde ve belli yerlerde iyi bir yatırım aracı olmasına karşın taşınmazın genel olarak iyi bir yatırım aracı olarak görülmesinin mantıklı bir nedeni olmayabilir. Taşınmazın değerini her zaman koruyan bir yatırım aracı olduğu düşünülmeyle birlikte, bunun bir kural olmayabileceğini de belirtmek gereklidir. Örneğin, arazinin diğer ülkelere göre daha kıt olduğu, Japonya'nın önde gelen kentlerinde 1991 yılına göre, 2006 yılında kentsel arazi fiyatlarının reel olarak % 68 oranında gerilediği görülmektedir. Öte yandan ABD'deki tarımsal arazinin 20'nci yüzyıldaki yıllık yaklaşık değer artışı olan % 0,9'un ABD GSYİH'daki yıllık artışın oldukça altında kaldığı gözlenmiştir (Akerlof-Shiller, 2009: 152-153).

Konut yatırımdaki risk-getiri ilişkisini, diğer yatırım araçları ile karşılaştırmalı olarak incelemek mümkündür. Bu kapsamda, konut yatırımının getirisi; riskli bir yatırım türü olan hisse senedi yatırımdan düşük ve düşük getirili tahvil yatırımdan ise yüksektir. Bununla birlikte, konut yüksek bir olasılıkla olağan dışı olaylarla karşılaşma riskini taşımaktadır. Bu kapsamda diğer varlık kategorileri ile kıyaslandığında, konut yatırımı likit değildir. Ayrıca konutun satış fiyatına oranla % 5-%10 arasında işlem maliyeti bulunmaktadır. Söz konusu işlem maliyeti, diğer yatırım kategorilerine göre daha yüksektir. Öte yandan yüksek kaldıraç, konutun likiditesinin azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca asgari büyüklükteki konut alımına dayalı maliyetlerin yatırımcı gelirine oranla çok yüksek olması nedeniyle; yatırımcıların önemli bir bölümü konut alımını kredi ile finanse etmektedir. Bu nedenle, borç seviyesinin konutun değer kazanma oranından yüksek olması durumunda, konut yatırımdan doğan getiri de düşmektedir. Öte yandan, konut alımının yüksek kaldıraç kullanımı ile finanse edilmesi, hane halklarının yeniden finansman ve erken ödeme³ kararlarındaki esnekliğini de azaltmaktadır (McCarthy-Zandt vd. 2001: 19,23,32).⁴

Konut fiyatlarının yükselmesi/düşmesi, hane halklarının servet/yükümlülük ve beklentilerindeki değişimlere bağlı olarak ekonomik değişkenleri etkileyebilmektedir. Nitekim küresel kriz sürecinde

³ Borçlunun anaparanın bir kısmını veya tamamını ödeyebilmesi, erken ödeme imtiyazı (prepayment privilage) olarak tanımlanmaktadır (Maisel, 1992: 30).

⁴ Ayrıca gelir akımı/servet birikimine göre optimal büyüklükte olmayan konut yatırımlarının kredi ile finanse edilmesinin yaratacağı riskler nedeniyle incelenmesi gereken diğer bir konu da, hane halkının varlık portföyünde konuta tahsis edilebilecek optimal oranın ne olması gerektiğidir.

ABD’de konut fiyatlarının düşmesi; hane halkının temerrüt riski ile birlikte kredi kurumlarının/ikincil piyasa kurumlarının risklerini de artırmıştır. İpotekli konut kredisi tutarı veriyken konutun değerinin azalması; konutun haciz yoluyla satılması halinde kredinin tam olarak tasfiye edilememesi riskini doğurmaktadır. Söz konusu riske bağlı olarak; hane halkının serveti/tüketimi azalabilmekte, bankaların kredi riski artabilmekte ve bunlara bağlı olarak genel ekonomik faaliyet seviyesi düşebilmektedir.

Konut fiyatlarındaki dalgalanmaların hanehalkı bütçesinde ve ekonominin genelinde olumsuz gelişmelere neden olabileceği dikkate alındığında; konut piyasasının istikrarının korunmasının önemli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu bağlamda, Barker (2004: 8) konut fiyatlarındaki dalgalanmanın azaltılmasının konut üreticilerinin konut arzını artırmasını destekleyeceğini belirtmektedir. Öte yandan, konut fiyatlarındaki dalgalanmanın hanehalkı/genel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin asgariye indirilebilmesi açısından; konut fiyatı/özsermayesi sigortası (house price/housing equity insurance) dikkat çekici bir öneri olabilir. Yaygın olmamakla birlikte İngiltere’de kullanıldığı belirtilen söz konusu sigorta kapsamında, konut fiyatının düşmesi durumunda konut sahibine belli bir ödemede bulunmaktadır (HM Treasury, 2008: 54).

I. III. Türkiye’de Konut Yatırımı

Konut talebindeki/yatırımındaki değişimin neden ve sonuçlarının açıklanması, konutun riskli bir yatırım aracı olduğunun belirlenmesi sonrasında daha da önem kazanmaktadır. Bu kapsamda, konut (ve diğer gayrimenkullere) yönelik yatırımlardaki artışın altında yatan diğer önemli bir neden de yatırım aracı çeşitliliğinin kısıtlı olmasıdır. Bu bağlamda Yiu (2010: 12-16), Çin’de yatırım talebinin yüksek olmasına karşılık hisse senedi ve tahvil piyasasının görece olarak küçük olmasının/kısıtlı yatırım seçenekleri sunmasının; konutun geleneksel/en iyi yatırım aracına dönüşmesine ve konut fiyatlarının artmasına neden olduğunu belirtmektedir.

Ülkemizde de geleneksel olarak konut ve taşınmazla yönelik yatırımların hane halkı için öncelikli olduğu görülmektedir. Tekeli (1982: 209,216) hızlı enflasyonun ve sermaye piyasasının etkin olmamasının birikim sahibi orta sınıfları, birikimlerin korunması veya spekülasyon değer artışlarından pay alınması amacı ile, konut sahipliğine yönlendirdiğini belirtmektedir. Sermaye piyasalarının ülkemizde halen yeterince gelişmediği dikkate alındığında Yazarın söz konusu tespitinin halen geçerliliğini koruduğunu söyleyebiliriz. Bu bağlamda, ülkemiz hane halkının tasarruf/yatırım alışkanlıklarında gayrimenkul piyasası bağlamında konutun ve kıymetli madenler sektöründe altının ön plana çıkması dikkat çekicidir. Nitekim Coşkun-Ümit (2016) da tartışıldığı üzere; özellikle hisse senedi piyasasının karmaşık/riskli olması ve finansal aracılıktaki sorunlar gibi iten ve finansal olmayan varlıkların özellikleri/yatırım kültürü-algısı gibi çeken faktörlerin etkisiyle; konut ve altın piyasalarına yönelik yatırımların ülkemizdeki fon akımlarının önemli bir bölümünü çekebildiği görülmektedir.⁵

Konut piyasası yerel nitelik göstermekle birlikte, benzer özellikleri taşıdığı düşünülen konut piyasalarının ortak bir sınıflandırma çerçevesinde analiz edilmesi mümkündür. Bu kapsamda konut finansmanında bazı genelleştirici modellerden söz edilebilir. Örneğin İspanya, İtalya ve Yunanistan gibi ülkeleri kapsayan “Güney Avrupa Modeli”ndeki konut finansmanı piyasalarının başlıca özellikleri; yüksek orandaki konut sahiplik oranı, düşük işlem seviyeleri ve ipotekli konut kredilerine ilişkin görece zayıf koşullar olarak belirlenebilir. Genellikle İskandinav ülkelerinde ve İngilizce konuşulan ülkelerde görülen model ise “Konut Sahipliği Modeli” olarak adlandırılmaktadır. Liberal/sofistike finansal piyasalar tarafından desteklenen ve konut sahiplik oranlarının % 60-%70 oranında olduğu söz konusu modelde; işlemlerin yüksek ve kredi olanaklarının da fazla olduğu görülmektedir (Yasui, 2002: 8). Ülkemiz konut piyasası % 61 konut sahiplik oranı ile⁶ sahiplik piyasası özelliği göstermektedir. Ancak ülkemiz konut piyasasındaki yüksek işlem seviyesinin konut kredisine erişim güçlüğüne rağmen gerçekleştirilmesi nedeniyle; Türkiye her iki modelin de dışında kalmakta ve kendine özgü özellikler göstermektedir. Düşük gelir, yüksek faiz oranı ve düşük ortalama vade gibi nedenlerle ortaya çıkan finansal erişim güçlüğüne karşın, konut satış hacminin yüksek

⁵ Öte yandan, temel araştırma sorumuzun dışında kalmakla birlikte, yatırım amaçlı konut talebinin spekülasyon nitelikleri ve neden olduğu sonuçların da araştırmacılar tarafından incelenmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir.

⁶ İnternet: <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist> (Erişim Tarihi: 10.12.2015).

olması, paradoksal boyutlar içerse de, konutun ülkemiz hane halkı için önemli bir yatırım aracı olabileceğine işaret etmektedir.

II. KONUT FİYATININ BELİRLEYİCİLERİ

II. I. Reel ve Beklenti Değişkenleri

Konutun yatırım aracı niteliğinin ve nispi getirisinin, temelde konut fiyatındaki değişimler çerçevesinde açıklanması nedeniyle konut fiyatının belirleyicilerinin analiz edilmesi gereklidir. Konut fiyatları reel değişkenlerin yanı sıra, beklentiye dayalı ve psikolojik unsurların da bulunabileceği kapsamlı bir değişkenler setinden etkilenmektedir. Bu bağlamda, ekonomideki iyimser/kötümser beklentilere göre varlık fiyatlarının artması/azalması; konut değerlerinin/ fiyatlarının da yükselmesine/ azalmasına neden olabilmektedir. Söz konusu olgu, piyasa psikolojisi ve davranışsal etkenlerin konut fiyatları ve konut piyasasının diğer değişkenleri açısından önemli olduğunu göstermektedir. Nitekim küresel finansal kriz döneminde, faiz politikalarının yanı sıra, konut fiyat artışlarına yönelik iyimser (kötümser) beklentiler de ABD’de konut fiyatlarının hızla artmasında (çökmesinde) etkili olan faktörler arasında yer almaktadır.

Konut fiyatını etkileyen reel/yapısal değişkenlerin başında; arsa/üretim maliyeti, imar uygulamaları, ortalama vade ve finansman koşulları gibi değişkenler gelmektedir. Öte yandan, yerel/genel ekonomi düzlemindeki pozitif/ negatif ekonomik/finansal şoklar da konut fiyatları üzerinde etkili olabilmektedir. Reel ve beklentiye dayalı etkenlerin etkili olabildiği; üretici davranışları ve pazarlama faaliyetleri de konut fiyatlarını etkileyen unsurlar arasında yer almaktadır. Girouard-Kennedy vd. (2006: 6), 1970-2005 döneminde 18 OECD üyesi ülkede reel konut fiyatlarında gözlenen artış eğiliminde; kişi başına gelir artışının konut talebini artırmasının, nüfus artışının, arsa kıtlığı/imar kuralları gibi arz etkenlerinin, yenileme yatırımlarının (quality improvement)⁷ ve verimlilik artışının etkili olduğunu belirtmektedir.

Konutun toprağa bağlı bir mal olması, çeşitli piyasalarda alınıp satılamaması piyasa değerinin bölgesel pazarlarda oluşmasına neden olmaktadır (Yalçın, 2006: 2-3). Konut piyasasının temelde yerel/bölgesel nitelik göstermesini AB üyesi ülkeler bağlamında bir örnek ile irdelemek mümkündür. Neuteboom (2008: 6, 88), Avrupa’da ülkelerin birbirine yaklaşması çabalarına karşın, ipotekli konut kredileri piyasalarının hala ulusal piyasa niteliğinde olduğunun ve ipoteğe dayalı ürünler ile risk değerlendirme süreçlerinin ülkeden ülkeye önemli değişiklikler gösterdiğinin altını çizmektedir. Bu bağlamda, hane halkı ve ipoteğe dayalı ürünlerin Avrupa’da ülkeden ülkeye farklılıklar gösterdiğini belirten Yazar, aynı nitelik ve miktardaki ipoteğe dayalı ürünün maliyet ve risklerinin farklılaştığını ve optimal ipoteğe dayalı konut finansmanının her ülke için özdeş olmadığını vurgulamaktadır. Konut piyasasının yerel nitelik göstermesi nedeniyle, konut fiyatları bölgesel/yerel koşullardan önemli ölçüde etkilenmektedir. Konut fiyatlarını etkileyebilecek yerel değişkenlere ilişkin fikir vermek gerekirse, konut bölgelerinde sokak ölçeğindeki arazi değerini kentsel parametrelerle açıkladıkları çalışmalarında, Topçu-Kubat (2009: 22) kentsel parametreleri; erişilebilirlik (AVM’ye, iş merkezine, çocuk parkına, açık alanlara, eğlence alanlarına, karakola vb.); çevresel özellikler (a-sokak üzerindeki yapılar; mimari çeşitlilik, yapı düzeni, cephe-renk-ritm vb. b-sokaklar; araç park durumu, bitkilendirme düzeyi, mekansal kimlik, acil durum uygunluğu, sokağın manzaraya yönelimi vb.); güvenlik (geceleri aydınlatma, gürültü düzeni, sokağın canlılığı vb.); mekânsal kurgu ve sokak yoğunluk ilişkisi olmak üzere beş bölümde incelemiştir.

⁷ Yeniden yatırım [yenileme yatırımı] kavramı, konut stokuna yapılan küçük ölçekli (olağan bakım-onarım, boya-badana, kapı-pencere yenilemesi vb.), büyük ölçekli (mutfak-banyo yenilemesi, su veya elektrik tesisatında yenileme vb.) ve yapısal (depreme karşı güçlendirme, çatının yenilenmesi, duvar yıkımı ya da eklenmesi vb.) yatırımlar kadar yaşam çevrelerini iyileştirmek amacıyla altyapı, açık alan vb. konularda yapılan yatırımları da kapsamaktadır (Sarı, 2007: 35).

II. II. Konut Talebi/Fiyatı ve Makroekonomik Koşullar

Birinci bölümde incelenen konut talebine yönelik portföy yönetimi tercihleri ile ilişkili rasyonel beklentiler konut piyasasındaki fiyat/değer oluşumu üzerinde etkili olmaktadır. Konut talebini (ve dolayısıyla konut fiyatlarını) etkileyen unsurlar yerli yazında da yeterince incelendiği için (bkz. Coşkun, 2015; Coşkun, 2016) çalışmamızda makroekonomik koşulların konut talebi/ fiyatı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Para arzındaki, sanayi üretimindeki veya faiz oranlarındaki beklenmeyen değişimler, yayılma mekanizmasının hızına göre belirlenen belli bir gecikme çerçevesinde, konut fiyatlarını etkilemektedir. Yayılma hızı; imar düzenlemeleri, idari süreçlerdeki hız, kredi arzı, işlem maliyetleri ve ipotekli konut finansmanındaki koşullar gibi unsurları olan kurumsal çerçevenin etkinliği çerçevesinde belirlenmektedir. Örneğin genel faizlerdeki değişimin ipotekli konut kredileri faizlerine hızla yansması durumunda, para arzındaki artışın da ipotekli konut finansmanı piyasasını hızla etkilemesi mümkündür (Adams-Fuss, 2008: 3). Konut fiyatlarının genel ekonomik koşullardan etkilenmesi kapsamında, ekonomik büyüme ve gelir artışı da konut (kredisi) talebi ile birlikte konut fiyatlarını etkilemektedir. Ayrıca, genel ekonomik koşulların etkisiyle biçimlenen konut kredisi ortalama vadesi ve konut kredisi faiz oranları da konut fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Örneğin, ortalama konut kredisi vadesinin uzaması ve konut kredisi faiz oranlarının düşmesi ile birlikte konutta fiyata erişilebilirliğin artması; konut talebi ve fiyatlarını genel olarak artırıcı etki yapmaktadır. Bu noktada, konut kredisi faizleri ve konut fiyatları arasındaki, genelde ters yönlü olduğu belirlenen, ilişki dikkat çekicidir. Bu kapsamda, küresel finansal kriz sürecinde ABD Merkez Bankası'nın faizleri önce düşüren ve ardından da artıran politikalar izlemesinin; konut fiyatlarının da önce artmasına ve ardından da düşmesine neden olarak krizin oluşumuna zemin hazırladığı gözlenmiştir.

Ekonomideki negatif şoklar, büyüklük ve sürekliliğine bağlı olarak, konut fiyatları ve özellikle konut fiyatı getirisi dalgalanmaları üzerinde etkili olmaktadır. Bu bağlamda ülkemizde son yıllarda ortaya çıkan önemli ekonomik/politik şoklara karşın ülke genelindeki ve büyük şehirlerdeki konut fiyatlarının genelde istikrarlı biçimde artması dikkat çekicidir. Bu kapsamda, Coşkun-Ertuğrul (2016), 2007 Temmuz-2014 Haziran döneminde küresel finansal krizin ülkemizdeki konut fiyatı ve konut fiyatı getirileri üzerinde en fazla olumsuz etki yapan negatif dışsal şok olduğunu ve karmaşık etkenlerin etkisi altındaki konut fiyatı getirilerindeki dalgalanmaların bölgesel ölçekte (Ankara, İstanbul ve İzmir) kısmen paralel hareket etme eğilimi gösterdiğini bulgulamıştır.

II. III. Konut Arzının Nitelikleri ve Konut Fiyatları

a. Konut Arzının Belirleyicileri ve Konut Fiyatları

Arsa/finansman/işgücü temini, yapı teknolojisi ve bürokratik/hukuksal süreçler konutu üretim/arz süreçleri bakımından diğer mallardan önemli ölçüde ayırmaktadır. Konut arzının kendine özgü nitelikleri ayrıca konut fiyatlarının oluşum ve değişimini de etkilemektedir.

Konut arzının geliştirilmesi sürecinde; ekonomik istikrar ve büyümenin desteklenmesi, artan nüfus için yeterli ve fiyat erişilebilir konut sağlanması, konutun yaşam alanı/mevki/nitelik olarak bireylerin beklentilerine uygun olması, arazi başta olmak üzere kaynakların etkin dağılımı ve çevrenin korunması amaçları arasında dengeli bir yaklaşım benimsenmesi gereklidir (Barker, 2004: 12). Bununla birlikte, konut piyasasının kendine özgü [ve çoklu amaçların gerçekleştirilmesi açısından dengesiz olabilecek] yapısı nedeniyle, konut arzındaki belli bir artışın konut fiyatları üzerindeki etkisi tam olarak belirlenemeyebilir (ODPM, 2006: 19). Konut arzının fiyatlarla olan etkileşimi çok sayıda unsura bağlıdır. Bu bağlamda, Stern (1992: 1328), özel konut üretimini etkileyen unsurları; taşınmaz geliştiricinin reel faiz oranı, konut fiyatları, kar eğilimleri, son dönemde tamamlanan konut stoku, kamu birimlerinin/konut yapı birliklerinin üretimi, yapı maliyetleri ve arsa (arazi) maliyeti olarak belirlemektedir. Bu bağlamda, konut arzının yeni bir binanın üretim maliyetlerinden çok, konut fiyatlarına bağlı olduğu söylenebilir. Taşınmaz malların arzının kısa vadede esnek olmadığı dikkate alındığında, konut talebindeki ani bir artış, konut fiyatlarını da artıracaktır. Üretim maliyetleri veriyken, konut fiyatlarındaki artış yatırımcıları yeni konut üretimi konusunda teşvik edecektir.

(Adams-Fuss, 2008: 6). Yeni konut arzı ise, yapımcıların çeşitli alt piyasalar ve konut dışı yatırımlar için belirlediği karşılaştırmalı getiri oranından etkilenmektedir (Rothenberg-Galster vd. 1991: 150). Yeni konut arzının niteliklerini belirleyen/etkileyen başlıca unsurlar; konut fiyatları, arsa arzı/kentsel arazi arzı,⁸ konut üretim sürecinin uzun olması/diğer mallardan farklı nitelikler içermesi ve konutun çeşitli yapımcılar tarafından üretilebilir olması olarak özetlenebilir.

Konut piyasasındaki yüksek fiyatlar her zaman için güçlü talep ve sınırlı arz koşullarını yansıtmaktadır. Piyasada talebin zayıf olması durumunda, arzın seviyesinden bağımsız olarak, fiyatlar yüksek olmamaktadır. Arz kısıtlanmamış ise, talebin seviyesinden bağımsız olarak, fiyatlar üretim maliyetlerine göre yüksek olamamaktadır (Gyourko, 2009: 10). Konut piyasasındaki ideal durum; konut talebinin fiyat artışlarına neden olmaksızın ve uygun finansman koşullarında karşılanmasıdır. ABD'den örnek vermek gerekirse; 1980-2000 döneminde nüfusu 3 kat artan Las Vegas'da (ABD) reel medyan konut fiyatlarının değişmemesinde; konut arzının artması etkili olmuştur. 1950'li yıllara kadar konut arzında görülen artış benzeri bir etkiyi New York'ta da yaratmıştır. Bununla birlikte, daha sonraları New York'ta çeşitli nedenlerle konut arzının yeterince artırılmaması fiyatların hızla yükselmesine neden olmuştur. Bu kapsamda, Manhattan'da sadece 1960 yılında 13.000 yeni konut yapılmasına izin verilirken, 1990'lar boyunca yeni konut izin sayısı 21.000 adet olabilmıştır (Glaeser-Gyourko vd. 2005: 332-333).

b. Konut Arzının Esnek Olmaması ve Konut Fiyatları

Konut arzının nitelikleri konut piyasasındaki fiyat ve risklerin önemli ölçüde belirleyicisi durumundadır. Bu kapsamda, birbiri ile ilişkili olan, kısa dönemde konut arzının sabit olması, konut arzı esnekliğinin düşük olması ve konut piyasasındaki gecikmeli arz gibi kavramlar konut arzının özelliklerini belli açılardan açıklamaktadır.

Herhangi bir yılda yeni yapılan konutlar toplam konut stokunun küçük bir bölümünü oluşturmaktadır. Dönüştürme ve geliştirme yoluyla piyasaya sunulan konutlara ilaveten, yeni yapılan konutlara dayalı arzın, talepte kısa dönemde ortaya çıkan değişimlere yanıt vermesi mümkün değildir (Black ve Stafford, 1988: 6). Dolayısıyla, konut arzı talepteki değişim karşısında hızla düzeltme yapamamaktadır. Konut arzı; yeni konutlar ve piyasaya yeniden giren mevcut konut stoklarından oluşmaktadır. Yeni konut stoku arzı, geçmiş dönemde yapımına başlanan konut sayısına bağlı bir değişken olarak, kısa vadede görece olarak esnek değildir. Buna karşılık mevcut konut stoku oldukça esnektir (Stern, 1992: 1327). Konut arzının esnek olmaması; dönüştürme (conversion; yenileme) ve yeni konuta dayalı arz değişikliğinin önemli bir gecikme ile olabileceğini ifade etmektedir. Yeni konut için söz konusu gecikme; konutun biçimlendirme için mükemmel [bir varlık] olmaması ve planlama/üretim/ pazarlama için zaman kaybının bulunması ile ilişkilidir (Rothenberg-Galster vd. 1991: 17). Örneğin Güney Afrika'da bir arazi geliştiricisi için kentsel arazinin belediye hizmetlerini haiz kentsel arsaya dönüşüm sürecine yönelik belediye işlemlerinin 3 yıl sürdüğü belirtilmektedir (Venter, 2009: 9). Konutun üretim sürecinin zaman alıcı olmasının sonuçlarının başında, kısa dönemde konut arzının sabit olması gelmektedir. Konut arzının konut talebi ölçüsünde artırılmaması sonucunda konut fiyatları artmaktadır (Ellis, 2006: 7-8). Dolayısıyla konutun üretim sürecinin arsa temini, hukuksal süreçler, yapı imalatının gerektirdiği koşullar vb. nedenlerle zaman alıcı olması; konut talebinin hızla ve tam olarak karşılanmasına engel olmaktadır. Konut fiyatlarının artmasına neden olabilecek söz konusu koşullarda, konut arzının gecikmeli olarak gerçekleştiğinden söz edilmektedir.

Uğur (2007: 20 vd.), Türk firmalarının yurt içindeki/dışındaki altyapı, toplu konut ve kamu yapılarına yönelik faaliyetlerinde karşılaştığı sorunların belirlenmesine yönelik araştırmasında, inşaatların gecikme nedenlerine ilişkin çeşitli belirlemelere yer vermiştir. Söz konusu belirlemeler; konut arz esnekliğini etkileyebilecek koşullar hakkında fikir vericidir. Anılan çalışma çerçevesinde Türk firmalarının yurt içi/dışı faaliyetlerinde gecikmelere yol açabilecek sorunları aşağıdaki gibi belirlenmiştir; hak edişlerin ödenmesindeki gecikmeler, inşaatın yapılacağı arazinin teminindeki

⁸ Uluslararası yazında olduğu gibi ülkemizde de arazi, genellikle hem kentsel hem de kırsal toprakların bütününi ifade etmek amacıyla kullanılırken, zaman zaman kırsal ve marjinal topraklar arazi, kentsel topraklar da arsa olarak adlandırılabilir (Çete, 2008: 10).

gecikmeler, projelerde ve teknik şartlarda sık sık yapılan değişiklikler, sözleşme uygulamalarında teknik ve idari kararların alınmasındaki gecikmeler, yasal mevzuatlarda sözleşme yapılmasından sonra ortaya çıkan değişiklikler, zemin raporlarının çok uzun sürede onaylanması, iskân ruhsatı almanın uzun sürmesi, idarenin kamulaştırmaları gecikmeli yapması ve inşaat sahasını zamanında teslim etmemesi, inşaat ruhsatının teminindeki gecikmeler, fiyatların/maliyetlerin kontrolsüz artışı vb.

Konut arzında yaşanan gecikmeler konut piyasasında istikrarsızlığın artmasına neden olabilmektedir. Bu kapsamda, İngiliz konut piyasasını inceleyen Barker Raporu'nda temelde demografik eğilimler ve artan gelirin yönlendirdiği konut talebindeki artış karşısında konut arzının artırılmamasının makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğu vurgulanmaktadır (bkz. Barker, 2004: 3). Konut arzında gözlenen gecikmeli arz ve kısa dönemde arzın sabit olması özellikleri; konuta dayalı ekonomik döngülerin ortaya çıkmasında etkili olabilmektedir. Örneğin 1980'lerin ABD'sinde konut fiyatlarında görülen hızlı reel artış, sadece konut arz esnekliğinin bulunmadığı piyasalarda ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte küresel kriz sürecinde Las Vegas ve Phoenix gibi konut arz esnekliğinin yüksek olduğu (konut fiyatları artarken daha fazla miktarda konut üretiminin bulunduğu) ABD yerel emlak piyasalarında da önemli ölçülere varan fiyat artışları ortaya çıkmıştır (Gyourko, 2009: 11). Konut piyasasında kısa dönemde arz esnekliğinin bulunmamasının diğer bir sonucu ise, hanehalkının harcanabilir gelirin veya üretimin artmasına neden olan ekonomik faaliyet seviyesindeki bir artışın kiralara yükselmesine yol açmasıdır (Adams ve Fuss, 2008: 6). Konut arzının kısa dönemde artırılmaması sonucunda konut fiyatlarının artması aynı zamanda konutta fiyata erişilebilirliği de olumsuz yönde etkilemektedir.

c. Arz Kısıtları ve Konut Fiyatları

Konut arzını etkileyen başlıca etken arsa arzıdır. Arsa arzının bol olduğu kentlerde arsa fiyat düzeyleri, kıt olan kentlere göre daha düşük olmaktadır. Arsa fiyatları da konut fiyat düzeylerinin başta gelen belirleyicilerindedir (Bayındırlık ve İskân Bakanlığı, 2009: 149). Hindistan örneğinde çeşitli nedenlerle yapılaşma alanlarında emsal değerlerin düşük olarak belirlenmesinin; kentsel arsa kıtlığının yapay olarak artmasına, arsa maliyetlerinin yükselmesine ve fiyat erişilebilir konut sahipliğinin yoksul kesimler için güçleşmesine neden olduğu belirtilmektedir (Birleşmiş Milletler, 2008: 8).

Arazi kullanımını düzenleyen kurallar da konut arzı ve dolayısıyla konut fiyatları üzerinde belirleyici etkiler yapmaktadır. Bu kapsamda, konut yapımcılarının arazi geliştirme konusunda daha fazla seçim özgürlüğüne sahip olması, değişen piyasa koşulları karşısında hızlı ve esnek çözümler üretilmesini desteklemektedir. Bu bağlamda, arazi kullanımına yönelik yerel ve bölgesel planlamanın konut arzının artırılmasını destekleyecek biçimde tasarlanması gereklidir (Barker, 2004: 6). Glaeser-Gyourko vd. (2005: 336, 366) ABD'de konut üretim maliyetleri ve konut fiyatları arasındaki açığın ortaya çıkmasındaki başat etkenin; yeni yapı arzının azalmasına neden olan (miktar kısıtları, imar kuralları, vergiler veya ücretler gibi) düzenleme kısıtları olduğunu belirlemiştir. Buna ilaveten söz konusu çalışmada, yapı arzını kısıtlayan diğer etkenler arasında; diğer mülk sahiplerinin yeni yapıyı engellemek istemeleri, yeni taşınmaza yönelik davalar ve siyasi müdahaleler gibi unsurlara da yer verilmiştir.

Yetersiz kentsel arsa arzının ve arazi kullanımını düzenleyen kurallardaki kısıtların neden olduğu konut arzı yetersizliği, veri talep düzeyinde konut fiyatlarının artmasına neden olabilmektedir. Ülkemizde son yıllarda kentsel dönüşüme dayalı yeni konut arzı ile aşılılmaya çalışılmakla birlikte, yerel piyasa ölçeğindeki arsa kıtlığı ve düzenleme kısıtlarının konut fiyatlarının artmasının nedenleri arasında yer aldığı söylenebilir.

II. IV. Türkiye'de Konut Fiyatının Belirleyicileri

Ülkemiz konut yazınında konut fiyatlarının belirleyicilerine ve etkileşimlerine yönelik çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Örneğin, Halıcıoğlu (2005: 8), konut talebinin belirlenmesindeki en önemli etkenlerin sırasıyla reel gelir, konut fiyatları ve kentleşme oranı olduğunu, Üçal-Gökkent (2009: 9) tüketici fiyat endeksinin konut fiyatlarındaki değişimi açıklamadaki payının fazla olabileceğini,

Badurlar (2008: 235) GSYİH'nın konut fiyatlarındaki değişmeye Granger anlamında neden olduğunu ve Öztürk-Fitöz (2009: 42-43) ise konut talebi ile (TÜFE ile ölçülen) fiyatlar arasında doğrusal bir ilişkinin olduğunu bulgulamıştır. Son dönemde yapılan çalışmalara örnek olarak, Akkaş-Sayılgan (2015), etki-tepki analizlerine göre konut kredisi faizi şoklarının konut fiyatları ve yeni konut fiyatları üzerinde gecikmeli ve anlamlı negatif bir etkiye sahip olduğunu ve varyans ayrıştırma analizi sonuçlarına göre hem konut fiyat endeksi, hem de yeni konut fiyat endeksinin kendi gecikmeli değerlerinin yanı sıra konut kredisi faizi tarafından da açıklandığı sonucuna ulaşmıştır. Bound testi sonuçlarına göre, Coşkun-Ertuğrul vd. (2016) konut fiyat endeksi ile konut kira endeksi, yapı maliyet endeksi ve reel konut kredisi faiz oranı değişkenleri arasında uzun dönemde eşbütünleşme olduğunu, konut fiyatlarını kira endeksi ve yapı maliyet endeksinin pozitif ve reel konut kredisi faiz oranının negatif yönde etkilediğini bulgulamıştır. Öte yandan, konut fiyatlarındaki kalite artışı etkisinin ölçülmesine yönelik çalışmalarında Hülalü-Kızılkaya vd. (2016), oluşturdukları hedonik fiyat endeksinde göre 2010-2014 döneminde Türkiye genelindeki konut fiyatlarındaki nominal artışların dörtte birinin, reel artışların ise yaklaşık yarısının kalite artışından kaynaklandığı bulgulamıştır. Zaman içinde konutların kalitesinde önemli artışlar olduğunu belirleyen Yazarlar, ülkemizde gözlenen fiyat artışlarının tamamının reel değerlendirme olarak tanımlanmasının yanlış olabileceğini belirtmektedir.

Dolayısıyla, yazındaki bulgular ülkemizdeki konut fiyatı değişimlerinde TÜFE, GSYİH, konut talebi, konut kredisi faiz oranı, kira endeksi ve yapı maliyet endeksi gibi değişkenlerin etkili olduğunu, ayrıca konutların kalitesinde ortaya çıkan gelişmelerin de fiyat artışlarında belirleyici olduğunu belirtmektedir.

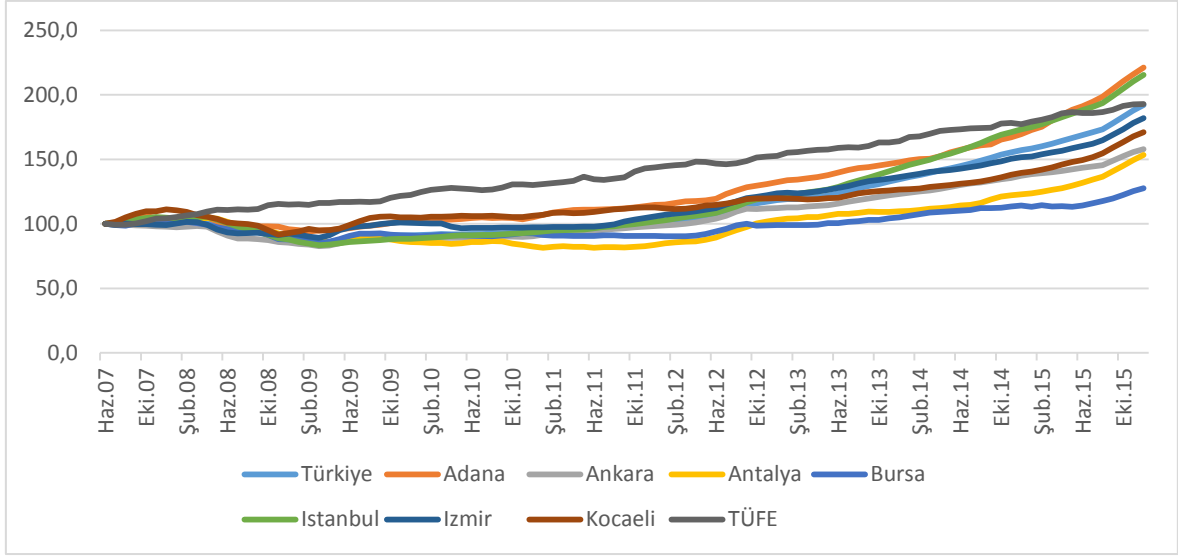
III. TÜRKİYE'DE KONUT FİYATLARI VE KONUT YATIRIMININ NİSPİ GETİRİSİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde, ülkemizdeki konut yatırımının nispi getirisi, 2007 Haziran-2015 Ekim dönemini kapsayan Reidin Türkiye Kompozit Satılık Konut Fiyat Endeksi'ndeki ve 2010 Ocak-2015 Eylül dönemini kapsayan TCMB'nin Türkiye Konut Fiyat Endeksi'ndeki (TKFE) Türkiye geneli ve seçilmiş iller bazındaki nominal fiyat değişimlerinin; TÜFE, altın fiyatı (ABD Doları/Ons altın), ABD doları ve BİST 100 endekslerindeki fiyat değişimleri ile karşılaştırılması yoluyla belirlenmeye çalışılmıştır. Konutun yatırım aracı olma vasfını, seçili alternatif yatırım araçları ile kıyaslayarak değerlendiren incelememiz sonucunda ulaşılan bulgular ve bunlara ilişkin değerlendirmelerimiz aşağıda yer almaktadır.

III. I. Reidin Konut Fiyat Endeksleri ve Nispi Konut Getirisi

Ülkemizdeki konut fiyatlarının değişimini ölçen Reidin Türkiye Kompozit Satılık Konut Fiyat Endeksi ve Reidin İstanbul, Ankara ve İzmir Satılık Konut Fiyat Alt Endeksleri Şekil 1'de yer almaktadır. Bu kapsamda, 2007 Haziran-2015 Ekim dönemine ilişkin konut fiyatlarındaki artış oranları, ilgili piyasa ve artış oranı bazında şöyle gerçekleşmiştir; Türkiye (% 83) , İstanbul (% 105), Ankara (% 52), İzmir (% 73), Adana (% 110), Kocaeli (% 63) ve Bursa (% 22). 2007 Haziran-2015 Ekim döneminde TÜFE'deki artış oranının % 91⁹ olduğu dikkate alındığında; konut fiyatlarındaki değişimlerin farklı piyasalar bazında hem pozitif ve hem de negatif reel getiriye işaret ettiği görülmektedir. Bu kapsamda 2007 Haziran-2015 Ekim dönemi için Reidin endeksinde göre konut fiyat artışları İstanbul'da % 14 ve Adana'da % 19 reel getiriye işaret ederken, aynı dönemdeki negatif reel getiri oranı Türkiye geneli için % 8, Bursa'da % 69, Ankara'da % 39, Kocaeli'de % 28 ve İzmir'de % 18 olarak gerçekleşmiştir.

⁹ İnternet: <http://evds.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 10.02.2015).



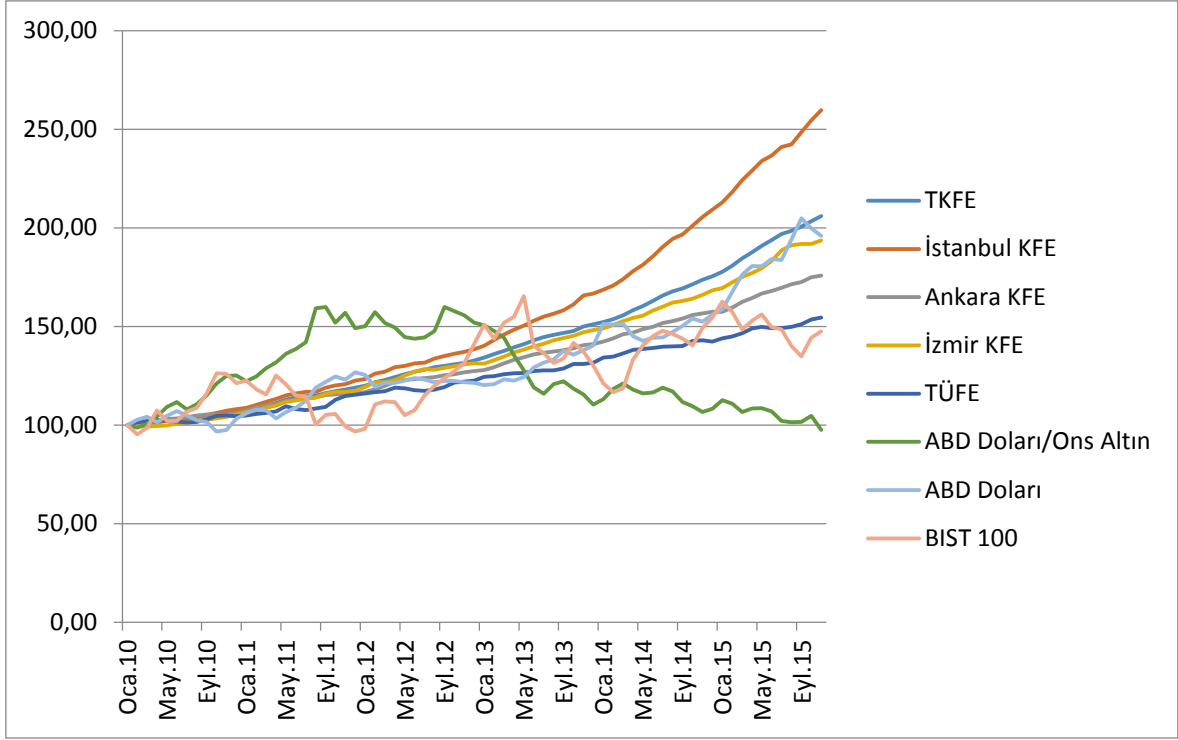
Şekil 1. Reidin satılık konut fiyat endeksleri ve TÜFE (2007 Haziran-2015 Ekim)

Kaynak: Reidin.

2007 Haziran-2015 Ekim dönemine ilişkin söz konusu istatistiki bulgular çeşitli çıkarımlarda bulunmamıza yardımcı olmaktadır. İlk olarak, konut fiyatları her yerel piyasada farklı bir eğilim göstermektedir. Konut piyasalarının yerel nitelik gösterdiğine de işaret eden bu durum, konut fiyatlarına yönelik analizlerde yerel piyasa özelliklerinin önemli olabileceğini vurgulamaktadır. İkincisi, konut fiyatlarının TÜFE ile düzeltilmesine dayalı reel getirinin sadece İstanbul ve Adana’da ortaya çıkması; konutun her zaman reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olmayabileceğine ve konutun reel getirisinin yerel piyasa ölçeğinde değişiklik gösterebileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla söz konusu bulgu, konutun enflasyona karşı korunma sağlayan bir yatırım aracı olduğuna ilişkin genel algının, belli yerel piyasalar ölçeğinde doğru olabileceğini gündeme getirmektedir.

III. II. TCMB TKFE Konut Fiyat Endeksleri ve Nispi Konut Getirisi

Ülkemizde yayımlanan ilk konut fiyat endeksi olan Reidin konut fiyat endeksinin TÜFE ile reelleştirilmesine dayalı analizlerin, TCMB konut fiyat endeksi ve alternatif yatırım araçları çerçevesinde genişletilmesi, konutun yatırım aracı niteliğine ilişkin bulguların daha geniş bir çerçevede tartışılmasını sağlayacaktır. Bu kapsamda, 2010 Ocak-2015 Eylül dönemi için TCMB tarafından yayımlanan Türkiye Konut Fiyat Endeksi (TKFE) ve Ankara, İstanbul ve İzmir alt endekslerinin TÜFE, altın fiyatı (ABD Doları/Ons altın), ABD doları ve BİST 100 endeksi ile karşılaştırılması konut yatırımının nispi getirisine ve dolayısıyla yatırım aracı niteliğine ilişkin önemli ipuçları içermektedir (Şekil 2). Bu kapsamda, anılan dönemde konut fiyat artışları sırasıyla Türkiye için % 101, İstanbul’da % 149, Ankara’da % 73 ve İzmir’de % 92 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık aynı dönemde diğer endekslerdeki artış oranlarına bakıldığında TÜFE’nin % 51, BİST 100 endeksinin % 35, ABD dolarının % 105 ve altın fiyatının % 2 oranında arttığı görülmektedir.



Şekil 2. TCMB konut fiyat endeksleri ve TÜFE, altın, BİST 100, ABD doları (2010 Ocak-2015 Eylül)

Kısaltmalar: TKFE; Türkiye Konut Fiyat Endeksi (TCMB), İstanbul/Ankara/İzmir KFE: İstanbul/Ankara/İzmir TKFE alt endeksleri (TCMB), TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi, BİST: Borsa İstanbul.

Kaynak: Yazar (TCMB verileri).

TCMB ve önceki bölümde yer alan Reidin konut fiyat endeksi sonuçları bir arada değerlendirildiğinde, seçilen dönem, konut fiyat endeksinin türü ve reelleştirme kıstasına göre konut fiyatına dayalı reel getirinin değiştiği görülmektedir. Bu kapsamda TCMB konut fiyat endekslerine göre 2010 Ocak-2015 Eylül döneminde TÜFE'deki değişime göre düzeltildiğinde reel konut fiyat artışları Türkiye için % 50, İstanbul'da % 98, Ankara'da % 22 ve İzmir'de % 41 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu bulgu, değerlendirme oranları açısından farklılık içermekle birlikte, Reidin endeksine göre ulaşılan bulguya paralel olarak, konut fiyatlarının (ve getirisinin) her yerel piyasada farklı bir eğilim gösterdiğine işaret etmektedir. Alternatif yatırım araçlarının endeks değerlerindeki değişim ile kıyaslandığında; TCMB konut fiyat endekslerine göre Türkiye, Ankara ve İzmir'deki konut fiyat artışlarının TÜFE endeksi, BİST 100 endeksi ve altın fiyatındaki artışın üzerinde olduğu ve İstanbul'daki konut fiyat artışının bütün alternatif yatırım araçlarındaki artışın oldukça üzerinde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, 2010 Ocak-2015 Eylül döneminde incelenen TCMB TKFE endeks getirilerinin TÜFE, altın fiyatı, ABD doları ve BİST 100 endeks getirileri ile düzeltilmesi sonucunda ulaşılan bulgular; etkisi seçilen dönem, reelleştirme ölçütü ve yerel piyasa ölçeğinde değişmekle birlikte, konutun yüksek getirili bir yatırım aracı olabileceğini ima etmektedir.

Özetle, TÜFE'ye göre düzeltilmiş Reidin konut fiyat endekslerindeki değişimlerin konut yatırımının belli yerel piyasalarda enflasyona göre reel getiri sağlayabileceğini işaret etmesine karşın, TCMB TKFE ana/alt endekslerindeki artışın alternatif yatırım araçlarındaki artışın genelde oldukça üzerinde olması; konutun reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olabileceği düşüncesini daha güçlü biçimde desteklemektedir. Analizler sonucunda ulaşılan bulguların genelleştirilmesinde, analizin sınırlı istatistiksel veriye dayanması ve endeks karşılaştırmasına dayalı kısıtlar nedeniyle, ihtiyatlı olunması gerektiği düşünülmektedir.¹⁰ Reidin ve TCMB konut fiyat endekslerinin farklı sonuçlar vermesinin altında; her iki endeksin hesaplama yönteminin farklı olması, fiyat serilerinin farklı

¹⁰ Kullanılan fiyat endekslerinin kapsam/yöntem olarak farklı olmasının ötesinde, Demirhan ve Kurul (2015: 10) mevcut konut stokunun daha sağlıklı biçimde izlenebilmesi için, büyük konut projeleri ile TOKİ tarafından arz edilen konutlara ilişkin istatistiklerin oluşturulmasının birinci el satışların daha yakından takip edilmesi açısından önemli olacağını belirtmektedir.

dönemleri içermesi ve söz konusu farklı dönem aralıklarında TÜFE ve diğer göstergelerin farklı seyir izlemesi gibi unsurların etkili olduğu düşünülebilir. Bununla birlikte, her iki fiyat endeksi de, seçilen döneme ve reel getiri kıstasına bağlı olarak; konut sahipliğinin/yatırımının yerel piyasaya göre değişen reel getiriye sahip olabileceğini göstermektedir.

SONUÇ

2000-2001 bankacılık krizi sonrasındaki dönemde Türkiye genelinde ve özellikle büyük kentlerde konut arzı, talebi ve fiyatları hızlı bir artış sürecine girmiştir. Konut piyasasındaki söz konusu gelişmeler; finansal baskı ve krizler nedeniyle ertelenmiş olan potansiyel talebin istikrarlı koşullarda etkinlik kazanmasıyla ilişkili görünmektedir. Kentleşme, göç, nüfus ve hane halkı sayısının artışı, gelir/servet artışı, konut kredisi faiz oranlarının düşmesi, konut tüketim alışkanlıklarının değişmesi, kentsel dönüşüm süreci ve konut üretimindeki yüksek üretici karı gibi konut arzını/talebini etkileyen unsurlar da konut piyasasındaki hareketliliğin istikrarlı biçimde artmasına neden olmuştur.

Ülkemiz konut piyasası, genel ekonomik etkilerinin yanı sıra, hane halkı serveti ve fon akımlarında da önemli bir yere sahiptir. Ülkemizdeki konut piyasasının sahiplik piyasası özelliği göstermesi ve konut talebinin ve fiyatlarının son yıllarda hızla artması; konuta yönelik ülkemizde geleneksel bir talebin olduğu ve bunun da konutun yatırım aracı olma vasfı ile ilişkili olduğu biçiminde değerlendirilmektedir. Söz konusu yaklaşım, konutun enflasyona karşı korunma ve bunun ötesinde reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olduğu algısının güçlenmesine de neden olabilmektedir. Bununla birlikte, talep/fiyat değişimlerinin konut portföyü yönetimi bağlamında rasyonel nedenlerinin olup olmadığı, sektör analizlerinde ve yazında yeterince incelenmemiştir. Yazın taraması ve örnek olay analizine dayalı olan bu çalışmada, konut fiyatlarındaki değişimlerin nedenleri ve mikro/makro düzlemdeki olumlu/olumsuz etkileri incelenmiştir. İnceleme kapsamında ayrıca konutun yatırım aracı olduğuna yönelik algı kuramsal açıdan ve ülkemiz örneğindeki uygulaması bağlamında analiz edilmiştir. Bu kapsamda, ülkemizdeki konut fiyatı değişimlerinde TÜFE, GSYİH, konut talebi, konut kredisi faiz oranı, kira endeksi, yapı maliyet endeksi ve kalite artışları gibi unsurların belirleyici etkilerinin olduğu belirtilmiştir.

Konutun yatırım aracı olma vasfını, seçili alternatif yatırım araçları ile kıyaslayarak değerlendiren örnek olay analizinde, ülkemizdeki konut yatırımının nispi getirisi, 2007 Haziran-2015 Ekim dönemini kapsayan Reidin Türkiye Kompozit Satılık Konut Fiyat Endeksi'ndeki ve 2010 Ocak-2015 Eylül dönemini kapsayan TCMB Türkiye Konut Fiyat Endeksi'ndeki (TKFE) Türkiye geneli ve seçilmiş iller bazındaki nominal fiyat değişimlerinin; TÜFE, altın fiyatı (ABD Doları/Ons altın), ABD doları ve BİST 100 endekslerindeki fiyat değişimleri ile karşılaştırılması yoluyla belirlenmeye çalışılmıştır. Karşılaştırma sonucunda; Reidin ve TCMB konut fiyat endekslerinin farklı sonuçlar verdiği görülmüştür. Bu kapsamda, TÜFE'ye göre düzeltilmiş Reidin konut fiyat endekslerindeki değişimlerin konut yatırımının belli yerel piyasalarda enflasyona göre reel getiri sağlayabileceğini işaret etmesine karşın, TCMB TKFE ana/alt endekslerindeki artışın alternatif yatırım araçlarındaki artışın genelde oldukça üzerinde olması; konutun reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olabileceği düşüncesini daha güçlü biçimde desteklemektedir. Bununla birlikte, her iki fiyat endeksi de, seçilen döneme ve reel getiri kıstasına bağlı olarak; konut sahipliğinin/yatırımının yerel piyasaya göre değişen reel getiriye sahip olabileceğini göstermektedir.

Seçilen endeksin, dönemin ve reelleştirme ölçütünün konut yatırımının nispi getirisini önemli ölçüde değiştirebilmesi nedeniyle ihtiyatla karşılanması ve getirinin riske göre düzeltilmesi gibi ilave çalışmalarla de irdelenmesi gerekmele birlikte, çalışmada ulaşılan bulgular çeşitli açılardan yorumlanabilir. İlk olarak, özellikle konut sahipliğinin/yatırımının görece yüksek reel getiri sağladığı İstanbul gibi konut piyasalarındaki konut alımlarının tüketici davranışları açısından akılcı bir tercihe işaret ettiği ve konut yatırımcısının finansal ürünlere yatırımı tercih etmemesinin varlık portföyü yönetimi bağlamında doğru bir seçim olduğu söylenebilir. İkinci olarak, konut sahipliğinin düşük/negatif nispi reel getiri sağladığı yerel piyasalardaki yatırımcı davranışının ise portföy tercihleri

bağlamında akılcı olmayabileceği düşünülebilir. Bu kapsamda, düşük/negatif nispi reel getirinin olduğu yerel konut piyasalarında; konut portföyünün daha aktif biçimde yönetilerek yatırımın nispi getirisinin artırılmaya çalışılması önerilebilir. Öte yandan, gelecekte yapılacak çalışmalarda Türkiye ve yerel konut piyasaları ölçeğinde konut arzı etkenlerinin ve arz/talep yönlü spekülasyon saiklerinin konut fiyatları üzerindeki etkilerinin analiz edilebileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Adams, Z. ve Fuss, R. 2008. Macroeconomic determinants of international housing markets. http://www.bundesbank.de/download/vfz/konferenzen/200810_20_mannheim/paper_adams_fuess.pdf (Erişim Tarihi: 18.11.2015).
- Akerlof, G.A. ve Shiller, R.J. 2009. *A Animal Spirits*. Princeton University Press. İngiltere.
- Akın, Ç. 2009. Essays in global linkages and business cycles. Doktora Tezi. August 31. The Faculty of Columbian College of Arts and Sciences. *The George Washington University*.
- Akkaş, M. E. ve Sayılğan, G. (2015). Fiyatları ve konut kredisi faizi: Toda-Yamamoto nedensellik testi. *Journal of Economics, Finance & Accounting*, 2 (4), 572-583.
- Badurlar, İ.Ö. (2008). Türkiye’de konut fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin araştırılması. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8 (1), 223-238.
- Barker, K. (2004). Review of housing supply: delivering stability: securing our future housing needs: final report – recommendations. London: HMSO.
- Bayındırlık ve İskân Bakanlığı. (2009). *Kentleşme Şurası 2009*. Kentsel dönüşüm, konut ve arsa politikaları komisyonu raporu. Nisan. Ankara. İnternet: <http://www.bayindirlik.gov.tr/turkce/kentlesme/kitap3.pdf> (13.02.2016).
- Binay, Ş. ve Salman, F. (2008). A critique on Turkish real estate market. May. Discussion Paper No. 2008/8. *Turkish Economic Association*. İnternet: www.tek.org.tr.
- Birleşmiş Milletler (United Nations Human Settlements Program, UN-HABITAT). (2008). *Housing finance mechanisms in India*. Nairobi. Kenya.
- Birleşmiş Milletler (UNECE, WPLA ve REM). (2010). Policy framework for sustainable real estate market. Geneva. İsviçre.
- Black, J. ve Stafford, D.C. (1988). *Housing policy and finance*. Routledge: USA.
- Bostic, R., Gabriel, S. ve Painter, G. (2005). Housing wealth, financial wealth, and consumption: new evidence from micro data. June. http://www.rst.nus.edu.sg/research/symposium_files/s.gabriel.pdf (20.12.2015).
- Caporale, G.M. ve Sousa, R.M. (2011). Consumption, wealth, stock and housing returns evidence from emerging markets. Discussion Paper. No. 1159. *Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin)*. İnternet: http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.386777.de/dp1159.pdf (Erişim Tarihi: 17.11.2015).
- Case, K. E., Quigley, J.M., Shiller, R. J. (2005). Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market. B.E. *Journal of Macroeconomics: Advances in Macroeconomics*, 5(1), 1-32.
- Catte, P., Girouard, N., Price, R., ve Andre, C. (2004). Housing markets, wealth and the business cycle. OECD Working Paper. No. 394. *OECD*.
- Coşkun, Y. (2015). *Türkiye’de konut finansmanı: sorunlar ve çözüm önerileri*. Nisan. Yayın No: 310. Türkiye Bankalar Birliği.

Yener Coşkun

- Coşkun, Y. (2016). Türkiye konut piyasasında talep eğilimleri ve bilgi bakışsızlığına yönelik politika önerileri. *Bankacılar Dergisi*, No: 96, 122- 143.
- Coşkun, Y. and Ertuğrul, M. (2016). House price return volatility trends in Turkey and Istanbul, Ankara, and Izmir. November. *Journal of European Real Estate Research*, 9 (1).
- Coşkun, Y. ve Umit, O. (2016). Türkiye’de Hisse Senedi ile Döviz, Mevduat, Altın, Konut Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme İlişkilerinin Analizi. Ocak. *Business and Economics Research Journal*, 7 (1): 47-69.
- Coşkun, Y., Ertuğrul, M.H., Seven, Ü. Alp, A. (2016). House Prices in Turkey: Analysis of Fundamentals and Bubble (yayın aşamasında).
- Çete, M. (2008). Türkiye için bir arazi idare sistemi yaklaşımı. Doktora Tezi. Jeodezi ve Fotogrametri Mühendisliği A.B.D. *KTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü*.
- Davey, M. (2001). Mortgage equity withdrawal and consumption. Spring. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 41 (1), 100-104.
- Demirhan, A.A. ve Kurul, D.M. (2015). Türkiye konut sektörüne ilişkin bileşik öncü göstergeler endeksi. Ekonomi Notları, No. 2015-11, 23 Temmuz, *TCMB*.
- Ellis, L. (2006). Housing and housing finance: the view from Australia and beyond. Research Discussion Paper. *Reserve Bank of Australia*.
- FSA. (2010). *Mortgage market review: responsible lending*. Consultation Paper. July.
- Girouard, N., Kennedy, M., Noord, P. and André, C. (2006). Recent house price developments: the role of fundamentals. OECD Economics Department Working Papers. No. 475. *OECD Publishing*.
- Glaeser, E.L., Gyourko, J. ve Saks, R. (2005). Why is Manhattan so expensive? regulation and the rise in housing prices. *The Journal of Law and Economics*, 48, 331-369.
- Greenspan, A. ve Kennedy, J. (2007). Sources and uses of equity extracted from homes. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. 2007-20. March. *Federal Reserve Board*, Washington, D.C.
- Güler, E. (2013). *TMS/TFRS kapsamında gayrimenkul ve yatırım amaçlı gayrimenkul işlemlerinin muhasebeleştirilmesi*. Gazi Kitabevi. Ankara.
- Gyourko, J. (2009). The supply side of housing markets. *NBER Reporters*, 2, 10-12.
- Halıcioğlu, F. (2005). The demand for new housing in Turkey: an application of ARDL model. Conference Paper. *2005 Business and Economics Society International Conference*. July 22-25 2005. Grand Canyon, Arizona, USA.
- HM Treasury. (2008). Housing finance review: analysis and proposals. Intenet: www.hm-treasury.gov.uk (Erişim Tarihi: 10.02.2016).
- Hülagü, T., Kızılkaya, E., Özbekler, A.G. ve Tunar, P. (2016). Türkiye konut fiyat endeksi’nin kalite değişimi etkisinden arındırılması: hedonik konut fiyat endeksi. Ekonomi Notları. 2016-02. 1. Şubat. *TCMB*.
- Maisel, Sherman J. (1992). *Real estate finance*. Second Edition. The Dryden Press. ABD.
- McCarthy, G., Zandt, S.V. ve Rohe, W. (2001). The Economic benefits and costs of homeownership. Working Paper. No. 01-02. *Research Institute for America*.
- Neuteboom, P. (2008). On the rationality of borrowers’ behaviour: Comparing risk attitudes of homeowners. 14.08.2008. *Delft University Press*.
- Öztürk, N. ve Fitöz, E. (2009). Türkiye’de konut piyasasının belirleyicileri: ampirik bir uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (10), 21-46.

- Rothenberg, J., G. C. Galster, R. V. Butler, and Pitkin, J. R. (1991). The maze of urban housing markets. *University of Chicago Press*.
- Sarı, Ö.B.Ö. (2007). Mevcut konut stokunda yeniden yatırım: hanehalkı davranışının üst ölçekli etkileri. *Planlama Dergisi*, 2, 35-42.
- Sinai, T. ve Souleles, N.S. (2005). Owner-occupied housing as a hedge against rent risk. *Quarterly Journal of Economics*, 120 (2), 763-89.
- Song, H.S. (2009). Mortgage and home equity insurances for home owners and rent insurance for tenants. Building and Real Estate Economics Department of Infrastructure. *Royal Institute of Technology (KTH)*. Internet:http://www.infra.kth.se/se/byfa/publikationer/meddelandenOchAvhandlingar/67_paper2.pdf (Erişim Tarihi: 03.12.2015).
- Stern, D. (1992). Explaining UK house price inflation 1971-89. *Applied Economics*, 24, 1327-1333.
- Tekeli, İ. (1982). *Türkiye’de konut sunumunun davranışsal nitelikleri ve konut kesiminde bunalım*. Kent –Koop: Konut 81, Ankara: 57-101. (İçinde, Tekeli, İ. 2010. Konut Sorununu Konut Sunum Biçimleriyle Düşünmek. *Tarih Vakfı Yurt Yayınları*. İlhan Tekeli Toplu Eserler 13. Birinci Basım. İstanbul: 174-220).
- The Office of the Deputy Prime Minister (ODPM). (2006). Affordability and the supply of housing. 20 June. Third Report of Session 2005–06. Volume I. Internet: <http://www.odpm.gov.uk> (Erişim Tarihi: 02.01.2016).
- Topçu, M. ve Kubat, A.S. (2009). Konut bölgelerinde mekânsal yapı - arazi değer ilişkisi. *İtüdergisi/a mimarlık, planlama, tasarım*, 8 (2), 17-26.
- Uğur, L.O. (2007). TMB üyesi inşaat firmalarının planlama, yapı maliyeti hesaplama ve risk yönetimi yaklaşımları. *Türkiye Müteahhitler Birliği*.
- Üçal, Meltem S ve Gıyas Gökent. (2009). Macroeconomic factors affecting real estate markets in Turkey: A VAR analysis approach. *Briefing Notes in Economics*, 80 (March/April). Internet: http://www.richmond.ac.uk/bne/documents/IssueNo.80-UcalandGokkent_002.pdf (11.01.2016).
- Venter, P. (2009). Housing finance in South Africa. *Housing Finance International* (September), 5-10.
- Whitehead, C. and Scanlon, K. (2002). Fiscal instruments for the provision of affordable housing. Vienna. 1–5 July, *ENHR Conference*. Internet: <http://eprints.lse.ac.uk/30053/> (12.11.2015).
- Yalçın, K. (2006). *İpotek karşılığı menkulleştirilmiş krediler (İkmek-Mortgage)*. Gazi Kitabevi: Ankara.
- Yasui, T. (2002). Housing finance in transition economies. (içinde, Housing Finance in Transition Economies, *OECD*): 17-36.
- Yiu, C.Y. (2010). The changing nature of household demand and housing market trends in China. *RICS Symposium 2010 in Edinburgh, UK*, 8 -10 September. Internet: <http://ssrn.com/abstract=1669166> (Erişim Tarihi: 01.02.2016).
- Zhu, H. (2003). The importance of property markets for monetary policy and financial stability. Working Paper, No.21, *BIS*.