

Araştırma Makalesi

Varlık Fiyatları Kanalı İçinde Yer Alan Arsa, Konut Ve Emlak Fiyatlarının Önemi

The Importance of Land, Housing, and Property Prices in Asset Prices Channel

Gözde ARSLAN Ph.D. Student, Hacı Bayram Veli Univ., Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Economics, garслан@thk.edu.tr , https://orcid.org/0000-0001-9763-8585	Hicran KASA Assist. Prof., University of Turkish Aeronautical Association, Aeronautical Vocational School of Higher Education, hkasa@thk.edu.tr , https://orcid.org/0000-0001-7266-0313
---	---

Makale Gönderme Tarihi 04.02.2020	Revizyon Tarihi 19.03.2020	Kabul Tarihi 15.04.2020
---	--------------------------------------	-----------------------------------

Öz

Varlık fiyatları kanalı içerisinde yer alan hisse senedi, arsa, konut ve emlak piyasaları, Türkiye ve dünya ekonomi tarihinde krizlerden oldukça etkilenmiş ve etkilemişlerdir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde servet saklama aracı olarak görülen ve özel sektör yatırımlarının çoğunluğunu kapsayan arsa, emlak, konut piyasası ekonomik konjonktürden kolaylıkla etkilenmektedir. Yatırım aracı çeşitliliğinin az olması nedeniyle söz konusu ülkelerde konutun yatırım aracına dönüşmesi konut fiyatlarının artmasına ve konuta spekülasyon bir yaklaşımla bakılmasına neden olmaktadır. Bu çalışmanın amacı, varlık fiyatları kanalı içinde yer alan arsa, konut ve emlak fiyatlarının ekonomi deki rolünün açıklanması, yaşanan ekonomik krizlerin etkilerinin incelenmesi ve Türkiye de 2018 döviz krizi sonrası konut fiyatlarında meydana gelen değişimlerin etkilerinin incelenmesidir.

Anahtar Kelimeler: *Varlık Fiyatları Kanalı, Konut fiyatları, Ekonomik krizler, Türkiye*

Abstract

Stock and housing markets located in asset prices channel have affected by Turkey's economic conjuncture and the crises on the world economy. Land, real estate, and housing markets are considered as a means of wealth protection tool, especially in developing countries. The vast majority of private sector investments are also oriented towards these assets in developing countries and easily affected by economic conjuncture. The lack of a variety of investment instruments leads to the transformation of the house into an investment instrument, an increase in house prices and a speculative approach to housing. The main purpose of this study has described the role of land, property, and housing prices located in the monetary transmission mechanism on the economy. Moreover, the effects of the economic crisis on the housing market and changes in house prices have been researched in Turkey after the currency crisis occurred in 2018.

Keywords: *Asset prices channel, Housing prices, Economic crises, Turkey*

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Arslan, G. – Kasa, H. 2020. Varlık Fiyatları Kanalı İçinde Yer Alan Arsa, Konut Ve Emlak Fiyatlarının Önemi, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 55(2), 758-771

1. Giriş

Varlık fiyatları kanalı içerisinde yer alan arsa, konut ve emlak piyasaları ile hisse senedi piyasaları, Türkiye ve dünya ekonomi tarihinde yaşanan özelliklerle; 1980, 1998, 2001, 2008, 2016 ve 2018 yılları gibi kriz dönemlerinde oldukça kırılabilirlik göstermiştir. Söz konusu varlıkların bu hassasiyetleri Türkiye’de varlık fiyatlarının tarihsel gelişimi incelenirken bu iki piyasa üzerinde durulması gerektiğinin göstergesidir. Ancak, konut yatırımlarının özel sektörün net servetinin yarısından fazlasını oluşturması nedeniyle, bu çalışmada konut fiyatlarındaki dalgalanmaların ekonomik unsurlara etkileri incelenmiştir.

1980’lerin başında neredeyse tüm OECD ülkeleri varlık fiyatlarında şiddetli deflasyon ve enflasyon oranlarına şahit olmuştur. Şili, Meksika, Doğu Asya ülkeleri ve Arjantin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda yaşanan varlık fiyatları dalgalanmaları yalnızca bireylerin ve işletmelerin net değerlerini etkilemekle kalmayıp aynı zamanda tüm reel aktiviteler üzerinde de etkili olmuştur. Söz konusu ülkelerde gerçekleşen krizlerin ortak noktaları ise finansal deregülasyon ile kredi hacminin genişlemesi ve varlık fiyatlarında artışların yaşanmasıdır. Bu kriz dönemlerinde hisse senedi ve konut piyasalarında gerçekleşen sürekli fiyat artışları, talep yetersizliğiyle birlikte ekonomide şok etkisi yaratacak ve varlık fiyatları düşme eğilimi göstermeye başlayacaktır. Böylelikle, konut piyasasında gerçekleşen çöküş, konut kredilerinde büyük derecede kayıplar yaşanmasına ve banka sermayelerinin azalmasına sebep olacaktır. Bu gelişmeler doğrultusunda bankaların hisse senedi ve gayrimenkul piyasasına olan borçlarının temerrüt faizleri artacak, bankacılık krizleri kalıcı hale gelerek gelecekte döviz krizlerinin yaşanmasına neden olacaktır. 1980’lerde Japonya’da yaşanan varlık fiyatları enflasyonu bahse konu duruma iyi bir örnek teşkil etmektedir. Bu yıllarda Japonya’da konut fiyatları % 70 oranında düşüş seyretmiş ve hemen ardından ise bankacılık krizi patlak vererek ekonomik durgunluk sürecine girilmiştir. Konut piyasasının çöküşü, emlak kredilerindeki kayıplar nedeniyle bankaların net değerini yitirmesine ve böylelikle banka sermayelerinin azalması yoluyla “sermaye krizine” neden olmuştur. Bankacılık sektöründe yaşanan deregülasyon menkul kıymet piyasaları ve finansal kurumlar arasındaki rekabeti artırmış, sermaye hareketliliği kısıtlamasının kaldırılması ile kredi genişlemesi sağlanmıştır. Bu ve benzeri dönemlerde banka kredilerinin genişlemesi daha düşük reeskont oranı yerine varlık fiyatlarında volatilité yaşanmasına sebebiyet verebilmektedir.

2000’li yıllardan itibaren gerçekleşen düşük faiz, düşük enflasyon oranları ve parasal genişlemeler, ekonomik göstergelere olumlu yansımış, ABD Merkez Bankası’na (FED) olan güven artmış ve yatırımcılar riskleri göz ardı etmeye başlamışlardır. Yatırımcıların güvenli olduğuna inandığı bu ortamda konut kredileri artışa geçmiştir. Özensiz bir şekilde dağıtılan konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar sebebiyle 2007 yılının son çeyreğinde ABD’de finansal bir kriz ortaya çıkmıştır. Daha önce yaşanan krizlerden (1929 Büyük Buhran gibi) farklı olarak bu kriz, küresel bir etki yaratmış ve diğer ülkeler açısından da yıkıcı hasarlar doğurmuştur. ABD kaynaklı gerçekleşen ve 2008 Mortgage Krizi olarak isimlendirilen bu krizin en belirgin etkileri AB ülkeleri üzerinde ortaya çıkmıştır. Ancak, AB ülkeleri ile gerçekleştirdiği dış ticaret ilişkilerinin zarar görmesi sebebiyle Türkiye de 2008 krizinden etkilenen ülkeler listesinde yer almıştır. İhracatının hemen hemen yüzde 50’sini AB ülkelerine yapmakta olan Türkiye’nin bu kriz ile birlikte dış ticaret hacmi daralmış ve cari açığı artmıştır. Artan cari açıklıkla birlikte, işsizlik bireylerin gelecek beklentilerini olumsuz etkilenmiş dolayısıyla yatırım ve tüketim oranları azalmıştır. Bu durum aynı zamanda ekonomik durgunluğun da göstergesi olma niteliği taşımıştır. Kriz dönemlerinde var olan durgunluk ortamı merkez bankalarınca para politikalarında değişikliğe gidilmesini zorunlu kılmıştır. Söz konusu dönemlerde uygulanan sıkı para politikaları banka kredilerinin arzında bir daralmaya yol açmış, dolayısıyla krizden etkilenen ülkelerin yatırım seviyeleri de düşmüştür. Daha az yatırım talebi, üretken girdi (dayanıklı varlık) fiyatlarının düşmesine ve daha az gelir elde edilmesine neden olmuştur. Yaşanan bu değer düşüklüğü sermaye pozisyonlarını (veya teminat değeri) da negatif yönde etkileyerek yatırım oranlarında azalmaya neden olmakla birlikte ekonomilerde kalıcı dalgalanmalar yaratmıştır. Türkiye her ne kadar 2008 krizinden etilenmiş olsa da, bu krizin etkilerini en hafif atlatan ülkelerden birisidir.

Ekonomik beklendişlerin etkisinin en güçlü gözlemlendiği dönemde gerçekteşen kredi faiz oranlarındaki değişimden, konut fiyatları da etkilenmektedir. Türkiye’de konutun servet koruma aracı olduğu algısı, tüketimden çok yatırım aracı olarak görölmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, konut fiyatlarındaki değişimler hane halkının beklentilerini etkilemekte ve ekonomik değişkenlere etki etmektedir. Aynı zamanda, yatırım aracı çeşitliliğinin az olması konutun yatırım aracına dönüşmesine, konut fiyatlarının artmasına ve konuta spekülative bir yaklaşımla bakılmasına neden olmaktadır. Konuta spekülative bir faktör olarak bakılmasının nedenleri arasında ayrıca; konut fiyatı değişimleri, konut öz kaynak çekiş ve servet etkisi de yer alabilmektedir (Coşkun, 2016). Bunların yanı sıra konut talebinin belirlenmesinde ise reel gelir ve konut fiyatları başta olmak üzere; kentleşme oranı, reel konut kredisi faizi şokları, konut kira endeksi, yapı maliyet endeksi etkilidir.

Konut fiyatlarına etki eden en güçlü değişkenlerden birisi olan hisse senedinin konut fiyatları ile arasındaki farka değinilecek olunursa, hisse senedi kanalı kısa vadeli bir yatırım aracı iken konut yatırımı uzun vadeli bir yatırım aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Konut hem yatırım hem de tüketim aracı olarak görölürken hisse senedi yalnızca yatırım aracı olarak görölmektedir. Ayrıca hisse senedinin konut fiyatlarına nazaran daha likit bir varlık olduğu da bilinmektedir. Hisse senedinde işlem maliyetleri konut piyasasına göre oldukça düşüktür (Coşkun, 2011). Finansman ve konut arasındaki ilişkinin az gelişmiş olduğu ölkemizde, hisse senedi endeksi getirisi ile konut fiyatlarının ilişkili olmayacağı düşünölebilmektedir. Ancak bu düşünce konuta yönelik yatırımların, hisse senedi piyasasına yönelik yatırım beklentilerinin dışında kalan ve alternatif (tamamlayıcı) olmayan bir yatırım sahası (varlık grubu) olabileceğine yöneliktir.

Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde öncelikle konu ile ilgili yerli ve yabancı literatüre yer verilmiş, daha sonra Türkiye’de konut fiyatlarının tarihsel gelişimi ve 2018 yılı döviz krizinin etkileri güncel veriler ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Son olarak da varlık fiyatları kanalı içerisinde arazi, konut ve emlak fiyatlarının rolü irdelenmiştir.

2. Literatür İncelemesi

Parasal aktarım mekanizması içerisinde varlık fiyatları kanalı üzerine yapılan çalışmalara detaylı bir açıklama getiren (Mishkin, 1996), para politikası yapıcılar tarafından belirlenen aracın faiz oranı olarak kabul edilmesine rağmen, para politikasının ekonomiyi borçlanma araçlarının yanı sıra diğer varlık fiyatları aracılığıyla da etkileyeceğini belirtmiştir. Mishkin’e göre varlık fiyatları; menkul kıymet fiyatları, emlak fiyatları ve döviz kurları olarak üç kategoride incelenmektedir.

Varlık fiyatları kanalı ve para politikasındaki rolünü detaylı bir şekilde inceleyen Horatiu (2013) Amerika ve Avrupa’daki bankacılık sistemi ve tüketici kredisi talebini kıyaslamış, Amerika’daki mortgage sisteminin çoğunlukla kredi yoluyla tercih edilmesi sebebiyle konut fiyatlarındaki değişimin Euro Bölgesine göre kolaylıkla değiştiğini açıklamıştır. Ayrıca yine Amerika ve Avrupa’daki finansal servet tüketimi üzerindeki farklılıklara değinen Horatiu, Amerika’da finansal servetin uzun dönemli yatırım olarak düşünöldüğünü, Avrupa’da ise uzun dönemli yatırımların bireysel emeklilik fonları gibi yatırımlar olarak kabul edildiğini belirtmiştir. Bu çalışma sonucunda servet etkisi ve tüketimin alt katmanları arasında güçlü bir bağlantı olduğu ortaya konulmuştur.

Ivanov ve Lavrinovic 2003-2006 yılları arasını kapsayan çalışmalarında, artan net ihracat gelirlerinin likiditeyi bollaştıracakını ve kredi genişlemesine sebep olacağını vurgulamışlardır. Bu kredi genişlemesi ise para arzını tetiklemektedir. Kredi ve parasal genişleme finansal varlıkların talebini artıracak, bu durumda varlık fiyatlarının artmasına sebep olacaktır.

Eroğlu ve Eroğlu (2012), parasal aktarım mekanizması kapsamında varlık fiyatları kanalının 2008 krizini nasıl küresel bir krize dönüştürdüğünü incelemiştir. Konut kredileri ve emlak fiyatlarının yükseliş geçtiği süreçlerde, varlık fiyatları kanalının da kriz ortamında etkili olduğuna değinerek enflasyon baskısının bu yolla arttığını vurgulamışlardır. Araştırmada tüm parasal aktarım kanallarının krizlerin yayılmasında aktif rol oynadığı sonucuna varılmıştır.

Chirinko, Haan, Sterken (2004), Avrupa Birliğine üye 11 ölkenin, Japonya ve Amerika Birleşik Devletleri hisse senedi ve konut fiyatlarında yaşanan şoklara olan tepkilerini incelemiştir. Söz

konusu etkiler Yapısal Vektör Oto Regresif (SVAR) model aracılığıyla değerlendirmiştir. Elde edilen sonuçlar, varlık fiyatlarının reel ekonomik faaliyetlerde önemli bir rol oynadığına ve varlık fiyatlarının para politikasının oluşumuna dâhil edilmesinin gerekliliğine yöneliktir.

1973-1992 yılları arasında Tayvan’da emlak fiyatları ve hisse senedi piyasası arasındaki etkileşim üzerinde çalışmalar yapan Chen (2001) bu etkileşimi çoklu VAR Modeli ile açıklamıştır. Bu analiz sonucunda hisse senetleri ve konut fiyatları arasında güçlü bir etki bulunmuştur.

Yener (2016) Türkiye’de son yıllarda önemli boyutlara ulaşan konut fiyatı değişimlerinin nedenlerini ve sonuçlarını incelemiştir. Yapılan inceleme sonucunda, konut fiyatlarına dayalı getirinin seçilen piyasaya / endekse / döneme /reelleştirme ölçütüne bağlı olarak değişebileceğini ve konutun yerel piyasa ölçüğünde reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olabileceğini destekleyen bulgulara ulaşmıştır.

Coşkun ve Ümit (2016) BİST 100 hisse senedi endeksi getirisi ile döviz kuru, altın fiyatı, mevduat faiz oranı ve reel konut fiyat endeksi arasındaki uzun dönemli ilişkiyi, 2000:01-2014:07 dönemine ait aylık veriler kullanılarak, eş bütünleşme yöntemi ile açıklamışlardır. Johansen testi sonucunda seriler arasında bir tane eş bütünleşme ilişkisi olduğu belirlenirken, Maki testi sonucunda seriler arasında uzun dönemli ilişki olmadığı gözlenmiştir. Bu bulgu sonucunda, finansal olan (döviz/mevduat) ve finansal olmayan (altın/konut) sektörlerin hisse senedi piyasasının tamamlayıcısı/rekabetçisi olmayabileceği ve kendine özgü dinamiklerinin/yatırımcı profilinin bulunabileceği belirtilmiştir. Ayrıca Türkiye’de hisse senedi piyasalarının gelişimine yönelik politikaların ve borsanın büyüme oranlarına olan katkısına yönelik önemli yapısal kısıtların olabileceğine işaret etmişlerdir.

Elbourne (2008) konut fiyatlarının faiz şoklarına, tüketimin ise konut fiyatı şoklarına verdiği yanıtı SVAR analizi ile tahmin etmiştir. Faiz oranlarında meydana gelen artan oranlı bir şok, ödenemeyen kredi borçlarının ve konut maliyetlerinin artmasına dolayısıyla harcanabilir gelirin düşmesine neden olmuştur. Düşen harcanabilir gelir ise tüketim harcamalarının azalmasına neden olmuştur (Faiz oranlarının tüketime olan etkisi, para politikası daralmasının ardından ipotek faiz oranlarının ne kadar hızlı değiştiğine bağlıdır).

Guiliodori (2005), Avrupa’da ekonomik ve parasal birleşmenin gerçekleştiği dönem öncesinde 9 Avrupa ülkesi için ayrı ayrı tahmin edilen VAR modeli ile konut fiyatlarında faiz oranına bağlı olarak gerçekleşen dalgalanmaların, özel tüketim harcamaları üzerine göreceli rolünü incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda konut fiyatları, konut ve ipotek piyasalarının nispeten daha gelişmiş ve rekabetçi olduğu ekonomilerde, faiz şoklarının tüketici harcamaları üzerindeki etkisini artırabileceğini gösterilmiştir.

Ho, Ma ve Hauri (2007) tarafından Hong-Kong konut piyasasından elde edilen verilerle yapılan Granger nedensellik testleri ile, dış şoklara tepki olarak oluşacak domino etkilerinin konut piyasalarını etkileyebileceği ortaya konulmuştur.

Karataş (2009), 1990-2006 yılları arasında ABD’de ortaya çıkan emlak fiyatı patlamasının aşamalarını açıklamıştır. Buna göre; ev fiyatları, tüketici fiyatları, kişi başına düşen milli gelir, nüfus, işsizlik oranı, ipotekli konut oranı ve yeni konut sayıları verileri kullanılarak zaman serileri analizi yapılmıştır. Analizin sonucunda tüketici fiyatları ve kişi başına düşen gelirin konut fiyatlarında yaşanan artışı açıkladığı tespit edilmiştir.

Xu ve Chen (2012) Çin’de uygulanan genişletici para politikalarının konut fiyatlarındaki artışı hızlandırdığı, daraltıcı para politikalarının ise konut fiyatlarındaki büyümeyi yavaşlattığını savdukları çalışmalarında, bu ülkeye yönelik para politikası uygulamaları araştırılmıştır. Elde edilen ampirik bulgular para politikası uygulamalarının konut fiyatları üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğunu gösterirken, sıcak para akışının para arzı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı bulunmuştur. Ancak hisse senedi fiyatlarındaki yükselişin konut fiyatlarının artışına etki ettiği gözlemlenmiştir.

İlgili literatür incelendiğinde yapılan çalışmaların özellikle varlık fiyatlarının kriz dönemlerindeki (finansal şoklara) rolü üzerinde durduğu görülmektedir. Bu etkiler veri kısıtı bulunmayan Çin,

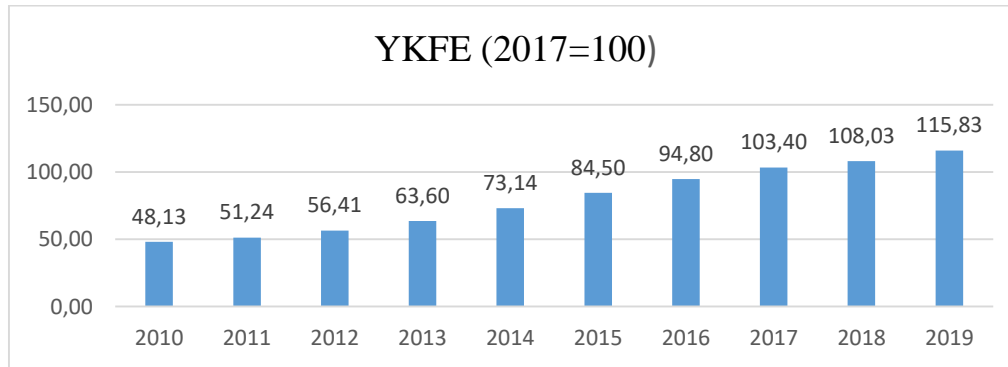
ABD, Hong-Kong, Avrupa Birliğine üye ülkeler gibi ülkelerde amprik analizler yardımıyla ölçülmeye çalışılmış olsa da, Türkiye’de veri kısıtı ve erişimi noktasında karşılaşılan güçlükler nedeniyle genellikle istatistiksel olarak modelleme yapılamadığı görülmüştür. Her ne kadar varlık fiyatları kanalı içinde yer alan hisse senedi piyasasına yönelik verilere Türkiye için ulaşılabilirlik mümkün olsa da çalışmamıza konu olan konut fiyatlarına yönelik benzer durum söz konusu olamamaktadır. Bu çalışmanın amaçlarından olan 2018 yılı döviz krizinin konut piyasasına etkileri ve tarihsel gelişim süreci ileriki bölümde yer almaktadır.

3. Türkiye’de Varlık Fiyatlarının Tarihsel Gelişimi

Son yıllarda Türkiye de en hızlı gelişen sektör olarak kabul gören inşaat sektörünün temel yapı taşı olan konut piyasasının, ekonomik şoklara karşı oldukça duyarlı olduğu görülmektedir. 1990’lı yıllarda yüksek kamu borçluluğu/faiz/enflasyon sarmalında dışlama etkisi (crowding out) nedeniyle kredi talebinin düşük seviyede kalmasının yanı sıra belirsizliğin yüksek düzeyde olması, yapısı itibari ile uzun vadeli bir ürün olan konut kredilerinin gelişimini geciktirmiştir. Ancak, 2001 krizinin ardından Türkiye ekonomisinde gerçekleştirilen reformlara ek olarak küresel likiditenin bolladığı bir dönemde hane halkının borçlanma maliyetlerinin gerilemesi, daha önceki yıllarda geri planda kalan konut kredilerinin canlanmasında önemli bir rol oynamıştır (Çevik: 2013, s. 1). 2018 yılına gelindiğinde dövizdeki hızlı yükseliş, borç verme faiz oranlarının artmasına dolayısıyla piyasalara olan güven kaybıyla konuta olan talebin azalmasına neden olmuştur. Ayrıca inşaat sektörü maliyetlerinin artmasını da beraberinde getirmiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde inşaat sektörü ekonomik büyümeye etken en önemli yatırım aracıdır.

Türkiye’de konut fiyatları seyrini incelemek amacıyla TCMB Endeksinde kullanılan verilerden yardım alınmıştır. Bu veriler, konut kredisi sağlayan bankalar tarafından, bireysel konut kredisi kullandırılması aşamasında hazırlanan değerlendirme raporlarından elde edilmiştir. Konut Fiyat Endeksi (KFE) hesaplanırken, konutun yapım yılına bakılmaksızın, satışa konu olan tüm konutlara ilişkin fiyat verileri kullanılmaktadır. Konut piyasasında konutun gerçek fiyatı satışın gerçekleşmesi ile oluşmaktadır. Gerçek fiyatı temsil üzere bireysel konut kredisi talebiyle kredi veren kuruluşlara yapılan başvurular sırasında düzenlenen değerlendirme raporlarındaki konut değerleri konut fiyatları endeksinin oluşumunda kullanılmaktadır. Ayrıca, satışın gerçekleşerek kredinin kullandırılması şartı aranmamakta, değerlemesi yapılan tüm konutlar kapsama dâhil edilmektedir. Ülke geneli için hesaplanan Türkiye Konut Fiyat Endeksi (TKFE) için tüm değerlendirme raporları, yine ülke genelini temsil üzere hesaplanan Türkiye Yeni Konutlar Fiyat Endeksi (TYKFE) için yapım yılı içinde bulunulan yıl ile bir önceki yıl olan konutlara ait değerlendirme raporları kullanılmaktadır. Konut Fiyat Endeksi (KFE) Türkiye konut piyasasındaki fiyat değişimlerini takip etmek amacıyla tabakalanmış ortanca fiyat yöntemi ile hesaplanmış ve Tablo 1 de sunulmuştur.

Tablo 1: Yıllık KFE Türkiye (2010 Ocak – 2019 Ocak)

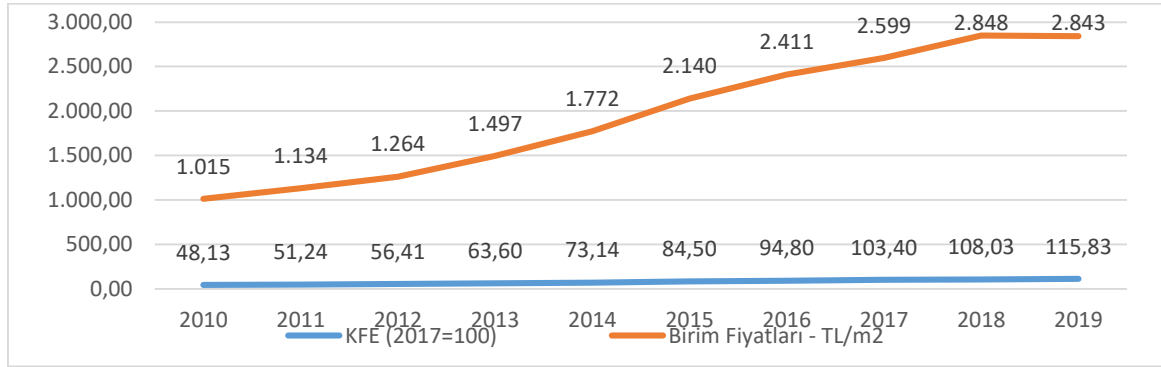


Kaynak: TCMB, İstatistik Genel Müdürlüğü, Konut Fiyat Endeksi (Yazarlar tarafından hazırlanmıştır)

Tablo 1’e göre yıllar itibariyle KFE’de bir artış gözlenmektedir. Ancak bu artışın 2012 yılı itibariyle ivme kazandığı ve bir sonraki yıl 7.19 artışla 63.60’a yükseldiği anlaşılmaktadır. Söz konusu artış 2018 yılına gelinceye kadar artarak artan bir seyir izlemektedir. Ancak 2018 yılı

Ağustos ayı itibariyle yaşanan döviz krizinden sonra KFE'nin azalarak artan bir sürece geçtiği görülmektedir. Tablo 2 de KFE ve birim fiyatları karşılaştırması sunulmuştur. Buna göre 2018 yılında bir kırılmanın gerçekleştiği ve 2010 yılından buyana konut birim fiyatlarında ilk defa bir azalış olduğu gözlemlenmektedir.

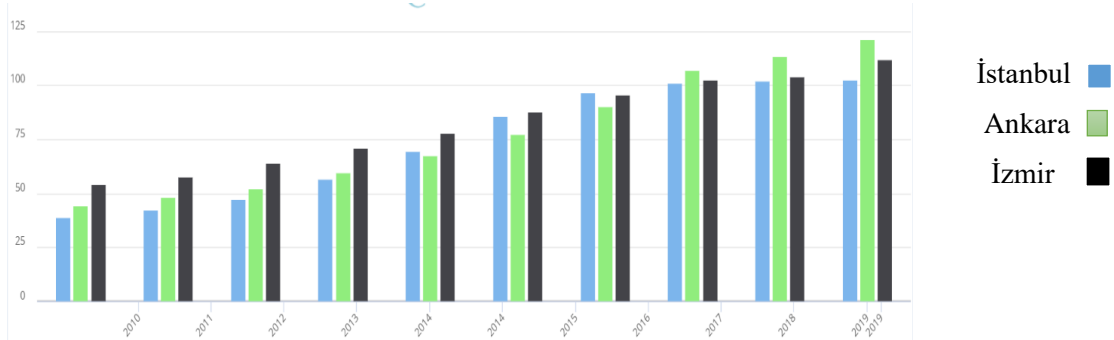
Tablo 2: Konut Fiyatları Endeksi ve Birim Fiyatları Karşılaştırması



Kaynak: TCMB, İstatistik Genel Müdürlüğü, Konut Fiyat Endeksi (Yazarlar tarafından hazırlanmıştır)

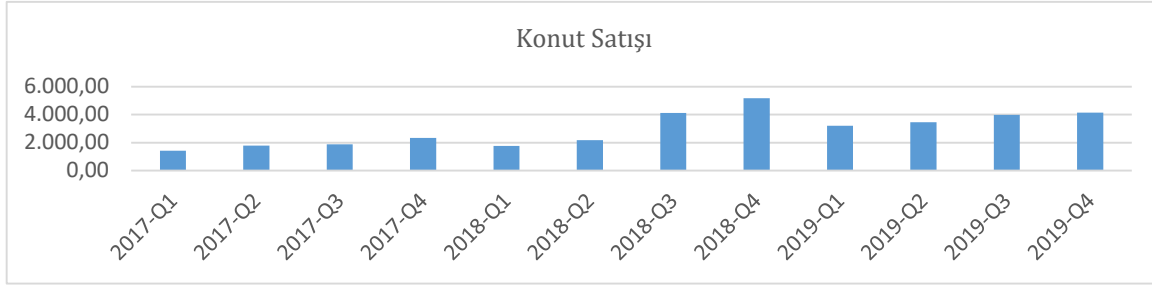
Buna göre, 2018 yılı itibariyle KFE'de meydana gelen hızlı yükseliş yavaşlamış ve birim fiyatlarda sekiz yıl aradan sonra 0.005 oranında bir azalış gözlemlenmiştir. Bu durum servet saklama yöntemi olarak görülen konut piyasasına olan talebin kriz dönemlerinde azaldığının göstergesidir. Ayrıca kriz dönemlerinde artan kredi faiz oranları, yerli paranın değer kaybetmesi ve geleceğe yönelik belirsizlik özel sektör yatırımlarının çoğunluğunu kapsayan inşaat sektörünün gelirlerinin düşmesine ve dolayısıyla işsizliğin artmasına da neden olmaktadır.

Tablo 3: Üç Büyük Şehir için Emlak Fiyat Endeksi (Ocak 2010 – Ocak 2019)



Kaynak: TCMB, İstatistik Genel Müdürlüğü, Konut Fiyat Endeksi (Yazarlar tarafından hazırlanmıştır)

Tablo 3'de Türkiye'nin üç büyük iline yönelik KFE verileri sunulmuştur. Buna göre İstanbul'a ilişkin veriler incelendiğinde 2018 döviz krizi sonrasında KFE'de yaşanan azalarak artışın etkileri neredeyse gözlemlenmemiştir. İstanbul için 2018 yılı KFE 102.3 iken 0.4'lik bir artışla sonraki yıl 102.44 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, 2019 yılı itibariyle KFE'de Ankara için 8.4 ve İzmir için ise 8.21'lik bir artış hesaplanmıştır. Tablo 3'de 2016 yılına kadar, konut piyasasında en çok yatırım yapılan il olan İstanbul'un bu tarihten sonra cazibesini yitirdiği görülmektedir.

Tablo 4: Yabancılara Yapılan Konut Satışı (2017 Ocak- 2019 Aralık)

Kaynak: TCMB, İstatistik Genel Müdürlüğü, Konut Fiyat Endeksi (Yazarlar tarafından hazırlanmıştır)

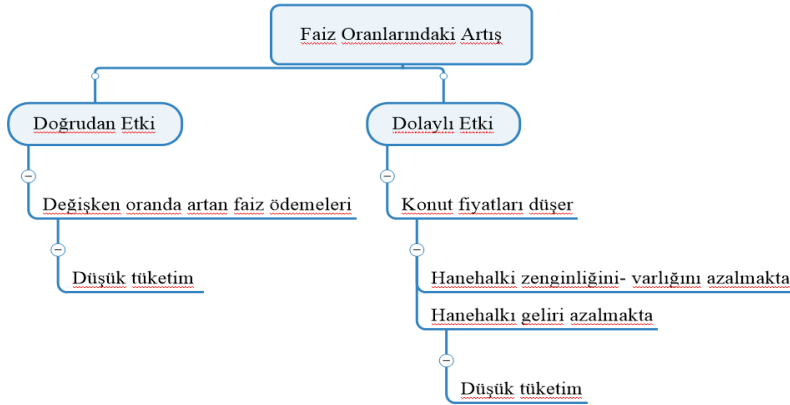
Tablo 4 de yabancılara yapılan konut satışları çeyreklik dönemlerde gösterilmektedir. 2018 yılı kriz döneminin konut piyasasına etkilerinin tam olarak gözlemlenmesi için 2017 ve 2019 yılları incelenmiştir. 2011 yılı itibariyle Suriye’den Türkiye’ye gerçekleşen

göç, konut piyasasına olan talebi artırmıştır. Ayrıca 2018 yılı Ağustos ayında yaşanan döviz kriziyle TL’nin aşırı değer kaybetmesi ile birlikte, 19.09.2018 tarihli Resmi gazeteyle göre 250 Bin dolar değerinde gayrimenkul alan yabancılara ve ailelerine sunulan vatandaşlık fırsatı konuta olan talep artışını tetiklemiştir. Bu dönemde iç piyasada konuta olan talep diğer yıllara oranla azalmakla birlikte, yabancılar tarafından konuta olan talep artmıştır. Söz konusu durumun etkileri Tablo 3’te 2018 yılı üçüncü çeyreği itibariyle gözlemlenmekte, 5,169.33 konut satışıyla dördüncü çeyrekte ise en yüksek satış miktarına ulaşılmaktadır.

4. Arazi, Konut ve Emlak Fiyatları

Son zamanlarda yaşanan makroekonomik dalgalanmaların temelinde varlık fiyatlarında yaşanan krizlerin başlıca rol oynadığı bilinmektedir. Faiz kanalı aracılığıyla işleyen varlık fiyatları, konut fiyatları piyasasında etkisini göstermektedir. Varlığın fiyatı, düşen faiz oranları ile özellikle konut piyasasında etkisini göstermekte ve hane halklarını tasarruftan ziyade harcama konusunda cesaretlendirmektedir. Benzer şekilde varlığın fiyatı artan faiz oranları ile de konut piyasasında etkisini göstermekte dolayısıyla bu durum da tüketicinin talebine yansımaktadır. Varlık fiyatlarında gerçekleşen bu dalgalanma, tüketicilerin kalıcı değişiklikler ile geçici değişiklikleri ayırt edememesi sonucu ortaya çıkan etkidir. Finansal portföyler günlük olarak değerlendirildiğinden, konut ticareti ve bunların değerindeki değişiklikler de günlük olarak fiyatlandırılır. Dahası, konut gibi bazı varlıklar hem servet hem de hizmet akışı sağlamaktadır (Chirinko, Haan, and Sterken, 2004). Bu nedenle, varlık fiyatı hareketleri geçici olarak görüldüğünde tüketim üzerindeki etkisi düşük olacakken, bu hareketlilik kalıcı hale geldiğinde tüketim üzerindeki etkisi yüksek olacaktır.

Varlık fiyatları kanalı, hem hane halkları hem de işletmelerin yatırım ve tüketim kararları üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etkiye sahiptir. İşletmeler açısından bakıldığında; üretim seviyesi, birleşmeler, yatırımlar, yeni tesis veya ekipman satın alım kararlarını etkilerken, hane halkı açısından bakıldığında; servetin düzeyi, konut serveti ve mali servet üzerinde etkindir. Bu durum, 2007 ekonomik krizinin gerçekleşmesinde de büyük bir rol oynamıştır. Konut kanalının yoğun işlemesi nedeniyle bankacılık sistemi ile konut piyasasının da balonlar meydana gelmektedir. Aynı zamanda bu bağ vasıtasıyla oluşan ilave tüketim tüm ekonomide balonların oluşumunu tetiklemiştir (Dan: 2013, s.183). Konut piyasası ve faiz oranları arasındaki ilişki Şekil 1 de gösterilmektedir. Buna göre artan faiz oranları konut piyasasını doğrudan ve dolaylı olarak üzere iki şekilde etkiler. Doğrudan etkisine bakıldığında faiz oranlarındaki artışın tüketimi direkt olarak azaltacağı görülmektedir. Dolaylı etkisine bakıldığında ise önce hane halkının varlıklarını daha sonrada gelirlerini olumsuz etkileyeceğinden tüketimde azalmaya neden olacaktır.

Şekil 1: Faiz Oranlarındaki Meydana Gelen Artışın Konut Satışlarına Etkisi

Konut yatırımlarına ilişkin burada geliştirilen modeli, sabit sermaye yatırımları için geliştirilen Tobin'in q teorisi ile birleştirmemiz mümkündür. Konut yatırım modeli Tobin'in q teorisinin özel bir uygulama biçimi olarak değerlendirilebilir. Konut piyasasında, yeni konut üretmenin maliyeti, konutun fiyatından düşük ise konut yatırımları artmaktadır. Hisse senetleri sermaye piyasasında işlem gören firmaların ise bir hisse senedinin fiyatı, o hissenin temsil ettiği sermaye mallarının değerinden daha yüksek olduğunda, firma yeni hisse senetleri ihraç ederek daha fazla yeni sermaye malı satın almayı tercih edecektir. Bunun aksine firmanın hisselerinin fiyatı düşüken daha az yeni sermaye malı edinecekler veya hiç yatırım yapmamayı tercih edeceklerdir. Faiz oranlarının konut yatırımları üzerinde güçlü etkileri vardır. Bunun nedeni çoğu kez konutların 20-30 yıl gibi çok uzun vadeli ve vadesi boyunca eşit aylık taksitlerle geri ödenen kredilerle satın alınmasıdır. Bu durumda faiz hadlerinde meydana gelebilecek çok küçük bir değişim, her ay ödenecek taksit miktarı üzerinde çok büyük bir değişime yol açacaktır. Sanayileşmiş ülkelerde, sadece elde edilen ücretler ile yaşayanların konut edinmelerinin neredeyse tek yolu olan ve "mortgage" olarak adlandırılan bu kredi türü, yaygın bir uygulama alanı bulmaktadır (Yıldırım, Karaman, ve Taşdemir, 2010).

Yukarıda bahsedilen türde konut kredisi uygulaması sonucunda yaşanan kriz 2008-2012 yılları arasında yoğun olarak etkisini göstermiş olsa da etkileri günümüz konut piyasasına yansımaktadır. ABD konut sektöründe patlak veren mortgage krizi, küresel ekonomik düzende diğer ülke ekonomileri üzerinde de etkisini göstermiştir (domino etkisi). Türkiye'de ise enflasyon oranındaki belirsizlikler nedeniyle, finansal piyasalarda uzun vadeli sözleşmelerin yapılması pek mümkün olmamakta, dolayısıyla bu türden bir konut kredisi uygulaması pek mümkün görülmemektedir.

ABD ve Euro bölgesinde servetin tüketim üzerine etkisi konusunda karşılaştırma yapıldığında; iki bölge arasında tüketici kredisi davranışı ve bankacılık sisteminin fonksiyonu konusunda farklılıklar bulunduğu gözlemlenmektedir. ABD'de konutun piyasa değerini tüketim sermayesine dönüştürmek için kolay ve doğrudan bir yol olan mortgage tabanlı kredi sistemi çok gelişmiş ve yaygın olmakla birlikte Euro bölgesinde bu tür bir kredi uygulaması daha az yaygındır. Dolayısıyla Euro bölgesinde konut değerindeki değişiklikler güçlü bir aktarım kanalına sahip olmadıklarından tüketim seviyesi üzerinde de önemli bir etkileri yoktur. Tüketim üzerinde etkiye sahip olabilen hisse senetleri ve yatırım fonu gibi finansal servetin iki bileşeni de birbirinden farklıdır. ABD'de finansal servet uzun dönemli yatırım olarak düşünülürken, Avrupa'da bireysel emeklilik ve üniversite fonları gibi yatırımlar uzun vadeli yatırım olarak kabul edilmektedir (Dan: 2013, s. 451).

Kredi piyasasının başlıca sorunu kredi talep edenlerin kredi arz edenler hakkında bilgi yoksunluğu anlamına gelen asimetrik bilgidir. Bu durum ABD konut sektöründe gözlenmiş ve bankalar ayrıca konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredileri ve işlenmiş kredi koşullarını daha kolay çeşitlendirmiştir. Ancak, bankalar "ters seçim-ahlaki tehlike" olarak adlandırılan bu yanlış kredilendirme tehdidini dikkate almamıştır. Bu nedenle, bankalar ödeme olasılığı olan kaynaklarını dikkate almadan düşük gelirli insanlara borçlanma olanağı sunmuştur. Bu süreçte,

uzun dönemli faiz oranları, yüksek kar ve risk sunan menkul ipotek yatırımcıları tarafından çekici hale gelmiştir. Bankalar söz konusu menkul kıymetlerin satışı ile gelecekteki konut kredilerini finanse etmek için fırsat bulmuşlardır. Sonrasında, endekse bağlı yükselen fiyatlar ile konuta olan talebin büyük bir artışı ile karşı karşıya gelinmiş ve konutlar balon olarak isimlendirilen fiyatlar aracılığıyla aşırı değerlenmiştir. Bilançolarında bu türden menkul kıymetleri bulunan finansal kuruluşlar, öncelikle yüksek kar elde etmiştir. Fakat daha sonra menkul kıymetlerdeki düşüş nedeniyle yüksek kayıplara katlanmak zorunda kalmışlardır. 2005 yılından sonra gayrimenkul için talep daralması sonucunda, konut kredisinin geri ödemesinde sorunlar yaşanmıştır. Bu durum finansal piyasalardaki kredilendirme koşullarında sıkı bir politikanın izlenmesine ve ekonomik aktivitenin yavaşlamasına sebep olmuştur (Eroğlu, 2013).

Parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynayan varlık fiyatlarının diğer bir grubu da emlak fiyatlarıdır. Emlak fiyatları toplam talebi üç şekilde etkileyebilir. Bunlar, konut harcamaları, hane halkı serveti ve banka bilançolarıdır.

Faiz oranlarını düşüren parasal genişleme ($M\uparrow$), konut finansman maliyetini daha aşağıya çekmekte ve konuta olan talebin artmasına neden olmaktadır. Böylelikle konut fiyatları artacak ($P_h\uparrow$) ve bu durum konut harcamalarına doğrudan etki edecektir. İnşaat maliyetine oranla çok daha yüksek olan konut fiyatları nedeni ile inşaat firmaları konut satışlarında daha karlı olacak, bu nedenle de konut harcamaları ($H\uparrow$) ve toplam talep ($Y\uparrow$) yükselecektir. Bu aktarım mekanizması aşağıda belirtilen şekilde tanımlanabilir:

$$M\uparrow \Rightarrow P_h\uparrow \Rightarrow H\uparrow \Rightarrow Y\uparrow \quad (1)$$

Hane halkı servet etkisine bakıldığında, konut fiyatlarının hane halkı servetinin önemli bir bileşeni olduğu ve daha önce de değindiğimiz gibi tüketim harcamalarını etkilediği görülmektedir. Bu nedenle, konut fiyatlarında artışa ($P_h\uparrow$) neden olan genişlemeci para politikası ($M\uparrow$), hane halkı servetini de artırmakta ($W\uparrow$) ve tüketim harcamalarını ($C\uparrow$) ve toplam talebi ($Y\uparrow$) artırmaktadır. Yani:

$$M\uparrow \Rightarrow P_h\uparrow \Rightarrow (W\uparrow) \Rightarrow (C\uparrow) \Rightarrow (Y\uparrow) \quad (2)$$

Banka bilançolarına etkisi ise; emlak fiyatlarını artıran ($P_r\uparrow$) genişletici para politikası ($M\uparrow$), banka sermayesini artırmakta ($NW_b\uparrow$) ve bankanın kredi vermesinin artışına ($L\uparrow$) yol açmakta, böylelikle yatırım ve çıktı ($I\uparrow$ ve $Y\uparrow$) artmaktadır (Miskhin: 2001, s. 65).

$$M\uparrow \Rightarrow P_r\uparrow \Rightarrow NW_b\uparrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow \quad (3)$$

Faiz oranları ile doğrudan bağlantılı olan arazi, konut ve emlak fiyatları banka kredilerinin geri ödenebilirliğini belirleme konusunda bir teminat işlevi görmektedir. Ekonomik aktiviteye yön veren bu türden varlıklar hane halklarının ödeme biçimlerini şekillendirmiştir. Enflasyon oranlarının istikrarlı olduğu ekonomilerde mortgage kredisi şeklinde kendisini gösteren bu ödeme biçimi, Türkiye ekonomisinde banka kredileri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Mortgage kredisi banka kredilerine göre daha uzun vadeli ve daha düşük faiz oranlarıyla uygulanan bir konut kredisi örneğidir. Bankalar haricinde mortgage kredisi kullandıran şirketlerin de mevcut olması sebebiyle Türkiye'deki banka kredisi uygulamasına göre farklılık arz etmektedir. Bankalar riskli buldukları ekonomik birimlere, kredi kullandırmayı reddedebilirler. Bazı durumlarda ise ekonomide yaşanan gelişmeler bankaların risk değerlendirmelerini değiştirmelerine ve kredi kullandırırken daha titiz davranmalarına yol açabilir.

Banka kredileri kanalı ile para politikası için önemli bir aktarım mekanizması olarak iki koşulun yerine getirilmesi gerekir. Öncelikle, kredi kullanmak isteyen bazı kişi ve kurumlar için alternatif kaynaklardan fon elde etme olanakları sınırlı olmalıdır. Bir diğer deyişle, en azından bazı kişi ve kurumlar için banka kredilerinin yerine kullanılabilir fon kaynaklarının bulunmaması gerekir. İkinci olarak, merkez bankasının bankaların kredi hacmi üzerinde güçlü bir kontrol gücüne sahip olması gerekir. Bir diğer ifadeyle bankacılıkta, aktif yönetimi açısından kredilerin ve menkul

kıymetlerin yakın ikame ilişkisi içinde olmamaları gerekir. Eğer bankalar, kredileri ve menkul kıymetleri birbirine tam olarak ikame eden varlıklar olarak kabul ederlerse, daraltıcı para politikası önlemleri karşısında ellerindeki menkul kıymetleri satarak ve kredi portföy dinamiklerinin değişmesine engel olarak tepki verebilirler. Böyle bir durumda ise para arzı azalır ancak kredi hacmi değişmez.

Bankalar, emlak değerinin teminat olarak gösterildiği yüklü miktarlarda emlak kredileri ile iştigal etmektedirler. Eğer, parasal genişleme sonucunda emlak fiyatları artarsa; bankaların kredi kayıpları azalacak ve bu durum bankanın sermayesini artıracaktır. Daha yüksek bir banka sermayesi ise bankaların daha fazla kredi vermesini olanaklı kılarak toplam talebi artıracaktır (Mishkin, 2001). Dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasında arsa, emlak, konut fiyatlarının rolüne bakıldığında üç farklı mekanizma görülmektedir. Ancak işleyiş farklı olsa da parasal genişleme sonucunda; varlık fiyatları faiz, banka sermayesi ve tüketim kanalıyla toplam talebi etkilemekte ve bu faktörlerden etkilenmektedir.

5. Sonuç

Varlık fiyatları kanalı içerisinde yer alan hisse senedi ve konut piyasaları, küresel krizlerin yanı sıra Türkiye’de yaşanan ekonomik krizlerden de oldukça etkilenmiş ayrıca bu krizlerin meydana gelmesine de etki etmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde servet saklama aracı olarak görülen ve özel sektör yatırımlarının yarısından fazlasını kapsayan arsa, emlak, konut piyasaları ekonomik konjonktürden kolaylıkla etkilenmektedir. Söz konusu kırılmanın nedeni ise tasarrufların değerlendirilebileceği yatırım yapılabilecek varlıkların yeterince çeşitli olmaması ve yüksek risk içermeleridir. Gelişmekte olan ülkelere Türkiye’de ise inşaat sektörüne olan yoğun ilgi, bu sektörün tüketimden daha çok tasarrufların değerlendirildiği bir yatırım aracı olarak görülmesindedir. Bu nedenle, konut fiyatlarındaki değişimler hane halkının beklentilerini etkilemekte ve böylelikle de makroekonomik değişkenlere etki etmektedir. Aynı zamanda, yatırım aracı çeşitliliğinin az olması konutun yatırım aracına dönüşmesine, konut fiyatlarının artmasına ve konuta spekülasyon bir yaklaşımla bakılmasına da neden olmaktadır. Bu çalışmanın yapılma amacı, varlık fiyatları kanalı içinde yer alan arsa, konut ve emlak fiyatlarının rolünün açıklanması, yaşanan ekonomik krizlerin etkilerinin incelenmesi ve Türkiye’nin 2018 döviz krizi sonrası konut fiyatlarında yaşanan değişimlerin etkilerinin incelenmesidir.

1980’lerin başında neredeyse tüm OECD ülkeleri varlık fiyatlarında şiddetli deflasyon ve enflasyona şahit olmuştur. Şili, Meksika, Doğu Asya ülkeleri ve Arjantin başta olmak üzere tüm gelişmekte olan ülkelere yaşanan varlık fiyatları dalgalanmaları yalnızca bireylerin ve şirketlerin net değerlerine etkilemekle kalmayıp aynı zamanda tüm reel aktiviteler üzerinde de etkili olmuştur. 1990’lı yıllarda yüksek kamu borçluluğu, faiz, enflasyon sarmalı bireylerde gelecek beklentilerinin düşmesine dolayısıyla kredi talebinin azalmasına neden olmuştur. 2001 krizi ile Türkiye ekonomisinde gerçekleşen reformlarla birlikte hane halkının borçlanma maliyeti azalmış yani faiz oranları düşmeye başlamış ve konut piyasasına olan talep artmıştır. 2000’li yıllardan itibaren düşük faiz, düşük enflasyon oranları ve parasal genişlemelerle özensiz şekilde dağıtılan konut kredileri 2008 yılında Mortgage Krizinin yaşanmasına neden olmuştur. ABD merkezli başlayan kriz, Avrupa ülkelerini etkisi altına almış dolayısıyla Avrupa ile ticari ilişkileri olan içlerinde Türkiye’nin de yer aldığı ülkeleri de etkilenmiştir. Bu bağlamda Türkiye, krizin doğrudan olmasa da dolaylı olarak etkilediği ülkeler arasında yer almıştır.

2018 yılına gelindiğinde ise Türkiye’de yaşanan döviz krizi, Türk Lirasının değer kaybetmesine, kredi faizlerinin yükselmesine, enflasyona, inşaat sektöründe maliyetlerin artmasına, tüketimin azalmasına ve gelecek beklentilerinin düşmesine neden olmuştur. Söz konusu gelişmeler konut piyasasını etkisi altına almış bu yıla kadar artarak artan konut fiyatları endeksi azalarak artan bir eğilim göstermiştir. 2018 yılı itibarıyla konut fiyatlarında meydana gelen hızlı yükseliş yavaşlamış ve birim fiyatlarda sekiz yıl aradan sonra 0.005 oranında bir azalış gözlemlenmiştir. Bu durum servet saklama yöntemi olarak görülen konut piyasasına olan talebin kriz dönemlerinde azaldığının göstergesidir. Kriz dönemlerinde artan faiz oranlarının doğrudan ve dolaylı etkileri gözlemlenmiş, hane halkı varlıkları azalma eğilimine girerken, gelirlerinin de azalması tüketimde düşümlere neden olmuştur. Yaşanılan ekonomik durgunluğu tersine çevirmek amacıyla yeni

reformlar uygulanmıştır. Bu noktada devlet bankaları tarafından konut kredisi faiz oranlarında indirimde gidilmiş ayrıca yabancı yatırımcılara da konut alımında vatandaşlık hakkı getirilmiştir. Söz konusu teşvikler konuta olan talep artışını tetiklemiştir. Bu dönemde iç piyasada konuta olan talep diğer yıllara oranla azalmakla birlikte, yabancılar tarafından konuta olan talep artmıştır. 2018 yılı üçüncü çeyreği itibariyle uygulanan politikalar konut satışlarının artmasına olanak sağlamıştır.

Kaynakça

- Chen, N. K. (2001). Asset price fluctuations in Taiwan: evidence from stock and real estate prices 1973 to 1992. *Journal of Asian Economics*, 12(2), 215-232.
- Chirinko, R., Haan, L. J., and Sterken, E. (2004). *Asset price shocks, real expenditures, and financial structure: a multi-country analysis*: University of Groningen.
- Coşkun, Y. (2015). *Türkiye'de konut finansmanı: sorunlar ve çözüm önerileri*: Türkiye Bankalar Birliği.
- Coskun, Y. (2011). The establishment of the real estate regulation and supervision agency of Turkey (Rersat). *Housing Finance International*, 25(4), 42-51.
- Coşkun, Y., & Ümit, A. Ö. (2016). Türkiye'de Hisse Senedi ile Döviz, Mevduat, Altın, Konut Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme İlişkilerinin Analizi. *Business & Economics Research Journal*, 7(1).
- Coskun, Y. (2016). Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz (Property Prices and Investment: An Analysis for Turkey).
- Coşkun, Y. (2016). Property Prices and Investment: An Analysis For Turkey (Konut Fiyatları Ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz). *Nigde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 201-217.
- Çevik, B. (2013). Türkiye'de Konut Piyasasındaki Gelişmeler. *Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü*, Aralık 2013, <http://ekonomi.isbank.com.tr>.
- Dan, H. (2013). External factors for the monetary policy transmission mechanism. *The Annals of the University of Oradea*, (1), 435-444.
- Elbourne, A. (2008). The UK housing market and the monetary policy transmission mechanism: An SVAR approach. *Journal of Housing Economics*, 17(1), 65-87.
- Eroğlu, A. (2013). Yeni Bir Borç Ödeme Modeli. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(17), 1-8.
- Eroğlu, İ., ve Eroğlu, N. (2012). Monetary transmission channels and an assessment within the framework of the 2008 global financial crisis. *African Journal of Business Management*, 6(29), 8554-8563.
- Giuliodori, M. (2005). The role of house prices in the monetary transmission mechanism across European countries. *Scottish Journal of Political Economy*, 52(4), 519-543.
- Ho, L. S., Ma, Y., and Haurin, D. R. (2008). Domino effects within a housing market: The transmission of house price changes across quality tiers. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 37(4), 299-316.
- Ivanov, M., and Lovrinović, I. (2008). Monetary Transmission mechanism and behaviour of asset prices: the case of Croatia. *Review of Business Research*, 8, 1-18.
- Karataş, B. (2009). *Real estate and mortgage crisis: a study on the United States* (Doctoral dissertation, Bilkent University).
- Mishkin, F. S. (1996). Understanding financial crises: a developing country perspective (No. w5600). National Bureau of Economic Research.

- Mishkin, F. S. (2001). The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy (No. w8617). National Bureau of Economic Research.
- Oktar, S., Eroğlu, N., ve Eroğlu, İ. (2013). 2008 global finans krizi, parasal aktarım kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (tcmb) deneysel politika çabaları.
- Yıldırım, K., Karaman, D., ve Taşdemir, M. (2010). Makroekonomi (K. Yıldırım Ed.). *Seçkin Yayıncılık, Ankara*.
- Xu, X. E., and Chen, T. (2012). The effect of monetary policy on real estate price growth in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(1), 62-77.

Research Article**Varlık Fiyatları Kanalı İçinde Yer Alan Arsa, Konut Ve Emlak Fiyatlarının Önemi***The Importance of Land, Housing, and Property Prices in Asset Prices Channel*

Gözde ARSLAN Ph.D. Student, Hacı Bayram Veli Univ., Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Economics, garslan@thk.edu.tr , https://orcid.org/0000-0001-9763-8585	Hicran KASA Assist. Prof., University of Turkish Aeronautical Association, Aeronautical Vocational School of Higher Education, hkasa@thk.edu.tr , https://orcid.org/0000-0001-7266-0313
---	---

Extensive Summary

Housing, land and real estate markets are located in asset prices channel have been impressed by Turkey's economy and the crisis on the world economy. Especially in developing countries, the land, real estate, and housing market, which is considered as a means of wealth storage and covers more than half of the private sector investments, is easily affected by the economic conjuncture. Therefore, the intense interest in the construction industry in our country is seen as an investment instrument in which savings are evaluated rather than consumption. Therefore changes in housing prices affect the expectations of households and thus affect macroeconomic variables. At the same time, the lack of diversity of investment instruments leads to the transformation of the house into an investment instrument, an increase in house prices and a speculative approach to housing. The main purpose of this study described the role of land, real estate, and housing prices, which are located in the monetary transmission mechanism, on the economy. Furthermore, it has been investigated the effects of the economic crisis on the housing market, and also examined the changes in house prices in Turkey after the currency crisis of 2018.

When the role of land, real estate and housing prices in the monetary transfer mechanism has examined three different mechanisms can be seen. However, although the operation is different, as a result of the monetary expansion, the total demand through asset prices, interest, bank capital, and consumption is affected and is affected by these factors. Property prices as one of the groups of asset prices play an important role in the monetary transmission mechanism. Property prices can affect aggregate demand in three ways. These include housing expenditures, household wealth and bank balance sheets.

Monetary expansion ($M \uparrow$), which lowers interest rates reduces the cost of housing finance and leads to an increase in demand for housing. Thus, house prices will increase ($P_h \uparrow$) and this will have a direct impact on housing expenditures. Due to the housing prices, which are much higher than the construction costs, construction companies will be more profitable in their housing sales, so housing expenditures ($H \uparrow$) and total demand ($Y \uparrow$) will increase. This transmission mechanism can be defined as follows:

$$M \uparrow \Rightarrow P_h \uparrow \Rightarrow H \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

It can be observed that housing prices are an important component of household wealth and it affects consumption expenditures as mentioned earlier. Therefore, the expansionary monetary policy ($M \uparrow$), causes an increase in housing prices ($P_h \uparrow$), rises household wealth ($W \uparrow$) and also increases consumption expenditures ($C \uparrow$) and aggregate demand ($Y \uparrow$). Which is shown as fallow;

$$M\uparrow \Rightarrow P_n\uparrow \Rightarrow (W\uparrow) \Rightarrow (C\uparrow) \Rightarrow (Y\uparrow)$$

When the impact of bank balance sheets on demand for property prices has examined, it is observed that the expansionary monetary policy ($M \uparrow$) firstly increases real estate prices ($P_r \uparrow$), then bank capital ($NW_b \uparrow$) and lastly leads to a rise in bank lending ($L \uparrow$). Investment and production have increased ($I \uparrow$ and $Y \uparrow$) in this process.

$$M\uparrow \Rightarrow P_r\uparrow \Rightarrow NW_b\uparrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

When investigating the historical development of land, housing, and property prices have witnessed severe deflation and inflation in asset prices almost all OECD countries in the early 1980s. The fluctuations in asset prices in all developing countries, particularly in Chile, Mexico, East Asian countries and Argentina, not only affected the net values of individuals and companies but also had an impact on all real activities. In the 1990s, high public indebtedness, interest, and inflation spiraled to a decrease in the expectations of the future and thus a decrease in the demand for credit. The reforms taking place in Turkey's economy with the 2001 crisis reduced household borrowing costs and interest rates started to fall. This situation increased the demand for the housing market. Mortgage loans have implemented by low-interest rates, low inflation rates, and monetary expansion since the early 2000s and it caused the Mortgage Crisis in 2008. This US-based crisis influenced European countries' economies. It was also affected countries such as Turkey have commercial relations with Europe. In this context, Turkey was among the countries where the crisis affected indirectly.

In the year of 2018, Turkey also experienced a currency crisis. This crisis has led to a decline in consumption reduction and prospects because of the depreciation of the Turkish lira, the increase in loan interest rates, inflation, the increase in costs in the construction industry. These developments influenced the housing market and housing prices index started to increase as slowly. As of 2018, the rapid increase in housing prices decelerated and unit prices decreased by 0.005 after eight years. This situation indicates that the demand for the housing market, which is considered as a method of wealth retention, decreased during crisis periods. Direct and indirect effects were observed in crisis periods because of the increase in interest rates. These affects household incomes, assets and decreases their consumption. New reforms implemented to reverse the economic recession. At this point, the interest rates on housing loans were reduced by state banks and foreign investors were granted citizenship rights in the purchase of housing. These incentives triggered the increase in demand for housing. In this period, although the demand for housing in the domestic market decreased compared to other years, the demand for housing by foreigners increased. The policies implemented as of the third quarter of 2018 enabled housing sales to increase.