Created with a trial version of Syncfusion Essential PDF

TSKB BAKIŞ

Aralık 2017

TSKB BAKIŞ
KONUT

Konut Sektörüne Bakış:
Balon, Köpük, Hava Kabarcığı

Feridun TUR - Ekonomik Araştırmalar

Konut Sektörüne Bakış: Balon-Köpük-Hava Kabarcığı?

Türkiye'nin büyüme resmine baktığımızda inşaat sektörünün tartışılmaz ağırlığı hemen göze çarpar. Sektöre dair gelişmeleri hayatımızın her alanında görmek de neredeyse kaçamadığımız bir hal aldı bile.

Uzun zamandır geçmediğiniz bir yoldan geçerken bir anda karşınıza çıkan ve sizi şaşırtan bir inşaat şantiyesi, yakın zamana kadar şehir dışı kabul ettiğiniz bir alanın neredeyse şehrin en popüler yeri olacak şekilde konut ve alışveriş merkezleriyle dolması ya da dost sohbetlerinde gayrimenkul fiyatlarına dair yapılan konuşmalar hayatımıza son 5-6 yılda giren unsurlar.

2008 Küresel Krizi'nden sonra hem faizlerdeki gerileme hem kredi şartlarındaki iyileşmenin, inşaat sektörünün yükselişi ile birbirini besleyen bir döngü yaratarak konut talebini arttırdığını gördük. Türkiye gibi uzun yıllar enflasyonist ortamda yaşamış bir ülkede konut alımının yatırım ve güvence amaçlı bir motivasyonu olduğu da kesin. Dolayısıyla Türkiye'deki konut talebini rasyonalize etmek çetrefilleşirken, konut sektöründeki risklerin takip edilme ihtiyacı da artıyor.

Yakın zamanda konut sektörüne dair soruların hep **"fiyat balonu var mı?"** noktasında yoğunlaştığını gördük.

Elinizdeki çalışmada bir yandan bu soruya yanıt ararken bir yandan da bu sorunun perdelediğini düşündüğümüz bazı risklere işaret etmeye ve nihayetinde bazı öneriler getirmeye çalışacağız.

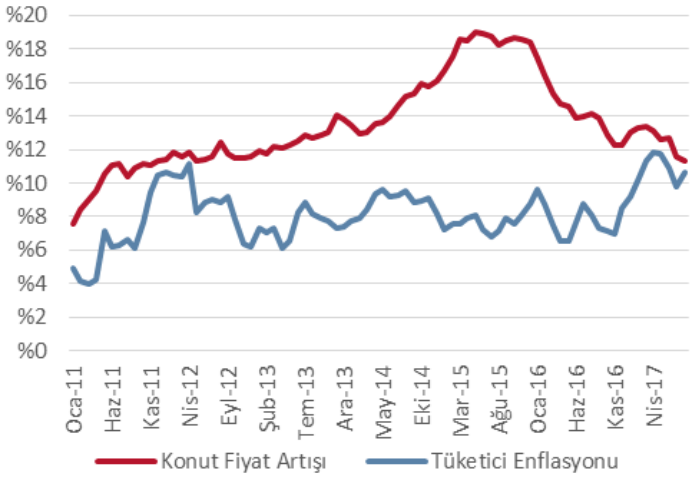
Konut Sektöründe Fiyatlar Ne Durumda?

Türkiye geneli yıllık konut fiyat artışı **Grafik 1**'de sunulmakta[1]. Konut fiyat artışlarının 2015 sonrasında yavaşladığı, tüketici enflasyonunun ise 2016 sonrasında yükseldiği görülüyor.

Reel fiyat artışına baktığımızda ise (**Grafik 2**) 2014 yılı ortasından 2015 yılı ortasına kadar istikrarlı bir güçlenme, sonrasında ise 2 yılı aşan bir süreye karşılık gelen düşüş dönemi göze çarpıyor. Bu uzun düşüş dönemi sonunda reel fiyat artışının durma noktasına geldiği görülüyor.

Reel fiyat artışındaki yavaşlamanın ülke geneline yayılıp yayılmadığının kontrol edilmesi, fiyat hareketi kaynaklı risklerin anlaşılması için önemli. Bu amaçla konut fiyat endeksi ve TÜFE verisi yayınlanan 27 il ve il grubu için yıllık reel konut fiyat artışlarını hesapladık ve **fiyatlardaki yavaşlamanın ülke geneline yayıldığını gördük**. Eylül ayı itibariyle 27 il ve il grubunun 13'ünde reel fiyatların düştüğü görülüyor. Bu durum önemli, çünkü **fiyatlardaki yavaşlamanın sadece İstanbul ile sınırlı olmadığını gösteriyor**. Bununla birlikte reel fiyat artışı %5'in üzerinde olan il sayısı da 5'e gerilemiş durumda. **Konut fiyat artışlarındaki yavaşlama iller bazında genele yayılmış halde.**

Grafik 1: Konut Fiyat Artışı ile Tüketici Enflasyonu (yıllık)



Kaynak: TÜİK, TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Grafik 2: Reel Konut Fiyat Artışı (yıllık, Türkiye)

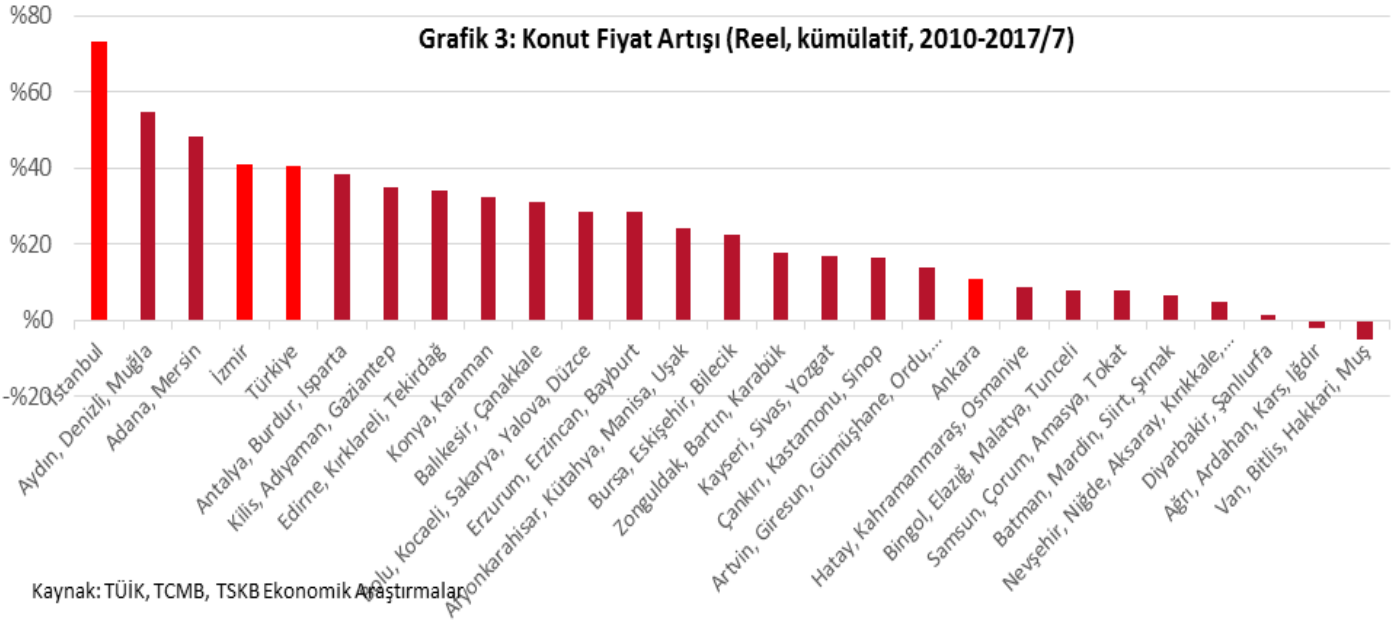
Kaynak: TÜİK, TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

[1]TCMB konut fiyat hareketlerine ilişkin 4 gösterge yayınlamakta: konut fiyat, yeni konut fiyat, kalite artışına göre ayarlanmış fiyat ve metrekare başına fiyat göstergeleri. Bu göstergelerin yıllık artışları paralel bir eğilim seyretmekte. Çalışmada il kırılımı genişliği de dikkate alındığı için konut fiyat endeksi kullanıldı.

Neden Herkes "Konutta balon var mı?" Diye Soruyor?

Konut fiyatlarında balon olduğuna yönelik endişeler fiyatlarda uzun süredir görülen yüksek artış algısından besleniyor.

Grafik 3, il ve il grupları bazında kümülatif reel fiyat artışlarını göstermekte. Ocak 2010 sonrasında görülen kümülatif reel fiyat artışı, Türkiye'de ortalama % 40,5 iken, İstanbul'da %73,4 seviyesinde gerçekleşmiş. Aslında İstanbul, Türkiye ortalamasını da önemli ölçüde yukarıya çekiyor. Türkiye genelinde fiyat artışları için ortanca değerin %22,4 olduğu hatırlandığında İstanbul'daki fiyat artışlarının yüksekliği görülecektir. Ancak ülke ekonomisindeki payı ve beklentiler üzerindeki etkisi birlikte değerlendirildiğinde İstanbul'da gözlenen fiyat artışlarının "konut balonu" endişesini beslediği de inkar edilemez.



Kaynak: TÜİK, TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Buraya kadar söylediklerimizi üç madde halinde not etmek, **"konut sektöründe balon var mı?"** sorusunu sormak için doğru zamanda olduğumuzu gösterecektir:

→ Konut fiyat artış hızı yavaşlıyor ve hatta reel olarak sıfır bölgesine yaklaşıyor

→ 27 il ve il grubunun 13'ünde reel fiyatlarda düşüş (negatif artış) gözleniyor

→ Birikimli fiyat artışı, özellikle İstanbul'da oldukça yüksek

"Konutta Fiyat Balonu" Ne Demek?

Herhangi bir varlığın fiyatında "balon" olması, fiyatların aşırı yükseldiği ve bir zaman sonra patlayabileceği anlamında kullanılmakta. Esasen balon ifadesi İngilizcedeki "bubble" kelimesinin karşılığı. Ancak bubble yerine "köpük" ya da "hava kabarcığı" da kullanılabileceğini hatırlatalım. Bu hatırlatma önemli, çünkü "balon" ile "köpük" arasında iktisadi açıdan önemli bir fark var.

Balon ya da köpük, hangisi kullanılırsa kullanılsın fiyatlarda bir anormallik, anormal bir artış anlatılmak isteniyor, burada kelimeler arasındaki fark görece az. Ancak fiyat anormalliğinin düzeleceği aşamada, yani patlama aşamasında bu iki kelimenin iktisadi açıdan anlamı/önemi farklılaşıyor. Burada kastettiğimiz balonun patlaması ile köpüğün patlaması arasındaki fark. Yani fiyat düzeltmesinin gerçekleştiği aşamada oluşan tahrip gücü farkı.

Konut fiyatlarının yüksekliği tartışmaları hep balon kavramı üzerinden yürütülüyor. Halbuki bir varlığın fiyatında yaşanan yükselişin aşırı olması bir köpük formasyonunda da olabilir. Bu durumda fiyatlardaki düzeltmeler fark edilir, gözlemlenir ama yıkıcı olmayan sonuçlar doğurur.

Fiyat balonu/köpüğü kavramında netleştirilmesi gereken ikinci bir konu da her balonun patlamak zorunda olmamasıdır. Bir piyasada balon/köpük varsa mutlaka patlayacağı şeklinde hatalı bir varsayımın yaygın olduğunu görüyoruz. Halbuki bir balon/köpük, ekonomi yönetiminin politika uygulamaları ve düzenlemeleriyle indirilebilir/söndürülebilir. Yani, **kontrollü politikalar ile zamana yayılan şekilde fiyatlarda normalleşme sağlanabilir.**

Patlayan Balon: Fiyat şişkinliği yüksek boyutta. Patlarken hasar bırakır.

Patlayan Köpük: Fiyat şişkinliği görece düşük boyutta. Makul fiyat düzeltmeleri yaşanır.

Sönen Balon: Fiyatlardaki şişkinliği gören ekonomi yönetimi devreye girer. Şişkinliği azaltacak politikalar uygular.

Konutta Fiyat Balonu Riskini Ciddiye Almalı mıyız? Evet!

Konut sektöründeki olası bir balonu veya balon oluşma riskini ciddiye almalı mıyız? Yanıtımız "kesinlikle evet!". Bu konunun doğru kurgulanmış bir analizle incelenmesi gerektiğinin altını bir kez daha çizerken "konutta balon var mı?" sorusunun arkasına gizlenen üç kaygıyı açıklıkla not etmekte fayda var:

a. **Konut fiyatlarında "aşırı" bir yükseliş yaşandı mı?**
b. **Konut fiyatlarında önümüzdeki dönemde keskin bir düşüş beklenmeli mi?**
c. **Konut piyasası kaynaklı sistemik bir finansal kriz çıkabilir mi?**

"Konutta balon var mı ?" sorusunu soran tarafın varlık pozisyonu ve mesleği bu üç örtük kaygıdan hangisini öncelikli olarak taşıdığını belirliyor. Diğer bir deyişle, soru aynı olsa da merak edilen noktalar farklılık gösterebiliyor. Politika yapıcı ya da finans sektörü çalışanı ise çoğunlukla son soruya verilecek cevabı, konut almayı ya da satmayı düşünen bir yatırımcıysa ilk iki soruya verilecek cevabı merak ediyor. Dolayısıyla "konut piyasasında balon var mı?" sorusuna tek cümlelik bir cevap vermek mümkün olmuyor. İşte bu nedenle, mevcut **çalışmamızda her üç soruya da cevap aramaya çalışacağız.**

Konut Fiyatlarında "Aşırı" Bir Yükseliş Yaşandı mı?

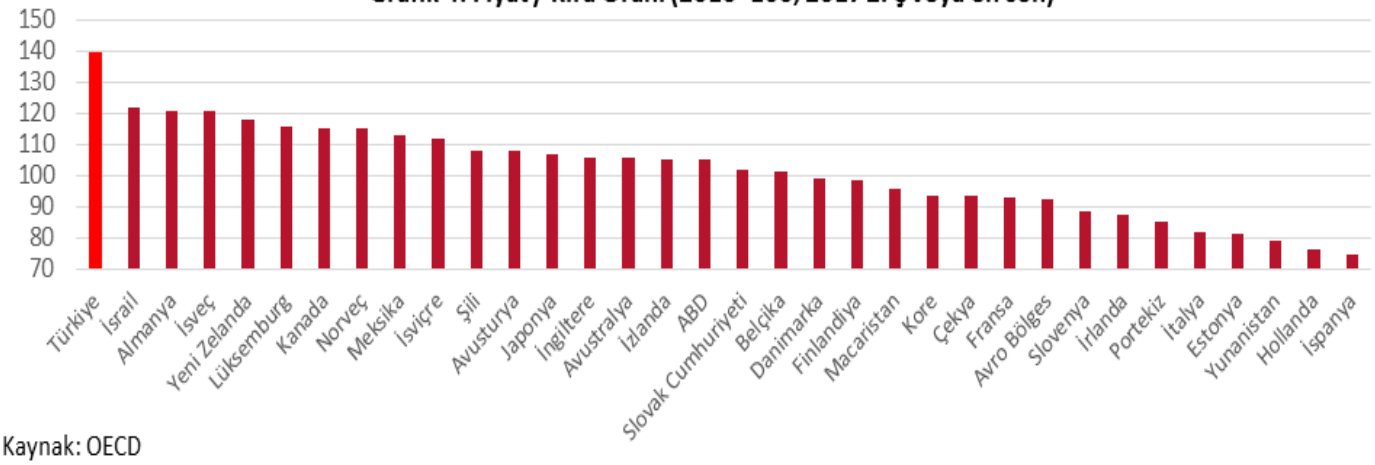
Bir hareketi "aşırı" olarak tanımlamak için öncelikle bir "normal" tanımına ihtiyacımız var. Konuyla ilgili yazında, fiyat hareketinin aşırılığını belirlemekte kullanılan iki referans söz konusu: konutun kira geliri ve kişi başına gelir.

Konut fiyatının yıllık kira gelirine oranının (Fiyat / Kira Oranı - FK) ve konut fiyatının kişi başına gelire oranının (Fiyat / Gelir Oranı – FG) hem seviyesi hem de zaman içinde izlediği seyre bakılarak, konut fiyat artışının aşırı olup olmadığı ile ilgili değerlendirmeler yapılabilir.

Gösterge-I: Fiyat-Kira Oranı Verisi Ne Söylüyor?

OECD verilerine göre 2010 sonrasında FK oranı en çok yükselen ülke Türkiye (***Grafik 4***). Türkiye'nin bu ayrıksı durumu, konut fiyatlarının konut kira gelirine göre aşırı arttığı yönündeki değerlendirmelere temel teşkil etmekte.

Grafik 4: Fiyat / Kira Oranı (2010=100, 2017 2. Ç veya en son)



Kaynak: OECD

REIDIN verilerine göre Türkiye'deki en büyük 7 il için FK oranı ortalaması 2008 yılında 16 iken 2017 yılında bu oran 20'ye çıkmış durumda. Gelir dilimlerine göre FK oranını değerlendiren IMF[2] de 2010-2014 arasında en düşük %20'lik gelir dilimi dışındaki tüm dilimlerde FK oranının yükseldiğini vurguluyor.

İlgili yazında çok kullanılan göstergelerden olan FK oranı, Türkiye'de konut fiyatlarının kiralara göre daha hızlı arttığına işaret ediyor. **Bu gösterge temel alındığında konut fiyat artışlarının aşırı olduğu değerlendirmesi yapılabilir. Ancak…**

…Ancak FK oranının yükselmesini tek başına değerlendirmek hatalı çıkarımlara neden olabilir. Nitekim ilgili ülkede o dönemde yaşanan değişim ve dönüşümler, FK oranının hareketini etkileyebilmektedir. Örneğin konut fiyat artışlarına ilişkin beklentiler, FK oranı yüksekken dahi konut talebini güçlendirebilir. FK oranını yorumlarken dikkate alınması gereken hususlardan bazıları şöyle sıralanabilir:

a. Faizlerde düşüş[3] ,

b. Enflasyon beklentisi,

c. Konut fiyat artış beklentisi[4] ,

d. Demografik dönüşüm,

e. Diğer varlık fiyatlarının seyri[5].

FK oranının Türkiye'de yükseldiği ilgili dönemde bu hususların karşılığının olduğu dikkate alınmalı, konut fiyat artışlarının aşırı olduğu tespitinde ihtiyatlı olunmalı. Buna karşın kimi çalışmalarda FK oranındaki 20 seviyesi, konut satın almaktan ziyade kiralamanın daha hesaplı olduğu eşik seviye olarak değerlendirilmekte. Eğer bu noktada isek, ki REIDIN verileri buna işaret etmekte, **kira artışlarıyla desteklenmeyen konut fiyat artışlarının sürdürülemeyebileceği söylenebilir.**

Gösterge-II: Fiyat-Gelir Oranı Verisi Ne Söylüyor?

Konut fiyat hareketlerinin aşırı olarak nitelenip nitelenemeyeceği hususunda yaygın olarak kullanılan ikinci kritik gösterge ise konut fiyatının yıllık kişi başına gelire oranı göstergesi. IMF verilerine göre Türkiye'de Fiyat/Gelir oranı 2010 yılında 100 iken bugün 90,3'e gerilemiş durumda. Bir başka ifadeyle **gelir üzerinden değerlendirildiğinde hanehalklarının konut satınalma güçleri artmış; fiyat artışları aşırı değil.** Türkiye için 3 büyük il bazında ürettiğimiz FG oranı da sağlıksız bir görünüm sunmuyor. Son olarak fiyatların aşırı yükselmesiyle bir balon oluşup oluşmadığı hususunda tespit edilen **akademik çalışmaların tamamına yakınının balon oluşumu tespit etmediğini de ekleyelim .**

[2] IMF Country Report No.17/33 (Şubat 2017)

[3] Smith, M.H., Smith, G., 2006, Bubble, Bubble, Where is the Housing Bubble?, Brookings Papers on Economic Activity, 37(1), pp.1-50.

[4] Himmelberg, C., Mayer, C., Sınai, T., 2005, Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions, Journal of Economic Perspectives, No.19(4), 67-92

[5] Cameron, G., Muellbauer, J., Murphy, A., 2006, Was There A British House Price Bubble? Evidence from a Regional Panel, Department of Economics Working Papers, No. 276, University of Oxford.

[6] IMF Housing Watch: http://www.imf.org/external/research/housing/

[7] Coşkun, Y., Jadevicius, A., Is There a Housing Bubble in Turkey?, Real Estate Management and Valuation, Vol.25, no.1, 2017

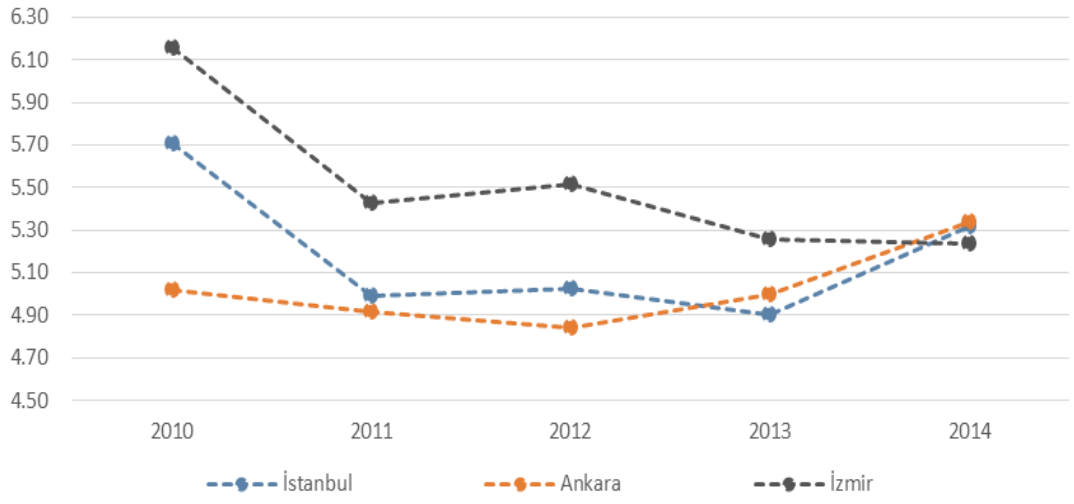
Mercek: İl Bazında Fiyat/Gelir Oranı'nın Oluşturulması

Coşkun ve Jadevicius (2017)'yi takip ederek FG oranını üç büyük il için hesapladık. Böylece FG oranında iller bazında bir ayrışma olup olmadığını kontrol edebilir hale geldik. Bu amaçla öncelikle il bazında konut fiyatlarının hesaplanması gerekiyor. Önce il bazında konut alanı verisini daire sayısına bölerek dairelerin ortalama metrekare büyüklüklerini elde ettik. Daha sonra bu veriyi konutların ortalama metrekare fiyatlarıyla çarparak il bazında konutların ortalama fiyatlarına ulaştık. Elde edilen fiyatların, il bazında kişi başına gelire bölünmesi ile de FG oranını oluşturduk.

Bu hesaplamada iki adet veri kısıtı söz konusu. İlk olarak TCMB sadece üç büyük il için metrekare fiyatı serisi yayınladığı için çalışma diğer illere genişletilemiyor. İkincisi, il bazında kişi başına gelir serisi 2014 yılına kadar yayınlandığı için inceleme 2010-2014 dönemiyle sınırlı kalıyor.

Üç büyük il için hesapladığımız FG oranı serisi **Grafik 5**'te sunuluyor. Grafikten de görüldüğü gibi **il bazında GSYH verisinin temin edilebildiği 2010-2014 döneminde Fiyat / Gelir oranı yatay-aşağı yönlü bir eğilim sergilemiş durumda. Yani gelire göre fiyat artışları il bazında da aşırı bir seviyede değil.**

Grafik 5: Fiyat / Gelir Oranı
(İl Bazında Ort. Konut Fiyatı / İl Bazında Kişi Başına GSYH)



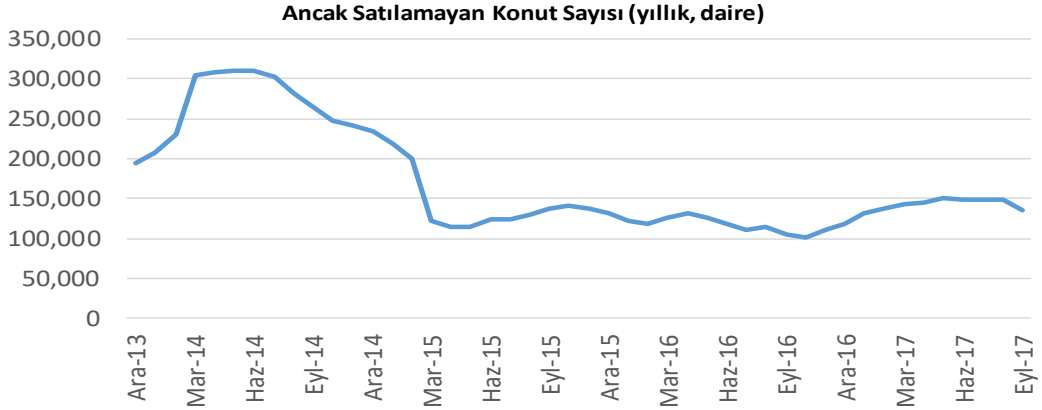
Kaynak: TSKB Ekonomik Araştırmalar

Konut Fiyatlarında Keskin Bir Düşüş Beklenmeli mi?

Konut fiyatlarında eğer bir balon varsa **bu balonun patlaması, riskin realize olması ve fiyatların çökmesi anlamına gelir.** Fiyatların çökmesi için basit bir mantıkla ya güçlü bir arz fazlası ya da anlamlı bir talep çöküşü olması gerekir.

Konut arz fazlasına ilişkin bir gösterge olması için bir seri oluşturduk. **Grafik 6**'da sunulan seri, yıllık olarak alınan yapı kullanma izin belgelerinden ilk el satışların çıkarılmasıyla elde edildi. Bu serinin eğilimine baktığımızda, **piyasada güçlü bir arz fazlası birikimi olduğu sinyali alınmamakta.**

Grafik 6: Konut Arzına İlave Edilen Ancak Satılamayan Konut Sayısı (yıllık, daire)



Kaynak: TCMB, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Keynesyen Kavramlarla Konut Talebi

Olası bir talep çöküşü senaryosunu değerlendirebilmek için ise konut talebini Keynes'in para talebi güdülerinden ödünç alınan üç kavram ile değerlendirmeye çalıştık.

1.1:Spekülasyon amacıyla konut talebi:

Bireyin varlıktan elde edeceği getiriyi dikkate alarak o varlığa yönelmesi spekülatif talebi besler. Günlük hayatta çok karşımıza çıkan, fiyat artışı beklentisiyle konut alımı bu talebe en doğru örnek olacaktır.

Son dönemde konut fiyat artışlarındaki yavaşlama ve faizlerdeki yükseliş sonrası ***spekülasyon amacıyla konut talebinin azaldığı söylenebilir.*** FK oranının kritik eşik olarak tanımlanan 20 seviyesini geçmiş olması da, bu tahmine ek bir gerekçe sunmakta.

1.2: İhtiyat amaçlı konut talebi:

Geleceğe yönelik belirsizlikleri dikkate alan bireyin, özellikle emeklilik döneminde ek kira geliri elde etme amacıyla konut satın almasını temsil etmektedir.

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)'nin yaygınlaşması ile emeklilik dönemine ilişkin kaygıların azaldığı/azalacağı varsayılırsa, **ihtiyat amaçlı konut talebinin de bir miktar düşüş sergilediği ve sergileyeceği değerlendirilebilir.**

1.3:İşlem amaçlı konut talebi

Bireyin oturma amacıyla konut almasını temsil etmekte ve konut gereksiniminden beslenmektedir. Konut satışlarının talep cephesinden asli belirleyicisidir. Burada anlamlı bir düşüş olmadan, konut piyasası arz-talep dinamiklerinde bir kırılma olmayacaktır.

Konut Talebi Devam Eder mi?

Konut gereksinimini besleyen temel hususlar, Türkiye'nin demografik yapısından güç almakta.

→ TÜİK verilerine göre Türkiye'de her yıl ortalama 600 bin kişi evlenmekteyken, bu evliliklerin %84'ü iki tarafın da ilk evliliği niteliğini taşımakta, bir başka ifadeyle yeni bir hanehalkı kurma gereksinimi doğurmaktadır. Her ne kadar net evlenme oranı 2000'li yıllar boyunca gerilemiş olsa da, bir yandan da nüfus artışı sürdüğü için evlenme sayılarında istikrarlı seyir devam etmektedir.

→ Son 5 yılın ortalamasına bakıldığında yılda 125 bin çiftin boşandığı görülmekte. Net bir rakam söz konusu olmasa da bu boşanmalar sonrası çiftlerin bir kısmının ailelerinin evlerine dönmeyerek ayrı evlerde yaşadıkları, dolayısıyla yeni konut gereksinimi duydukları bilinmekte.

→ Bunun yanında Eurostat verilerinden yola çıkarak yapılan hesaplamalara göre yılda ortalama 125 bin kişi yurtdışından Türkiye'ye göçmekte ve ülke içindeki konut gereksinimini artırmakta.

Konut gereksiniminin önemli belirleyicilerinden biri yeni hanehalkı oluşumu iken, bir diğer öğesi hanehalklarının yaşadıkları mekanları değiştirerek, yeni gittikleri yerde konuta gereksinim duymalarıdır. Türkiye gibi gelişme yolunda, tarımdan sanayiye göç vesilesiyle kalkınma sürecinde ilerleyen bir ülkede ***şehirleşme oranındaki artış da konut gereksinimini önemli ölçüde beslemektedir.***

Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri'nden yola çıkarak yaptığımız hesaplama geçtiğimiz dönemde Türkiye'de her yıl ortalama 400 bin kişinin şehirlere göç ettiğine işaret etmekte. Türkiye'de şehirleşme oranı 2016 yılı itibariyle %73,9'dur. Birleşmiş Milletler'in bu oranın 2050 yılında %84'e ulaşacağı öngörüsü[8] esas alındığında, şehirleşme hızının geçtiğimiz 10 yıllık döneme kıyasla neredeyse yarı yarıya yavaşlayabileceği ortaya çıkmaktadır. Buna karşın aynı dönemde gerçekleşen nüfus artışı dikkate alındığında, Türkiye'de önümüzdeki 5 yıllık dönemde yıllık şehre göçün 350 bin – 370 bin bandında devam edeceği öngörülmektedir.

Konut gereksinimi dinamiklerinin ortak özelliği yıllar içinde istikrarlı bir eğilim sergilemeleridir. Yukarıda ifade edilen rakamlar muhafazakar varsayımlarla toplandığında dahi yıllık ortalama konut ***gereksiniminin*** (ancak gereksinim talep demek değildir) 800 bin civarında[9] olduğuna işaret etmektedir. Bu rakamın içinde geçici olarak yaratılan kentsel dönüşüm kaynaklı gereksinimin olmadığına dikkat edilmeli, 800 bin rakamının geçici dalgalanmaları barındırmayan ekonomik ve toplumsal yapının bir sonucu olduğunun altı çizilmelidir.

[8] United Nations, World Urbanization Prospects, (2014 revision).
[9] Onuncu Kalkınma Planı'nda 2014-2018 dönemine ilişkin konut ihtiyacı toplamı 4,1 milyon olarak belirtildiği dikkate alındığında, yıllık ortalama 800 binlik değerlendirmemize oldukça paralel bir varsayım yapıldığı görülmekte.

Konut Gereksinimi ve Konut Talebi Aynı Değildir

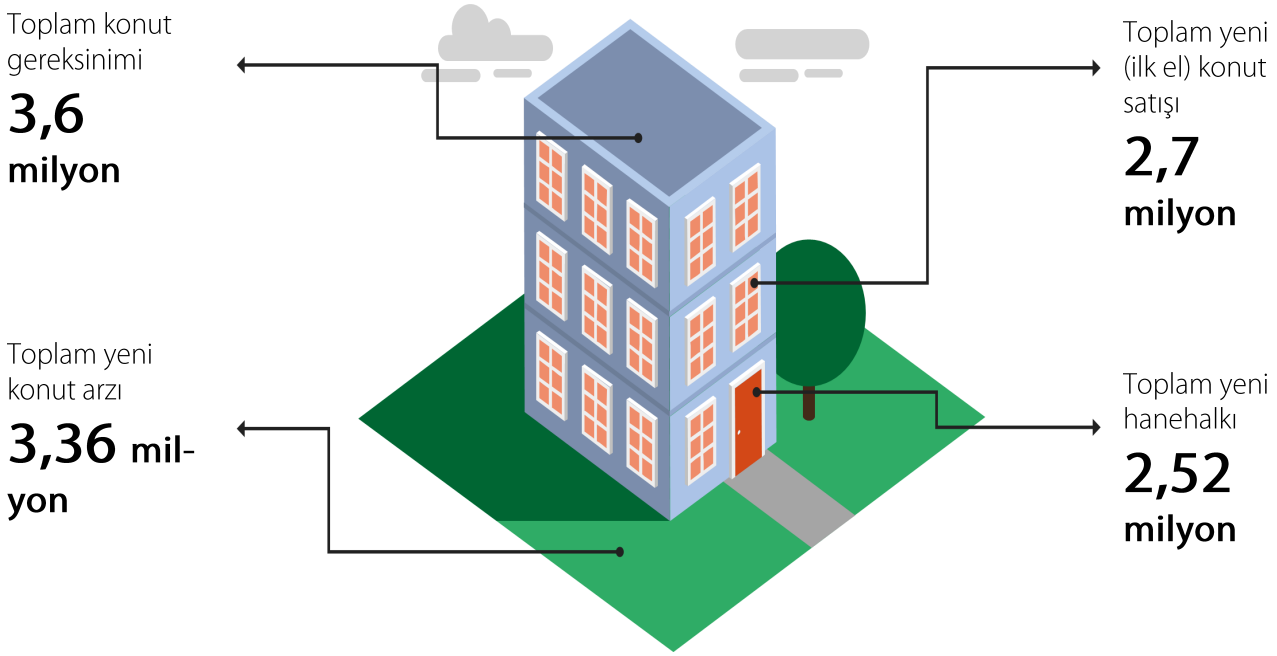
Konut piyasasının temel dinamiklerinden konut gereksinimi, talebe ilişkin önemli bir gösterge olmakla birlikte taleple aynı değildir. Bu konuyu daha iyi ortaya koyabilmek için konut piyasasının arz-talep göstergelerine ilişkin Ocak 2013 sonrasına ilişkin kümülatif (4,5 yıl) rakamlar aşağıda sunulmakta:

a. Toplam konut gereksinimi : 3,6 milyon,

b. Toplam yeni konut arzı [10] : 3,36 milyon,

c. Toplam yeni (ilk el) konut satışı : 2,7 milyon,

d. Toplam yeni hanehalkı [11] : 2,52 milyon.



Özetlersek, konut piyasasında mevcut üretim miktarı konut gereksinimini karşılamıyor. Ancak yaratılan satın alma gücü yeterli olmadığı için, mevcut talep, gereksinimin altında kalıyor. Diğer bir deyişle; gereksinim arzdan, arz da talepten büyük gerçekleşiyor.

Bu durum politika yapıcıya bir hareket alanı yaratmakta. Düzenlemeler yoluyla işlem maliyetlerini azaltmaya yönelik her adım, gereksinimden efektif talebe dönüşümü sağlıyor. Genel ekonomide bir bozulma olmadığı sürece kamu, idari düzenlemelerle talebi hareketlendirebilir ve yüksek gereksinim miktarı bu alandaki hareket alanının geniş olmasını sağlar.

Bu bölümde konut fiyatlarında keskin bir düşüş beklenmesi gerekip gerekmediği sorusuna cevap arıyorduk. Yayınlanan verilerin güçlü bir arz fazlasına işaret etmediği, spekülasyon ve ihtiyat amaçlı konut talebinin azalabileceği ancak güçlü ve istikrarlı bir konut gereksiniminin önümüzdeki dönemde de devam edeceği vurgularını yaptık. Buradaki kritik husus, konut gereksiniminin yüksek seviyesini korumaya devam etmesinin fiyatların aşağı yönlü katılık sergilemesini desteklemesidir.

[10] Yapı kullanma izin belgeleri toplamı.
[11] TÜİK verilerine göre yılda ortalama 560 bin yeni hanehalkı oluşmakta.

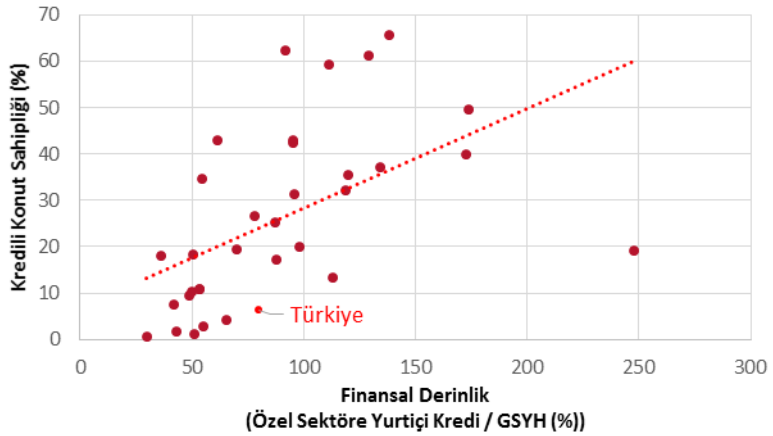
Balon Varsa, Balon Patlarsa

Balon tartışmalarının makroekonomik açıdan esas önemi, konut piyasasından başlayarak sektörlerin geneline yayılabilecek sistemik bir finansal krizi tetikleme riskidir. Nitekim, konut fiyatlarında düşüşle ilişkili krizlerin diğer resesyonlara göre daha derin ve daha uzun sürdüğü bilinmekte[12]. Hele ki 10 yıl önce ABD'de başlayan ve konut sektörü bacağı da olan krizin etkilerinin silinmediği ve yüzyılın en önemli ekonomik krizine dönüştüğü hatırlandığında, kaygıların yersiz olmayacağı görülecektir. Dolayısıyla balon tartışmalarına ilişkin yapılacak değerlendirmede cevabını arayacağımız soru, konut piyasasında balon varsa bile, bunun sistemik bir finansal krizi tetikleyip tetiklemeyeceği olacak.

Bu soruya cevap verebilmek için öncelikle konut piyasası, ev sahipliği ve finansal sektörün ne kadar iç içe geçtiğinin anlaşılması gerekmekte. Eurostat verilerine göre 2007 yılında Türkiye'de konut sahiplerinin %1,7'si konut kredisi borcuna sahipken bu oran 2014 yılı itibariyle %6,4'e yükselerek istikrarlı ve güçlü bir artış sergilemiş. Buna karşın Türkiye söz konusu oranda 36 ülke içinde 31'nci sırada yer almakta. Bir başka ifadeyle son yıllarda kat edilen gelişmeye karşın Türkiye'de konut kredisiyle ev sahibi olma oranı halen oldukça düşük seviyede.

Şüphesiz bu durum finansal gelişmişlik ve derinlik ile de ilişkili. Daha derin ve gelişmiş finansal piyasaları olan ülkelerde hanehalkının krediyle konut sahibi olma oranı daha yüksek olacaktır. Ancak finansal piyasaların derinliğini kontrol ettiğimizde de, Türkiye'nin kredili konut sahipliğinde halen önemli bir ilerleme kaydedebileceği görünmekte (Grafik 7). Bununla birlikte, konut sahiplerinin düşük bir oranının kredi borçlusu olması, hem riskin hem de riskin realize olması durumunda yayılma etkisinin görece düşük olacağına işaret etmekte.

Grafik 7: Finansal Gelişmişlik - Kredili Konut Sahipliği İlişkisi



Kaynak: Eurostat, Dünya Kalkınma Göstergeleri, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Finansal derinlik yükseldikçe bireylerin krediyle konut sahibi olma oranı da yükseliyor.

Ancak Türkye'ye benzer finansal derinliğe sahip ülkelerde kredili konut sahipliği daha yüksek (%20-%30 arasında).

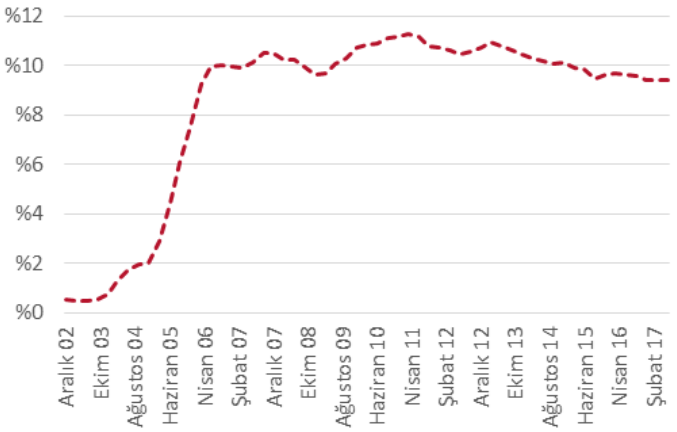
Konut sahiplerinin içinde, konut kredi borcu olanların oranı düşük bir seviyede iken, tüm hanehalkının toplam borçluluğuna ilişkin göstergelerde de Türkiye uluslararası ortalamalardan daha olumlu bir performans kaydetmekte. BIS verilerine göre[14] Türkiye'de hanehalkına verilen kredilerin GSYH'ya oranı 2005 yılının başında %5 iken 9 yıl içinde %20 seviyesine yaklaşmış. 2014 yılından bugüne kadar ise ılımlı bir gerileme yaşayarak %17,6'ya gelmiş. Mevcut durumda BIS'in 45 ülke için yayınladığı göstergelerde Türkiye 2017 yılı ilk çeyreğinde en düşük yedinci ülke konumunda.

[12] Claessens, S., Köse, M.A. & Terrones, M.E. (2009). What happens during recessions, crunches and busts?. Economic Policy, 24(60), 653-700

[13] http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm

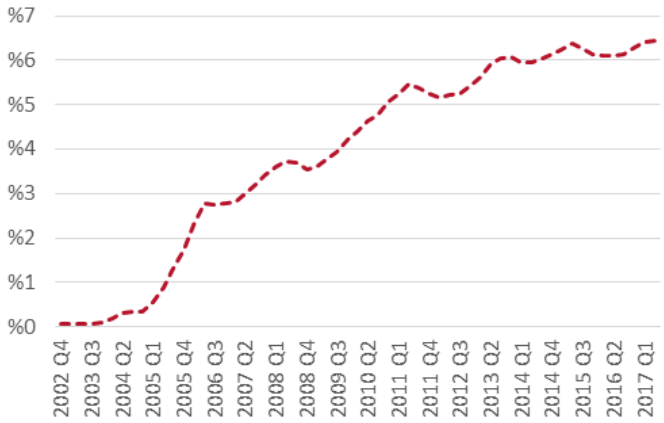
Grafik 8 konut kredilerinin toplam kredilerdeki payının gelişimini, **Grafik 9** ise GSYH'daki payının gelişimini gösterirken, her iki oranın da makul hareket alanı içinde olduğuna işaret ediyor.

Grafik 8: Konut Kredilerinin Toplam Kredilerdeki Payı



Kaynak: BDDK, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Grafik 9: Konut Kredilerinin GSYH'daki Payı



Kaynak: BDDK, TÜİK, TSKB Ekonomik Araştırmalar

Grafik 10: Konut Kredileri Tahsili Gecikmiş Alacak Oranı

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü genelinde tahsili gecikmiş alacak (TGA) oranının %3'ün üzerinde seyrettiği dikkate alındığında, konut kredilerindeki tahsili gecikmiş alacak oranının seyrinin oldukça düşük olduğunu ise **Grafik 10'**da görüyoruz. Bu düşük orandan il bazında dikkat etmeyi gerektirecek bir sapma olmadığını da kontrol ettiğimizi ekleyelim.

Konut piyasası kaynaklı sistemik bir finansal kriz tehlikesi bir bütün olarak değerlendirildiğinde,

a. Hanehalkının borç yükünün,
b. GSYH'da konut kredilerinin payının,
c. Finans sisteminde konut kredilerinin payının,
d. Konut kredilerinde tahsili gecikmiş alacakların

Olumsuz bir resim çizmediği görülüyor.

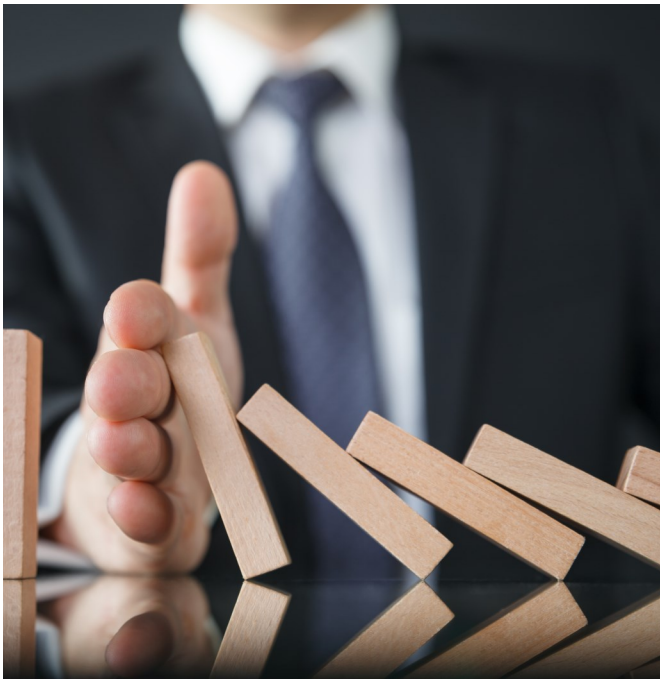
Konut sektöründe balon varsa dahi, bu balonun finansal sistem aracılığıyla tüm ülkeye sirayet edecek sistemik bir krize dönüşme ihtimalinin, mevcut veriler ışığında düşük olduğu söylenebilir. Ancak olası bir olumsuz senaryoda, beklenti kanalındaki bozulmanın etkilerinin büyük boyutlarda olabileceği göz ardı edilmemelidir.

Dikkat! Düşük Risk, Risk Olmadığı Anlamına Gelmez!

Şu ana kadarki tespitlerin veri kısıtı altında yapıldığı göz ardı edilmemeli. Bu noktada olası riskleri değerlendirmek için analizimizi bir adım öteye taşımayı gerekli ve anlamlı buluyoruz. Türkiye'de konut üreticileri iki ana grup altında sınıflandırılabilir: geleneksel müteahhitler ve konut proje geliştiricileri. Bu iki grubun iş yapma şekillerindeki farklılık, değerlendirme süreçlerinde de farklılaşmayı beraberinde getirmekte.

Geleneksel müteahhitler çoğunlukla konut yapıp satarak finansal döngülerini tamamladıkları için, ürettikleri konutu satamadıkları durumlarda yeni üretime başlamıyorlar. Bu durum esasında konut piyasasında arz-talep dengelerine ilişkin birikimli bir istikrarsızlığı bir süreliğine önlüyor. Bir başka ifadeyle bu üretim modelinde birikimli bir arz fazlası oluşması daha zor. Ayrıca bu tip konut üreticileri finansal sistemi kaldıraç yükseltmek için kullan(a)mamakta, dolayısıyla olumsuz bir konjonktürde realize olacak risklerin yayılımı da oldukça sınırlı kalmakta. Bardağın dolu tarafı, Türkiye'de satılan konutların %90'a yakınının bu şekilde üretiliyor olması.

Kalan %10'luk payın, proje geliştiricileri tarafından üretilen markalı konutlardan oluştuğu kabul ediliyor. Bu alandaki üreticiler yüksek finansal okuryazarlıkları ve büyük montanlı işlemleri ile finansal piyasalara erişebiliyor, borçlanabiliyor, yüksek kaldıraçla işlem yapabiliyor, ellerinde yüksek miktarlı stok biriktirebiliyor, sonrasında bu stokları eritmek için finansman yükünü üstlendikleri satış kampanyaları gerçekleştirebiliyor. Ancak tüketiciye finansman imkânını şirket bünyesinde sundukları bu kampanyalar denetim dışı finansman imkânları anlamına da gelmekte. Bir başka ifadeyle proje geliştiricileri finans kurumlarının tabi olduğu düzenleme ve denetlemelere tabi olmadan finansman imkanı sunuyor. Gölge bankacılığın bir örneğini oluşturan bu uygulamaların Türkiye ekonomisi için ne kadar risk biriktirdiği, bu risklerin hangi kanallardan sıkıntı doğurabileceği gibi sorulara ise cevap verilemiyor. Çünkü bu alan denetlenmediği gibi düzenlenmemiş de durumda. Çalışmamızın bu noktasında sektöre ilişkin tartışmaların "konutta balon var mı?" noktasından önce "konut sektörü yeterince şeffaf düzenleniyor mu?", "sektörün incelenmesi için gerekli veri derleniyor mu?" gibi sorularla başlamasını daha doğru bulduğumuzu not etmek isteriz; kayıtlara geçsin!



Konutta Balon Varsa, İğne Ne Olabilir?

Toparlarsak, proje geliştiricilerinin gölge bankacılık faaliyetlerinin büyüklüğü bilinmiyor, burada oluşan başta döviz kuru olmak üzere finansal risklerin firmalar tarafından yönetilip yönetilmediği hakkında fikrimiz yok. Dolayısıyla bu firmaların bankacılık sektörü için oluşturdukları risk, gri bir alan olarak kalıyor. Bu alanın ve riskin büyüklüğü ölçülememekte, ölçüm yapılamadığı için anlaşılamamakta ve dolayısıyla yönetilememekte. Bu da politika yapıcının kötü günler için hazırlık yapmasını engellemekte.

Ana sorumuza dönüp özet değerlendirme yapacak olursak:

Mevcut veriler konut piyasası kaynaklı sistemik bir finansal krize ilişkin endişeleri desteklemiyor. Ancak bu durum konut piyasası-finansal sistem ilişkisinde risk olmadığı anlamına gelmiyor. Ölçülemeyen, anlaşılamayan dolayısıyla yönetilemeyen riskler, bir balon varsa, o balonun iğnesi olmaya aday.

Fiyat Dalgalanması Neden Kaynaklanıyor?

Buraya kadar ifade ettiklerimiz, bir soruya cevap vermekte yetersiz kalıyor: Reel konut fiyatlarında 2 yıla yakın süredir devam eden yavaşlamanın sebebi nedir? Konut gereksiniminin yapısal unsurlardan beslendiğini ve istikrarlı olduğunu söylemiştik. Bu gereksinimin talebe dönmesinde finansman imkanları, dolayısıyla faiz oranları mutlaka belirleyicidir. Ancak faizlerin hareketi reel konut fiyat artışındaki döngüleri açıklamakta yeterli görünmüyor.

Fiyat hareketinin sorumlularından biri olarak bizim tartışmaya açmak istediğimiz şüpheli ise kentsel dönüşüm. Kentsel dönüşüm öncelikli olarak deprem tehdidi üzerinden gündemde yer alıyor. Ancak konutların dönüşüm sürecinde önce yıkıldığı, sonrasında ise kat sayısının yükselmesi ile daha fazla miktarda yapıldığını biliyoruz. Aslında bu süreç zincir şeklinde arz şoklarına neden olmakta.

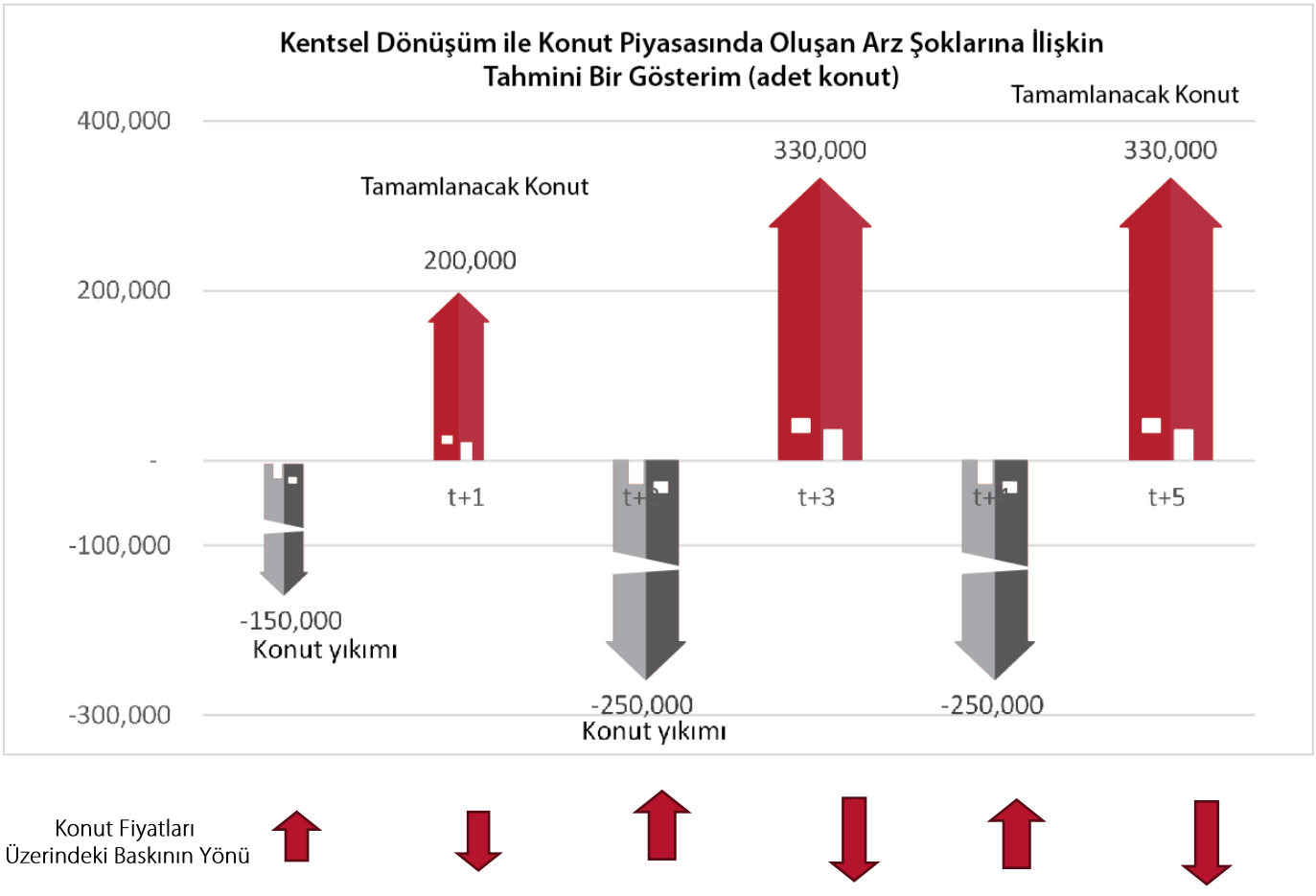
Şöyle ki, yıkım aşamasında konut arzı azalırken, dönüşüm tamamlandığında konut arzı daha güçlü şekilde artıyor. Arzda ortaya çıkan bu dengesizlikler de doğal olarak fiyatlar üzerinde etkide bulunuyor.

Peki konut piyasası genelini etkileyebilecek kadar büyük rakamlardan mı bahsediyoruz? Kentsel dönüşümle ilgili yetkililerin açıklamalarından yola çıkarak şu rakamlar telaffuz edilebilir: Geçtiğimiz dönemde yıllık ortalama 300.000 konutun kentsel dönüşüm ile yenilenmesi hedeflenmiş ancak fiilen 150.000 civarında konutun yıkımı gerçekleştirilmiş. Türkiye'de toplam birinci el konut satışının 600.000 civarında olduğunu hatırlayalım. 150.000 konutun yıkılması, piyasada fiyatları etkileyebilecek bir arz şoku anlamına gelmekte. Dönüşüm tamamlandığında 200.000 konutun arza eklendiğini kabul etsek, bu kez de fiyat artışları üzerinde ters yönlü bir baskıyı, azalış baskısını konuşur hale geleceğiz.

Yıkım ve yapım aşamalarının bir bütün olarak konut fiyatlarında döngü oluşumunu desteklediği söylenebilir. Yıkım aşamasında fiyatlar hızlanırken, yapım tamamlandığında fiyat artışlarını aşağı yönlü etkileyen bir döngü söz konusu olacak. Bu durumda, **kentsel dönüşümde şu aşamada yıkımların yavaşladığı, geçmişte yıkılan konutların ise tamamlandığı bir aşamada olduğumuz ifade edilebilir. Yani döngünün pozitif arz şoku bölgesinde olabiliriz,** ki fiyat artışlarındaki yavaşlama için anlamlı bir gerekçe sunmakta.

Yakın gelecekte kentsel dönüşüm sürecini hızlandıracak hazırlıklar yapıldığı biliniyor. Çevre ve Şehircilik Bakanı Mehmet Özhaseki'nin yaptığı açıklamalara göre önümüzdeki dönemde yılda 500.000 dairenin yıkılması hedefleniyor. Bu hedefin yarısının gerçekleşmesi durumunda dahi yıkılan konut miktarının piyasada ciddi bir arz şoku oluşturacağı göz ardı edilmemeli.

Bu alanda sağlıklı veriler yayınlanmamakta, bu da değerlendirmemizi sınırlamakta. Ancak burada altını çizmek istediğimiz husus şu; kentsel dönüşüm politikaları tasarlanırken, konut fiyat döngülerine olan etkisi göz önüne alınmalı. Örneğin yıkım aşamasında konut arzını hızlandıracak tedbirler alınmalı. Tersine, yapımın tamamlanma aşamasında ise konut talebini hızlandıracak politikalara ağırlık verilmesi anlamlı olacaktır. Ancak döngünün hangi aşamasında olduğumuz doğru teşhis edilmeli, aksi takdirde oluşacak etki, beklenenin tersi yönünde olabilecektir.



Sonuç

Fiyat balonu ne değildir?

→ Fiyatların yüksekliği tek başına balon varlığına işaret etmez. Her balon patlamaz, sönebilir

Fiyatlar aşırı artmış mı?

→ Fiyat artışları aşırı görünmüyor

Fiyatlarda kuvvetli düşüş beklenmeli mi?

→ Büyük miktarda birikmiş konut fazlası görünmüyor.

→ Konut gereksinimi çok yüksek ve istikrarlı. Ekonomi yönetimi bir takım tedbirlerle gereksinimi talebe çeviriyor. Talepte anlamlı bir düşüş görünmüyor.

Ancak…

→ Konut talebi devlet desteği olmadan güçlü seyredebilecek hale gelmeli. Bunun için gelir artmalı, gelir dağılımı iyileşmeli veya konut kredi piyasası işleyişinin etkinliği artmalı.

Balon varsa ve patlarsa ne olur?

→ Mevcut veriler, balon varsa ve patlarsa bile sistemin geneline yayılan bir kriz olasılığının düşük olduğuna işaret ediyor. Ancak beklenti kanalındaki bozulmanın etkilerinin büyük olabileceği göz ardı edilmemeli.

Geldiği gibi gider mi? Öneriler…

→ Sektörün daha doğru analizi için ihtiyaç duyulan verilerin üretilmesi ve yayınlanması gerekmekte.

→ Düzenlenmeyen ve denetlenmeyen alanlar puslu bir ortam yaratıyor. Gölge bankacılık ve proje geliştiricilerin risklerinin bankalar bazında yoğunlaşma eğilimleri izlenmeli.

→ Gayrimenkul sektörünün finansallaşması ve kredi piyasasının etkinliğinin artırılması yönünde düzenlemeler önemli. Bu düzenlemeler sonrasında konut gereksinimi, konut talebine kendi dinamikleriyle dönüşebilir hale gelmeli.

→ Kentsel dönüşümün konut piyasasına yönelik bir arz şoku niteliğinin olduğu unutulmamalı. Kentsel dönüşüm stratejisi oluşturulurken konut arzına ve fiyatlarına etkileri dikkate alınmalı.

TSKB

Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

research@tskb.com.tr

MECLISI MEBUSAN CAD. NO 81
FINDIKLI ISTANBUL 34427, TÜRKİYE
(90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2017 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişmenin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.