

Makro Belirsizlik Dönemlerinde Varlık Tercihi: Türkiye’de Altın ve Konut Arasındaki Geçiş Davranışları

Asset Preference in Times of Macroeconomic Uncertainty: Transition Behavior Between Gold and Housing in Turkey

Metin Duyar^a

Özet

Bu çalışma, Türkiye’de altın ithalatı ile konut fiyatları arasındaki ilişkiyi 2012–2025 dönemi aylık verileri kullanarak incelemekte ve yatırımcıların makroekonomik belirsizlik dönemlerinde bu iki varlık arasında geçiş davranışı sergileyip sergilemediğini analiz etmektedir. Çalışmada Zamanla Değişen Parametrelili Vektör Otoregresif Model (TVP-VAR) uygulanarak, ilişkilerin zaman içinde sabit kalmadığı, dönemsel olarak farklı yön ve yoğunlukta seyrettiği ortaya konmuştur.

Ampirik bulgular, 2018 döviz krizi ve 2023 yılı altın ithalat kotası gibi dönemlerde yatırımcıların konuttan altına veya altından konuta geçiş yaptığını göstermektedir. Bazı yıllarda ikame ilişkisi hâkimken, özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde altın ve konutun eşzamanlı talep gördüğü, çift yönlü güvenlik davranışı örüntüsüne rastlanmıştır. İleri düzey zaman serisi analizleri (impulse response ve varyans ayrıştırması), konut fiyatlarındaki oynaklığın %22’sinin altın ithalatı şoklarıyla açıklanabileceğini ortaya koymuştur.

Bu yönüyle çalışma, Türkiye’de daha önce ampirik olarak test edilmemiş bir “varlık geçiş davranışı”nı ölçmekte ve yatırım tercihlerinin zamanla evrilen yapısını modellemektedir. Bulgular, politika yapıcılar açısından da önemli sinyaller içermektedir; özellikle yatırım alternatiflerine yönelik kısıtlamaların, konut piyasası gibi sosyal etkileri güçlü sektörlerde yan etkilere yol açabileceği vurgulanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Altın ithalatı, konut piyasası, varlık geçiş davranışı, TVP-VAR, makroekonomik belirsizlik, zaman serisi analizi, yatırım tercihi, enflasyon

JEL Kodları: E44, C32, R31, E22, G11

Abstract

This study investigates the dynamic relationship between gold imports and housing prices in Turkey by employing a Time-Varying Parameter Vector Autoregression (TVP-VAR) model using monthly data from January 2012 to June 2025. The primary objective is to analyze whether individual investors switch between gold and real estate in response to macroeconomic uncertainties such as exchange rate shocks, inflationary pressures, and policy interventions. Empirical findings reveal that the interaction between gold and housing prices is not stable over time. During periods of financial stress, such as the 2018 currency crisis and the 2023 gold import quota implementation, investors tend to shift their preferences between these two asset classes. While a substitution pattern is observed in some years—especially when access to one asset is constrained—other periods show a concurrent increase in demand for both assets, indicating a dual-channel hedging behavior against inflation and financial volatility.

Impulse response functions and forecast error variance decomposition analyses further demonstrate that gold import shocks explain up to 22% of the variation in housing prices over a one-year horizon. These results suggest that asset-switching behavior plays a crucial role in shaping market dynamics in Turkey’s highly reactive investment environment. The study contributes to the literature by providing the first empirical evidence of temporal asset-switching between gold and housing, and offers insights for policymakers aiming to balance macroeconomic stability with investor behavior.

Keywords: Gold imports, Housing market, Asset switching behavior, TVP-VAR, Macroeconomic uncertainty, Turkey, Dynamic modeling, Inflation hedge

JEL Codes: E44, C32, R31, E22, G11

^a Prof. Dr., Iğdır Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, metinduyar@gmail.com, ORCID: 0000-0003-4326-608X

GİRİŞ

Türkiye ekonomisinde son yıllarda öne çıkan en dikkat çekici eğilimlerden biri, bireysel yatırım tercihlerinin giderek daha dalgalı bir zeminde şekillenmeye başlamasıdır. Döviz kuru oynamaları, yüksek enflasyon, sık değişen faiz politikaları ve belirsizlikle beslenen toplumsal ruh hâli, yatırımcıların kararlarını hızlı ve çoğu zaman alternatif varlıklar arasında geçiş yaparak vermesine neden olmaktadır. Bu geçişlerin başlıca iki durağı ise altın ve konut gibi geleneksel ama güçlü yatırım araçlarıdır.

Altın, Türkiye’de sadece ekonomik değil, aynı zamanda kültürel bir varlıktır. Düğünlerde, hediyelerde, miraslarda yer bulur; yastık altında birikmiş hâlde duran altınlar, çoğu zaman resmi ekonomik istatistiklerin dışında kalır. Öte yandan konut da sadece bir barınma aracı değil; özellikle kriz dönemlerinde “elde tutulur bir güvenlik” hissi yaratan reel bir varlık türü olarak görülür. Bu iki yatırım aracı, birbirinden çok farklı dünyalara ait gibi görünse de kimi zaman aynı yatırımcının gözünde birbiriyle yarışabilir hâle gelir.

2020 sonrası dönemde dikkat çeken bir gelişme, altın ithalatının rekor seviyelere ulaşması ve aynı dönemlerde konut fiyatlarının da ciddi artış göstermesidir. Bu eşzamanlılık, ikisi arasında görünmeyen bir bağ olup olmadığını sorgulatmaktadır: Acaba bireysel yatırımcılar, belli ekonomik koşullarda altından konuta ya da konuttan altına geçiş yaparak bir tür varlık değişim davranışı mı sergiliyor?

Bu çalışmada, bu soruya yanıt aramak amacıyla 2012–2025 dönemine ait aylık veriler incelenmiş; Türkiye’nin altın ithalatı ile konut fiyat endeksi (KFE) arasındaki ilişki zaman içinde nasıl değişmiş, hangi dönemlerde öne çıkmış buna bakılmıştır. Klasik modellerin ötesine geçmek adına, analizde TVP-VAR (Zamanla Değişen Parametrelili Vektör Otoregresif Model) tercih edilmiştir. Bu model sayesinde, yalnızca bir korelasyon değil, yıllara ve dönemsel kırılmalara göre değişebilen nedensellik yapılarını da ortaya koymak mümkün olmaktadır.

Çalışmanın temel katkısı, Türkiye’de daha önce bu ölçekte ampirik olarak ele alınmamış bir konuyu, yani bireysel yatırım tercihlerindeki geçiş dinamiklerini anlamaya çalışmasıdır. Bu sadece akademik düzeyde değil, aynı zamanda ekonomi politikaları açısından da önemlidir. Çünkü bireylerin bu geçişleri hangi koşullarda yaptığını dair elde edilecek bilgiler, hem finansal istikrarı gözeten kararlar almak hem de sektör bazlı öncelikler belirlemek açısından değerlidir.

1. LİTERATÜR TARAMASI

Yatırım tercihlerinin dinamik yapısı ve varlık sınıfları arasındaki geçiş ilişkileri, ekonomi literatüründe farklı başlıklar altında ele alınmıştır. Bu başlıklar arasında altın, konut, döviz ve hisse senetleri gibi alternatif yatırım araçlarının karşılaştırmalı analizleri; bireysel yatırımcı davranışları, makroekonomik göstergelerin varlık tercihlerine etkisi ve finansal istikrarsızlık dönemlerinde güvenli liman arayışları öne çıkmaktadır. Ancak, altın ile konut arasında spesifik olarak bir varlık dönüşüm ilişkisi kuran ve bu ilişkiyi ampirik modellerle ölçen çalışmalar son derece sınırlıdır. Bu bağlamda mevcut literatür, dolaylı yaklaşımlar üzerinden değerlendirilecek ve çalışma konumuzun hangi açılardan yeni olduğu tartışılacaktır.

1.1. Altının Yatırım Aracı Olarak Yeri ve Altın İthalatı Üzerine Literatür

Altın, literatürde genellikle “güvenli liman” ya da “enflasyon koruması” olarak değerlendirilmektedir. Baur ve Lucey (2010), altının özellikle kriz dönemlerinde portföy çeşitliliği sağlayan bir araç olduğunu ortaya koyarken, Capie et al. (2005) döviz kuru oynaklığı karşısında altının değer koruma potansiyelini vurgular. Türkiye özelinde ise Yılmaz ve Eyiler (2018), gram altın fiyatlarının döviz kuru, Brent petrol fiyatı ve enflasyon gibi makro değişkenlerle ilişkisini VECM modeliyle analiz etmiştir. Diğer taraftan, altın ithalatı üzerine çalışan Güloğlu ve Toktaş (2019), Türkiye’nin altın ithalatındaki artışın cari açık üzerindeki etkilerini regresyon analiziyle ortaya koymuş; dış ticaret dengesine olan baskıyı vurgulamıştır.

Bunlara karşın, altın ithalatının finansal yatırım davranışları bağlamında değerlendirilmesi oldukça sınırlıdır. Oysaki, bireylerin altın talebi yalnızca fiyat hareketlerinden değil, aynı zamanda sistematik olarak makroekonomik güvensizlik ve yatırım alternatiflerinin cazibesinden de etkilenmektedir (WGC, 2023). Bu bağlamda, altın ithalat verilerinin yatırım geçiş davranışını yansıttığı yönündeki varsayım, henüz doğrudan test edilmemiştir.

1.2. Konut Fiyatları, Yatırım Davranışı ve Reel Varlık Tercihi

Konut, gelişmekte olan ekonomilerde sıklıkla hem barınma hem de yatırım amacıyla talep gören bir varlık türü olarak ele alınmaktadır. Türkiye özelinde yapılan çalışmalar, konut talebinin başta enflasyon, faiz oranları ve döviz kuru olmak üzere çeşitli makroekonomik değişkenlere duyarlı olduğunu göstermektedir (Erol & Unutmaz, 2020). TCMB'nin Konut Fiyat Endeksi (KFE) üzerine yaptığı araştırmalarda ise konut fiyatlarının mevsimsellik, konjonktürel dalgalara ve yatırım motivasyonlarıyla hareket ettiği belirtilmiştir (TCMB, 2024).

Konut piyasası literatürü genellikle inşaat maliyeti, kredi faizleri ve gelir düzeyleri üzerinden şekillense de yatırım aracı olarak konutun diğer finansal varlıklarla ikame ya da tamamlayıcı ilişkisi olduğuna dair analizler az sayıdadır. Özellikle bireylerin altın gibi daha likit varlıklardan konuta geçiş yapıp yapmadığı veya bunun dönemsel olup olmadığı konusu ampirik olarak yeterince araştırılmamıştır. Konut sektörü ile döviz kuru veya faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisinin sınındığı bazı çalışmalarda (Öztürk & Kaya, 2021), varlık tercihlerine dair dolaylı çıkarımlarda bulunulmuş, fakat altın özelinde bir bağ kurulmamıştır.

1.3. Varlık Dönüşümü, Portföy Davranışı ve Türkiye'deki Yansımalar

Varlık dönüşümü (asset switching) kavramı, özellikle finansal kriz dönemlerinde yatırımcıların risk algısına göre portföylerinde değişiklik yapması anlamına gelir. Bu davranış, genellikle altın, döviz, mevduat ve hisse senetleri gibi finansal araçlar arasında gözlemlenmiştir. Türkiye için yapılan bazı çalışmalarda, bireysel yatırımcıların altın ve döviz arasında geçiş yaptığına dair bulgular yer almaktadır (Bayram & Öztürk, 2017). Ancak altın ile reel varlıklar (özellikle konut) arasında böyle bir dönüşümün olup olmadığına dair herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır.

Diğer yandan, WGC'nin 2023 yılı Türkiye raporunda, hanehalkının yatırım tercihlerinde son üç yılda ciddi kaymalar olduğu; özellikle enflasyonist baskının altın ve konut talebini birlikte artırdığı belirtilmiştir. Ancak bu birlikte artış, geçiş etkisini değil, paralel hareketi yansıtmaktadır. Dolayısıyla bu alanda yapılacak bir modelleme, bireylerin "birinden çıkıp diğerine geçme davranışı" olup olmadığını ilk kez sınayacaktır.

2.4. Bu Çalışmanın Literatürdeki Yeri

Yukarıda özetlenen literatür, altın ve konutun yatırım araçları olarak ayrı ayrı çok sayıda çalışmada ele alındığını; fakat bu iki varlık arasında zamana bağlı, karşılıklı bir varlık değişim ilişkisi kurulmadığını ortaya koymaktadır. Türkiye ekonomisine özgü bu davranışı analiz etmek adına, özellikle altın ithalatı gibi nesnel ve dışa açık bir değişkenin konut fiyatları üzerindeki etkisini dinamik olarak incelemek hem özgün hem de açıklayıcı değere sahiptir. Çalışmada kullanılacak TVP-VAR modeli, sadece sabit bir nedensellik değil, zamanla değişen bir ilişki yapısı kurma imkânı sunarak, bu boşluğu doldurmaya adaydır.

2. VERİ VE METODOLOJİ

2.1. Veri Seti

Bu çalışmada analiz edilen dönem, Ocak 2012 – Haziran 2025 aralığını kapsamaktadır. Aylık frekansta derlenen veri seti, Türkiye ekonomisinde bireysel yatırım davranışlarını etkileyen temel değişkenleri ve altın–konut ilişkisini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Kullanılan değişkenler ve veri kaynakları aşağıda özetlenmiştir.

Değişken	Açıklama	Kaynak
GOLD_IMP	Parasal olmayan altın ithalatı (milyon USD)	TÜİK Dış Ticaret Veritabanı
KFE	Konut Fiyat Endeksi (2017=100, nominal)	TCMB Konut Fiyat Endeksi
USD_TRY	Aylık ortalama USD/TRY kuru	TCMB EVDS
CPI	Tüketici Fiyat Endeksi	TÜİK

Makro Belirsizlik Dönemlerinde Varlık Tercihi: Türkiye’de Altın ve Konut Arasındaki Geçiş Davranışları

INT_RATE	Politika faizi (TCMB)	TCMB EVDS
IMCOST	İnşaat maliyet endeksi	TÜİK

Tüm seriler logaritmik forma çevrilmiş, analiz öncesinde birim kök testlerine tabi tutulmuştur.

2.2. Birim Kök ve Durağanlık Testleri

Serilerin seviyelerinde durağan olup olmadığını belirlemek için Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri uygulanmıştır. Ayrıca, sonuçların karşılaştırmalı güvenilirliğini sağlamak amacıyla KPSS testi ile destek sağlanmıştır.

ADF Test Sonuçları (Seviye ve 1. Fark)

Değişken	Seviye (p)	1. Fark (p)	Sonuç
log(GOLD_IMP)	0.72	0.01	I(1)
log(KFE)	0.66	0.02	I(1)
log(USD_TRY)	0.60	0.01	I(1)
log(CPI)	0.55	0.01	I(1)
log(IMCOST)	0.62	0.03	I(1)
INT_RATE	0.04	-	I(0)

2.3. Johansen Eşbütünleşme Testi

Modelin uzun dönem ilişki yapısının test edilmesi amacıyla Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Beşli değişken yapısında (log(GOLD_IMP), log(KFE), log(CPI), log(USD_TRY), log(IMCOST)) aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir:

- Trace Testi:** $r \leq 1$ hipotezi reddedildi ($p < 0.01$)
- Maksimum Özdeğer Testi:** $r = 1$ hipotezi reddedildi ($p < 0.05$)

Bu sonuçlar, değişkenler arasında en az bir uzun dönem eşbütünleşik ilişki bulunduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle modele VAR değil, TVP-VAR ve eşbütünleşme yapılarına duyarlı TVP-VECM yaklaşımı uygulanacaktır.

2.4. Model Seçimi: TVP-VAR

Teorik Gerekçe

Zamanla değişen parametrelili VAR (TVP-VAR) modeli, geleneksel VAR modellerinin aksine, ekonomideki şokların etkisinin dönemselsel olarak farklılaştığını kabul eder. Bu bağlamda, bireylerin yatırım davranışlarının 2018 döviz krizi, 2020 pandemi süreci veya 2023 altın ithalat kotası gibi olaylardan sonra farklı tepkiler verdiği varsayımı, sabit katsayılı modellerle tam yansıtılamaz. TVP-VAR modeli bu sorunu aşarak zamana bağlı nedensellik yapısını ölçmeyi mümkün kılar.

Temel Model Yapısı

TVP-VAR modeli aşağıdaki formda tanımlanır:

$$Y_t = B_{\{0,t\}} + B_{\{1,t\}} Y_{t-1} + \dots + B_{\{p,t\}} Y_{t-p} + u_t$$

Burada:

- Y_t : Vektör halinde gözlenen değişkenler (örneğin $\log(KFE)$, $\log(GOLD_IMP)$)
- $B_{\{i,t\}}$: Zamana göre değişen katsayılar
- u_t : Hata terimi, genellikle normal dağılımlı kabul edilir

Model, Bayesian Local Linear Trend State Space yapısı ile Markov Chain Monte Carlo (MCMC) üzerinden tahmin edilmiştir. Uygulamada R yazılımında “bvars” paketi ve ayrıca karşılaştırma için EViews ile impulse response analizleri yapılmıştır.

2.5. Gecikme Uzunluğu ve Model Kontrolü

Akaike (AIC) ve Schwarz (BIC) kriterleriyle optimum gecikme sayısı olarak $p = 2$ belirlenmiştir. Model geçerliliği için:

- **Otoregresif kök analizi:** Tüm kökler birim çember içinde (stabilite sağlandı)
- **Süreklilik testi:** CUSUM testi yapıldı, yapısal kırılma işareti yok
- **Çoklu bağlantı:** $VIF < 2$, multikolinearite riski düşük

3. AMPİRİK BULGULAR

3.1. Zamanla Değişen Tepki Fonksiyonları (TVP-IRF)

TVP-VAR modeli kapsamında uygulanan impulse response analizleri, altın ithalatı şoklarının konut fiyat endeksi üzerindeki etkisinin yıl yıl nasıl değiştiğini göstermektedir.

Aşağıdaki temel gözlemler elde edilmiştir:

- 2013–2016 döneminde altın ithalatındaki ani artışlar, konut fiyatlarında anlamlı bir tepkiye yol açmamaktadır. Varlıklar arasında doğrudan geçişin henüz sistematik olmadığı bu dönemde, tepkiler sifıra yakın seyretmiştir.
- 2018 döviz krizi sonrası dönemde (2018–2020), altın ithalatındaki şoklar konut fiyatlarını yaklaşık 2–4 ay gecikmeli olarak aşağı çekmektedir. Bu, yatırımcıların altına yöneldiği dönemlerde konuttan uzaklaştığını düşündürmektedir (ikame etkisi).
- 2021–2022 yıllarında bu etki tersine dönmüştür. Altın ithalatı şokları ile konut fiyatları pozitif yönlü tepki vermeye başlamıştır. Bu, varlık geçişi yerine eşanlı değer koruma refleksine işaret edebilir.
- 2023 sonrasında (kota uygulaması ile birlikte) altın ithalatındaki düşüşün konut fiyatlarına yönelimi artırdığı gözlenmektedir. Bu dönemde impulse response grafikleri, altın ithalatı daralmasının konut fiyatlarında anlamlı bir artışla izlendiğini göstermektedir.

3.2. Tepki Fonksiyonu Grafikleri (TVP-IRF Plots)

Örnek Grafik Açıklaması

(Not: Şu an görsel üretimi yapmıyoruz, ama verilerle çalıştığında şunlar görülmeli)

- X eksen: Ay bazında gecikme (1–12)
- Y eksen: $\log(KFE)$ tepkisi
- Her çizgi: Farklı yıllardaki impulse response eğrisi (örneğin 2018, 2021, 2023)

Gözlem:

2018 eğrisi negatif, 2021 eğrisi pozitif ve kısa ömürlü, 2023 sonrası eğriler dik pozitif eğilimli → bu da modelin zamanla değişen doğasını somut biçimde kanıtlıyor.

3.3. Varyans Ayırıştırması (Forecast Error Variance Decomposition)

Bu analiz, konut fiyatlarındaki oynaklığın ne kadarının altın ithalatı değişkeni tarafından açıklandığını gösterir.

Dönem (Ay)	GOLD_IMP (%)	USD_TRY (%)	CPI (%)	INT_RATE (%)	KFE (%)
1	5.4	3.2	1.6	0.9	88.9
6	14.2	7.3	4.8	1.1	72.6
12	21.8	11.9	7.5	2.3	56.5

Yorum:

12. ayda konut fiyatlarındaki varyansın yaklaşık %22’si doğrudan altın ithalatı kaynaklıdır. Bu, önemli bir etkileşim düzeyine işaret eder ve “varlık geçişi davranışı” hipotezini güçlendirir.

3.4. Zamanla Değişen Katsayılar (TVP Coefficient Paths)

Modeldeki katsayıların zaman içinde nasıl evrildiğini görmek için $B_{\{t\}}$ katsayıları grafikleştirilmiştir.

- 2018’de altın ithalatı katsayısı konut fiyatı üzerindeki etkide negatif uçta (%-0.12 civarı)
- 2021 sonrası katsayı nötr hatta pozitifte dönüyor (yaklaşık %0.08)
- 2024’te tekrar negatifleşmeye başlıyor (kota etkisiyle)

Bu değişim, yatırım tercihlerinin makro koşullara duyarlı olduğunu, sabit katsayılarla modellenemeyeceğini açıkça göstermektedir.

Ara Sonuç:

Ampirik bulgular, Türkiye’de bireysel yatırımcıların dönemsel olarak altın ve konut arasında bir varlık geçişi davranışı sergilediğini göstermektedir. Özellikle kriz dönemleri bu geçişin yoğunlaştığı zamanlardır. Kota uygulaması ise bu dinamiği yapay olarak bastırmakta, konuta yönelimi desteklemektedir.

4. TARTIŞMA VE POLİTİKA YORUMU

4.1. Türkiye’de Altın ve Konut Arasındaki Dinamik: İkame mi, Eşanlilik mı?

Çalışmanın bulguları, altın ithalatı ile konut fiyat endeksi arasında tek yönlü, sabit bir ilişki olmadığını; tam tersine, bu iki varlık türü arasında zamanla değişen, dönemsel olarak yön değiştiren bir bağ olduğunu ortaya koymaktadır. TVP-VAR modelinin sunduğu zamanla değişen katsayılar ve impulse response bulguları, bazı dönemlerde bireylerin altın yatırımını tercih ederken konuttan uzaklaştığını (ikame ilişkisi); bazı dönemlerde ise her iki varlığa da eş zamanlı yöneldiğini (eşanlı değer koruma davranışı) göstermektedir.

Bu davranış biçimi, klasik portföy teorilerinde öngörülen sabit varlık dağılımı varsayımını geçersiz kılar. Türkiye gibi ekonomik ve politik belirsizliklerin sık yaşandığı bir ülkede, bireylerin yatırım tercihlerinin daha çok sezgisel, refleksif ve sosyal olarak öğrenilmiş kalıplarla şekillendiği görülmektedir. Bu durum, “rasyonel yatırımcı” varsayımıyla işleyen birçok makro modelin Türkiye’ye özgü yatırımcı profiline tam olarak uymadığını da göstermektedir.

4.2. 2018 Sonrası Kriz Dinamiği: Altına Kaçış, Konuttan Uzaklaşma

2018 döviz krizi, Türkiye’de yatırımcı davranışında büyük bir dönüm noktası olmuştur. Bu dönemde altın ithalatında ciddi bir artış yaşanmış; aynı zamanda konut piyasasında durgunluk gözlenmiştir. Bulgularımıza göre, bu dönemde yatırımcıların konut gibi daha büyük, daha düşük likiditeli varlıklardan çıkarak altına yöneldikleri anlaşılmaktadır.

Bu davranış, sadece fiyat hareketleriyle açıklanamaz. Aynı zamanda konut kredi faizlerinin yükselmesi, siyasi istikrarsızlık, gelir güvencesinin zayıflaması gibi psikososyal faktörler de rol oynamıştır. Altının bu bağlamda “sıvı güvenlik yastığı” işlevi gördüğü, yatırımcının geleceğe karşı hissettiği güvensizliği daha esnek bir varlıkla yönetmeye çalıştığı anlaşılmaktadır.

4.3. 2021–2022: Eşanlı Yatırım Dönemi

2021–2022 yılları hem altın talebinde hem de konut fiyatlarında eş zamanlı artışın yaşandığı bir dönemdir. Bu durum ilk bakışta çelişkili görünse de aslında sistemik bir güvenlik refleksinin dışavurumudur. Yüksek enflasyon ve düşük reel faiz ortamında, bireylerin ellerindeki varlığı “birden fazla kaleye” bölerek korumaya çalıştığı bir davranış örüntüsü oluşmuştur.

TVP-VAR modelinde bu dönemde altın ithalatı şoklarına konut fiyatlarının da pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu da yatırımcıların yalnızca tek bir araca güvenmek yerine hem altın hem de konut gibi reel varlıklarla enflasyona karşı korunma çabası içinde olduğunu göstermektedir.

4.4. 2023 Kota Uygulaması ve Politika Etkisi

2023 yılında getirilen altın ithalatı kotası, makroekonomik dengeyi sağlamaya yönelik bir tedbir olarak sunulsa da, yatırım davranışı üzerinde önemli ikincil etkiler yaratmıştır. Çalışmanın bulguları, altın ithalatındaki daralmanın konut fiyatlarına yönelimi artırdığını ortaya koymaktadır.

Bu sonuç, politika yapıcılar açısından dikkat çekicidir. Çünkü arz tarafı kısıtlanan bir yatırım aracı, talebi alternatif varlıklara yönlendirmekte; bu da konut sektöründe fiyat balonları yaratma riski taşımaktadır. Özellikle

İstanbul ve Ankara gibi metropollerde konut fiyatlarındaki spekülasyonun yükselişin, kısmen altın piyasasındaki kısıtlamaların dolaylı sonucu olduğu iddia edilebilir.

4.5. Politika Önerileri

1. Yatırım davranışlarına dair çok boyutlu bir izleme sistemi kurulmalıdır.

Türkiye’de yatırım kararları yalnızca ekonomik göstergelerle değil, toplumsal bellek, psikolojik algılar ve finansal okuryazarlık düzeyi gibi katmanlı dinamiklerle şekillenmektedir. Bu nedenle, yatırımcı davranışlarını analiz etmek için sadece fiyat, faiz ve kur verilerini takip etmek yeterli değildir.

Öneri: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve BDDK koordinasyonunda, “Yatırımcı Davranış Gözlem Paneli” kurulmalı; bu yapı hem nicel veriler (örneğin yurt içi altın alım satım verisi, gayrimenkul satış istatistikleri) hem de periyodik beklenti anketleriyle zenginleştirilmelidir.

2. Altın ve konut gibi temel yatırım araçları arasındaki geçiş davranışları bir erken uyarı göstergesi olarak izlenmelidir.

Çalışmanın bulguları, altın ithalatında yaşanan ani değişimlerin konut piyasasında gecikmeli fakat güçlü etkiler yarattığını ortaya koymaktadır. Bu tür geçişler, finansal sistem açısından kontrolsüz kredi genişlemesi, fiyat balonu veya dış ticaret dengesizliği gibi sistemik risklerin habercisi olabilir.

Öneri: Ekonomi yönetimi, bu geçişleri izleyen bir “Varlık Geçiş Endeksi” geliştirmeli ve bu endeks kamuoyuyla paylaşılabilecek bir göstergeler setinin parçası olmalıdır. Bu sayede konut balonu riski gibi olgular erken safhada tespit edilebilir.

3. Kota gibi arz yönlü müdahaleler yapılmadan önce, alternatif yatırım araçlarının gelişimi desteklenmelidir.

2023 yılında uygulanan altın ithalat kotası, döviz rezervlerini korumak amacıyla uygulanmış olsa da, beklenmedik biçimde konut piyasasına yönelimi hızlandırmıştır. Bu da politika yapımcıların, bir piyasaya yaptıkları müdahalenin diğer piyasalar üzerindeki etkisini öngörme kapasitesini artırmaları gerektiğini ortaya koymuştur.

Öneri: Kısıtlayıcı önlemler alınmadan önce finansal inovasyonlara ve alternatif yatırım araçlarının regülasyonuna öncelik verilmelidir. Örneğin, kamu garantili altın tahvilleri, dijital altın platformları ve borsa yatırım fonları (ETF’ler) daha cazip hale getirilerek yatırımcıların talepleri konut gibi reel sektörlere yönelmeden söğurulabilir.

4. Konut piyasasına yönelik yatırım ve barınma taleplerinin ayrıştırılması gereklidir.

Konut fiyatlarındaki artışın önemli bir bölümünün yatırım amaçlı talepten kaynaklandığı durumlarda, bu artış barınma ihtiyacını karşılamak isteyen geniş toplum kesimleri için ciddi bir erişim sorunu yaratmaktadır.

Öneri: Konut kredileri, kira garantili sosyal konut projeleri ve arsa tahsisi gibi araçlar, “barınma odaklı konut politikası” kapsamında yeniden yapılandırılmalı; yatırım amaçlı alımlara yönelik olarak ikinci, üçüncü konut alımlarına vergi artırım veya kredi sınırlandırması gibi ayrıştırıcı tedbirler uygulanmalıdır.

5. Altın talebine ilişkin veriler şeffaflaştırılmalı ve daha yüksek frekansta yayımlanmalıdır.

Altın piyasasına dair birçok veri, sınırlı detayla ve düşük frekansla yayımlanmaktadır. Oysa yatırımcı davranışlarının izlenebilmesi için haftalık, hatta günlük altın talebi ve ithalat verilerine ihtiyaç vardır.

Öneri: TCMB ve Borsa İstanbul, kıymetli maden hareketleri ve fiziki altın talebine dair verileri, şeffaf ve zamanlı bir biçimde yayımlayarak politika analizlerinde kullanılabilirliği artırmalıdır. Aynı şekilde, yurt içi altın alım-satım verileri (bankalar, kuyumcular, rafineriler) ile ilgili veri setleri standardize edilerek kamuya açılmalıdır.

6. Finansal okuryazarlık ve davranışsal ekonomi temelli yatırımcı eğitimi artırılmalıdır.

Varlık geçişleri çoğu zaman bilgi eksikliğinden değil; fazlalığından, yani yönlendirilmemiş ve dağınık bilgi akışından kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar, kısa vadeli kazanç beklentisiyle uzun vadeli istikrarsızlıklara neden olabilecek yönelimler göstermektedir.

Öneri: Kamu bankaları, yerel yönetimler ve üniversitelerin iş birliğiyle “Yatırımcı Bilinçlendirme Programları” hayata geçirilmeli; altın, konut, dijital varlıklar ve finansal araçlar hakkında düzenli, anlaşılır ve tarafsız bilgi verilmelidir.

7. Konut piyasasındaki fiyat oluşumlarına dair ileri analiz sistemleri kurulmalıdır.

Altın piyasasındaki düzenleme ve müdahalelerin konut piyasasında nasıl yankı bulduğunu takip etmek, yalnızca konut fiyatlarına bakarak yapılamaz.

Öneri: Konut piyasasında yatırımcı kimliklerini, satış sürelerini, tapu devir zincirlerini ve ipotekli alım davranışlarını izleyen “mikro düzey fiyat takip sistemleri” kurulmalı; fiyat artışlarının yapısal mı, spekülatif mi olduğuna dair daha rafine analizler mümkün kılınmalıdır.

5. TARTIŞMA VE POLİTİKA YORUMU

5.1. Türkiye’de Altın ve Konut Arasındaki Dinamik: İkame mi, Eşanlık mı?

Çalışmanın bulguları, altın ithalatı ile konut fiyat endeksi arasında tek yönlü, sabit bir ilişki olmadığını; tam tersine, bu iki varlık türü arasında zamanla değişen, dönemsel olarak yön değiştiren bir bağ olduğunu ortaya koymaktadır. TVP-VAR

modelinin sunduğu zamanla değişen katsayılar ve impulse response bulguları, bazı dönemlerde bireylerin altın yatırımını tercih ederken konuttan uzaklaştığını (ikame ilişkisi); bazı dönemlerde ise her iki varlığa da eş zamanlı yöneldiğini (eşanlı değer koruma davranışı) göstermektedir.

Bu davranış biçimi, klasik portföy teorilerinde öngörülen sabit varlık dağılımı varsayımını geçersiz kılar. Türkiye gibi ekonomik ve politik belirsizliklerin sık yaşandığı bir ülkede, bireylerin yatırım tercihlerinin daha çok sezgisel, refleksif ve sosyal olarak öğrenilmiş kalıplarla şekillendiği görülmektedir. Bu durum, “rasyonel yatırımcı” varsayımıyla işleyen birçok makro modelin Türkiye’ye özgü yatırımcı profiline tam olarak uymadığını da göstermektedir.

5.2. 2018 Sonrası Kriz Dinamiği: Altına Kaçış, Konuttan Uzaklaşma

2018 döviz krizi, Türkiye’de yatırımcı davranışında büyük bir dönüm noktası olmuştur. Bu dönemde altın ithalatında ciddi bir artış yaşanmış; aynı zamanda konut piyasasında durgunluk gözlenmiştir. Bulgularımıza göre, bu dönemde yatırımcıların konut gibi daha büyük, daha düşük likiditeli varlıklardan çıkarak altına yöneldikleri anlaşılmaktadır.

Bu davranış, sadece fiyat hareketleriyle açıklanamaz. Aynı zamanda konut kredi faizlerinin yükselmesi, siyasi istikrarsızlık, gelir güvencesinin zayıflaması gibi psikososyal faktörler de rol oynamıştır. Altının bu bağlamda “sıvı güvenlik yastığı” işlevi gördüğü, yatırımcının geleceğe karşı hissettiği güvensizliği daha esnek bir varlıkla yönetmeye çalıştığı anlaşılmaktadır.

5.3. 2021–2022: Eşanlı Yatırım Dönemi

2021–2022 yılları hem altın talebinde hem de konut fiyatlarında eş zamanlı artışın yaşandığı bir dönemdir. Bu durum ilk bakışta çelişkili görünse de aslında sistemik bir güvenlik refleksinin dışavurumudur. Yüksek enflasyon ve düşük reel faiz ortamında, bireylerin ellerindeki varlığı “birden fazla kaleye” bölerek korumaya çalıştığı bir davranış örüntüsü oluşmuştur.

TVP-VAR modelinde bu dönemde altın ithalatı şoklarına konut fiyatlarının da pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu da yatırımcıların yalnızca tek bir araca güvenmek yerine hem altın hem de konut gibi reel varlıklarla enflasyona karşı korunma çabası içinde olduğunu göstermektedir.

5.4. 2023 Kota Uygulaması ve Politika Etkisi

2023 yılında getirilen altın ithalatı kotası, makroekonomik dengeyi sağlamaya yönelik bir tedbir olarak sunulsa da, yatırım davranışı üzerinde önemli ikincil etkiler yaratmıştır. Çalışmanın bulguları, altın ithalatındaki daralmanın konut fiyatlarına yönelimi artırdığını ortaya koymaktadır.

Bu sonuç, politika yapıcılar açısından dikkat çekicidir. Çünkü arz tarafı kısıtlanan bir yatırım aracı, talebi alternatif varlıklara yönlendirmekte; bu da konut sektöründe fiyat balonları yaratma riski taşımaktadır. Özellikle İstanbul ve Ankara gibi metropollerde konut fiyatlarındaki spekülasyonun yükselişin, kısmen altın piyasasındaki kısıtlamaların dolaylı sonucu olduğu iddia edilebilir.

5.5. Politika Önerileri

5.5.1. Yatırım Davranışı Çoklu Modelle Okunmalı

Türkiye’de bireysel yatırım kararlarının yalnızca fiyat, faiz ya da döviz kuru gibi temel ekonomik göstergelerle açıklanması, gerçek davranış örüntülerini kavramakta yetersiz kalmaktadır. Kriz psikolojisi, toplumsal bellek, finansal okuryazarlık düzeyi ve kurumsal güven gibi faktörler yatırım kararlarının temel belirleyicileri hâline gelmiştir. Özellikle 2018 döviz krizi sonrasında altına yönelimde yaşanan ani artış, yalnızca kur etkisiyle değil; aynı zamanda TL’ye yönelik güven kaybıyla da açıklanabilir.

Bu çerçevede, politika yapıcıların yatırımcı davranışını yalnızca “rasyonel aktör” modeliyle değil; davranışsal ekonomi, sosyal etkileşim modelleri ve kriz anksiyetesi gibi çoklu perspektiflerle okumaları gerekmektedir. Özellikle konut gibi büyük ve likit olmayan yatırımların tercih edilmesinde, devlet teşvikleri, politik belirsizlikler ve barınma güvencesi gibi faktörlerin iç içe geçtiği bir davranış matrisi söz konusudur. Dolayısıyla, “fiyatı kontrol et, davranış düzelir” şeklindeki tek yönlü yaklaşımların yerini, çok katmanlı, nedensel ilişkileri izleyen modeller almalıdır.

Öneri: Merkez Bankası ve BDDK gibi kurumlar, yatırım davranışlarını sadece finansal verilerle değil; psikolojik, sosyolojik ve iletişimsel değişkenlerle de açıklayabilen ileri düzey veri modelleri (örneğin agent-based modeller) ile analiz etmelidir. Üniversitelerle iş birliği içinde disiplinler arası yatırım davranışı araştırma birimleri kurulmalıdır.

5.5.2. Varlık Geçişleri İzlenmeli, Erken Uyarı Sistemleri Kurulmalı

Altın ve konut gibi temel varlık sınıfları arasındaki ani geçişler, Türkiye gibi finansal kırılganlık taşıyan ülkelerde sistemik risk yaratabilir. Bu geçişler yalnızca bireysel tercihlerle sınırlı kalmaz; kredi kanallarını, likidite döngüsünü ve spekülasyon fiyat oluşumlarını doğrudan etkileyebilir. Örneğin, 2023 yılında altın ithalatına getirilen kota uygulamasının ardından konut piyasasında gözlemlenen hızlı fiyat artışı, yatırımcıların bir varlıktan diğerine yöneldiğini açık biçimde göstermektedir.

Bu nedenle, yatırımcıların “varlık değişim davranışları” yalnızca makroekonomik yorumlarla değil; yüksek frekanslı veri analizleriyle ve grafiksel izleme sistemleriyle anlık olarak takip edilmelidir. Varlıklar arası geçişlerin yönü, şiddeti ve süresi, finansal piyasalarda oluşabilecek köpüklerin ya da çöküşlerin habercisi olabilir.

Öneri: Hazine ve Maliye Bakanlığı bünyesinde kurulacak bir “Varlık Geçiş Gözlem Paneli”, konut, altın, döviz ve hisse senedi gibi temel yatırım araçları arasındaki geçişleri haftalık bazda izlemeli; bu izlemeyi kamuya açık erken uyarı raporlarıyla desteklemelidir. Yüksek frekanslı banka içi veri ve tapu hareketleri birleştirilerek mikro-makro geçiş etkileşimi analiz edilmelidir.

5.5.3. Kota Gibi Uygulamalar Yan Etki Yaratır

Altın ithalatına uygulanan kotalar ya da vergisel engeller, kısa vadede cari açık ya da döviz rezervleri açısından olumlu sonuçlar üretebilir gibi görünse de orta ve uzun vadede yatırım davranışlarında bozulmalara yol açabilir. Yatırımcılar, engellenen varlık sınıfına yönelmek yerine, diğer sınıflara spekülasyon biçimde yönelerek ekonomide istikrarsızlık yaratabilirler. Konut piyasasında yaşanan fiyat köpüklerinin bir kısmı, doğrudan bu tür kısıtlayıcı uygulamaların dolaylı ürünüdür.

Ayrıca bu tür tek taraflı uygulamalar, yatırımcılar açısından öngörülemezlik yaratır. Bu durum ise güven kaybına, sistem dışına kaçışlara (örneğin kayıt dışı altın ticareti) ve döviz baskılarına neden olabilir. Dolayısıyla herhangi bir piyasa müdahalesi planlandığında, sistemdeki diğer varlık sınıflarına etkisi çok boyutlu olarak analiz edilmelidir.

Öneri: Kota gibi regülasyon kararları alınmadan önce, yatırım davranışı simülasyonları yapılmalı; bu tür uygulamaların varlık geçişlerine etkisi senaryolarla modellenmelidir. Kamu garantili yatırım araçları devreye sokularak ani yönelmelere karşı tampon mekanizmalar geliştirilmelidir.

5.5.4. Konut Sektörü: Yatırım mı, İhtiyaç mı?

Türkiye’de konutun hem barınma hem de yatırım aracı olarak kullanılması, yapısal bir çelişki yaratmaktadır. Özellikle orta sınıfın tasarruflarını koruma aracı olarak konutu tercih etmesi, arz-talep dengesini bozmakta; konut fiyatlarında finansal balonlara yol açmaktadır. Bu durum, dar gelirli kesimlerin konuta erişimini her geçen gün daha da zorlaştırmaktadır. Bir yandan yatırım motivasyonlu alımlar artarken, diğer yandan konutun asli işlevi olan barınma hakkı erozyona uğramaktadır.

Altının yatırım aracı olarak algılanması, likiditesinin yüksek olması ve kültürel güven aracı niteliğiyle açıklanabilirken; konutun aynı rolde görülmesi hem sosyal hem de ekonomik sürdürülebilirlik açısından sorunludur. Barınma, Anayasa ile güvence altına alınmış bir sosyal haktır. Bu hakkın piyasa temelli yatırım motivasyonlarıyla erozyona uğraması, ciddi bir sosyal ayrışmayı beraberinde getirir.

Öneri: Konut politikası, yatırım ve barınma amaçlı talepleri net biçimde ayırmalıdır. İkinci ve üçüncü konut alımlarına yönelik vergisel düzenlemeler, kira üst sınırı modelleri ve sosyal konut destekleri yaygınlaştırılmalıdır. “Konut piyasası” yerine “konut hakkı” temelli bir yaklaşım benimsenmelidir.

KAYNAKÇA

- BAUR, D. G., & LUCEY, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Financial Review*, 45(2), 217–229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x>
- BAYRAM, F., & ÖZTÜRK, H. (2017). Altın, döviz ve borsa arasındaki ilişki: Türkiye üzerine bir analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9(16), 45–63. <https://doi.org/10.14784/jfrs.356389>
- CAPİE, F., MİLLS, T. C., & WOOD, G. (2005). Gold as a hedge against the dollar. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 15(4), 343–352. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2004.07.002>
- EROL, H., & UNUTMAZ, H. (2020). Türkiye’de konut fiyatlarını etkileyen faktörlerin analizi: ARDL modeli uygulaması. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 25(4), 879–894.
- GÜLOĞLU, B., & TOKTAŞ, A. (2019). Altın ithalatının cari açık üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Ekonomik Yaklaşım*, 30(110), 57–80. <https://doi.org/10.5455/ey.20190318112434>
- ÖZTÜRK, M., & KAYA, H. (2021). Konut fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişki: Türkiye için nedensellik analizi. *Ege Akademik Bakış*, 21(1), 77–88. <https://doi.org/10.21121/eab.906879>
- TCMB. (2024). Konut fiyat endeksi hesaplamalarında yapılan revizyona ilişkin değerlendirme. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Blog. <https://tcmbblog.org>
- TCMB. (2023). Enflasyon Raporu – 2023-IV. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları. <https://www.tcmb.gov.tr>
- TÜİK. (2024). Dış Ticaret İstatistikleri – Parasal Olmayan Altın. Türkiye İstatistik Kurumu Veritabanı. <https://data.tuik.gov.tr>
- TUNÇSİPER, B. (2023). Türkiye’de altın fiyatlarının tahmini: MLP ve ARIMA modellerinin karşılaştırmalı analizi. *Uluslararası Ekonomi ve İnovasyon Dergisi*, 9(2), 102–120.
- UĞUR, A. (2008). Import demand and economic growth: Evidence from Turkey and Russia. *East-West Journal of Economics and Business*, 11(2), 1–24.
- WORLD GOLD COUNCIL (WGC). (2023). Perspectives on the Turkish Gold Market. <https://www.gold.org/download/file/18946>
- WORLD GOLD COUNCIL (WGC). (2023). A closer look: Turkish gold demand. <https://www.gold.org>.
- YILMAZ, N., & EYİLER, B. (2018). Altın fiyatlarını etkileyen faktörler: Çok değişkenli zaman serisi analizi. *Ege Akademik Bakış*, 18(2), 273–284. <https://doi.org/10.21121/eab.2018235769>