

PARA, MALİYE VE MAKROİHTİYATİ POLİTİKALARIN KONUT SERVETİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ANALİZ

Ferdi PAYDAŞ* - Murat DEMİR**

Öz

Bu çalışma, Türkiye’de para politikası, maliye politikası ve makroihtiyati politikaların konut serveti üzerindeki etkilerini bütünsel bir politika bileşimi (policy mix) çerçevesinde incelemektedir. Konut, Türkiye’de yüksek ve oynak enflasyon, sınırlı finansal derinlik ve kurumsal yapı nedeniyle yalnızca bir barınma aracı değil, aynı zamanda temel bir servet birikim ve enflasyona karşı korunma aracı olarak öne çıkmaktadır. Çalışmada, TÜİK ve TCMB tarafından yayınlanan 2010 sonrası döneme ait veriler kullanılarak konut satışları, konut fiyat-enflasyon oranı, gelir dilimlerine göre konut sahipliği ve servet değişimi gibi göstergeler betimsel analiz yöntemiyle incelenmekte; bu göstergeler ile para politikası, maliye politikası ve makroihtiyati politikalar arasındaki ilişkiler değerlendirilmektedir. Elde edilen bulgular, Türkiye’de para politikasının konut serveti üzerinde özellikle kredi kanalı aracılığıyla güçlü ve hızlı, ancak kamu bankalarının aktif rolü nedeniyle dönemsel ve asimetrik bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Maliye politikasının vergi indirimleri ve TOKİ uygulamaları yoluyla ağırlıklı olarak talep ve fiyat destekleyici bir rol oynadığı; makroihtiyati araçların ise konut kredisi büyümesini sınırlamada etkili olmakla birlikte, etkinliğinin büyük ölçüde para ve maliye politikalarıyla uyumuna bağlı olduğu ortaya konmaktadır. Bulgular ayrıca konut servetindeki artışın dönemler itibarıyla farklı gelir gruplarını farklı biçimde etkilediğini; özellikle 2020–2022 döneminde nominal servet artışının konut sahibi olmayan düşük gelirli hanehalklarını dışlayarak servet eşitsizliğini derinleştirdiğini göstermektedir. Çalışma, Türkiye örneği üzerinden, konut servetinin sürdürülebilir ve finansal istikrarla uyumlu bir biçimde şekillenebilmesi için para, maliye ve makroihtiyati politikaların eşgüdümü ve uzun vadeli bir perspektifle tasarlanması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu yönüyle çalışma, gelişmekte olan ekonomilerde konut serveti, makroekonomik politikalar ve finansal istikrar ilişkisine yönelik literatüre özgün bir katkı sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Konut Piyasası, Konut Serveti, Konut Sahipliği, Konut Servetinin Dağılımı

* Dr., Harran Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, E-posta: ferdipaydas@paykonutinsaat.com, ORCID: 0000-0002-7113-8026

** Prof. Dr., Harran Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü, E-posta: mdemir@harran.edu.tr, ORCID: 0000-0002-1466-1104

Bu makaleye atıf için: Paydaş, Ferdi – Demir, Murat. (2026). Para, Maliye ve Makroihtiyati Politikaların Konut Serveti Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Analiz, SDE Akademi Dergisi, 6(3), 534-571

THE IMPACT OF MONETARY, FISCAL, AND MACROPRUDENTIAL POLICIES ON HOUSING WEALTH: AN ANALYSIS OF TURKEY

Ferdi PAYDAŞ - Murat DEMİR

Abstract

This study examines the effects of monetary, fiscal, and macroprudential policies on housing wealth in Turkey within an integrated policy-mix framework. In Turkey, due to high and volatile inflation, limited financial depth, and the institutional structure, housing stands out not only as a means of shelter but also as a fundamental means of wealth accumulation and hedging against inflation. Using post-2010 data published by the Turkish Statistical Institute and the Central Bank of the Republic of Turkey, the study applies descriptive analysis to housing sales, the housing price-to-inflation ratio, homeownership rates, and housing-wealth changes by income quintile, evaluating their relationship with the three policy areas. The findings indicate that monetary policy has a strong and rapid impact on housing wealth, mainly through the credit channel, although transmission becomes asymmetric when public banks play an active role. Fiscal policy operates mainly as a demand- and price-supportive instrument through tax reductions and TOKİ-led housing projects, while macroprudential tools slow credit-driven price growth but lose effectiveness without coordination with monetary and fiscal policy. The distributional impact of rising housing wealth varies across periods, with the nominal wealth gains of 2020–2022 excluding non-owning low-income households and deepening wealth inequality. The study reveals that for housing wealth to develop sustainably and in line with financial stability, monetary, fiscal, and macroprudential policies must be designed with a coordinated, long-term perspective. In this respect, the study offers an original contribution to the literature on housing wealth, macroeconomic policies, and financial stability in developing economies.

Keywords: *Housing Market, Housing Wealth, Homeownership, Distribution of Housing Wealth*

Giriş

Konut piyasası ve konut serveti, modern ekonomilerde hanehalkı refahı, makroekonomik istikrar ve servet dağılımı açısından giderek daha merkezi bir rol üstlenmektedir. Konut, çoğu ülkede hanehalklarının en büyük varlık kalemini oluşturmakta; konut fiyatlarındaki dalgalanmalar yalnızca bireysel serveti değil, aynı zamanda tüketim, tasarruf, borçlanma ve finansal istikrar dinamiklerini de etkilemektedir (Case, Quigley, ve Shiller, 2005; Iacoviello, 2005). Bu nedenle konut serveti, para politikası, maliye politikası ve makroihtiyati düzenlemelerin etkileşimli sonuçlarının gözlemlenebildiği temel bir araştırma alanı haline gelmiştir.

2008 küresel finansal krizi sonrasında, özellikle uzun süreli düşük faiz ortamı ve genişleyici politikalar, konut fiyatlarında hızlı artışlara ve varlık temelli servet birikiminin yoğunlaşmasına yol açmıştır. Bu süreç, para politikasının yalnızca enflasyon ve büyüme değil, aynı zamanda varlık fiyatları ve servet dağılımı üzerindeki etkilerini de tartışmaya açmıştır (Borio, 2014; BIS, 2021). Aynı dönemde, maliye politikaları aracılığıyla uygulanan vergi indirimleri ve sübvansiyonlar ile makroihtiyati düzenlemeler arasındaki uyum veya uyumsuzluk, konut piyasalarının seyrini belirleyen kritik bir unsur olarak öne çıkmıştır.

Bu küresel tartışma çerçevesi içinde Türkiye, konut serveti dinamikleri açısından özgün bir örnek oluşturmaktadır. Türkiye’de konut, yalnızca bir barınma aracı değil; aynı zamanda yüksek ve oynak enflasyon ortamında servet saklama, enflasyona karşı korunma ve nesiller arası aktarım işlevi gören temel bir varlık olarak konumlanmaktadır (Aysan ve Dişli, 2019). Finansal derinliğin sınırlı olması ve uzun vadeli tasarruf araçlarının görece zayıf kalması, hanehalklarını konut yatırımlarına yönlendirmiş; bu durum konut servetinin toplam servet içindeki payını belirgin biçimde artırmıştır.

Türkiye’de para politikası, konut piyasasını büyük ölçüde kredi kanalı üzerinden etkilemektedir. Politika faizindeki değişimler, bankacılık sistemi aracılığıyla konut kredisi faizlerine hızlı biçimde yansımakta; özellikle kamu bankalarının aktif rol üstlendiği dönemlerde kredi arzı konut talebini güçlü şekilde yönlendirmektedir. Nitekim pandemi döneminde uygu-

lanan düşük faizli konut kredisi kampanyaları, kısa sürede konut talebini ve fiyatlarını artırarak konut servetinde hızlı bir genişlemeye yol açmıştır (TCMB, 2021). Bu gelişmeler, para politikasının konut serveti üzerindeki etkisinin Türkiye’de asimetrik ve dönemsel olarak güçlenen bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

Maliye politikası açısından bakıldığında ise Türkiye’de konut sektörüne yönelik uygulamaların ağırlıklı olarak teşvik edici nitelikte olduğu görülmektedir. KDV indirimleri, tapu harcı düşüşleri ve kamu destekli konut projeleri, kısa vadede erişilebilirliği artırmayı hedeflese de, uzun vadede konut fiyatlarını yukarı çekerek konut servetinin belirli gruplarda yoğunlaşmasına yol açmaktadır (OECD, 2021; IMF, 2022). Buna karşın emlak vergisi ve servet vergilerinin sınırlı kapsamı, konut servetinin yenisinden dağıtım mekanizmaları yoluyla dengelenmesini zorlaştırmaktadır.

Makroihtiyati politikalar ise Türkiye’de 2011 sonrası dönemde konut kredisi büyümesini ve finansal kırılganlıkları sınırlamak amacıyla uygulanmıştır. Kredi-Değer Oranı (KDO) sınırları ve vade kısıtları, kredi genişlemesini dönemsel olarak yavaşlatmış olsa da, bu araçların etkinliği çoğu zaman para ve maliye politikalarıyla olan uyumuna bağlı kalmıştır. Gevşek para ve maliye politikalarının eşlik ettiği dönemlerde, makroihtiyati düzenlemelerin konut serveti artışını sınırlayıcı etkisinin zayıfladığı gözlemlenmektedir (TCMB, 2023).

Bu çalışma, Türkiye’de para, maliye ve makroihtiyati politikaların konut serveti üzerindeki etkileşimli etkilerini bütünsel bir çerçevede incelemeyi amaçlamaktadır. Mevcut literatür çoğunlukla bu politika alanlarını ayrı ayrı ele almakta; konut serveti üzerindeki toplam ve karşılıklı etkilerini sınırlı ölçüde analiz etmektedir. Türkiye özelinde ise bu üç politika alanını aynı ampirik çerçevede değerlendiren çalışmalar oldukça sınırlıdır.

Çalışmanın temel katkıları üç başlık altında toplanmaktadır. İlk olarak, konut serveti dinamikleri politika karmaşıklık perspektifinden ele alınarak para, maliye ve makroihtiyati politikalar arasındaki etkileşim analiz edilmektedir. İkinci olarak, Türkiye’nin yüksek enflasyon, sınırlı finansal derinlik ve kamu bankalarının belirgin rolü gibi kurumsal özellikleri, konut

serveti bağlamında sistematik olarak değerlendirilmektedir. Üçüncü olarak ise konut serveti artışı, yalnızca büyüme açısından değil, finansal istikrar ve servet birikiminin niteliği açısından da ele alınmaktadır.

Makalenin İkinci bölümünde konuya ilişkin literatür özeti yapılmaktadır. Üçüncü bölümde Türkiye’de konut piyasasının yapısı ve servet niteliği tartışılmaktadır. Dördüncü bölümde TÜİK verileri kullanılarak uygulanan politikaların servet etkisi analiz edilmektedir. Sonuçlar ve politika önerileri son bölümde tartışılmaktadır.

1.Literatür İncelemesi

Konut serveti, modern ekonomilerde hem hanehalkı refahının hem de makroekonomik istikrarın temel bileşenlerinden biri haline gelmiştir. Özellikle 2000’li yıllar sonrası dönemde konut fiyatlarındaki hızlı artışlar, para politikası, maliye politikası ve makroihtiyati düzenlemelerin varlık fiyatları ve servet dağılımı üzerindeki etkilerini inceleyen geniş bir literatürün oluşmasına yol açmıştır. Bu bölümde literatür; (i) konut serveti ve para politikası, (ii) maliye politikası ve konut serveti, ve (iii) makroihtiyati politikalar ve konut piyasası olmak üzere üç ana eksenle ele alınmaktadır.

2.1. Para Politikası ve Konut Serveti

Para politikası ve konut serveti arasındaki ilişki, temelde servet etkisi ve kredi-teminat kanalı üzerinden açıklanmaktadır. Yaşam boyu gelir hipotezine dayanan erken dönem çalışmalar, varlık fiyatlarındaki artışların tüketimi ve refahı artırabileceğini ileri sürmüştür (Modigliani ve Brumberg, 1954). Bu çerçevede konut, hanehalkının en büyük varlık kalemi olması nedeniyle para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerinde merkezi bir rol oynamaktadır. Ampirik literatür, konut servetinin tüketim üzerindeki etkisinin finansal servete kıyasla daha güçlü olabileceğini göstermektedir. Case, Quigley ve Shiller (2005), ABD ve OECD ülkeleri için yaptıkları çalışmada, konut fiyatlarındaki artışların tüketimi istatistiksel olarak anlamlı ve kalıcı biçimde artırdığını ortaya koymuştur. Benzer

şekilde Carroll, Otsuka ve Slacalek (2011), konut servetinin özellikle kredi erişimi kısıtlı olan hanehalkları için daha güçlü bir servet etkisi yarattığını göstermektedir.

Para politikası açısından bakıldığında, düşük faiz oranları konut talebini ve dolayısıyla konut fiyatlarını artırarak servet birikimini teşvik etmektedir. Iacoviello (2005), ipotekli borçlanma modeli çerçevesinde, konut fiyatlarının para politikası şoklarına güçlü tepki verdiğini ve bu etkinin borçlu hanehalkları üzerinden reel ekonomiye etkileşime girdiğini göstermektedir. Aoki, Proudman ve Vlieghe (2004) ise konut piyasasının, para politikasının aktarım mekanizmasında kilit bir rol oynadığını vurgulamaktadır.

Küresel finansal kriz sonrasında literatür, uzun süreli gevşek para politikalarının varlık fiyat enflasyonu ve servet eşitsizliği üzerindeki etkilerine daha fazla odaklanmıştır. BIS (2021) ve IMF (2019), düşük faiz ortamının konut fiyatlarını gelir artışından kopardığını ve konut serveti artışının finansal kırılganlıkları derinleştirdiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda para politikasının konut serveti üzerindeki etkisi, yalnızca büyüme değil, aynı zamanda finansal istikrar ve eşitsizlik perspektifinden de değerlendirilmektedir.

Türkiye özelinde yapılan çalışmalar, para politikasının konut piyasası üzerindeki etkilerinin güçlü olduğunu göstermektedir. Akçelik ve Ermişoğlu (2013), Türkiye’de para politikası şoklarının konut kredileri ve konut fiyatları üzerinden reel ekonomiye aktarıldığını ortaya koymaktadır. Aysan ve Dişli (2019) ise kredi genişlemesi ve düşük faiz dönemlerinin konut fiyatlarını hızla yukarı çektiğini, bu durumun servet birikimini konut üzerinden yoğunlaştırdığını vurgulamaktadır.

2.2. Maliye Politikası, Vergiler ve Konut Serveti

Maliye politikasının konut serveti üzerindeki etkileri, literatürde görece daha sınırlı ele alınmakla birlikte, özellikle vergi teşvikleri ve kamu müdahaleleri üzerinden önemli sonuçlar doğurmaktadır. Poterba (1992),

konutun vergi avantajlı bir varlık olarak belirlenmesinin, konut talebini ve fiyatlarını artırarak servet birikimini teşvik ettiğini göstermektedir.

OECD (2018, 2021) raporları, mülkiyet vergilerinin düşük olduğu ülkelerde konut servetinin hızla arttığını, ancak bu artışın servet eşitsizliğini derinleştirdiğini vurgulamaktadır. IMF (2022) ise konut sektörüne yönelik vergi indirimleri ve sübvansiyonların kısa vadede erişilebilirliği artırsa da uzun vadede fiyatları yukarı çekerek konut servetini belirli gruplarda yoğunlaştırdığını belirtmektedir.

Türkiye bağlamında maliye politikası, konut piyasasında ağırlıklı olarak teşvik edici bir rol üstlenmiştir. KDV indirimleri, tapu harcı düşüşleri ve kamu bankaları aracılığıyla sağlanan sübvansiyonlu krediler, konut talebini ve fiyatlarını artırmıştır. Ancak literatürde bu politikaların konut serveti dağılımı üzerindeki etkilerini sistematik olarak inceleyen çalışmalar sınırlıdır. Bu durum, Türkiye için maliye politikası-konut serveti ilişkisini analiz eden ampirik çalışmaların önemini artırmaktadır.

2.3. Makroihtiyati Politikalar ve Konut Serveti

Makroihtiyati politikalar, 2008 küresel finansal krizinin ardından konut piyasası kaynaklı sistemik riskleri sınırlamak amacıyla ön plana çıkmıştır. Borio (2014), finansal döngülerin geleneksel iş döngülerinden farklı dinamiklere sahip olduğunu ve makroihtiyati araçların bu döngüleri dengeleyici bir rol oynayabileceğini savunmaktadır.

Konut piyasasına yönelik makroihtiyati araçlar arasında Kredi-Değer Oranı (KDO), Borç-Gelir oranı (BGO) ve kredi büyüme sınırları öne çıkmaktadır. Kuttner ve Shim (2016), Asya ülkeleri için yaptıkları çalışmada, KDO ve BGO sınırlarının konut fiyat artışlarını ve kredi genişlemesini anlamlı biçimde yavaşlattığını göstermektedir. Cerutti, Claessens ve Laeven (2017) ise makroihtiyati araçların kredi döngülerini yumuşattığını ancak etkilerinin ülke ve politika bileşimine bağlı olduğunu ortaya koymaktadır.

BIS (2022), makroihtiyati politikaların konut serveti artışını tamamen engellemekten ziyade, artışın hızını ve borca dayalı niteliğini sınırladığı-

nı vurgulamaktadır. Bu bağlamda makroihtiyati politikalar, konut serveti üzerinde dengeleyici ancak tamamen bastırıcı olmayan bir etkiye sahiptir.

Türkiye’de 2011 sonrası dönemde uygulanan KDO sınırları ve kredi kısıtları, konut kredisi büyümesini dönemsel olarak yavaşlatmıştır. Ancak gevşek para ve maliye politikalarıyla birlikte uygulandığında, bu araçların etkinliği sınırlı kalmıştır. Bu durum, politika bileşiminin (policy mix) konut serveti dinamikleri açısından kritik önem taşıdığını göstermektedir.

Mevcut literatür, para politikası, maliye politikası ve makroihtiyati düzenlemeleri çoğunlukla ayrı ayrı ele almakta; konut serveti üzerindeki bütünselik etkilerini sınırlı ölçüde incelemektedir. Türkiye özelinde ise bu üç politika alanını aynı çerçevede ele alan ampirik çalışmalar oldukça azdır. Bu çalışma, söz konusu literatür boşluğunu doldurarak konut servetini politika bileşimi perspektifinden ele almayı, para, maliye ve makroihtiyati politikaların etkileşimli etkilerini analiz etmeyi ve konut serveti artışını finansal istikrar ve servet birikimi bağlamında değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

3. Türkiye’de Konut Servetinin Niteliği

Türkiye’de konut servetinin oluşumu ve makroekonomik politikalarla etkileşimi, gelişmiş ekonomilerden ve birçok gelişmekte olan ülkeden ayrıran yapısal özellikler sergilemektedir. Bu özellikler, konutun yalnızca bir tüketim veya yatırım aracı olarak değil, aynı zamanda enflasyona karşı korunma, servet saklama ve nesiller arası aktarım aracı olarak görülmesinden kaynaklanmaktadır (Aysan ve Dişli, 2019; IMF, 2023).

3.1. Yüksek Enflasyon, Finansal Derinlik ve Konutun Servet Fonksiyonu

Türkiye’de uzun süreli yüksek ve oynak enflasyon, hanehalklarının finansal varlıklara olan güvenini sınırlamış ve konutun reel servet birikimi açısından merkezi bir rol üstlenmesine yol açmıştır. Finansal derinliğin

sınırlı olması ve uzun vadeli sermaye piyasası araçlarının yeterince gelişmemiş olması, konutun “zorunlu” bir servet biriktirme aracı haline gelmesine neden olmuştur (Alp ve Yalçın, 2018). Özellikle 1980’li ve 1990’lı yıllarda kronikleşen enflasyonist ortam, mevduat ve tahvil gibi nominal finansal araçların reel getirisini belirsiz hale getirerek, hanehalklarının bu varlıklara olan talebini sınırlamıştır (Eichengreen, 2008; Özatay, 2011). Bu dönemde finansal varlıkların enflasyona karşı yeterli koruma sağlayamaması, hanehalklarını reel varlıklara, özellikle de konuta yönlendirmiştir.

Türkiye’de konutun servet birikimindeki merkezi rolü, yalnızca enflasyon dinamikleriyle değil, aynı zamanda finansal sistemin yapısal özellikleriyle de yakından ilişkilidir. Finansal derinliğin görece düşük olması, sermaye piyasalarının sınırlı derinliğe ve çeşitliliğe sahip olması ve uzun vadeli tasarruf araçlarının yeterince gelişmemiş olması, hanehalklarının alternatif yatırım kanallarını daraltmıştır (Alp ve Yalçın, 2018; World Bank, 2020). Bu durum, konutu hanehalkları açısından yalnızca tercih edilen değil, büyük ölçüde zorunlu bir servet biriktirme aracı haline getirmiştir.

Bu bağlamda konut, Türkiye’de yalnızca barınma ihtiyacını karşılayan bir tüketim malı değil; aynı zamanda enflasyona karşı korunma sağlayan, görece likit ve sosyal olarak kabul gören bir yatırım aracı olarak konumlanmıştır. Aysan ve Dişli (2019), Türkiye’de konut fiyatlarının enflasyon karşısında güçlü bir korunma özelliği sergilediğini ve hanehalklarının bu özelliği rasyonel biçimde fiyatladığını göstermektedir. Bu bulgu, konut talebinin yalnızca demografik veya gelir temelli faktörlerle değil, aynı zamanda makroekonomik belirsizlik algısıyla da şekillendiğini ortaya koymaktadır.

Öte yandan, uzun vadeli finansal araçların sınırlı gelişimi, hanehalklarının portföy çeşitlendirme imkânlarını kısıtlamış ve servetin büyük ölçüde tek bir varlık sınıfında yoğunlaşmasına yol açmıştır. OECD (2021) ve IMF (2023) raporları, Türkiye’de hanehalkı servetinin büyük bölümünün konut varlıklarında toplandığını ve bu durumun hem servet eşitsizliklerini hem de makroekonomik kırılganlıkları artırdığını vurgulamaktadır. Konut fiyatlarındaki dalgalanmalar, bu nedenle Türkiye’de hanehalkı bilançoları üzerinde orantısız etkilere yol açabilmektedir.

Özetle, Türkiye’de yüksek ve oynak enflasyon ile sınırlı finansal derinlik, hanehalkı tasarruf davranışlarını sistematik biçimde konuta yönlendirmiştir. Bu süreç, konutun reel servet birikiminde merkezi ve baskın bir rol üstlenmesine neden olurken, aynı zamanda konut piyasasını para politikası, maliye politikası ve makroihtiyati düzenlemeler açısından kritik bir aktarım kanalı haline getirmiştir. Bu özgün yapı, Türkiye’de konut serveti dinamiklerinin yalnızca piyasa koşullarıyla değil, makroekonomik rejim ve kurumsal yapı ile birlikte ele alınmasını zorunlu kılmaktadır. Buna göre konut serveti artışı, çoğu zaman gelir artışından ziyade makroekonomik belirsizlikler ve para politikasının gevşekliği ile ilişkilidir. Düşük reel faiz dönemlerinde konut talebi hızla artmakta, bu durum konut fiyatlarının gelirlerden kopmasına ve servet birikiminin mekânsal olarak yoğunlaşmasına yol açmaktadır (TCMB, 2022).

3.2. Para Politikası Rejimi, Kredi Kanalları ve Konut Piyasası

Türkiye’de para politikasının konut piyasası üzerindeki etkisi, özellikle kredi kanalları aracılığıyla belirgin hale gelmektedir. Bankacılık sisteminin ağırlıklı olarak mevduat-kredi temelli olması, politika faizindeki değişimlerin konut kredisi faizlerine hızlı yansımaya neden olmaktadır. Ancak bu aktarım mekanizması, dönemsel olarak uygulanan seçici kredi politikaları ve kamu bankalarının aktif rolü nedeniyle asimetrik bir yapı sergilemektedir (Aysan ve Disli, 2019). Para politikasının konut piyasası üzerindeki etkisinin büyük ölçüde kredi kanalı üzerinden ortaya çıkması, finansal sistemin yapısal özellikleri nedeniyle diğer birçok ülkeye kıyasla daha belirgin hale gelmektedir. Türkiye finansal sistemi, sermaye piyasalarına kıyasla bankacılık sektörü ağırlıklı bir yapıya sahiptir ve bankalar temel olarak mevduat-kredi aracılığıyla fon sağlamaktadır. Bu yapı, politika faizindeki değişimlerin kısa sürede kredi faizlerine yansımaya ve para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerinin büyük ölçüde kredi koşulları üzerinden şekillenmesine neden olmaktadır (TCMB, 2018; BIS, 2020).

Para politikasının konut piyasasına aktarımı, özellikle konut kredisi faiz oranları ve kredi erişilebilirliği kanalıyla gerçekleşmektedir. Politika fa-

izindeki düşüşler, bankaların fonlama maliyetlerini azaltarak konut kredisi faizlerini aşağı çekmekte; bu durum konut talebini ve fiyatlarını artırarak konut servetinde genişlemeye yol açmaktadır. Iacoviello (2005) ve Aoki, Proudman ve Vlieghe (2004), konutun teminat niteliği sayesinde kredi kanalının para politikası aktarımında merkezi bir rol oynadığını göstermektedir. Türkiye örneğinde ise bu mekanizma, bankacılık sisteminin yapısı nedeniyle daha hızlı ve güçlü işlemektedir (Akçelik ve Ermişoğlu, 2013).

Bununla birlikte, Türkiye’de para politikasının konut piyasasına aktarımı simetrik ve doğrusal bir yapıya sahip değildir. Dönemsel olarak uygulanan seçici kredi politikaları, kredi genişlemesini belirli sektörlerle yönlendirmekte ve piyasa faizleri ile kredi hacmi arasındaki ilişkiyi zayıflatabilmektedir. Özellikle kamu bankalarının aktif rol üstlendiği dönemlerde, politika faizinden bağımsız olarak konut kredisi faizlerinin düşük tutulabildiği ve kredi arzının artırılabilirdiği gözlemlenmektedir (Aysan ve Disli, 2019; IMF, 2023).

Bu asimetrik yapı, pandemi döneminde belirgin biçimde gözlemlenmiştir. 2020 yılında kamu bankaları aracılığıyla sağlanan sübvansiyonlu konut kredileri, piyasa faizlerinin oldukça altındaki oranlarla sunulmuş; bu durum para politikasının geleneksel aktarım mekanizmasını geçici olarak değiştirmiştir. TCMB (2021) ve OECD (2021) raporları, bu dönemde kredi arzındaki artışın konut talebini ve fiyatlarını hızla yukarı çektiğini, buna karşın kredi risklerinin ve borçluluk oranlarının arttığını ortaya koymaktadır.

Literatür, kamu bankalarının bu tür dönemsel müdahalelerinin para politikası aktarımını asimetrik hale getirdiğini vurgulamaktadır. Aysan ve Disli (2019), gelişmekte olan ülkelerde kamu bankalarının kredi genişlemesi yoluyla para politikasının etkilerini güçlendirebildiğini, ancak aynı zamanda makroihtiyati hedeflerle çelişen sonuçlar doğurabildiğini göstermektedir. Türkiye özelinde bu durum, para politikasının konut piyasası üzerindeki etkisinin yalnızca faiz oranlarıyla değil, aynı zamanda kredi arzının kurumsal bileşimiyle belirlendiğini ortaya koymaktadır.

Türkiye’de para politikasının konut piyasasına aktarımı, bankacılık

sektörünün baskın rolü sayesinde güçlü olmakla birlikte, seçici kredi politikaları ve kamu bankalarının aktif müdahaleleri nedeniyle dönemsel, asimetrik ve rejime bağlı bir karakter sergilemektedir. Bu özellik, konut serveti dinamiklerinin analizinde politika faizinin tek başına yeterli bir gösterge olmadığını; kredi arzı, kamu bankası davranışı ve makroihtiyati çerçevenin birlikte değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir. 2020 yılında pandemi döneminde uygulanan düşük faizli konut kredisi kampanyası, bu özgülüğün çarpıcı bir örneğini oluşturmaktadır. Kamu bankaları aracılığıyla sağlanan sübvansiyonlu krediler, kısa sürede konut talebini ve fiyatlarını artırmış; bu artış, konut servetinin borca dayalı biçimde genişlemesine yol açmıştır (TCMB, 2021). Bu durum, para politikasının konut serveti üzerindeki etkisinin Türkiye’de büyük ölçüde kredi arzı üzerinden şekillendiğini göstermektedir.

3.3. Maliye Politikası, Teşvikler ve Konut Servetinin Dağılımı

Türkiye’de maliye politikası, konut piyasasında uzun yıllardır ağırlıklı olarak talep ve fiyat destekleyici bir işlev görmüştür. Konut sektörüne yönelik maliye politikası araçları, özellikle vergi indirimleri, harç düzenlemeleri ve kamu öncülüğünde yürütülen konut projeleri aracılığıyla, konut talebini canlandırmayı ve inşaat sektörünü ekonomik büyümenin lokomotifine haline getirmeyi amaçlamıştır. Bu yaklaşım, kısa vadede ekonomik aktiviteyi destekleyici sonuçlar üretmiş olsa da, uzun vadede konut fiyatları ve konut serveti üzerinde yukarı yönlü ve kalıcı etkiler yaratmıştır (OECD, 2021; IMF, 2022).

Vergi politikaları bu sürecin merkezinde yer almaktadır. Türkiye’de konut satışlarına uygulanan KDV oranlarının dönemsel olarak düşürülmesi ve tapu harçlarında yapılan indirimler, işlem maliyetlerini azaltarak konut talebini artırmıştır. Poterba (1992) ve Crowe vd. (2013), konut işlemlerine yönelik vergi indirimlerinin kısa vadede erişilebilirliği artırabileceğini, ancak arzın yeterince esnek olmadığı piyasalarda bu tür teşviklerin büyük ölçüde fiyatlara yansıdığını göstermektedir. Türkiye örneğinde de benzer bir mekanizma işlemekte; vergi indirimleri, özellikle büyükşehirlerde konut

fiyatlarını yukarı çekerek konut servetinin mevcut mülk sahipleri lehine artmasına yol açmaktadır (OECD, 2021).

TOKİ öncülüğünde yürütülen kamu destekli konut projeleri, maliye politikasının konut piyasasındaki rolünü daha da karmaşık hale getirmektedir. TOKİ projeleri, sosyal konut üretimi ve alt gelir gruplarının konuta erişimini artırma amacı taşısa da, literatür bu projelerin mekânsal ve ölçeksel etkilerinin konut piyasasının geneline yayıldığını ve dolaylı olarak fiyatları yukarı çektiğini ortaya koymaktadır. Glaeser ve Gyourko (2008), kamu müdahaleleriyle desteklenen konut arzının, altyapı yatırımları ve beklenti kanalları yoluyla çevre bölgelerde arsa ve konut fiyatlarını artırmabileceğini vurgulamaktadır. Türkiye’de TOKİ projelerinin çoğunlukla büyükşehir çeperlerinde yoğunlaşması, bu etkiyi daha da güçlendirmiştir (World Bank, 2019).

Buna ek olarak, Türkiye’de emlak vergisinin düşük etkinliği ve servet vergilerinin sınırlı kapsamı, maliye politikasının yeniden dağıtım kapasitesini zayıflatmaktadır. OECD (2021) ve IMF (2022), mülkiyet vergilerinin düşük olduğu ülkelerde konut servetinin daha hızlı biriktiğini ve servet eşitsizliklerinin derinleştiğini göstermektedir. Türkiye’de emlak vergisinin yerel yönetim gelirleri içindeki payının sınırlı olması, konut serveti artışının maliye politikası yoluyla dengelenmesini zorlaştırmaktadır. Bu durum, maliye politikasının konut piyasasında dengeleyici değil, çoğu zaman konjonktür yanlısı bir rol oynamasına neden olmaktadır.

Emlak vergisinin düşük etkinliği ve servet vergilerinin sınırlı kapsamı, konut servetinin yeniden dağıtım mekanizmaları yoluyla dengelenmesini zorlaştırmaktadır. Bu durum, konut servetinin özellikle yüksek gelir gruplarında ve büyükşehirlerde yoğunlaşmasına katkıda bulunmaktadır (TÜİK, 2023). Dolayısıyla Türkiye’de maliye politikası, konut serveti eşitsizliklerini azaltmaktan ziyade, çoğu zaman dolaylı olarak derinleştiren bir etki yaratmaktadır.

3.4. Makroihtiyati Politikalar ve Politika Karması Problemi

Türkiye’de makroihtiyati politikalar, küresel finansal kriz sonrasında artan finansal kırılganlıklara yanıt olarak özellikle 2011 yılından itibaren konut kredisi büyümesini ve hanehalkı borçluluğunu sınırlamayı hedeflemiştir. Bu dönemde uygulamaya konulan KDO sınırları, konut kredilerinde vade kısıtları ve risk ağırlığı düzenlemeleri, konut piyasası kaynaklı sistemik riskleri azaltmaya yönelik temel araçlar olarak öne çıkmış ve konut kredilerindeki aşırı genişlemeyi dönemsel olarak yavaşlatmıştır (TCMB, 2014; Cerutti, Claessens, ve Laeven, 2017). Ancak bu araçlar, eşzamanlı olarak uygulanan gevşek para ve maliye politikalarıyla çeliştiğinde etkinliklerini kaybetmiştir (TCMB, 2023).

Makroihtiyati politika literatürü, KDO ve vade kısıtlarının konut kredisi genişlemesini ve konut fiyatlarındaki aşırı artışları yavaşlatmada etkili olabileceğini göstermektedir. Kuttner ve Shim (2016), Asya ekonomileri için yaptıkları ampirik çalışmada, KDO ve BGO türü araçların kredi büyümesini ve konut fiyat enflasyonunu istatistiksel olarak anlamlı biçimde azalttığını ortaya koymaktadır. Benzer şekilde Crowe vd. (2013), konut piyasasına yönelik makroihtiyati önlemlerin özellikle kredi temelli konut balonlarının oluşumunu sınırlamada etkili olduğunu vurgulamaktadır. Türkiye’de de KDO oranlarına getirilen sınırlamalar ve vade kısıtları, uygulandıkları dönemlerde konut kredisi artış hızında belirgin bir yavaşlamaya yol açmıştır (TCMB, 2016).

Türkiye’de konut talebi, konut sahipliği oranları ve konutun hanehalkı servetindeki yeri üzerine önceki çalışmalar sınırlı sayıda ve genellikle zaman serisi veya makro göstergelere dayalıdır. Ceritoğlu (2017) ise mikro düzey veriler kullanarak bu alanı derinleştiriyor. Ev sahibi olma eğilimi ile gelirin rolü, fiyatların ve faiz oranlarının etkisi, demografik değişkenler (yaş, kentleşme, göç vb.) önceki literatürde tartışılmış, Ceritoğlu ise çalışması bu literatüre Türkiye özelinde 2003-2014 dönemi üzerinden katkı yapmıştır. Ayrıca, konut piyasasında “hedonik fiyat endeksi” ve kalite artışı gibi unsurların fiyatların artışındaki etkisini ayırmak gerektiği daha önce önerilmişti; Ceritoğlu bu unsuru da çalışmasında dikkate almaktadır.

TÜİK tarafından yapılan Hanehalkı Bütçe Anketleri (HBS) verileri, 2003-2014 yıllarını kapsayan 12 ardışık dalga biçiminde şehir/kır farkları, hane gelirleri, demografik özellikler vb. bilgiler içermektedir. Ev sahibi olma durumu, ikinci konut sahipliği ve konut borcu yanında hanehalkı konut değerinin gelire oranı gibi göstergeler bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise sürekli gelir tahmini, konut fiyatları (hedonik fiyat endeksi ile kalite artışından arındırılmış), nominal faiz oranları, yaş, gelir grubu, aile reisi özellikleri vb. demografik değişkenlerdir. Probit modelleri ile ev sahibi olma, ikinci konut yatırımı ve konut borcu olasılıkları tahmin edilmiştir. Konut değerleri üzerindeki kalite artışı etkisini kontrol eden hedonik fiyat endeksi kullanılmıştır. Ayrıca dayanıklılık (robustness) testleri ile modellerin dönemler arasında nasıl değiştiği incelenmiştir (özellikle fiyat ve faiz etkisinin zamanla zayıflamış olup olmadığı kontrol edilmiştir).

Bulgulara göre gelir en önemli belirleyicidir. Sürekli gelir, Türkiye’de konut talebi ve ev sahibi olma durumunda en güçlü etkiye sahip değişkendir; diğer faktörlere göre en tutarlı ve güçlü tahmin edilen etkisi bulunmaktadır. 2003-2014 döneminde ev sahibi olma oranı yaklaşık %6 puan kadar düşmüş durumdadır ve bu gelir artışına rağmen beklenmedik bir durumdur. Konut fiyatının (hedonik fiyat endeksi) ve faiz oranlarının konut talebi üzerinde beklenen yönlü etkileri bulunmakla birlikte bu etkiler istatistiksel olarak çoğu tahminde anlamlı çıkmamaktadır. Özellikle son yıllarda bu faktörlerin etkisinin önceki dönemlere göre azaldığı tespit edilmiştir. Kiracı olan haneler için kira harcamalarının bütçedeki payı düşmektedir. Konut fiyatlarına kıyasla kira artışının daha yavaş olması bu durumu açıklamaktadır. Bu bulgu, kiracılık-ev sahipliği arasındaki tercihten ziyade talep/piyasa koşullarının ev sahibi olmayı etkileyen faktör olduğunu göstermektedir. Servet dağılımına etkiler açısından bakıldığında, orta gelir grupları, konut fiyatlarındaki yükselişten hem gelir hem de konut serveti açısından en çok fayda gören kesim olmuş; en düşük ve en yüksek gelir gruplarında bu etki daha sınırlı kalmıştır. Bu da konut serveti birikimindeki eşitsizlikleri artırabilecek bir durumdur.

Bununla birlikte literatür, makroihtiyati politikaların etkinliğinin büyük ölçüde para ve maliye politikalarıyla olan uyumuna bağlı olduğunu vurgulamaktadır. Borio (2014) ve BIS (2021), makroihtiyati araçların finansal döngünün yalnızca belirli aşamalarında etkili olabildiğini; gevşek para politikası ve genişleyici maliye politikalarıyla eşzamanlı uygulandığında ise bu araçların etkisinin zayıflayabileceğini göstermektedir. Türkiye örneğinde de benzer bir politika bileşimi sorunu gözlemlenmektedir: özellikle 2017 sonrası ve pandemi döneminde, gevşek para politikası ve maliye politikası destekleriyle birlikte uygulanan seçici kredi genişlemesi, makroihtiyati önlemlerin sınırlayıcı etkisini önemli ölçüde aşındırmıştır. Kamu bankaları aracılığıyla sağlanan sübvansiyonlu konut kredileri ve kredi kampanyaları, KDO ve vade kısıtlarının fiili etkisini zayıflatmış; bu durum konut kredisi hacminin ve konut fiyatlarının hızla artmasına yol açmıştır (TCMB, 2021; IMF, 2023).

TCMB (2023) Finansal İstikrar Raporu da bu durumu açık biçimde ortaya koymakta; makroihtiyati araçların kredi büyümesini geçici olarak yavaşlattığını, ancak para ve maliye politikalarıyla uyumsuzluk durumunda etkinliğin kalıcı olamadığını vurgulamaktadır. Bu bulgular, makroihtiyati politikaların tek başına konut serveti artışını sınırlamakta yetersiz kalabileceğini; artışı tamamen engellemekten ziyade hızını ve borca dayalı niteliğini sınırlayabildiğini, ancak politika uyumsuzluğu durumunda bu sınırlayıcı etkinin zayıfladığını göstermektedir. Bu açıdan Türkiye deneyimi, konut serveti dinamiklerinin tekil politika araçlarıyla değil, para ve maliye politikalarıyla etkileşim içinde ve bütüncül bir politika bileşimi (policy mix) çerçevesinde, kalıcı etkinlik hedefiyle değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Türkiye örneği, konut serveti literatürüne üç açıdan özgün katkı sunmaktadır. Birincisi, yüksek enflasyon ve düşük finansal derinlik koşullarında konutun servet birikimindeki merkezi rolünü göstermektedir. İkincisi, kamu bankaları ve seçici kredi politikalarının para politikası aktarım mekanizmasını dönüştürdüğünü ortaya koymaktadır. Üçüncüsü ise makroihtiyati politikaların, uyumlu bir politika bileşimi olmaksızın konut serveti

artışını sınırlamada yetersiz kaldığını göstermektedir. Bu çerçevede Türkiye, konut serveti, politika bileşimi ve finansal istikrar ilişkisini analiz etmek için özgün ve öğretici bir örnek sunmaktadır.

4. Türkiye’de İktisat Politikalarının Konut Serveti Etkisi: İstatistiksel Bulgular

Bu bölümde, TÜİK tarafından yayınlanan makro ve mikro verilerle Türkiye’de iktisat politikalarının servet etkisi analiz edilmektedir. Kullanılan verilerin bir kısmı TÜFE ve Yİ-ÜFE gibi aylık olarak derlenirken ve uzun bir dönemi kapsarken, Hanehalkı verileri yıllıktır. Ayrıca inşaat maliyetleri verileri 2015 sonrasında düzenli olarak yayınlanmaktadır. Bu nedenle mevcut verilerle betimsel analiz yapılarak azami ölçüde yararlanılmaya çalışılmıştır.

4.1. Konut Satışları

Türkiye konut satış istatistikleri 2013–2024 dönemi için Tablo 1’de gösterilmektedir. Arz-talep çerçevesinde değerlendirildiğinde, bu istatistikler gerçekleşen işlemleri göstermektedir. Konut fiyatları, kredi imkanları ve diğer alım gücü belirleyicileri kısıtı altında karşılanan talep budur. Gerçekleşen bu konut satışları ekonomik ve demografik çerçevede aşağıdaki şekilde yorumlanabilir.

Toplam satışlar, 2013’te 1,16 milyon düzeyinde iken, 2020’de 1,5 milyon ile zirve yapmış, 2023’te 1,23 milyona kadar düşmüş, 2024’te yeniden 1,48 milyona çıkmıştır. 2020’deki zirve büyük ölçüde düşük faizli kredi kampanyaları ve pandemi döneminde güvenli varlık olarak konuta yönelimden kaynaklanmıştır. 2023’teki sert düşüş ise yüksek faiz, enflasyon ve krediye erişim kısıtları ile ilişkilidir. 2024’teki toparlanma ise nakit (peşin) satışların artması ve yabancı/yerli yatırım talebi ile açıklanabilir.

Tablo 1. Konut Satışları (Adet)

Yıl	Toplam	Kredili Alış	Diğer Alış	Birinci El Alış	İkinci El Alış
2013	1 157 190	460 112	697 078	529 129	628 061
2014	1 165 381	389 689	775 692	541 554	623 827
2015	1 289 320	434 388	854 932	598 667	690 653
2016	1 341 453	449 508	891 945	631 686	709 767
2017	1 409 314	473 099	936 215	659 698	749 616
2018	1 375 398	276 820	1 098 578	651 572	723 826
2019	1 348 729	332 508	1 016 221	511 682	837 047
2020	1 499 316	573 337	925 979	469 740	1 029 576
2021	1 491 856	294 530	1 197 326	461 523	1 030 333
2022	1 485 622	280 320	1 205 302	460 079	1 025 543
2023	1 225 926	177 748	1 048 178	379 542	846 384
2024	1 478 025	158 486	1 319 539	484 461	993 564

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu.

Kredili (ipotekli) alışı, 2013'te %40 seviyesinde iken, 2024'te %11'e kadar gerilemiştir. Özellikle 2018 krizi sonrası, yüksek faiz oranları ipotekli satışları sınırlamıştır. 2020'de faiz indirimleriyle %38'e yükselmesi dikkat çekmektedir. Ancak 2021 sonrası faizlerin yeniden yükselmesiyle ipotekli satışlar hızla düşmüştür. 2024'te kredili satışların tarihsel dip seviyelere inmesi, konut alımlarının artık finansal sistem dışındaki kaynaklarla (tasarruf, döviz, altın bozdurma, yurtdışı fon girişleri, miras/servet transferi) yapılmaya başladığını göstermektedir.

Konut satışlarında önemli bir konu birinci el ve ikinci el ayrımıdır. Birinci el konutlar üretildikleri yıl itibarıyla gayri safi yurtiçi hasılaya girerken, ikinci el konutların satışı sadece servetin el değiştirmesi ile ilgilidir. 2013–2017 arasında birinci el konut payı %46–47 civarında iken, 2019 sonrası %30–32'ye gerilemiştir. İkinci el satışların 2020'de %69, 2021 yılında küresel salgın etkisi ile gevşemesini müteakip 2022–2023'te yeniden %69 civarına çıkmasının nedenlerine bakmak gerekmektedir.

İkinci el konut satışlarının payının artması değişik nedenlerle ortaya çıkabilir. Bu nedenler arasında yeni konut üretimindeki yavaşlama, yüksek

maliyetler nedeniyle inşaat firmalarının arzı kısmış olması, alıcıların daha çok “hazır ve oturulabilir” konutları tercih etmesi sayılabilir. 2024’te birinci el satışlarda küçük bir toparlanma gözlenmektedir. Bu, kısmen tamamlanan projelerin devreye girmesi ve kentsel dönüşüm projelerinin etkisi olabilir.

Peşin, senet karşılığı ve gayri resmi işlemler gibi yöntemlerle yapılan diğer alımlar 2013’te %60 iken 2024’te %89’a çıkmıştır. Bu dramatik değişim, kredi faizlerinin yüksekliği nedeniyle konut piyasasında nakit satışların egemen hale geldiğini ortaya koymaktadır. Aynı zamanda, tasarruf sahiplerinin servetlerini enflasyona karşı korumak için konuta yönelttiği de düşünülebilir.

Demografik açıdan düşünüldüğünde bu eğilimler nüfus artışı, göç ve yabancı talebi çerçevesinde değerlendirilebilir. Türkiye’nin genç nüfusu, kentleşme ve özellikle İstanbul, Ankara, İzmir ve Antalya gibi merkezlere yönelen iç göç konut talebini sürekli canlı tutmaktadır. Ayrıca 2018 sonrası kur şoklarıyla birlikte yabancılar için konut fiyatları ucuzlamış ve bu gelişme özellikle 2020–2022 döneminde yabancı talebini desteklemiştir.

Ekonomik açıdan bakıldığında, konutun servet koruma aracı olması, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde hanehalkı tasarrufları reel olarak korunamadığı için konut, güvenli liman işlevi görmektedir. Bunun yanında ekonomik dalgalanmaların da etkisine bakmak gerekir. 2018 kur şoku, 2021 sonrası yüksek enflasyon ve 2023’teki sıkı para politikasının satışları baskıladığı söylenebilir.

Konut satışları ile ilgili gelişmeleri aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz:

- 2013–2017: Dengeli, kredi destekli büyüme.
- 2018–2019: Ekonomik kriz ve faiz artışları sonucu kredili satışlarda çöküş.
- 2020: Pandemi ve düşük faiz kampanyaları sonucu rekor satış.
- 2021–2023: Yüksek enflasyon ve yüksek faiz sonucu nakit alımların yükselişi ve kredili satışların dibe vuruşu.

- 2024: Nakit alımlarla toparlanma ve ikinci el ağırlıklı satışların devamı.

4.2.Konut Fiyatlarındaki Gelişmeler

Konut sektöründeki arz-talep dengesi doğrudan konut fiyatlarına yansımaktadır. Grafik 1, tüketici fiyat endeksinin (TÜFE) konut fiyat endeksinin (KFE) oranını göstermektedir. Konut fiyatlarının genel tüketici fiyatlarına göre nasıl bir seyir izlediğini anlamak için kritik öneme sahip olan bu grafiği üç dönemde özetlemek mümkün görünmektedir.

2003–2008 döneminde konut fiyatları TÜFE’nin üzerinde seyretmektedir. İki endeksin birbirine çok yakın değiştiğini gösteren oran 2003’te 1 civarındadır. 2006–2007’de oran 1,06–1,09’dır; yani konut fiyatları enflasyondan %6–9 oranında daha hızlı artmıştır. 2008’de konut piyasasından başlayan küresel kriz öncesi zirveye doğru çıkmakta ve 1,13–1,23 aralığında seyretmektedir. Bu eğilimlere göre, 2000’lerin ortasında düşük faizler, ipotekli konut kredilerinin (mortgage sisteminin) gelişmesi ve ekonomik büyüme konutu cazip kılmıştır. Konutlar, TÜFE’ye göre ciddi prim yapmıştır.

2009–2017 yılları dengelenme ve dalgalanma dönemi olarak düşünülebilir. 2009 küresel krizinde oran bir miktar gerileyerek 1,17–1,18 aralığına gelmektedir. 2010–2013’te 1,16–1,20 bandında daha dengeli bir seyir gözlenmekte ve 2014–2017’de oran 1,09–1,16 aralığında giderek daralmaktadır. Bu dönemde konut fiyat artışı enflasyondan daha sınırlı hale gelmiştir. 2010 sonrası yüksek enflasyon ve faizler konutun reel cazibesini aşındırdığından artık TÜFE’ye kıyasla daha az getiri sağlamaya başlamıştır.

2018–2021 ise şoklar ve yeniden yükseliş olarak değerlendirilebilir. 2018’deki kur şoku sırasında oran 1,07–1,12 aralığında kalırken 2019’da tekrar 1,05–1,11 bandına oturmuştur. 2020–2021’de pandemi ve düşük faiz döneminde oran tekrar 1,07–1,09 civarına düşmüştür. Bu dönemde kamu destekli düşük faizli krediler konut fiyatlarını yukarı itmiş, fakat TÜFE de hızlandığı için konutun enflasyon karşısında çok yüksek bir prim kazanamamıştır.

Grafik 1. TÜFE ve Konut Fiyat Endeksinin Karşılaştırılması
(Veri kaynağı: TCMB)



2022 yılında oran çok hızlı yükselerek 1,07'den 1,09'a çıkmış ve Eylül 2022'de 1,10'a ulaşmıştır. Bu dönemde TÜFE zaten çok hızlı arttığı halde konut fiyatları enflasyondan %10 daha hızlı artmıştır. Söz konusu yılda kredili satışlar, dövizden kaçış ve arsa kısıtı konut fiyatlarını enflasyon oranının üzerinde arttırmıştır.

2023–2024 döneminde ise konut fiyatları enflasyon karşısında erimiştir. 2023 başında oran hala 1,06–1,04 civarında iken Mayıs 2023'ten itibaren sert düşüş başlamış ve oran 0,86–0,80 bandına inmiş, 2024 Mayıs'ta 0,95 seviyesine çıkmıştır. 2023 sonrası yüksek faiz politikasıyla konut piyasası büyük ölçüde baskılanmıştır. TÜFE hızla artmaya devam ederken konut fiyatları geride kalmıştır. Böylece konut, enflasyona göre reel olarak değer kaybetmiştir.

Özetle;

- 2003–2008: Konut fiyatları net biçimde enflasyonun üzerinde kalmıştır.
- 2009–2017: Konut ile enflasyon paralel gitmiştir; dikkate değer reel kazanç yoktur.
- 2018–2022: Dalgalı ama 2022'de kısa süreli balon oluşmuştur.
- 2023–2024: Konut, TÜFE'nin gerisine düşmüş; reel kayıp dönemi başlamıştır.

Konut uzun vadede (2003–2022) enflasyonun üzerinde getiri sağladığı halde 2023’ten itibaren sıkı para politikası, yüksek faizler ve alım gücü kaybı nedeniyle konut fiyatları reel anlamda enflasyon karşısında değer kaybetmeye başlamıştır.

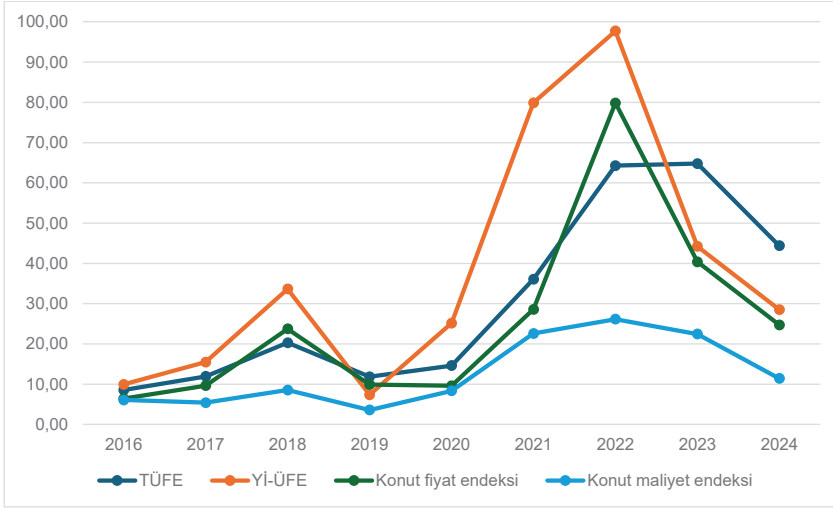
Konut fiyatları sadece arz-talep dengesinden değil, inşaat maliyetlerinden de doğrudan etkilenmektedir. Grafik 2, TÜFE (tüketici enflasyonu), Yİ-ÜFE (üretici enflasyonu), konut fiyat endeksi ve konut maliyet endeksi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. 2016–2017 yıllarında enflasyon görece düşük, TÜFE %8–12, Yİ-ÜFE %10–15 aralığındadır. Konut fiyat artışları (%6–9) enflasyonun altında seyretmiştir. Bu dönemde talep sınırlı olsa da maliyet baskısı da düşüktür. 2018 yılında döviz krizinin etkisiyle Yİ-ÜFE %33’e fırlarken TÜFE %20’ye çıkmıştır. Konut fiyat endeksi %23,7 ile hem TÜFE hem de Yİ-ÜFE’ye yakın bir artış göstermiş, %8,5 olan maliyet artışı ise görece sınırlı kalmıştır.

2021–2022 yıllarında pandemi sonrası arz sıkıntıları, küresel emtia fiyat artışları ve TL’de değer kaybı sonucu Yİ-ÜFE %79–97 gibi rekor seviyelere çıkmıştır. Konut maliyet endeksi de hızla yükselmiştir (%22–26). Konut fiyat endeksi %28,6’dan %79,8’e sıçrayarak konut piyasasının enflasyon ve maliyet şoklarını yansıttığını göstermektedir.

2023–2024 yıllarında TÜFE %65’ten %44’e gerilerken, Yİ-ÜFE %44’ten %28’e düşmüştür. Konut fiyat endeksi de 79,8’den 24,7’ye keskin bir yavaşlama yaşamıştır. Bu değişim hem talep daralmasını hem de yüksek baz etkisini göstermektedir.

2016–2019 döneminde konut fiyat artışları maliyetlere paralel, hatta biraz üzerinde seyretmiştir. 2021–2022’de maliyetlerin sert artmasına rağmen fiyatlar daha da hızlı yükselmiştir (2022’de maliyet %26 artarken fiyat %79,8 artmıştır). Bu değişim spekülasyon talep, düşük faiz politikası ve yatırım amaçlı konut alımlarının etkisini göstermektedir. 2023–2024’te fiyat artışları maliyetlerin çok üzerinde kalmış olsa da sert bir düşüş başlamıştır. Bu da talep daralması ve krediye erişim zorluğu ile açıklanabilir.

Grafik 2. Konut Fiyat ve Maliyet Endeksleri
(Veri Kaynağı: TÜİK ve TCMB)



Türkiye’de 2016–2022 arasında yüksek genç nüfus, kentleşme ve göç (özellikle Suriye’den gelen nüfus) konut talebini artırmıştır. Pandemi döneminde düşük faizli krediler (2020 ve 2021’de) talebi hızla yükseltmiş ve fiyat patlamasına yol açmıştır. 2022–2023’te yabancılara satışın artması, döviz bazında ucuz konut fırsatı algısı talebi desteklemiştir. 2023 sonrası yüksek faiz politikaları, alım gücünde düşüş ve konut arzının kısıtlılığı talebi baskılamış, özellikle dar gelirli kesim konut piyasasından büyük ölçüde dışlanmaya başlamıştır. Bu süreç, Türkiye’de barınma krizinin derinleşmesine, kiraların aşırı yükselmesine ve hanehalkı bütçelerinde konut harcamalarının payının artmasına yol açmıştır.

Özetle, konut piyasası enflasyonun hem yansıması hem de itici gücü olmuş, 2018 ve 2021–2022 şokları konut fiyatlarını enflasyonun çok üzerinde yükseltmiştir. Genç nüfus, kentleşme, göç ve yabancı talebi konut fiyatlarını yapısal olarak yukarı taşımakla birlikte son yıllarda yüksek faizler ve gelir erozyonu alım gücünü sınırlamıştır. 2024 itibarıyla konut piyasasında ciddi bir yavaşlama ve düzeltme sürecinden söz edilebilir. Bu da fiyatların reel anlamda gerilemesine ve talep baskısının azalmasına işaret etmektedir.

4.3.Konut Sahipliği

Tablo 2, 2014–2023 döneminde gelir dilimlerine göre konut sahipliğinin değişimini göstermektedir. Bu dönem, Türkiye’de hem para politikası, hem maliye (vergi) politikası, hem de makroihtiyati düzenlemelerin yoğun biçimde uygulandığı; ayrıca TOKİ ve kamu destekli sosyal konut programlarının önemli rol oynadığı bir sürece tanıklık etmiştir.

Para politikası bağlamında, 2014–2017 arasında düşük faiz politikası ve kredi genişlemesi öne çıkmıştır. Konut kredisi faizleri %10’un altına düşmüş, bankalarca konut kredileri hızla artmıştır. Bu ortamda alt ve orta gelir gruplarında konut sahipliği oranı artmış, özellikle 1. ve 2. %20’lik dilimde 2014–2015 arasında ciddi bir sıçrama görülmüştür (5–6 puan). Bu artış, büyük ölçüde ucuz kredi, kamu destekli faiz sübvansiyonları ve TOKİ projeleri ile ilişkilidir.

Sıkılaşma ve şok dönemi olarak adlandırılabilir 2018–2019 döneminde 2018 döviz kriziyle birlikte faiz oranları hızla yükselmiş (TCMB politika faizi %24), konut kredisi arzı daralmıştır. Tüm gelir dilimlerinde konut sahipliği oranı duraklamış veya gerilemiştir. Özellikle 1. %20 ve 2. %20 dilimlerinde ev sahipliği oranı düşerken, üst gelir grubunda (5. %20) düşüş daha sınırlı kalmıştır. Bu, faiz şokunun alt gelirli grupları daha fazla olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Tablo 2. Gelir Dilimlerine Göre Konut Sahipliği oranları

	1.%20	2.%20	3.%20	4.%20	5.%20
2014	55,0	54,2	51,3	63,2	71,2
2015	59,8	60,7	59,8	64,7	71,3
2016	58,2	60,3	60,6	65,7	70,9
2017	57,9	59,3	58,0	63,0	70,4
2018	55,7	57,2	58,1	64,7	68,1
2019	57,0	62,2	60,0	61,0	67,7
2022	60,3	58,9	59,4	61,6	67,6
2023	63,0	58,4	57,8	61,8	68,1
Ortalama	58,3	58,9	58,1	63,2	69,4

Veri Kaynağı: TÜİK

2020’de pandemiyle birlikte TCMB politika faizi sert biçimde indirilmiş (%8,25), kamu bankaları düşük faizli konut kredileri başlatmıştır. 2022’ye kadar devam eden ucuz kredi ve negatif reel faiz ortamı, 1. %20 grubunda yeniden artışı tetiklemiştir (2019’da %57 → 2022’de %60,3). Ancak bu kredi genişlemesi, konut fiyatlarını enflasyondan çok daha hızlı artırmış, 3. ve 4. %20’lik gelir dilimlerinde konut erişilebilirliği azalmıştır.

2023’te politika faizi yükselmiş, kredi kısıtlamaları devreye girmiştir. Buna rağmen 1. %20 grubunda ev sahipliği oranı artmaya devam etmiştir (63,0%); çünkü TOKİ’nin dar gelirli projeleri ve sosyal konut kampanyaları (2022 “İlk Evim, İlk İş Yerim”) bu dönemde etkili olmuştur.

Vergi politikaları bağlamında bakıldığında, Türkiye’de konut vergilendirmesi düşük düzeydedir: emlak vergisi oranları düşük, konut satış kazançları çoğu zaman vergiden muaf ve ikinci konutlarda teşvik edici istisnalar vardır. Bu durum üst gelir grubunun servet birikimini konut üzerinden artırmasına imkan tanımıştır. %20’lik dilimin ev sahipliği oranı zaten yüksek (yaklaşık %70 civarında) olup, 2014–2023 boyunca neredeyse sabit kalmıştır. Buna karşın alt gelir gruplarında vergi teşviki etkili değildir; çünkü tasarruf veya yatırım kapasitesi sınırlıdır. Ancak TOKİ konutlarında KDV oranı düşürülmüş, tapu harcı ve noter masraflarında geçici indirimler yapılmıştır. Bunlar, özellikle 1. ve 2. %20 gruplarında sahiplik artışına katkı sağlamıştır.

Makroihtiyati politikalar bağlamında ele alındığında, konut kredilerinde KDO sınırları, 2013’ten sonra kademeli olarak sıkılaştırılmış, ancak düşük gelirli kesimler için TOKİ veya kamu bankası projelerinde esnetilmiştir. 2019 sonrası kredi büyümesine sınırlamalar, konut kredilerinde vade sınırı (120 ay) ve gelir bazlı kredi kısıtları (BGO) getirilmiştir. Bu durum, orta gelir gruplarının (3. ve 4. %20) sahiplik oranında 2016 sonrası duraklamaya yol açmıştır. Buna karşın kamu bankalarının düşük faizli kampanyaları, makroihtiyati sınırları dengeleyerek alt gelir gruplarına geçici kolaylık sağlamıştır.

TOKİ ve sosyal konut uygulamaları da konut sahipliğinde önemli politika araçlarıdır. TOKİ’nin 2014–2023 arasında özellikle “düşük ve orta

gelir gruplarına yönelik” projeleri hızla artmıştır. 2014–2023 döneminde toplamda yaklaşık 1,2 milyon konut teslim edilmiştir; bunların çoğu 1. ve 2. %20’lik gelir dilimi için sosyal konut niteliğindedir. 2019–2023 arasında TOKİ projelerinde %40 civarında artış olmuştur. “İlk Evim, İlk İş Yerim” (2022) kampanyası doğrudan 1. %20 gelir grubuna hitap etmiş ve bu grubun ev sahipliği oranındaki artışı (2019–2023 arası 6 puan) açıklamaktadır. Dolayısıyla dar gelirli hanehalkı için konut sahipliği artışının ana kaynağı, piyasa mekanizmaları değil, devletin TOKİ eliyle doğrudan müdahalesidir.

Tablo 3. Gelir Gruplarının Konut Sahipliğini Etkileyen Faktörler

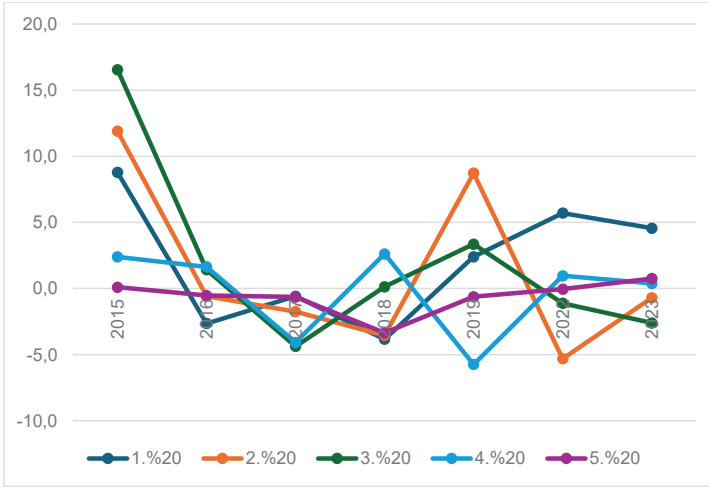
Gelir Grubu	Eğilim (2014–2023)	Temel Belirleyiciler
1. %20	Güçlü artış (+8 puan)	TOKİ projeleri, düşük faizli kamu kredileri
2. %20	Dalgalı, durağan	2018–2019 krizi etkisi, krediye erişim sınırlı
3. %20	Hafif düşüş	Fiyat artışları, kredi kısıtlamaları
4. %20	Durağan	Artan konut fiyatları, talebin üst gelir grubunda yoğunlaştı
5. %20	Yüksek ve sabit	Servet birikimi, vergi avantajları

Tablo 3’te özetlendiği gibi alt gelir gruplarında artışın lokomotifi kamu müdahalesidir (TOKİ uygulamaları ve düşük faizli krediler). Orta gelir gruplarındaki durgunluk, fiyat artışı ve kredi kısıtları nedeniyle erişim kaybından kaynaklanmaktadır. Üst gelir gruplarındaki sabit seyir ise zaten yüksek mülkiyet oranı ve vergi avantajlarından kaynaklanmaktadır. 2018 sonrası süreç, “finansallaşmış konut piyasası” ve “sosyal konutla destekli düşük gelirli sahiplik” ikili yapısına işaret etmektedir.

Küresel salgın dönemindeki aşırı durgunluğun aşılması için hem faiz oranları düşürülmüş, hem kredi değer oranı arttırılmış hem de uzun vadeli kredi verilmiştir. Konut değerinin %90’ına kadar verilen kredilerin vadesi 15 yıla çıkarılmış ve bir yıl ödemesiz imkan verilmiştir. Para politikasının makroihtiyati tedbirlerle desteklendiği bu dönemde konut sahipliği artmıştır. Ev sahipliği oranlarında en yüksek artış alt gelir gruplarındadır.

Ele alınan dönemde konut sahipliği bütün gruplar için ortalamalara yaklaşmıştır.

Grafik 3. Gelir Dilimlerine Göre Konut Sahipliğindeki Değişim (%)



Konut sahipliği açısından ortaya çıkan bu değişim önemli olmakla beraber, sahip olunan konutun değeri açısından çarpıcı bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Konutların her gelir grubu için ortalama değerindeki artış hesaplandığında farklı bir tablo ortaya çıkmaktadır. Sonuçlar Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4. Gelir Dilimlerinin Servetindeki Değişim (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2022	2023
1.%20	-7,1	19,7	25,4	13,7	0,7	214,0	127,3
2.%20	1,8	21,6	16,1	11,2	9,0	216,0	128,0
3.%20	4,2	16,5	19,8	9,5	12,3	217,9	136,5
4.%20	0,4	13,3	12,4	12,0	19,1	230,2	130,1
5.%20	4,1	10,8	7,8	25,5	3,6	213,0	141,3

Veri Kaynağı: TÜİK

Tablo 4, 2015–2023 döneminde gelir dilimlerine göre servetteki yüzde değişimleri göstermektedir. Servet artışının yönü ve miktarı, bu dönemde Türkiye’de uygulanan konut ve para politikaları ile servet dağılımının yeniden şekillenmesini yansıtır. Özellikle konutun hem yatırım hem tasarruf aracı olarak ağırlık kazandığı bir süreçte, konut fiyatlarındaki patlama, servet dinamiklerini alt-orta gelir lehine nominal olarak iyileştirirken, gerçekte gelir eşitsizliğini kalıcı hale getiren bir tablo yaratmıştır.

Kredi genişlemesi ve düşük faizli konut politikalarının uygulandığı 2015–2017 döneminde TCMB faizleri düşük olduğundan (ortalama %8–9), kamu bankaları aracılığıyla konut kredileri hızla genişlemiştir. Konut fiyat endeksi reel olarak artmış (%30 civarı), servet artışı özellikle 1., 2. ve 3. %20’lik gelir dilimlerinde %16–25 civarında olmuştur. Bu, ilk kez konut sahibi olan grupların (TOKİ ve düşük faizli krediler sayesinde) varlık edinmesi ile ilişkilidir. 4. ve 5. %20’lik gelir dilimlerinde artış daha sınırlı kalmıştır (%10–13 civarı); çünkü zaten konut sahibi olduklarından yeni servet kazancı düşük düzeydedir. Dolayısıyla bu dönemde alt-orta sınıflar görece kazançlıdır; konut politikası yoluyla varlık artışının tabana yayıldığı söylenebilir.

Döviz krizi, faiz şoku ve reel servet kaybı ile nitelenebilecek 2018–2019 döneminde, 2018’de politika faizi %24’e kadar yükselmiş, kredi piyasası daralmış ve konut satışları azalmıştır. Servet artış hızları tüm gruplarda düşmüş, bazı dilimlerde durağanlaşmıştır (örneğin 1.%20: +13,7, 5.%20: +25,5 ancak sonraki yıl +3,6). Yüksek enflasyon ve TL’deki değer kaybı, konuta erişimi zorlaştırdığından varlığı olmayanların serveti reel olarak azalmıştır. Konut sahibi olmayan düşük gelir grupları (özellikle 1. %20), finansal varlıkları da olmadığından, reel servet kaybı yaşamıştır.

Sonuç olarak, 2018–2019, varlık eşitsizliğindeki makasın yeniden açıldığı bir dönemdir. 2020–2022, negatif reel faiz, konut fiyat balonu ve servet patlaması dönemidir. Bu dönem “parasal genişleme ve varlık enflasyonu” evresidir. Politika faizi düşürülürken (%8,25), kredi kampanyaları (örneğin %0,64 faizli konut kredisi) alt ve orta gelir gruplarına açıldı. Aynı zamanda konut fiyat endeksi 2020–2022 arasında %400’den fazla

artmış; bu da konut sahiplerinin servetini katlamıştır. Alt gelir gruplarının serveti 2019–2022 arasında %200’ün üzerinde artmıştır (örneğin 1.%20: +214%, 2.%20: +216%). Bu artış TOKİ ve düşük faizli konut kredileri sayesinde konut sahibi olanların nominal servet kazancını gösterir. Ancak konut sahibi olamayan aynı gelir grubundaki bireyler için bu, servet kaybı ve dışlanma anlamına gelmiştir (konut fiyatı erişim dışına çıkmıştır). Üst gelir grubu (5.%20) ise artış oranı olarak daha düşük görünse de (213%), bu grup zaten yüksek servet tabanına sahip olduğu için mutlak artış miktarı en yüksektir.

Sıkılaşma, fiyat doygunluğu ve servet dağılımının yeniden sabitlendiği 2023’te TCMB politika faizi sert biçimde artırılmıştır (%8,5’ten %35’e). Konut kredileri daralmış, alım gücü düşmüş, ancak fiyatlar gerilememiştir. Servet artışı oranları tüm gelir gruplarında 2022’ye kıyasla düşse de hâlâ yüksek çift haneli seviyelerdedir. Bu, nominal değerlerin yüksek, fakat reel kazançların sınırlı olduğunu göstermiştir. Artış oranı en yüksek grup 5.%20 olmuştur; bu da varlık fiyatlarının finansallaşması sonucu servetin yeniden üst gruplara kaydığını göstermektedir.

TOKİ’nin rolü özellikle alt gelir grupları açısından hayati öneme sahip görünmektedir. TOKİ, düşük gelirli haneler için servet artışının lokomotifidir. 2020–2023 arasında “İlk Evim, İlk İş Yerim” ve “Sosyal Konut Hamlesi” projeleriyle 1. ve 2. gelir dilimlerinde servet artışını tetiklemiştir. Ancak bu artış konut fiyatlarındaki şişmeden kaynaklı nominal bir artıştır: reel anlamda bu kesimlerin servetleri konut dışında artmamıştır. Buna karşın konut sayısı ve değeri artan yüksek gelirli yatırımcılar, daha sürdürülebilir bir servet artışı elde etmişlerdir. 2020–2022 arası politikalar alt gelirli grupların servetinin nominal olarak katlandığı, fakat reel olarak üst gelirli lehine yoğunlaştığı bir süreci temsil eder. Düşük faiz, ucuz kredi ve TOKİ konutları servet eşitsizliğini kısa vadede yumuşatmış, ancak konut fiyat balonu bunu yeniden açmıştır. 2023 itibarıyla servet artışı yüzde olarak daha dengeli görünse de, servet stoku bakımından 5. %20’nin payı belirgin biçimde yükselmiştir.

Sonuç

Bu çalışma, Türkiye’de para, maliye ve makroihtiyati politikaların konut serveti üzerindeki etkilerini bir politika bileşimi çerçevesinde incelemeyi amaçlamıştır. Konutun Türkiye ekonomisinde yalnızca bir barınma aracı değil, aynı zamanda temel bir servet birikim ve enflasyona karşı korunma aracı olarak konumlanması, bu politikaların konut piyasası üzerindeki etkilerini makroekonomik istikrar, finansal kırılganlıklar ve servet dağılımı açısından kritik hale getirmektedir.

Çalışmanın bulguları, para politikasının Türkiye’de konut serveti üzerinde özellikle kredi kanalı aracılığıyla güçlü ve hızlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bankacılık sektörünün baskın rolü ve konut kredilerinin teminat yapısı, politika faizindeki değişimlerin konut talebi ve fiyatları üzerinden konut servetine yansımaları hızlandırmaktadır. Ancak bu etki, kamu bankalarının aktif rol oynadığı ve seçici kredi politikalarının uygulandığı dönemlerde asimetrik bir yapı sergilemekte; para politikasının aktarım mekanizması dönemselsel olarak zayıflamakta veya yön değiştirebilmektedir. Bu durum, politika faizinin tek başına konut serveti dinamiklerini açıklamakta yetersiz kalabileceğini ortaya koymaktadır.

Maliye politikası açısından bakıldığında, Türkiye’de konut piyasasına yönelik uygulamaların büyük ölçüde fiyat destekleyici ve konjonktür yanlı bir karakter taşıdığı görülmektedir. KDV indirimleri, tapu harcı düşüşleri ve kamu öncülüğünde yürütülen konut projeleri, kısa vadede erişilebilirliği artırma ve ekonomik aktiviteyi destekleme amacı taşısa da, uzun vadede konut fiyatlarını yukarı çekerek konut servetinin mevcut mülk sahipleri lehine yoğunlaşmasına katkıda bulunmuştur. Emlak vergisinin düşük etkinliği ve servet vergilerinin sınırlı kapsamı ise maliye politikasının yeniden dağıtım kapasitesini zayıflatmış ve konut serveti artışının dengelenmesini zorlaştırmıştır.

Makroihtiyati politikalar, özellikle 2011 sonrası dönemde konut kredisi büyümesini ve borca dayalı kırılganlıkları sınırlamayı hedeflemiş; KDO oranları ve vade kısıtları gibi araçlar kredi genişlemesini dönemselsel olarak yavaşlatmıştır. Ancak çalışma, bu araçların etkinliğinin büyük ölçüde para

ve maliye politikalarıyla olan uyumuna bağlı olduğunu göstermektedir. Gevşek para politikası ve genişleyici maliye politikalarının eşzamanlı uygulandığı dönemlerde, makroihtiyati önlemlerin sınırlayıcı etkisinin belirgin biçimde zayıfladığı gözlemlenmektedir. Bu bulgu, makroihtiyati politikaların tek başına konut serveti artışını kontrol altına almakta yetersiz kalabileceğine işaret etmektedir.

Bu sonuçlar, Türkiye’de konut serveti dinamiklerinin tekil politika araçlarıyla değil, bütüncül bir politika bileşimi çerçevesinde ele alınması gerektiğini ortaya koymaktadır. Para politikasının fiyat istikrarı hedefiyle, maliye politikasının yeniden dağıtım ve erişilebilirlik hedefleriyle ve makroihtiyati politikaların finansal istikrar amacıyla uyumlu biçimde tasarlanmadığı bir ortamda, konut serveti artışı borca dayalı ve kırılgan bir yapıya bürünebilmektedir.

Politika önerileri açısından çalışma üç temel çıkarım sunmaktadır. Birincisi, konut piyasasına yönelik para politikası etkilerinin kredi arzı ve kamu bankalarının rolü dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. İkincisi, maliye politikasında konut talebini doğrudan destekleyen araçlar yerine, servet birikimini dengeleyici ve yeniden dağıtıcı mekanizmaların (etkin emlak vergileri, hedefli destekler) güçlendirilmesi önem taşımaktadır. Üçüncüsü ise makroihtiyati politikaların, para ve maliye politikalarıyla uyumlu bir çerçeve içinde uygulanması, konut serveti artışının hızını ve borca dayalı niteliğini sınırlamak açısından kritik öneme sahiptir.

Sonuç olarak, Türkiye örneği, konut serveti ile makroekonomik politika bileşimi arasındaki ilişkinin gelişmekte olan ekonomiler için öğretici bir vaka sergilediğini göstermektedir. Konut servetinin sürdürülebilir, kapsayıcı ve finansal istikrarla uyumlu biçimde şekillenebilmesi, ancak para, maliye ve makroihtiyati politikaların eşgüdümlü ve uzun vadeli bir perspektifle tasarlanmasıyla mümkün olacaktır.

Kaynakça

Akçelik, Y. ve Ermişoğlu, E. (2013). *Monetary transmission mechanism in Turkey*. Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper.

Alp, H. ve Yalçın, C. (2018). *Financial deepening and household saving behavior in Turkey*. TCMB Working Paper.

Aoki, K., Proudman, J. ve Vlieghe, G. (2004). House prices, consumption, and monetary policy: A financial accelerator approach. *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), 414–435.

Aysan, A. F. ve Dişli, M. (2019). Monetary policy, credit cycles and housing markets in emerging economies. *Journal of Economic Policy Reform*, 22(3), 193–210.

Bank for International Settlements (BIS) (2020). *Annual Economic Report*. Basel.

Bank for International Settlements (BIS) (2021). *Annual Economic Report*. Basel.

Bank for International Settlements (BIS) (2022). *Global liquidity and housing markets*. Basel.

Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking ve Finance*, 45, 182–198.

Carroll, C. D., Otsuka, M., ve Slacalek, J. (2011). How large are housing and financial wealth effects? *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(1), 55–79.

Case, K. E., Quigley, J. M. ve Shiller, R. J. (2005). Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market. *Advances in Macroeconomics*, 5(1), 1–32.

Ceritoglu, E. (2017). The effect of house price changes on cohort consumption in Turkey. *Central Bank Review*, 17(3), 99–110.

Cerutti, E., Claessens, S. ve Laeven, L. (2017). The use and effectiveness of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224.

Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. ve Rabanal, P. (2013). How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences. *Journal of Financial Stability*, 9(3), 300–319.

Eichengreen, B. (2008). *Globalizing capital: A history of the international monetary system*. Princeton University Press.

Glaeser, E. L. ve Gyourko, J. (2008). *Rethinking federal housing policy*. AEI Press.

Iacoviello, M. (2005). House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle. *American Economic Review*, 95(3), 739–764.

International Monetary Fund (IMF) (2019). *Global Finansal İstikrar Raporu*. Washington, DC.

International Monetary Fund (IMF) (2022). *Fiscal policy and housing markets*. Washington, DC.

International Monetary Fund (IMF) (2023). *Türkiye: Selected Issues*. Washington, DC.

Kuttner, K. N. ve Shim, I. (2016). Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies. *Journal of Financial Stability*, 26, 31–44.

Modigliani, F. ve Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function. In K. Kurihara (Ed.), *Post-Keynesian economics* (pp. 388–436). Rutgers University Press.

OECD (2018). *The role of housing taxation in addressing inequality*. Paris.

OECD (2021). *Housing, wealth and inequality*. Paris.

Özatay, F. (2011). *The new Turkish economy: Transition to a floating exchange rate*. Brookings Institution Press.

Poterba, J. M. (1992). Taxation and housing: Old questions, new answers. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 82(2), 237–242.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2014). *Finansal İstikrar Raporu*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2016). *Finansal İstikrar Raporu*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2018). *Monetary policy transmission mechanism in Turkey*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2021). *Finansal İstikrar Raporu*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2022). *Inflation Report*. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2023). *Finansal İstikrar Raporu*. Ankara.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) (2023). *Household wealth statistics*. Ankara.

World Bank (2019). *Turkey housing sector assessment*. Washington, DC.

World Bank (2020). *Turkey financial sector assessment*. Washington, DC.

Extended Summary

Housing occupies a distinctive place in the Turkish economy: beyond its function as shelter, it operates as a principal vehicle for wealth accumulation and a hedge against persistently high and volatile inflation, a role reinforced by Turkey's limited financial depth and the historically weak development of long-term financial instruments. Against this background, the present study examines how monetary policy, fiscal policy, and macroprudential policy jointly shape housing wealth in Turkey within an integrated policy-mix framework. While the existing literature has largely analyzed these three policy domains in isolation, empirical studies that evaluate their combined and interactive effects on housing wealth, particularly in an emerging-market, high-inflation setting such as Turkey, remain scarce. The study aims to fill this gap by (i) analyzing the interaction among monetary, fiscal, and macroprudential policies from a policy-mix perspective, (ii) systematically incorporating Turkey's distinctive institutional features, namely high and volatile inflation, limited financial depth, and the prominent role of public banks and TOKİ (the Housing Development Administration), into the analysis of housing wealth, and (iii) assessing the rise of housing wealth not merely as a growth phenomenon but also in terms of financial stability and the quality of wealth accumulation.

Methodologically, the study combines an institutional and literature-based qualitative analysis with a descriptive statistical analysis of housing-market data published by the Turkish Statistical Institute (TÜİK) and the Central Bank of the Republic of Turkey (TCMB), covering primarily the post-2010 period. Because the underlying series differ in frequency and coverage, the Consumer Price Index and Producer Price Index are monthly and span a longer horizon, whereas household-level data are annual and construction-cost data are only regularly published after 2015, the empirical section relies on descriptive analysis rather than a single unified econometric model, making the most of the available data. Four main empirical blocks are examined: housing sales statistics for 2013–2024, disaggregated by mortgaged versus other, largely cash, purchases and by

first-hand versus second-hand transactions; the ratio of the housing price index to the Consumer Price Index for 2003–2024, tracing three broad sub-periods; homeownership rates by income quintile for 2014–2023, together with the underlying policy drivers; and the percentage change in average housing wealth by income quintile for 2015–2023. In addition, the study revisits Ceritoğlu's (2017) micro-level analysis, which uses twelve waves of the TÜİK Household Budget Survey covering 2003–2014 and probit models, controlling for a hedonic price index that isolates quality-adjusted price effects, to estimate the probability of homeownership, second-home investment, and mortgage debt as functions of permanent income, house prices, interest rates, and demographic characteristics.

The findings show that monetary policy has a strong and rapid effect on housing wealth in Turkey, transmitted overwhelmingly through the credit channel because the financial system is bank-dominated and mortgage lending is directly linked to the policy rate. However, this transmission is not symmetric or linear: during periods when public banks play an active role, most visibly during the 2020 pandemic, when subsidized mortgage campaigns with rates far below market levels were extended, credit supply and housing demand can expand independently of the policy rate, temporarily overriding the conventional transmission mechanism. This implies that the policy rate alone is an insufficient indicator of housing-wealth dynamics; credit supply and the behavior of public banks must be considered jointly with the monetary stance.

Fiscal policy in Turkey has predominantly played a demand- and price-supportive role. VAT reductions, discounts on title-deed fees, and TOKİ-led public housing projects have improved short-term affordability and supported construction-sector growth, but over the long run they have pushed housing prices upward and concentrated housing wealth in the hands of existing owners. The limited effectiveness of the property tax and the narrow coverage of wealth taxation further weaken fiscal policy's redistributive capacity, so that, on balance, fiscal policy has tended to deepen rather than narrow housing-wealth inequality.

Macroprudential measures, loan-to-value ceilings and maturity restrictions on housing loans introduced mainly after 2011, have been effective in slowing excessive credit-driven housing-price increases during periods when they were applied consistently. However, their effectiveness depends heavily on coordination with monetary and fiscal policy: when loose monetary policy and expansionary fiscal measures were pursued simultaneously, most notably after 2017 and during the pandemic, when public banks extended subsidized mortgage campaigns, the restraining effect of macroprudential tools was substantially eroded. The TCMB's 2023 Financial Stability Report corroborates this pattern, noting that macroprudential instruments can slow credit growth temporarily but cannot sustain their effectiveness in the absence of policy coherence. Overall, macroprudential policy is found to be a moderating rather than fully suppressive force: it can limit the pace and debt-financed character of housing-wealth growth but cannot prevent that growth on its own.

The descriptive statistics reinforce these qualitative findings. Total housing sales rose from about 1.16 million units in 2013 to a peak of 1.5 million in 2020, driven by low-interest mortgage campaigns and pandemic-era demand for housing as a safe asset, before falling to 1.23 million in 2023 amid high interest rates and declining credit access, and recovering to 1.48 million in 2024 on the back of cash purchases. The mortgaged share of sales collapsed from roughly 40 percent in 2013 to about 11 percent in 2024, while cash and other non-credit transactions rose from 60 percent to 89 percent over the same period, indicating that housing purchases increasingly rely on savings, foreign-currency conversion, and remittances rather than the banking system. The ratio of the housing price index to the Consumer Price Index shows housing prices outpacing inflation in 2003–2008, moving broadly in line with inflation in 2009–2017, spiking sharply in 2022 amid a credit- and currency-driven price surge, and then falling well below the Consumer Price Index in 2023–2024 as tight monetary policy eroded real housing values. Homeownership data by income quintile indicate that gains for the lowest quintiles are closely tied to targeted public interventions, TOKİ's low-income housing programs and the 2022 "İlk

Evim, İlk İş Yerim” (My First Home, My First Workplace) campaign in particular, rather than to market-driven affordability. Finally, the change in average housing wealth by income quintile between 2015 and 2023 reveals a shift over time: broad-based gains for lower- and middle-income groups during the low-interest 2015–2017 period gave way to stagnation or real losses for non-owning low-income households during the 2018–2019 shock, followed by a nominal wealth boom concentrated among existing owners during the 2020–2022 period of negative real interest rates, and a renewed concentration of wealth gains in the top quintile in 2023 as asset prices financialized further.

Taken together, the study concludes that housing-wealth dynamics in Turkey cannot be explained by any single policy instrument; they must instead be understood through the interaction of monetary, fiscal, and macroprudential policy within a coherent policy mix. The Turkish case offers three original contributions to the literature: it demonstrates the central role of housing as a wealth-storage vehicle under conditions of high inflation and limited financial depth; it shows how public banks and selective credit policies can alter the conventional monetary transmission mechanism; and it illustrates that macroprudential policy, absent coordination with monetary and fiscal policy, is insufficient to contain housing-wealth growth. On this basis, the study recommends evaluating monetary policy’s housing-market effects with explicit attention to credit supply and public-bank behavior, redesigning fiscal tools around redistributive and effective property taxation rather than demand stimulation, and applying macroprudential instruments within a framework explicitly coordinated with monetary and fiscal policy so as to limit the pace and debt-based character of housing-wealth accumulation. More broadly, the Turkish experience offers an instructive case for other emerging economies in which housing simultaneously serves as shelter, inflation hedge, and primary store of wealth.