





---

GAYRİMENKUL ARAŞTIRMA RAPORU - 8

**YENİ EKONOMİK DÖNEM  
VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ İÇİN  
ÖNGÖRÜLER**

---

**Dr. Can Fuat Gürlelel**

Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

---



**YAYINLAYAN**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği İktisadi İşletmesi  
Nispetiye Caddesi, Levent İş Merkezi, 6 / 2  
34330 Levent - İstanbul  
Tel: 0 (212) 282 53 65  
Faks: 0 (212) 282 53 93

**YAZAR**

Dr. Can Fuat Gürlelel

**HAZIRLAYAN**

Özgencil Yayıncılık Tanıtım Organizasyon A.Ş.  
Teşvikiye Caddesi, Sadun Apt. 105 / 6  
34367 Teşvikiye - İstanbul  
Tel: 0 (212) 227 61 52/53/54  
Faks: 0 (212) 227 61 44

**BASKI**

Cem Turan Ofset  
Litros Yolu, II. Matbaacılar Sitesi,  
2 B, C I. Topkapı - İstanbul  
Tel: 0 (212) 567 04 80

Tüm Hakları Saklıdır. © 2009  
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği İktisadi İşletmesi  
"Kaynak Gösterilmeden Alıntı Yapılamaz"

**ISBN 978-605-89881-4-9**

## İÇİNDEKİLER

SUNUŞ .....	5
YÖNETİCİ ÖZETİ .....	6
<b>I. BÖLÜM</b>	
<b>DÜNYA EKONOMİSİNDE GENİŞLEME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>12</b>
<b>I.1 DÜNYA EKONOMİSİNDE GENİŞLEME DÖNEMİ .....</b>	<b>12</b>
I.1.1 KÜRESEL EKONOMİDE GENİŞLETİCİ PARA POLİTİKALARI	
I.1.2 DÜNYA EKONOMİSİNDE HIZLI BÜYÜME 2002-2007	
I.1.3 GELİŞMİŞ ÜLKELERDE ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARINDA GENİŞLEME	
I.1.4 DÜNYA TİCARETİNDE HIZLI BÜYÜME	
I.1.5 KÜRESEL FİNANSAL AKTİFLERDE GENİŞLEME	
I.1.6 KÜRESEL SERMAYE AKIMLARINDA GENİŞLEME	
I.1.7 ABD DOLARI VE DİĞER PARA BİRİMLERİNİN DEĞERİ	
<b>I.2 GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI .....</b>	<b>21</b>
<b>I.3 GENİŞLEME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>22</b>
I.3.1 GENİŞLEME DÖNEMİ VE KONUT SEKTÖRÜ	
I.3.2 GENİŞLEME DÖNEMİ VE TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ	
<b>II. BÖLÜM</b>	
<b>EKONOMİK KRİZ SONRASI YENİ DÖNEM VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>43</b>
<b>II.1 EKONOMİK KRİZ VE SONRASI DÖNEM İÇİN ÖNGÖRÜLER .....</b>	<b>43</b>
II.1.1 EKONOMİK KRİZİN TANIMI DERİNLİĞİ VE SÜRESİ	
II.1.2 EKONOMİK KRİZ KARŞISINDA ALINAN ÖNLEMLER	
II.1.3 EKONOMİK KRİZ SONRASI DÖNEME İLİŞKİN ÖNGÖRÜLER	
<b>II.2 EKONOMİK KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE ETKİLERİ .....</b>	<b>53</b>
<b>II.3 EKONOMİK KRİZ SONRASI GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>54</b>
II.3.1 EKONOMİK KRİZ SONRASI KONUT SEKTÖRÜ	
II.3.2 EKONOMİK KRİZ SONRASI TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ	
<b>III. BÖLÜM</b>	
<b>TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>71</b>
<b>III.1 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME DÖNEMİ .....</b>	<b>71</b>
III.1.1 EKONOMİK BÜYÜME MİLLİ GELİR VE KİŞİ BAŞI GELİRDE ARTIŞ	
III.1.2 ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE TÜKETİM HARCAMALARINDA GENİŞLEME	
III.1.3 ÖZEL SEKTÖR EKONOMİK FAALİYETLERİNDE GENİŞLEME	
III.1.4 DIŞ TİCARET HACMİNDE GENİŞLEME	
III.1.5 MALİ GÖSTERGELER VE FİYATLARDA İYİLEŞMELER	
III.1.6 SERMAYE GİRİŞLERİNDE GENİŞLEME	
<b>III.2 TÜRKİYE EKONOMİSİNİN İYİLEŞME VE BÜYÜME DÖNEMİ KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI .....</b>	<b>77</b>
<b>III.3 EKONOMİDE BÜYÜME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>78</b>
III.3.1 KONUT PİYASASINDA GENİŞLEME VE DERİNLEŞME	
III.3.2 KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNDE VE OLANAKLARINDA GENİŞLEME	
III.3.3 TİCARİ GAYRİMENKUL PİYASASININ KURULMASI	
III.3.4 TİCARİ GAYRİMENKUL ARZINDA VE STOKUNDA GENİŞLEME	
III.3.5 İSTANBUL TİCARİ GAYRİMENKUL PAZARINDA GELİŞME	
III.3.6 YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA GENİŞLEME	
III.3.7 TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMANINDA GENİŞLEME	
III.3.8 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA BÜYÜME	
<b>IV. BÖLÜM</b>	
<b>TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEM VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>90</b>
<b>IV.1 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEM .....</b>	<b>90</b>
IV.1.1 EKONOMİK BÜYÜME VE MİLLİ GELİR ÖNGÖRÜLERİ	
IV.1.2 ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE TÜKETİM HARCAMALARI ÖNGÖRÜLERİ	
IV.1.3 ÖZEL SEKTÖR EKONOMİK FAALİYET ÖNGÖRÜLERİ	
IV.1.4 DIŞ TİCARET ÖNGÖRÜLERİ	
IV.1.5 MALİ GÖSTERGELER VE FİYAT ÖNGÖRÜLERİ	
IV.1.6 SERMAYE GİRİŞLERİ ÖNGÖRÜLERİ	
<b>IV.2 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE ETKİLERİ .....</b>	<b>97</b>
<b>IV.3 YENİ DÖNEMDE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>98</b>
IV.3.1 YENİ DÖNEMDE KONUT SEKTÖRÜ	
IV.3.2 YENİ DÖNEMDE TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ	
<b>V. BÖLÜM</b>	
<b>EKONOMİK BÜYÜME VE KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARININ KARŞILAŞTIRILMASI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....</b>	<b>109</b>



## SUNUŞ

**G**ayrimenkul sektörü ile ekonomik büyüme ve gelişme arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Ekonominin hızlı büyüme ve gelişme gösterdiği dönemlerde gayrimenkul sektörünün performansı da daha kuvvetli olmaktadır.

2001 sonrası dönemde hem dünya ekonomisi hem de Türkiye ekonomisi hızlı bir büyüme yaşamış, hızlı büyüme küresel ölçekte ve Türkiye’de gayrimenkul sektörünün gelişimini ve derinleşmesini hızlandırmıştır.

2008 yılında ise bu kez dünya derin bir finansal ve ekonomik kriz ile karşı karşıya kalmış ve Türkiye de bu krizden etkilenmiştir. Krizin sonuçları ve alınan önlemlerin etkileri ile birlikte ekonomide kriz sonrası yeni bir dönem oluşmaktadır. Bu yeni dönemin makro çerçevesi ve koşulları gayrimenkul sektörü için de yeni bir çevre oluşturacaktır.

"Yeni Ekonomik Dönem ve Gayrimenkul Sektörü İçin Öngörüler" çalışması Dünya ve Türkiye ekonomisindeki hızlı büyüme süreci ile yeni ekonomik dönemi karşılaştırarak yeni dönemde gayrimenkul sektörü için öngörülerde bulunmaktadır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Dünya Ekonomisinde Genişleme Dönemi ve Gayrimenkul Sektörü yer almaktadır. İkinci bölümde Ekonomik Kriz Sonrası Yeni Dönem ve Gayrimenkul Sektörü öngörülerini yer almaktadır. Üçüncü bölümde Türkiye Ekonomisinde Büyüme Dönemi ve Gayrimenkul Sektörü incelenmektedir. Dördüncü bölümde Türkiye Ekonomisinde Yeni Dönem ve Gayrimenkul Sektörü öngörülerini sunulmaktadır. Beşinci ve sonuç bölümünde ise Ekonomik Büyüme ve Kriz Sonrası Dönemin Koşullarının Karşılaştırılması ve Gayrimenkul Sektörü yer almaktadır.

Çalışma ile gayrimenkul sektöründe yer alan tüm aktörler için yeni dönemin ekonomik koşulları ayrıntılı olarak incelenmekte ve bu çerçevede konut ve ticari gayrimenkuller için öngörülerde bulunmaktadır. Çalışmamızın gayrimenkul sektöründeki tüm aktörler için faydalı olmasını dileriz.

**Dr. Can Fuat Gürlesel**

**Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri**

**Mayıs 2009**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Çalışmanın temel amacı küresel kriz sonrasında ortaya çıkacak yeni ekonomik dönemin makro çerçevesini ve koşullarını değerlendirmek ve gayrimenkul sektörü için öngörülerde bulunmaktır. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır.

### DÜNYA EKONOMİSİNDE GENİŞLEME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Dünya ekonomisi 2001 yılından sonra hızlı bir büyüme ve genişleme sürecine girmiştir. Bu dönemin ana belirleyicisi ABD'nin 2001 yılında başlattığı ve diğer gelişmiş ülkelerin de takip ettiği genişletici para politikaları olmuştur. Genişletici para politikaları ile birlikte küresel ölçekte ucuz ve bol dolar likiditesi yaratılmış ve dünya ekonomisi büyümesi hızlanmaya başlamıştır.

Dünya ekonomisi 2003-2007 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 5 büyümüş, toplam gelir 2008 yılında 60 trilyon dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde özel kullanılabilir gelirler ve özel tüketim harcamaları yüzde 4 genişlerken, kişi başı gelirler de yıllık ortalama yüzde 4 oranında artmıştır. Dünya ticareti 2002-2007 arasında yıllık ortalama yüzde 12 genişlemiş ve 2007 yılında 17.2 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu dönemde özel sektör faaliyetleri de hızlı genişlemiş, özel sektör sabit sermaye yatırımları 2003-2007 arasında yıllık ortalama yüzde 8 artmıştır. 2001 yılı sonrasında yaşanan bu hızlı büyüme döneminde finansal olanaklar küresel ölçekte genişlemiş ve 2001 yılında 91 trilyon dolar olan finansal aktiflerin büyüklüğü 2007 yılında 184 trilyon dolara çıkmıştır. Küresel sermaye akımları da hızlı genişlemiş 2001 yılında 3.7 trilyon dolar iken 2007 yılında 9.5 trilyon dolara çıkmıştır. Sermaye akımlarından gelişen ülkeler de yararlanmış, gelişen ülkelere sermaye akımları 2001 yılında 73.5 milyar dolar iken 2007 yılında 627.5 milyar dolara kadar çıkmıştır. Aynı dönemde ABD doları diğer tüm para birimleri karşısında değer kaybetmiştir.

Dünya ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan büyüme dönemi gayrimenkul sektörünü de büyüme yönünde etkilemiştir. Hem konut sektörü hem de ticari gayrimenkul sektörü hızlı bir genişleme göstermiştir.

Konut sektöründe öncelikle finansman olanakları genişlemiş ve gelişmiş ülkelerde ipotekli konut finansman sistemi hızlı büyümüştür. ABD'de 2001 yılında 7.4 trilyon dolar olan ipotekli konut kredisi stoku 2008 yılında 14.7 trilyon dolara, ipoteğe dayalı menkul kıymet stoku da 3.6 trilyon dolardan 8.9 trilyon dolara çıkmıştır. Avrupa ve Asya'da da ipotekli krediler ve ipoteğe dayalı menkul

kıymetler hızlı bir büyüme göstermiştir. İpotekli konut kredisi ve menkul kıymet faizlerinde gerileme sistemin genişlemesini hızlandırmıştır. Konut arzında ve satışlarında özellikle ABD'de çok hızlı bir büyüme yaşanmıştır. ABD ve diğer ülkelerde konut fiyatları hızlı bir sıçrama göstermiştir.

Genişleme döneminde ticari gayrimenkul sektörü de hızlı bir büyüme göstermiştir. Ekonomik büyüme dönemi ticari gayrimenkuller için kuvvetli ekonomik temeller oluşturmuş ve ticari gayrimenkul arzı ABD, Avrupa ve Asya-Pasifik'te genişlemiştir. Örneğin Avrupa'da 2001 yılında 102 milyon m<sup>2</sup> olan ofis alanı 2008 yılında 208 milyon m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır. Ticari gayrimenkul sektörüne kullanılan finansman olanakları da genişlemiş, özellikle menkul kıymetleştirme piyasası önemli bir işlev üstlenmiştir. Ticari gayrimenkullerin hem sermaye getirileri (değer artışı) hem de yatırım getirileri 2001-2007 yılları arasında yükselmiştir. Getirilerin büyük bölümü sermaye getirilerinden (değer artışı) sağlanmıştır.

Ticari gayrimenkul yatırımları bu dönemde diğer yatırım araçlarından daha yüksek getiriler sunmuştur. Ticari gayrimenkul pazarında yatırım yapılabilir stok 2002 yılında 8.7 trilyon dolar iken 2007 yılında 14.5 trilyon dolara, yatırım yapılmış stok büyüklüğü ise 5 trilyon dolardan 8.8 trilyon dolara yükselmiştir. Küresel ticari gayrimenkul yatırımları da özellikle sınır ötesi genişlemiş, 2007 yılında 759 milyar dolara çıkmıştır. Yatırım fonları, özel sermaye fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, ülke varlık fonları, emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcıların ticari gayrimenkul yatırımları önemli ölçüde genişlemiştir.

## **EKONOMİK KRİZ SONRASI YENİ DÖNEM VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Dünya ekonomisi 2001-2007 yılları arasında yaşadığı hızlı büyüme döneminin ardından 2008 yılında derin bir ekonomik kriz ile karşılaşmıştır. Ekonomik krizin etkileri ve alınan önlemlerin sonuçları ile birlikte ekonomide kriz sonrası yeni bir dönem oluşmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde yeni dönemin ekonomik koşulları incelenmekte ve gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörülerde bulunmaktadır. Yeni ekonomik dönem ve gayrimenkul sektörü için öngörüler 2014 yılına kadar orta vadeli bir perspektifi içermektedir.

2008 yılında yaşanan ekonomik kriz finansal sistematik kriz ile resesyonu birlikte içermekte olup 1975, 1982 ve 1991 krizlerinden daha derin ve daha uzun süreli olacağı öngörülmektedir. Küresel ölçekte yaşanan kriz karşısında dört başlıkta önlemler alınmış ve uygulanmaya konulmuştur. Bunlar gevşek para politikası, finansal kurumlara destekler, ekonomileri canlandırma paketleri ve düzenleyici önlemlerdir. Alınan önlemler ile birlikte 2009 yılında bozulmanın ve dalgalanmanın sona



erdireceği, 2010 yılında normalleşme ve iyileşme sağlanacağı, 2011 yılından itibaren ise sınırlı ve istikrarlı büyüme için uygun koşulların oluşturulacağı öngörülmektedir.

Ekonomik krizin etkileri ve alınan önlemler ile birlikte oluşacak yeni dönem iki aşamalı yaşanacaktır. 2009-2010 küçülme ve normalleşme, 2011-2014 ise istikrarlı ve sınırlı büyümeye geçiş aşamaları olacaktır. Yeni ekonomik dönemde gayrimenkul sektörü için daha belirleyici olan 2011-2014 dönemi olacaktır. 2011-2014 döneminde dünya ekonomisinde büyüme yıllık ortalama yüzde 3 olarak öngörülmektedir. Bu büyüme ile gayrimenkul sektörünü destekleyen ekonomik temeller de sınırlanmış olacaktır. Özel kullanılabilir gelir, özel tüketim harcamaları ve özel sektör faaliyetleri de daha sınırlı büyüyecektir. Dünya ticaretinin 2011-2014 arasında yüzde 6.4 büyüyeceği öngörülmektedir. Yeni dönemde finansal olanaklardaki genişleme ve sermaye akımları da daha sınırlı büyüyecektir.

Yeni ekonomik dönemde 2009-2010 yılları gayrimenkul sektörü için bir gerileme dönemi olacaktır. 2011-2014 yılları ise normalleşme ve yeniden gelişme dönemi olacaktır.

Krizde de neden olan konut finansman sistemindeki bozulma nedeni ile konut sektöründe iyileşme zaman alacaktır. ABD, Avrupa ve Japonya'daki bankaların ipotekli kredilerden kaynaklanacak geri dönmeyen alacakları 2007-2010 dönemi için 623 milyar dolar olarak öngörülmektedir. 2011-2012 yıllarında konut fiyatlarında artış başlangıcı yaşanacak, sınırlı arz karşısında artan bir talep oluşacaktır. 2013-2014 yıllarında ise konut piyasasında birbirini dengeleyerek artan bir arz ve talep ile sınırlı ve istikrarlı konut fiyat artışları öngörülmektedir.

Ticari gayrimenkul sektöründe gelişmeler 2009-2010 yıllarında önce bozulma ve sonra normalleşme, 2011-2014 yıllarında ise sınırlı ve istikrarlı artış yaşanacağı öngörülmektedir. 2011-2014 döneminde ticari gayrimenkul arzının sınırlı büyüyeceği, ticari gayrimenkul ihtiyacı ve talebinin sınırlı genişleyeceği, finansman olanaklarında yavaşlama, banka kredisi esaslı finansman, kaldıraç oranlarında küçülme, vadelerde kısalma, gayrimenkul getirilerinde ve özellikle sermaye getirilerinde sınırlanma ve sınır ötesi yatırımlarda sınırlı genişleme olacağı öngörülmektedir.

## **TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Türkiye ekonomisi 2001 yılında yaşadığı krizden sonra uyguladığı programlar ve politikalar ile önce bir normalleşme süreci yaşamış, ardından 2002-2006 yılları arasında hızlı bir büyüme göstermiştir. Dünya ekonomisindeki hızlı büyüme döneminin olumlu koşulları Türkiye'deki hızlı büyümeye katkı sağlamıştır. Türkiye dış tasarruflara ve dış ticarete dayalı bir büyüme göstermiştir.

Türkiye ekonomisi 2002-2006 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 7.5 büyümüş, aynı dönemde özel tüketim harcamaları yıllık ortalama yüzde 8., kişi başı gelirler yüzde 6 ve özel sektör sabit sermaye yatırımları yüzde 23 oranında genişlemiştir. Türkiye'nin dış ticaret hacmi 2002-2007 arasında yıllık ortalama yüzde 15 büyümüştür. Türkiye'de finansal olanaklar ve sermaye girişi hızla genişlemiştir. 2003-2008 arasında net sermaye girişi 138 milyar dolar olmuştur. Ekonomide enflasyon ve faizler de hızla gerilemiştir. Bütçe açıkları ve kamu kesimi borçlanma ihtiyacı önemli ölçüde azalmıştır. Milli gelir 2008 sonu itibarı ile 742 milyar dolara ve kişi başı gelir 10.436 dolara ulaşmıştır.

Türkiye ekonomisinde büyüme dönemi gayrimenkul sektörü için de uygun bir makro çevre ve koşullar yaratmıştır. Konut ve ticari gayrimenkul sektöründe aynı dönemde önemli bir büyüme gerçekleşmiştir. Konut sektöründe 2004-2008 döneminde konut arzı ve talebinde hızlı bir genişleme yaşanmıştır. Bu dönemde alınan konut yapı ruhsat izni sayısı 2.55 milyon olmuştur. Konut arz ve talebindeki genişlemenin itici gücü konut finansman sistemi ve konut kredileri olmuştur. Konut kredileri 2003 yılında 1.6 milyar TL iken 2008 sonunda 37.5 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Ticari gayrimenkul sektöründe 2001 sonrası yaşanan iyileşme ve büyüme döneminde ilk kez bir piyasa oluşmuştur. Ticari gayrimenkul arzında önemli bir genişleme yaşanmıştır. Türkiye genelinde AVM kiralanabilir alan büyüklüğü 2000 yılında 1.15 milyon m<sup>2</sup> iken, 2008 yılında 4.37 milyon m<sup>2</sup>'ye çıkmıştır. İstanbul'da ofis stoku 2001 yılında 1.27 milyon m<sup>2</sup> iken 2008 yılında 2.66 milyon m<sup>2</sup>'ye çıkmıştır. Sanayi ve özellikle lojistik alan stoku da genişlemiştir.

İstanbul Avrupa'nın en cazip ticari gayrimenkul pazarlarından biri haline gelmiştir. Alışveriş merkezleri, ofis ve lojistik alanlar göreceli olarak yüksek getiriler sunmaya başlamıştır. Ticari gayrimenkullere yönelik yabancı sermaye yatırımları ve piyasaya yabancı katılımı da genişlemiştir. Ticari gayrimenkul sektöründe bu dönemde önemli bir diğer gelişme finansman olanaklarındaki genişleme olmuştur. Sektörün kullandığı yurt içi banka kredileri 2003 yılında 1.9 milyar TL iken 2008 yılında 10.5 milyar TL, yurt dışı banka kredileri ise 4.1 milyar dolar iken 2008 yılında 18.5 milyar dolar olmuştur.

## **TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEM VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Türkiye ekonomisi küresel ölçekte yaşanan kriz ve kendi iç dinamiklerine bağlı olarak yeni bir ekonomik döneme girmektedir. Türkiye ekonomisi için yeni dönemde büyümenin koşulları ve

dinamikleri değişmektedir. Yeni dönemin temel koşulları ve dinamikleri dünya ekonomisinde daha yavaş büyüme, dış tasarruf kullanımında yavaşlama, iç tasarruf kullanımına bağımlılık, dış talepte yavaşlama, iç talebe bağlı büyüme ihtiyacı, daha düşük enflasyon ve faiz oranları, sermaye girişlerinde sınırlanma ve Türk Lirasının değerinde istikrar olacaktır.

Bu koşullar ve dinamikler çerçevesinde Türkiye ekonomisi temel büyüklüklerine ilişkin öngörülerde bulunmaktadır. Öngörüler 2014 yılına kadar orta vadeli bir perspektif içinde yapılmaktadır. 2009-2011 yılları için hükümetin Katılım Öncesi Ekonomi Programı ile revize ettiği hedefler kullanılmaktadır. 2012-2014 için ise Hükümetin revize varsayımları ile uyumlu öngörüler çalışma ekibi tarafından yapılmaktadır. 2009 yılı küçülme, 2010 yılı ise normalleşme yılı olacaktır. 2011-2014 yıllarının performansı gayrimenkul sektörü için daha belirleyici olacaktır.

2010-2014 yılları arasında ekonomik büyüme yıllık ortalama yüzde 4, kişi başı gelirden artış yıllık ortalama yüzde 3, özel tüketim harcamalarında büyüme yüzde 4 ve özel sektör sabit sermaye yatırımlarında genişleme yüzde 8 olarak öngörülmektedir. Türkiye ekonomisi bu öngörüler ile 2008 yılı büyüklüklerine tekrar 2014 yılında ulaşabilmektedir. Finansal olanaklarda yavaşlama, sermaye akımlarında yavaşlama, daha düşük enflasyon ve faiz oranları ile kamunun artacak borçlanma ihtiyacı mali göstergelere ilişkin öngörülerdir.

Yeni ekonomik dönemde gayrimenkul sektörü büyüme dönemine kıyasla daha sınırlı bir genişleme gösterecektir.

Konut sektöründe ekonomik gelişmelerden bağımsız olarak konut ihtiyacı devam edecektir. 2009-2014 yılları arasında konut ihtiyacı 3.28 milyon adet olacaktır. Hane halklarının gelir ve borçlanma kapasitesindeki zayıflama ve konut finansman sisteminde öngörülen göreceli sınırlı büyüme ile konut talebi daha sınırlı artacaktır. İlave konut arzı mevcut geniş konut stokunun eritilmesi ardından genişlemeye başlayacaktır. Konut finansman sistemi yeni dönemin ekonomik ve mali koşulları nedeniyle daha sınırlı büyüyecektir. Talep ve finansman tarafındaki zayıflama nedeniyle konut fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı olacaktır.

Ticari gayrimenkul sektörü için gelişmeyi belirleyen ekonomik temellerde yavaşlama öngörülmektedir. Bu yavaşlama öncelikle kullanıcıların ticari gayrimenkul talebini sınırlayacaktır. Ofis ve lojistik alan talebinde zayıflama daha sınırlı kalırken, AVM talebinde perakende sektörü-AVM ilişkileri belirleyici olacaktır. Ticari gayrimenkul arzında 2009-2010

yılında önemli bir yavaşlama olacaktır. Bu yıllarda özellikle AVM projelerinde erteleme ve ötelemeler yaşanacaktır. Ofis ve lojistik alan arzında daha sınırlı bir yavaşlama olacaktır.

Yeni ekonomik dönemde ticari gayrimenkul finansman olanakları sınırlanacaktır. Daha yüksek maliyetler, daha kısa vadeler, daha düşük kaldıraç oranları, daha yüksek öz kaynak ihtiyacı, riskten kaçış ve banka kredileri esaslı finansman olacaktır.

Ticari gayrimenkul getirilerinde de gerileme yaşanacaktır. Sermaye getirileri daha sınırlı gerileyecektir. Kira ve diğer gelirlerdeki gerilemeye bağlı olarak yatırım getirileri daha kuvvetli azalacaktır. Kiralarda aşağı yönlü baskı oluşacaktır.

Gayrimenkulde Avrupa'nın önde gelen yatırım şehirlerinin başında yer alan İstanbul gayrimenkul piyasası orta vade de cazibesini koruyacaktır. Getirilerdeki yavaşlamaya rağmen diğer şehirlere kıyasla yüksek getiriler sunmaya devam edilecektir. Küresel ölçekte gayrimenkullerin ucuzlaması ve finansman olanaklarının daralması olumsuz etkiler yaratacaktır.

## **EKONOMİK BÜYÜME VE KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARININ KARŞILAŞTIRILMASI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Çalışmanın son bölümünde ekonomik büyüme dönemi ile kriz sonrası dönemin koşulları karşılaştırılmakta ve yeni ekonomik dönemin koşulları içinde gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörüler sunulmaktadır.

İki dönem arasındaki en önemli ve belirgin ayırım yeni ekonomik dönemde büyümenin küresel ölçekte ve Türkiye'de daha düşük oranda gerçekleşecek olmasıdır.

Dünya'da 2002-2007 yılları arasında yüzde 5 olan yıllık ortalama büyüme 2011-2014 döneminde yüzde 3 olacaktır. Türkiye'de ise 2002-2006 arasında yüzde 7.5 olan yıllık ortalama büyüme 2010-2014 arasında yüzde 4.0 olacaktır. Büyüme oranındaki bu yavaşlama diğer tüm ekonomik göstergelerdeki büyümenin de bir önceki döneme göre yavaş gerçekleşmesine yol açacaktır. Bu çerçevede gayrimenkul sektörü de kriz sonrası dönemde yeni koşullar içinde daha sınırlı bir büyüme içinde olacaktır.

## I. Bölüm

# DÜNYA EKONOMİSİNDE GENİŞLEME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

## GİRİŞ

Çalışmanın birinci bölümünde dünya ekonomisinde genişleme dönemi ve gayrimenkul sektörü incelenmekte ve değerlendirilmektedir. Dünya ekonomisi 2002 yılından itibaren hızlı bir büyüme ve genişleme dönemine girmiştir. Bu genişleme 2008 yılında yaşanan küresel krize kadar sürmüştür. Genişleme döneminden gayrimenkul sektörü de olumlu etkilenmiş ve sektör küresel ölçekte önemli bir büyüme ve derinleşme göstermiştir.

Bu çerçevede çalışmanın ilk bölümünde dünya ekonomisinde 2002 yılından itibaren başlayan hızlı genişleme döneminde oluşan makro ekonomik koşullar ve bu koşulların gayrimenkul sektöründe konut ve ticari gayrimenkul alanlarına etkileri ve sonuçları ayrıntılı olarak incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

## I.1 DÜNYA EKONOMİSİNDE GENİŞLEME DÖNEMİ

Dünya ekonomisinde genişleme dönemi; Küresel Ekonomide Genişletici Para Politikaları, Dünya Ekonomisinde Hızlı Büyüme 2002-2007, Gelişmiş Ülkelerde Özel Tüketim Harcamalarında Genişleme, Dünya Ticaretinde Hızlı Büyüme, Küresel Finansal Aktiflerde Genişleme, Küresel Sermaye Akımlarında Genişleme, ABD Doları Ve Diğer Para Birimlerinin Değeri başlıkları altında incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

### I.1.1 KÜRESEL EKONOMİDE GENİŞLETİCİ PARA POLİTİKALARI

Dünya ekonomisi 1990'lı yıllarda küreselleşmenin tüm unsurlarının genişlediği ve derinleştiği bir dönemi yaşamıştır. Özellikle finansal bütünleşmenin yaşandığı bu

dönemde küreselleşme gelişmiş ülkeler yanı sıra gelişen ülkeleri de (emerging and developing countries) etkilemeye başlamıştır.

Gelişmiş ve gelişen ülkelerin ekonomileri ve piyasaları artan oranda dışa açık hale gelmeye başlamış ve birbirlerine olan bağımlılıkları hızla yükselmiştir. Küreselleşmenin hızlanması dünya ekonomisindeki büyümeye de ivme kazandırmıştır.

Dünya ekonomisinde hızlanan küreselleşme dönemi 1997 yılında önemli bir kriz ile karşı karşıya kalmıştır. 1997 yılında Asya-Pasifik bölgesinde yer alan gelişen ülkeler derin bir finansal kriz ile karşılaşmışlar ve kriz hızla reel ekonomik kriz haline dönüşmüştür.

Asya-Pasifik bölgesinde gelişen ülkelerin yaşadığı kriz küresel ölçekte tüm gelişen ülkeleri zincirleme olumsuz etkilemiştir. 1998 yılında Rusya moratoryum ilan etmiş, onu Brezilya, Meksika ve Arjantin krizleri izlemiştir.

Gelişen ülkelerin karşılaştıkları bu finansal ve ekonomik kriz dünya ekonomisi geneline yayılmış ve küresel ölçekte önemli bir durgunluğa yol açmıştır. Küresel ölçekte bir talep daralması yaşanmaya başlamıştır.

Küresel ölçekte yaşanan talep daralması ve yavaşlamanın giderek kalıcı hale gelmeye başlaması karşısında gelişmiş ülkeler içinde ABD 2001 yılında radikal bir politika seti değişikliğine gitmiştir. ABD küresel ölçekte daralan talebi yeniden canlandırmak ve efektif talep açığını kapatmak için genişletici para ve maliye politikalarını benimsemiştir.

Genişletici para politikalarının temelinde ABD Merkez Bankası FED'in uygulamaları bulunmaktadır. FED 2000 yılı sonunda yüzde 6.50 olan politika faizlerini 2001 sonunda yüzde 1.75'e, 2002 yılında yüzde 1.25'e ve 2003 yılında yüzde 1.0'e indirmiştir. Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankaları da aynı dönemde faiz oranlarını daha sınırlı ölçülerde olmak üzere indirmişlerdir. 1991 yılından beri resesyon içinde bulunan Japonya Merkez Bankası ise yüzde 0.25 olan faiz oranlarını 2001 yılında sifıra çekmiştir.

ABD, Japonya ve İngiltere gevşek para politikalarını gevşek maliye politikaları ile desteklemiştir. Tek para birimi Euro'yu tedavüle çıkarmaya hazırlanan Avrupa Birliği ise sıkı para politikalarından ödün vermemiştir.

Genişletici para ve maliye politikalarının uygulandığı 2001-2002-2003 yıllarında dünya ekonomisinde karşılaşılan talep daralmasının önlenmesi ve ekonomilerin canlandırılması hedefine fazlası ile ulaşılmıştır. Buna ilave olarak küresel ölçekte hızla genişleyen ucuz bir dolar likiditesi oluşmaya başlamıştır. Dolar arzındaki ve likiditesindeki genişleme ve dolar faizlerinin gerilemesi ile birlikte dolar diğer tüm gelişmiş ve gelişen ülke para birimleri karşısında değer kaybetmeye başlamıştır.

Genişletici para politikası, genişleyen dolar likiditesi ve düşük faiz oranları ile birlikte zaman zaman negatif faiz oranları oluşmuş, finansal aktiflerde krediler başta olmak üzere hızlı bir genişleme yaşanmış, finansal aktiflerin ve diğer varlıkların fiyatları artmış ve sınır ötesi sermaye hareketleri de hızla genişlemiştir.

**TABLO.1 GELİŞMİŞ ÜLKELERİN MERKEZ BANKALARI FAİZ ORANLARI**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ABD MERKEZ BANKASI FED	6.50	1.75	1.25	1.00	2.00	4.00	5.25	4.25	0.25
AVRUPA MERKEZ BANKASI AMB		3.25	2.75	2.00	2.00	2.25	3.25	4.00	2.50
JAPONYA MERKEZ BANKASI JOB	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.10
İNGİLTERE MERKEZ BANKASI BOE	6.00	4.00	4.00	3.75	4.75	4.50	5.00	5.50	2.00

KAYNAK: MERKEZ BANKALARI YILLIK RAPORLARI

### 1.1.2 DÜNYA EKONOMİSİNDE HIZLI BÜYÜME 2002-2007

Gelişmiş ülkelerin 2001 yılından itibaren ABD öncülüğünde uyguladığı genişletici para ve maliye politikaları ile birlikte dünya ekonomisi 2002 yılından itibaren canlanmaya başlamış, 2003 yılında büyüme hızlanmış ve dünya ekonomisi 2004-2007 yılları arasında daha önce görünmeyen çok hızlı bir büyüme yaşamıştır. Büyüme 2006 yılında yüzde 5'e kadar yükselmiştir.

Ekonomik büyüme küresel ölçekte yayılmış hem gelişmiş ülkeler, hem de gelişen ülkeler bu dönemde çok hızlı bir ekonomik büyüme yaşamışlardır. Gelişmiş ülkeler yüzde 3 ve üzerinde büyümeler gösterirken, gelişen ülkelerde büyüme yıllık ortalama yüzde 8'lere yaklaşmış, 2006 yılında yüzde 7.8 ve 2007 yılında yüzde 7.9'a ulaşmıştır.

Dünya ekonomisinde yaşanan bu hızlı büyüme ile birlikte 2002 yılında 31.7 trilyon dolar olan dünyanın toplam geliri, 2004 yılında 41.7 trilyon dolar, 2006 yılında 48.8 trilyon dolar ve 2008 yılında ise 60.7 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Dünya ekonomisinde hızlı büyüme ve gelir artışı ile birlikte çok geniş bir kişi başı gelir, satın alma gücü ve bunların desteklediği efektif talep yaratılmıştır.

Dünya genelinde gelir, kişi başı gelir ve satın alma gücünde yaşanan genişleme ile birlikte aynı dönemde hane halklarının özel tüketim harcamaları, hane halklarının perakende harcamaları, hane halklarının duran varlık yatırımları (konut vb) ile hane halklarının finansal borçlanma kapasiteleri de önemli ölçüde genişlemiştir.

**TABLO.2 DÜNYA EKONOMİSİ BÜYÜME 2000-2008**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DÜNYA EKONOMİSİ BÜYÜME %	2.2	2.8	3.6	4.9	4.4	5.0	4.9	3.2
GELİŞMİŞ ÜLKELER BÜYÜME %	1.2	1.6	1.9	3.2	2.6	3.0	2.6	0.9
GELİŞEN ÜLKELER BÜYÜME %	3.8	4.7	6.2	7.5	7.4	7.8	7.9	6.1
DÜNYA GELİR MİLYAR DOLAR	31.707	32.988	37.087	41.728	45.090	48.761	54.841	60.690

KAYNAK: IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009, APRIL 2009

### I.1.3 GELİŞMİŞ ÜLKELERDE ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARINDA GENİŞLEME

2001 yılından sonra uygulanan genişletici para ve maliye politikaları ile birlikte dünya ekonomisi hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. Bu hızlı büyüme sürecinin itici gücü gelişmiş ülkelerdeki özel tüketim harcamalarında yaşanan genişlemedir.

Gelişmiş ülkelerde gelir artışları, ucuz ve bol borçlanma olanakları, finansal borçlanma kapasitelerindeki genişleme ve sahip oldukları varlıkların fiyatlarında yaşanan genişlemenin yarattığı servet etkisi ile hane halklarının tüketim eğilimleri ve özel tüketim harcamaları artmıştır.

Gelişmiş ülkelerde hane halklarının özel tüketim harcamalarındaki bu genişleme öncelikle gelişmiş ülkelerin iç talebini canlandırmıştır. Ayrıca ithalat ile gelen mallara yönelik tüketim harcamalarındaki genişleme yoluyla gelişmiş ülkelere ihracat yapan gelişen ülkeler için hızla genişleyen dış talep yaratılmıştır.

Böylece gelişmiş ülkelerin özel tüketim harcamalarındaki genişleme hem gelişmiş ülkelerin hem de gelişen ülkelerin ekonomik büyümesi için belirleyici ve itici güç olmuştur.



**TABLO.3 DÜNYA ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI YILLIK YÜZDE DEĞİŞİM**

ÜLKELER	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GELİŞMİŞ ÜLKELER	2.4	2.3	1.9	2.8	2.5	2.7	2.5	0.6
ABD	2.5	2.7	2.8	3.6	3.0	3.0	2.8	0.2
EURO BÖLGESİ	2.0	0.9	1.2	1.6	1.8	2.0	1.6	0.5
JAPONYA	1.6	1.1	0.4	1.6	1.3	1.5	0.7	0.5
İNGİLTERE	3.1	3.5	3.0	2.9	1.9	2.1	3.1	1.4
DIĞER GELİŞMİŞ ÜLKELER	2.8	4.0	1.5	3.6	3.5	3.7	4.4	1.2

KAYNAK: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009, APRIL 2009

### I.1.4 DÜNYA TİCARETİNDE HIZLI BÜYÜME

2001 yılından sonra uygulanmaya başlanan genişletici para ve maliye politikaları ile birlikte özel tüketim harcamalarının genişlemesi ve buna dayalı hızlanan büyüme dünya ticaretinde de hızlı bir genişlemeye yol açmıştır.

Dünya Ticaret Örgütü nezdinde dünya ticaretinde 2005 yılı başından itibaren sağlanan kotasız veya serbest ticaret olanakları da dünya ticaretindeki genişlemenin bir diğer ana belirleyicisi olmuştur.

Özel tüketim harcamalarındaki büyüme, dolar likiditelerinde genişleme, ucuz finansman olanakları (ticaretin finansmanı) ile serbest ticaret olanaklarının birleşmesi sonucu dünya ticareti hızla genişlemeye başlamış ve bu genişleme dünya ekonomisindeki büyümeyi de beslemiştir. Gelişmiş ülkelerin özel tüketim harcamalarındaki büyümeye bağlı ithalatlarında, buna karşın gelişen ülkelerin gelişmiş ülkelere yönelik ihracatında artış hem dünya ticaretini genişletmiş, hem de dünya ekonomisindeki büyümeyi (gelişen ülkeler ihracata dayalı büyüyor) hızlandırmıştır.

Küresel ölçekte hem mal ticareti hem hizmet ticareti hızlı bir büyüme göstermiştir. Dünya mal ticareti 2001 yılında 6.1 trilyon dolar iken 2008 yılında 15.9 trilyon dolara çıkmıştır. Hizmet ticareti ise 2001 yılında 1.5 trilyon dolar iken, 2008 yılında 3.9 trilyon dolara yükselmiştir.

Dünya ticaretindeki bu hızlı genişleme ticarete konu olan mallara ve bu malların üretiminde kullanılan girdi mallara talebi arttırmış, talepteki bu genişleme ile birlikte nihai ve ara malların fiyatlarında da önemli bir artış meydana gelmiştir. Dünya ticaretine konu

olan imalat sanayi ürünleri, enerji ürünleri, metaller, gıda ve diğer hammadde-emtia fiyatlarında tarihi artışlar yaşanmıştır. Fiyat artışları ile dünya ticaretinin değer ile ölçülen büyümesi daha hızlı gerçekleşmiştir.

Dünya ticaretinde 2002-2008 yılları arasında yaşanan hızlı genişleme, de-endüstrilizasyon (sanayi üretim yerlerinde değişim-parçalanma) pazarların çeşitlenmesi, tüketici talepleri ve eğilimlerindeki değişimlere bağlı olarak yeni sanayi alanları ve bölgeleri gelişmeye başlamış, taşımacılık, dağıtım, lojistik ve perakende işlerde ise hızlı bir büyüme yaşanmaya başlamıştır.

Ticaretteki serbestleşme, tüketicilerin pazar bilgilerine ve ürünlere ulaşımında sağlanan kolaylıklar ve artış, şirketlerin artan iç ve dış rekabet ile karşılaşmaları sonucu tedarik-üretim-pazarlama-dağıtım süreçlerinde hızlı bir değişim başlamış ve bu süreçte üretimin yeri (sanayi bölgeleri) ve pazara ulaşım (lojistik-dağıtım) en kritik unsurlar haline gelmiştir.

**TABLO.4 DÜNYA TİCARETİ 2001-2008**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
MAL VE HİZMET TİCARETİ MİKTAR BÜYÜME %	0.3	3.5	5.4	10.7	7.6	9.2	6.8	3.3
MAL TİCARETİ MİKTAR BÜYÜME %	-0.4	3.7	6.3	11.0	7.5	9.3	6.6	3.2
MAL VE HİZMET TİCARETİ MİLYAR DOLAR	7.615	7.995	9.312	11.304	12.840	14.774	17.149	19.694
MAL TİCARETİ MİLYAR DOLAR	6.078	6.356	7.428	9.023	10.294	11.907	13.738	15.875
İMALAT SANAYİ ÜRÜNLERİ FİYAT DEĞİŞİMİ %	-3.4	2.1	14.4	9.5	3.6	3.7	8.8	9.6
PETROL VE ÜRÜNLERİ FİYAT DEĞİŞİMİ %	-13.8	2.5	15.8	30.7	41.3	20.5	10.7	36.4
GIDA ÜRÜNLERİ FİYAT DEĞİŞİMİ %	-2.0	3.5	6.3	14.0	-0.9	10.5	15.2	23.4
METALLER FİYAT DEĞİŞİMİ %	-10.3	-3.5	11.8	34.6	22.4	56.2	17.4	-8.0

KAYNAK: DÜNYA TİCARET ÖRGÜTÜ, ULUSLARARASI TİCARET İSTATİSTİKLERİ

### 1.1.5 KÜRESEL FİNANSAL AKTİFLERDE GENİŞLEME

Gelişmiş ülkelerin ve özellikle ABD'nin 2001 yılından itibaren uygulamaya başladığı genişletici para politikaları ve çok düşük faiz oranları ile birlikte küresel finansal aktiflerde de hızlı bir genişleme yaşanmaya başlamıştır.

Ucuz ve bol likidite nedeni ile finansal sektörlerden kredi ve menkul kıymet ihracı yoluyla borçlanmalar hızla genişlemiştir. Faiz oranlarındaki gerilemeye bağlı finansal aktiflerin değerlerinde de artış yaşanmış ve finansal varlıkların büyüklükleri düşmeye başlamıştır.

Hızlı ekonomik büyüme ile birlikte şirket karlılıkları genişlemeye, hisse senedi fiyatları artmaya başlamış, bu da yeni hisse senedi ihraçlarını cazip hale getirmiştir.

Ekonomik büyümeye bağlı olarak hane halklarının gelirlerinde ve şirket karlılıklarındaki artışlar hane halkları ve şirketlerin tasarruf ve borçlanma kapasitelerini kuvvetlendirmiştir. Hane halkı ve şirketlerin tasarrufları ve ilave borçlanmaları finansal aktiflerin genişlemesini hızlandırmıştır.

Tüm bu gelişmeler çerçevesinde 2001 yılında 92 trilyon dolar olan küresel finansal aktiflerin değeri, 2007 yılında 184 trilyon dolara ulaşmıştır. Finansal aktifler içinde hisse senetleri, özel sektör sabit getirili menkul kıymetleri, kamu menkul kıymetleri ve mevduatların tamamında önemli genişlemeler yaşanmıştır.

**TABLO.5 KÜRESEL FİNANSAL AKTİFLER 2001-2007 TRİLYON DOLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOPLAM FİNANSAL AKTİFLER	92	96	117	134	142	167	184
HİSSE SENETLERİ	28	24	32	38	44	54	58
ÖZEL SEKTÖR SABİT GETİRLİ MENKUL KIYMETLER	23	26	30	34	36	43	48
KAMU MENKUL KIYMETLERİ	14	17	20	24	24	26	28
BANKA MEVDUATLARI	26	30	34	38	39	45	50

KAYNAK: IMF, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT 2009, APRIL 2009

### 1.1.6 KÜRESEL SERMAYE AKIMLARINDA GENİŞLEME

Dünya ekonomisinde 2001 yılından itibaren uygulamaya başlanan gevşek para ve maliye politikalarının en önemli sonuçlarından biri küresel ölçekte sınır ötesi sermaye akımlarında yaşanan genişlemedir.

2001 yılında toplam 3.7 trilyon dolar olan sınır ötesi sermaye akımları 2007 yılında 9.5 trilyon dolara ulaşmıştır. Sermaye akımlarının 2007 yılı dağılımına bakıldığında sınır ötesi kredi ve mevduatlar 4.0 trilyon dolar ile ilk sırayı almaktadır. Sabit getirili menkul kıymetlere (kamu ve özel) sermaye akımları toplamı 2.8 trilyon dolardır. Doğrudan sermaye yatırımları 1.5 trilyon dolar ve hisse senedi yatırımları ise 1.2 trilyon dolardır.

Küresel sermaye akımlarındaki genişleme ile birlikte finansman olanakları küresel ölçekte yayılmakta ve tasarruf açıklarını kapatmaktadır. Finansman kuruluşları ve reel

sektör şirketleri sınır ötesi finansman olanaklarından yararlanabilmektedir. Böylece finansman ihtiyaçları ve açıkları karşılanabilmektedir.

Küresel sermaye akımları ile birlikte finansman olanaklarının genişlemesi faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini düşürmekte, ilave borçlanma olanakları yaratmakta, doğrudan sermaye yatırımları, satın alma ve birleşmeler, portföy yatırımları gibi doğrudan varlıklara yönelik finansman akımları ile bu varlıkların talebi ve fiyatları artmaktadır.

**TABLO.6 KÜRESEL SERMAYE AKIMLARI 2001-2007 TRİLYON DOLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOPLAM SERMAYE AKIMI	3.7	3.0	4.0	5.5	6.9	8.2	9.5
DOĞRUDAN SERMAYE YATIRIMLARI	1.0	0.9	0.7	0.8	1.1	1.3	1.5
HISSE SENEDİ YATIRIMLARI	0.7	0.2	0.5	0.5	1.0	0.9	1.2
SABİT GETİRLİ MENKUL KIYMET YATIRIMLARI	1.0	1.0	1.4	2.0	2.2	2.5	2.8
KREDİ VE MEVDUAT	1.0	0.9	1.4	2.2	2.7	3.5	4.0

KAYNAK: IMF, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT 2009, APRIL 2009

Küresel ölçekte sermaye hareketleri sadece gelişmiş ülkelere değil gelişen ülkelere yönelik olarak da genişlemektedir. Gelişen ülkelerin ekonomik ve finansal olarak dünya ekonomisi ve finansal sistemi ile bütünleşmesi hızlandıkça bu ülkelere yönelik sermaye akımları da genişlemektedir.

Gelişen ülkelerin hızlı ekonomik büyümeleri ve ekonomik büyüme potansiyelleri küresel sermaye için önemli fırsatlar ve getiriler sunmaktadır. Gelişen ülkelere yönelik sermaye akımları 2001 yılında 73.5 milyar dolar iken 2007 yılında 617.5 milyar dolar kadar ulaşmıştır.

Gelişen ülkelere yönelik sermaye akımları doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve krediler şeklinde gerçekleşmektedir. Sermaye akımları genişledikçe gelişen ülkelerde yerel para birimi güçlenmekte, faiz oranları gerilemekte, varlık fiyatları ise artmaktadır.

**TABLO.7 GELİŞEN ÜLKELERE NET ÖZEL SERMAYE AKIMLARI 2001-2008 MİLYAR DOLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
TOPLAM	73.5	54.0	154.2	222.0	226.8	202.8	617.5	109.3
DOĞRUDAN YATIRIM	180.5	144.4	161.3	183.9	243.7	241.4	359.0	459.3
PORTFÖY YATIRIM	-76.9	-86.4	-86.4	10.0	-5.6	-100.7	39.5	-155.2
DIĞER SERMAYE	-30.1	-4.1	-4.1	28.0	-11.3	62.2	219.2	-194.6

KAYNAK: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009, APRIL 2009

### 1.1.7 ABD DOLARI VE DİĞER PARA BİRİMLERİNİN DEĞERİ

Dünya ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan ekonomik gelişmelerin temelinde ABD'nin uyguladığı para politikası bulunmaktadır. ABD'nin izlediği para politikası küresel ölçekte dolar arzını ve likiditesini önemli ölçüde genişletmiştir.

Bu politikanın doğal bir sonucu olarak ABD doları 2002 yılından itibaren tüm diğer gelişmiş ve gelişen ülke para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. Değer kaybı küresel krizin tetiklendiği 2008 yılı Eylül ayına kadar sürmüştür.

Doların değer kaybetmesi ile birlikte ABD dışındaki diğer tüm ülkelerin ekonomik büyüklükleri ve varlık değerleri dolar cinsinden ölçüldüğünde artmıştır. Bu öncelikle ülkelerin milli gelirlerindeki artıştan başlamıştır. Ülke paralarının dolar karşısında değer kazanması ile birlikte ülkelerin dolar cinsi milli gelirleri reel büyümenin daha üzerinde genişlemiştir. Bu nedenle diğer ülkelerin şirketleri ve hane halklarının gelirleri ve servetleri dolar cinsinden hesaplandığında şişmiş, varlık fiyatları ve değerleri de yine dolar cinsinden şişmiştir.

Dolar cinsinden gelirlerin, servetlerin ve varlıkların ölçülmesinde oluşan bu şişme yine dolar cinsinden ilave bir servet etkisi yaratmış, bu servet etkisine dayalı olarak borçlanmalar artmış ve yine servet etkisine dayalı tüketimdeki genişleme ekonomik büyümeyi hızlandırmıştır.

**TABLO.8 ABD DOLARI VE DİĞER PARA BİRİMLERİNİN DEĞERLERİ**

	2002 ARALIK	2008 EYLÜL
EURO / DOLAR	1.04	1.42
STERLIN / DOLAR	1.62	1.79
ÇİN YUAN	8.28	6.79
G.KORE WON	1186.3	1206.3
HINDİSTAN RUPE	48.00	45.93
MACAR FORINT	225.2	168.8
RUSYA RUBLE	31.78	25.70
UKRAYNA HRYVN	5.33	5.08
POLONYA ZLOTY	3.84	2.37
BREZİLYA REAL	3.54	1.80
TÜRK LIRASI	1.61	1.26
DOLAR/YEN	118.67	105.28

KAYNAK: IMF, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT 2009, APRIL 2009

## I.2 GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI

Dünya ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan gelişme dönemi yukarıda ayrıntılı olarak incelenmiş ve değerlendirilmiştir. Bu dönemin koşullarının gayrimenkul sektöründe konut ve ticari gayrimenkulleri etkileme kanalları aşağıda sunulmaktadır. Etkileme kanalları dönemin belirleyici koşulları olan genişletici para politikası, hızlı ekonomik büyüme, dünya mal ve hizmet ticaretinde genişleme, finansal olanaklarda genişleme, küresel sermaye akımlarında genişleme ve doların diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesi başlıkları ile değerlendirilmektedir.

GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI		
GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
GENİŞLETİCİ PARA POLİTİKASI DÜŞÜK FAİZ ORANLARI BOL VE UCUZ DOLAR LİKİDİTESİ FINANSAL AKTİFLERDE GENİŞLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FİYATLARDA ARTIŞ</li> <li>● FINANSMAN MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> <li>● KONUT KREDİLERİNDE GENİŞLEME</li> <li>● MENKUL KIYMETLEŞTİRME OLANAKLARINDA GENİŞLEME, MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> <li>● HANE HALKLARI BORÇLANMA İŞTAHINDA ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● DEĞERLERDE ARTIŞ (SERMAYE GETİRİLERİNDE ARTIŞ)</li> <li>● FINANSMAN MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> <li>● YATIRIMIN FINANSMANINDA GENİŞLEME</li> <li>● FINANSMAN KALDIRAÇ ORANLARINDA ARTIŞ</li> <li>● MENKUL KIYMETLENDİRME OLANAKLARINDA GENİŞLEME, MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> <li>● SINIR İÇİ VE SINIR ÖTESİ YATIRIMLARDA GENİŞLEME</li> </ul>
HIZLI EKONOMİK BÜYÜME MİLLİ GELİR, KİŞİ BAŞI GELİRLER, HANE HALKI GELİRLERİNDE ARTIŞ DOLAR CİNSİ SATIN ALMA GÜCÜNDE ARTIŞ (DOLARIN DEĞER KAYBI İLE)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT TALEBİNDE ARTIŞ</li> <li>● KONUT KREDİSİ KULLANMA VE BORÇ GERİ ÖDEME KAPASİTESİNDE ARTIŞ</li> <li>● KONUT KREDİSİ TALEBİNDE ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI VE PERAKENDE HARCAMALARDA GENİŞLEME</li> <li>● ALIŞVERİŞ MERKEZİ VE DİĞER PERAKENDE BİRİMLERİNİN ARZ VE TALEBİNDE GENİŞLEME</li> <li>● SANAYİ BÖLGELERİ TALEBİNDE GENİŞLEME</li> </ul>
DÜNYA MAL VE HİZMET TİCARETİNDE GENİŞLEME DE-ENDÜSTRİLİZASYON TEDARİK-ÜRETİM-PAZARLAMA-DAĞITIM ZİNCİRİNDE DEĞİŞİM		<ul style="list-style-type: none"> <li>● SANAYİ BÖLGELERİ TALEBİNDE GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK HİZMETLERİNDE GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK ALAN TALEBİNDE GENİŞLEME VE ÇEŞİTLENME</li> <li>● OFİS BİNALARI TALEBİNDE GENİŞLEME</li> </ul>

**GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI**

GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
FINANSAL OLANAKLARDA GENİŞLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT FINANSMAN SİSTEMİ OLANAKLARINDA GENİŞLEME</li> <li>● FINANSMAN KURUMLARI ARASI ARTAN REKABET VE KREDİ MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> <li>● İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİNİ MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE TÜREV OLANAKLARDA GENİŞLEME</li> <li>● KONUT FİYATLARINDA ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL FINANSMAN OLANAKLARINDA GENİŞLEME</li> <li>● YATIRIMLARIN FINANSMAN OLANAKLARINDA GENİŞLEME VE YATIRIM İŞTAHINDA ARTIŞ</li> <li>● MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE TÜREV OLANAKLARDA GENİŞLEME</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL DEĞERLERİNDE ARTIŞ</li> <li>● KURUMSAL YATIRIMLARDA GENİŞLEME</li> </ul>
KÜRESEL SERMAYE AKIMLARINDA GENİŞLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT FINANSMAN SİSTEMLERİNDE GENİŞLEME (SINIR ÖTESİ RE FINANSMAN İLE)</li> <li>● KONUT KREDİSİ MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● SINIR ÖTESİ YATIRIMLARDA (SATIN ALMALAR) GENİŞLEME</li> <li>● TALEP VE DEĞER ARTIŞLARI (SERMAYE GETİRİLERİ ARTIŞI)</li> <li>● SATIN ALMA VE SIFIRDAN YATIRIM FINANSMAN OLANAKLARINDA GENİŞLEME</li> <li>● KALDIRAÇ ORANLARINDA ARTIŞ</li> </ul>
DOLARIN DIĞER PARA BİRLERİ KARŞISINDA DEĞER KAYBETMESİ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ABD DIŞINDAKİ KONUTLARIN DOLAR CİNSİ FİYATLARINDA ARTIŞ</li> <li>● DIĞER PARA BİRLERİ İLE ABD KONUTLARINI SATIN ALMA GÜCÜNÜN ARTMASI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● DIĞER PARA BİRLERİ İLE ABD'DE TİCARİ GAYRİMENKUL SATIN ALMA GÜCÜNÜN ARTMASI</li> <li>● ABD DIŞINDAKİ TİCARİ GAYRİMENKULLERİN DOLAR CİNSİ FİYATLARINDA ARTIŞ (VARLIK VE SERVET ARTIŞ ETKİSİ)</li> <li>● ABD DIŞINDAKİ ÜLKELERİN EKONOMİK GÖSTERGELERİNİN DOLAR CİNSİNDEN ŞİŞMESİ (ÖRNEK PERAKENDE HARCAMA)</li> </ul>

**I.3 GENİŞLEME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Dünya ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan ve daha önceki dönemlerin çok üzerinde gerçekleşen genişleme ve büyüme tüm sektörleri olduğu gibi gayrimenkul sektörünü de olumlu etkilemiştir. Yeni dönemin ekonomik koşulları gayrimenkul sektörü için de temel gelişme dinamiklerini oluşturmuştur.

Bu çerçevede dünya ekonomisindeki genişleme döneminin gayrimenkul sektörüne etkileri konut ve ticari gayrimenkuller için olmak üzere ayrı ayrı incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

### **I.3.1 GENİŞLEME DÖNEMİ VE KONUT SEKTÖRÜ**

2001 yılından sonra dünya ekonomisinde yaşanan genişleme dönemi gayrimenkul sektörü içinde öncelikle konut sektörünü etkilemiştir. Genişleme döneminde ipoteğe dayalı finansman sisteminde ve kredilerinde hızlı bir genişleme yaşanmış, konut kredileri kullanımı ve konut talebi artmış ve konut fiyatları da yükselmiştir.

Ekonomideki genişleme döneminde konut sektöründe yaşanan büyüme sürdürülemez bir finansal balon ortaya çıkarmaya başlamış ve küresel finansal ve ekonomik krizin temelini de ABD'deki ipotekli konut finansman sisteminde başlayan kriz oluşturmuştur.

Bu nedenle küresel kriz ve sonrasındaki döneme ilişkin sağlıklı öngörüler yapılabilmesi için hızlı büyüme dönemindeki ekonomik koşullar ile konut sektörü arasındaki etkileşim ve ilişkiler iyi analiz edilmeli ve değerlendirilmelidir.

#### **I.3.1.1 İpotekli Konut Finansman Sisteminde Büyüme**

Ekonomik büyüme döneminin temel politikaları gevşek para politikası ve düşük faiz oranları olmuş, bu politikalar ile dolar arzı ve likiditesi genişlemiş, finansman olanakları artmış, finansman ve borçlanma maliyetleri ise gerilemiş ve zaman zaman negatif faiz oranları (enflasyondan arındırılmış) ile borçlanılmıştır.

Finansal olanaklar ile ilgili olarak oluşan bu koşullar nedeni ile ekonomik büyüme döneminin konut sektörü üzerindeki ilk doğrudan etkisi ipotekli konut finansmanı arzında, talebinde ve kullanımında görülen hızlı artış olmuştur.

İpotekli konut finansmanı üç piyasadandır oluşmaktadır. Bunlardan ilki doğrudan hane halklarına ipotekli konut kredisi kullandıran birincil piyasalardır. İkincisi kamu otoritelerinin hane halklarına kullandırılan kredilere karşı özel finansman kurumlarına



refinansman sağladıkları ikincil piyasalardır. Üçüncüsü ise hane halklarına kullandırılan ipotekli konut kredilerine dayalı olarak menkul kıymetlerin ihraç edildiği ve refinansman sağlanan ikincil piyasalardır.

Ekonomik büyüme döneminde ipotekli konut finansman sisteminin bütününde ve ayrı ayrı birincil ve ikincil piyasalarda hızlı bir genişleme yaşanmıştır.

ABD'de ve Avrupa'da ipotekli konut kredisi stoku 2001 yılından sonra 2002 yılından itibaren hızla genişlemiştir. ABD'de ipotekli gayrimenkul kredisi stoku (Tablo.9) 2001 yılında 7.4 trilyon dolar iken, 2008 yılı üçüncü çeyreğinde 14.7 trilyon dolara ulaşmıştır. İpotekli gayrimenkul kredisi stoku 7 yılda iki katına ulaşmıştır.

**TABLO.9 ABD İPOTEKLİ GAYRİMENKUL KREDİSİ STOKU MİLYAR DOLAR**

YILLAR	TOPLAM	ÖZEL FİNANSMAN KURUMLARI	İPOTEKLİ FİNANSMAN KAMU KURUMLARI	İPOTEKLİ FİNANSMAN ORTAK. VE FONLARI	DİĞER İPOTEKLİ FİNANSMAN YETKİLİ KURUMLARI
2001	7.421	2.791	373	3.544	713
2002	8.242	3.089	434	3.956	765
2003	9.235	3.387	537	4.456	854
2004	10.663	3.926	704	4.830	1.203
2005	12.101	4.396	667	5.684	1.354
2006	13.489	4.781	689	6.607	1.412
2007	14.568	5.067	726	7.414	1.361
2008/Q3	14.724	5.039	755	7.581	1.349

KAYNAK: FEDERAL RESERVE BOARD, ABD

ÖZEL FİNANSMAN KURUMLARI: Ticari Bankalar, Tasarruf Kurumları, Hayat Sigortası Şirketleri

İPOTEKLİ FİNANSMAN KAMU KURUMLARI: Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation

İPOTEKLİ FİNANSMAN ORTAKLIKLARI VE FONLARI: Government National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Federal National Mortgage Associations, Private Mortgage Corporation

DİĞER İPOTEKLİ FİNANSMAN YETKİLİ KURUMLARI: İpotek Finansman Şirketleri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kredi Birlikleri, Finansman Şirketleri, Emeklilik Fonları.

ABD'de ipotekli gayrimenkul finansman sisteminde krediler dört ana gayrimenkul grubu için kullandırılmaktadır. Bunlar içinde tek konutlar en çok kredi kullandırılan grubu oluşturmaktadır.

Tek konutlar için kullandırılan ipotekli gayrimenkul kredisi toplamı 5.6 trilyon dolar iken 2008 yılı üçüncü çeyreğinde 11.3 trilyon dolara çıkmıştır. Ticari gayrimenkuller ikinci en çok ipotekli gayrimenkul kredisi kullandırılan grubu oluşturmaktadır. Ticari gayrimenkullere kullandırılan ipotekli kredi hacmi 2001 yılında 1.2 trilyon dolar iken 2008 yılında 2.4 trilyon dolara ulaşmıştır.

**TABLO.10 ABD İPOTEKLİ GAYRİMENKUL KREDİ STOKUNUN GAYRİMENKULLER ARASI DAĞILIMI MİLYAR DOLAR**

YILLAR	TOPLAM	TEK KONUT	ÇOK DAİRELİ KONUT	TİCARİ BİNA	TARIM BİNASI
2001	7.421	5.571	429	1.218	203
2002	8.244	6.244	466	1.314	220
2003	9.234	7.026	536	1.437	235
2004	10.663	8.273	592	1.575	223
2005	12.101	9.379	664	1.813	245
2006	13.489	10.452	716	2.083	238
2007	1.468	11.158	814	2.356	240
2008 Q3	14.724	11.270	827	2.380	247

KAYNAK: FEDERAL RESERVE BOARD, ABD

ABD'de ipotekli konut finansmanı sisteminde kullanılan kredi hacmi önemli ölçüde genişlerken ipotekli konut finansmanı piyasasının diğer göstergeleri de gelişmeleri yansıtmaktadır. (Tablo.11)

ABD'de ipotekli konut kredisi kullanılarak satın alınan konutların değeri 2001 yılında ortalama 242 bin dolar iken izleyen yıllarda sürekli artmış ve 2007 yılında 361 bin dolara kadar yükselmiştir. Kullanılan ipotekli konut kredisi ortalama büyüklüğü de 2001 yılında 186 bin dolar iken 2007 yılında ortalama büyüklük 270 bin dolara ulaşmıştır.

Bu iki veri ekonomik büyüme döneminde hem ABD'de ortalama konut fiyatlarının arttığını hem de hane halklarının gelirlerindeki artışa bağlı olarak borçlanma kapasitelerinin arttığını göstermektedir.

Kullanılan kredi tutarı ile konutların satış fiyatı arasındaki oran (LTV) ise 2001 yılında sonra sınırlı dalgalanma göstermiş ve yüzde 74-78 arasında kalmıştır. Ortalama faiz oranında ise 2003, 2004 ve 2005 yıllarındaki gerileme kredi kullanımındaki hızlı artışı tetiklemiştir. Nitekim tek konutlar için 2001 yılında 496 milyar dolar kredi kullanılmıştır. 2005 yılında 1.1 trilyon dolar kredi kullanılmıştır.

Ekonomik büyüme döneminde ipotekli gayrimenkul finansman sisteminin ikincil piyasalarında da önemli genişleme yaşanmıştır. İpotekli gayrimenkul finansman sisteminde ikincil piyasaları ipotekli kredilere dayalı ihraç edilen menkul kıymetler oluşturmaktadır.

**TABLO. I I ABD İPOTEKLİ KONUT FİNANSMANI PİYASASI**

GÖSTERGELER	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
İPOTEKLİ KONUT KREDİSİ KULLANILARAK SATIN ALINAN EVLERİN ORTALAMA DEĞERİ BIN DOLAR	241	261	272	292	327	346	361	354
KULLANDIRILAN KREDİLERİN ORTALAMA TUTARI BIN DOLAR	186	197	205	215	239	253	270	253
KREDİ/KONUT DEĞERİ ORANI %	77.1	77.8	77.9	76.0	75.3	75.4	77.1	73.9
ORTALAMA VADE YIL	29.0	28.9	28.7	28.8	29.2	29.5	29.4	28.6
ORTALAMA FAİZ ORANI	6.46	6.35	5.71	5.68	5.86	6.50	6.30	5.93
YIL İÇİNDE KULLANILAN KREDİ TUTARI MİLYAR DOLAR	658	814	984	1229	1421	1404	973	361
TEK KONUT	496	673	782	1028	1106	1072	619	230
ÇOK DAİRELİ KONUT	41	37	70	48	72	53	130	48
TİCARİ BİNA	114	96	124	150	238	271	215	80
TARIM BİNASI	8	8	8	3	5	8	9	3

KAYNAK: FEDERAL RESERVE BOARD, ABD

Menkul kıymetleştirme (securitization) yöntemi ile konut finansmanı sistemine sağlanan finansman olanaklarında da önemli genişleme yaşanmıştır. Faizlerin ve borçlanma maliyetlerinin gerilemesi ile ihraçlar artarken, kurumsal yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymetlere talebi artmıştır.

ABD'de ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı 2000 yılında 684.4 milyar dolar iken 2002 yılında 2.2, 2003 yılında 3.1 trilyon dolara çıkmıştır. 2000 yılında 3.56 trilyon dolar olan ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymet stoku 2007 yılı sonunda 8.93 trilyon dolara çıkmıştır. Ekonomik büyüme döneminin uygun koşulları ile ipotekli konut kredilerinin ikincil piyasalarında refinansman önemli ölçüde genişlemiş böylece birincil piyasadaki kredi hacminin genişlemesi sağlanmıştır.

**TABLO. I 2 ABD İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİNE DAYALI MENKUL KIYMET İHRAÇLARI VE STOKLARI MİLYAR DOLAR**

YILLAR	MENKUL KIYMET İHRACI	MENKUL KIYMET STOKU
2000	684.4	3.565.8
2001	1.671.3	4.127.4
2002	2.249.2	4.686.4
2003	3.071.1	5.238.6
2004	1.779.0	5.862.0
2005	1.966.7	7.127.7
2006	1.987.8	8.452.8
2007	2.050.3	8.931.4
2008	1.339.7	8.897.3

KAYNAK: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, ABD

2001 yılından sonra yaşanan ekonomik büyümenin ortaya çıkardığı koşullar Avrupa'da da konut sektörüne genişleme yönünde katkı sağlamış, ipotekli konut finansman sistemi 2000 yılından sonra hızlı bir büyüme göstermiştir. AB-27 ülkelerinde 2000 yılında 3.3 trilyon Euro olan ipotekli konut kredileri toplamı 2007 yılında 6.15 trilyon Euro'ya ulaşmıştır. İkincil piyasalarda ipotek teminatlı menkul kıymet ihraçları da yıllar itibari ile genişlemiş ve stok büyüklüğü 2007 yılında 1.14 trilyon Euro'ya ulaşmıştır.

**TABLO.13 AVRUPA İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ VE İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMET STOKLARI MİLYAR EURO**

YILLAR	İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ	İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMET STOKU	İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMET İHRAÇLARI	KONUT YATIRIMLARI YILLIK DEĞİŞİM %
	AB-27			AB-27
2000	3.292	311	96	2.1
2001	3.548	376	148	0.1
2002	3.946	492	185	1.3
2003	4.226	596	206	2.2
2004	4.671	664	198	2.8
2005	5.123	772	272	2.6
2006	5.721	952	297	3.4
2007	6.147	1.145	339	2.4

KAYNAK: EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION, EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL

AB-27 ülkelerinde konut finansmanı olanaklarında genişleme konut arzını da tetiklemiştir. Konut yatırımları yıllık büyüme oranı 2001 yılında sadece yüzde 0.1 iken, izleyen yıllarda sürekli artmış ve 2006 yılında yüzde 3.4'e kadar yükselmiştir. Avrupa Birliği genelinde ipotekli konut kredileri arz ve talebinde yaşanan genişlemenin önemli nedeni genişletici para politikalarına bağlı olarak kredi faiz oranlarında yaşanan gerilemedir. 2001 yılına kıyasla izleyen yıllarda kredi faiz oranlarında gerileme kredi talebini önemli ölçüde artırmıştır.

**TABLO.14 AVRUPA'DA İPOTEKLİ KONUT KREDİSİ ORTALAMA YILLIK FAİZ ORANLARI**

ÜLKELER	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
İNGİLTERE	5.48	4.58	4.18	5.04	5.23	5.10	5.75
ALMANYA	5.87	5.52	5.14	4.63	4.19	4.64	5.03
FRANSA	5.40	5.10	4.40	4.25	3.50	3.90	4.60
İSPANYA	4.50	3.80	3.18	3.30	3.50	4.03	5.06
İTALYA	5.30	5.03	4.75	4.50	4.10	4.56	5.20
HOLLANDA	5.50	5.20	4.90	4.80	4.11	4.37	4.96
İSVEÇ	4.70	4.90	3.70	3.04	2.36	3.63	4.75
DANİMARKA	6.40	5.66	5.45	4.97	4.44	5.22	5.94
POLONYA	10.40	9.60	7.60	8.10	6.00	5.70	5.90
ESTONYA	10.30	7.40	4.60	3.70	3.70	4.40	5.48
BULGARİSTAN	15.14	13.14	12.62	10.58	6.88	8.50	10.40
SLOVENYA	14.80	13.50	10.16	7.58	6.13	5.64	6.27

KAYNAK: EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION

### 1.3.1.2 Konut Arzında ve Satışlarında Büyüme

Ekonomik genişleme döneminin konut sektörü üzerindeki ikinci önemli etkisi konut arzında ve konut satışlarında yaşanan hızlı büyümedir. Büyüme etkisi özellikle ABD'de daha kuvvetli yaşanmıştır.

Konut finansman sisteminin olanaklarındaki genişleme ile artan konut talebini karşılamak üzere konut arzındaki artış ta hızlanmıştır. Mevcut ve yeni konut satışları genişlemiştir.

ABD'de yıllık mevcut konut satışları 2001 yılında 5.34 milyon adet iken, satışlar 2005 yılında 7 milyon adete ulaşmıştır. Mevcut konutların satışında ortalama konut fiyatı 2001 yılında 153 bin dolar iken, 2006 yılında 222 bin dolara çıkmıştır. Yeni konut satışları da genişlemiş 2001 yılında yıllık 905 bin adet olan yeni konut satışları 2005 yılında yıllık 1.28 milyona çıkmıştır.

Konut talebi ve konut satışlarındaki artışa bağlı olarak konut üretimi de genişlemiştir. 2001 yılında 1.51 milyon adet olan yeni konut başlangıçları 2006 yılında 2.13 milyon adet olarak gerçekleşmiştir.

Ekonomik genişleme döneminde ABD'de konut stoku (daire sayısı) 2001 yılında 118.7 milyon adet iken 2008 yılında 130.1 milyon adete çıkmıştır.

**TABLO.15 ABD MEVCUT KONUT SATIŞLARI VE YENİ EV BAŞLANGIÇLARI**

YILLAR	MEVCUT KONUT SATIŞLARI	MEVCUT KONUT ORTALAMA SATIŞ FİYATI DOLAR	YENİ KONUT SATIŞLARI	YENİ KONUT BAŞLANGIÇLARI	KONUT STOKU BİN
2001	5.336.000	153.100	905.000	1.516.000	118.720
2002	5.631.000	165.000	990.000	1.535.000	119.297
2003	6.178.000	178.800	1.097.000	1.774.000	120.834
2004	6.778.000	195.400	1.203.000	2.095.000	122.187
2005	7.076.000	219.600	1.276.000	1.977.000	123.925
2006	6.478.000	221.900	1.035.000	2.135.000	126.012
2007	5.652.000	219.000	790.000	1.490.000	127.958
2008	4.913.000	198.100	465.000	970.000	130.113

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS, ABD US CENSUS BUREAU

### 1.3.1.3 Konut Fiyatlarında Artış

Ekonomik genişleme döneminin konut sektörü üzerindeki üçüncü etkisi konut fiyatlarında görülen nominal ve reel artışlardır. Konut finansmanı olanaklarındaki genişleme ve konut talebindeki artışa bağlı olarak 2001 yılından itibaren konut fiyatlarında önemli bir artış yaşanmıştır.

Konut fiyatlarındaki artış hem kredi kullandıran kurumlar için teminat değerlerinin artmasına yol açmış, hem de hane halklarının finansal yükümlülüklerinin varlık değerlerine oranı gerilemiştir. Bu oranın gerilemesi ve konut fiyatlarındaki artış hane halklarına pozitif servet etkisi yaratmış ve borçlanma kapasitelerinin artmasını sağlamıştır.

ABD genelinde konut fiyatları 2000 yılından itibaren önemli ölçüde artmıştır. 10 eyalet için izlenen konut fiyatları endeksi 2000 yılında 113.56 iken 2006 yılında 222.39'a kadar yükselmiştir. 20 eyalet için izlenen konut fiyatları endeksi ise 2006 yılında 203.33'e çıkmıştır. Ardından konut fiyatlarının 2007 ve özellikle 2008 yıllarında hızla gerilediği görülmektedir. Ancak ekonomik genişleme döneminde konut fiyatlarında önemli bir artış yaşanmıştır.

**TABLO.16 ABD KONUT FİYATLARININ GELİŞİMİ 2000- 2008 STANDARD AND POORS CASE SHILLER KONUT FİYATLARI ENDEKSİ**

YILLAR	COMPOSITE 10	COMPOSITE 20
2000	113.56	111.58
2001	123.64	120.43
2002	142.18	135.15
2003	161.27	150.49
2004	191.42	174.83
2005	221.91	201.97
2006	222.39	203.33
2007	200.67	184.97
2008	162.17	150.66

KAYNAK: STANDARD AND POORS

Ekonomik genişleme döneminde konut fiyatları küresel ölçekte artış göstermiştir. OECD ülkelerinde konut fiyatları 2000-2006 arasında reel olarak genişlemiştir. 2000-2006 arasında konut fiyatlarında yıllık ortalama en hızlı reel artış İspanya'da yüzde 11.2 ile yaşanmıştır. Fransa'da yüzde 9.5, İngiltere'de yüzde 8.8 artış olmuştur. Avrupa'da reel konut fiyatlarındaki artış ABD'nin üzerindedir. Almanya ve Japonya bu dönemde reel konut fiyatlarının gerilediği 2 ülke olmuştur. 2007 yılında reel konut fiyatları karışık bir seyir izledikten sonra 2008 yılında kriz ile birlikte gerilemiştir.

**TABLO.17 REEL KONUT FİYATLARI YILLIK YÜZDE DEĞİŞİM**

ÜLKELER	2000-2006	2007	2008
ABD	5.4	-0.4	-6.2
JAPONYA	-4.3	-1.1	-2.4
ALMANYA	-2.9	-1.2	-2.7
FRANSA	9.5	4.9	-1.1
İTALYA	6.1	3.1	-1.1
İNGİLTERE	8.8	8.4	-4.3
KANADA	6.7	8.5	-3.4
AVUSTRALYA	7.1	8.8	0.4
DANİMARKA	7.9	2.9	-6.0
FINLANDIYA	4.7	5.6	-2.4
İRLANDA	8.3	-1.8	-9.6
HOLLANDA	2.9	2.6	0.7
İSPANYA	11.2	2.6	-3.7
İSVEÇ	6.7	8.6	0.0
İSVİÇRE	1.7	1.3	0.2

KAYNAK: OECD ECONOMIC OUTLOOK, INTERIM REPORT 2009 MART

Reel Konut Fiyatları: Seçilmiş ve ağırlıklandırılmış nominal konut fiyatları tüketici fiyatları endeksi ile arındırılmıştır.

### 1.3.1.4 Hane Halklarının Konut Kredileri Yükümlülüklerinde Genişleme

Ekonomik genişleme döneminin konut sektörü üzerinde dördüncü önemli etkisi ise hane halkları konut kredilerinin yükümlülüklerindeki genişleme olmuştur. Hane halklarının konut kredileri yükümlülüklerinin ulaştığı seviye bundan sonraki dönemlerde ilave konut kredisi kullanımları için de belirleyici olacaktır.

ABD'de hane halklarının kullandıkları ipotekli konut kredilerinin GSMH içindeki payı önemli ölçüde artmıştır. İpotekli konut kredilerinin GSMH içindeki payı 2000 yılında yüzde 59.0 iken 2008 yılında yüzde 96.3'e ulaşmıştır.

ABD'de hane halklarının konut sahipliği oranı ise sınırlı ölçüde bir artış göstermiştir. Hane halkı konut sahipliği 2000 yılında yüzde 65.2 iken 2006 yılında yüzde 68.9'a kadar çıkabilmiş, 2008 yılında ise tekrar yüzde 67.5'e gerilemiştir.

Hane halklarının kullandıkları konut kredilerinden kaynaklanan yıllık ana para ve borç servislerinin kullanılabilir gelirlerine oranı da sınırlı ölçüde artmıştır. 2000 yılında yüzde 12.88 olan oran 2008 yılında yüzde 14.33'e çıkmıştır. Konut kredileri kullanımındaki hızlı genişlemeye karşın ekonomik büyüme döneminde hane halklarının kullanılabilir gelirleri de önemli ölçüde artmış ve bu nedenle hane halklarının borç servislerinin kullanılabilir gelirlerine oranı makul seviyelerde kalmıştır.

Hane halkı kullanılabilir gelir kapasitesine bağlı olarak hane halklarının ilave borçlanma olanaklarının olduğu görülmektedir. Ancak ekonomik küçülme ve işsizlikteki artışa bağlı olarak hane halklarının kullanılabilir gelirlerinde azalma olacağı göz ardı edilmemelidir.

**TABLO.18 ABD HANE HALKININ KONUT SAHİPLİĞİ BORÇ SERVİSLERİ VE TOPLAM MALİ YÜKÜMLÜLÜKLERİ**

YILLAR	HANE HALKI KONUT SAHİPLİĞİ ORANI %	HANE HALKI BORÇ SERVİSİ / KULLANILABİLİR GELİR %	HANE HALKI TOPLAM MALİ YÜKÜMLÜLÜKLERİ / KULLANILABİLİR GELİR	HANE HALKI KONUT KREDİLERİ/ GSMH %
2000	65.2	12.88	18.24	59.0
2001	65.4	13.38	18.85	59.3
2002	65.8	13.56	18.83	64.1
2003	66.5	13.50	18.53	69.0
2004	67.8	13.56	18.51	75.9
2005	68.6	14.03	19.00	80.8
2006	68.9	14.35	19.33	84.6
2007	67.8	14.31	19.31	86.5
2008	67.5	14.33	19.36	96.3

KAYNAK: US DEPARTMENT OF COMMERCE

### 1.3.2 GENİŞLEME DÖNEMİ VE TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Dünya ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan genişleme dönemi ticari gayrimenkul sektörünü de olumlu etkilemiş, ticari gayrimenkul sektörü de bu dönemde önemli bir gelişme göstermiştir.

Ticari gayrimenkul sektöründe kuvvetli ekonomik büyüme ve talep tarafında oluşan kuvvetli artış ile birlikte perakende, ofis, sanayi-lojistik alanları ve otel gibi alt pazarlarda arz önemli ölçüde genişlemiştir.

Ticari gayrimenkul sektörüne yönelik finansman ve kredi akışlarında önemli bir genişleme yaşanmıştır. Ticari gayrimenkuller birinci sınıf bir aktif haline gelmiş ve yatırım portföylerindeki paylarını arttırmıştır. Ticari gayrimenkullerin yıllık toplam getirileri hem sermaye hem de yatırım getirilerindeki artış ile birlikte yükselmiş ve ticari gayrimenkul getirileri bu dönemde diğer yatırım araçlarının getirilerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Buna bağlı olarak sınır içi ve sınır ötesi doğrudan ticari gayrimenkul yatırımlarında da önemli bir genişleme yaşanmıştır.



### 1.3.2.1 Kuvvetli Ekonomik Temeller ve Ticari Gayrimenkul Arzında Genişleme

Dünya, 2001 yılından sonra küresel ölçekte hızlı ve istikrarlı bir büyüme sürecine girmiştir. Bu hızlı ve istikrarlı büyüme ticari gayrimenkul sektörünün talep tarafında genişlemeye yol açan ekonomik temeller yaratmıştır.

Ekonomilerde büyüme ile milli gelirlerin artışı, kişisel gelirlerin artışına yol açmış, kullanılabilir gelir, hane halkı özel tüketim harcamaları ve perakende harcamalar hızla genişlemiştir. Bu genişleme ticari gayrimenkul sektöründe perakende ve alışveriş merkezlerinde büyüme sağlamıştır.

Ekonomik büyüme ve dünya ticareti bu dönemde birbirini destekler nitelikte hızlanmış ve buna bağlı olarak sanayi üretimi ve toptan-perakende ticaret, taşımacılık, lojistik ve dağıtım faaliyetleri de küresel ölçekte genişlemiştir. Bu genişleme ticari gayrimenkuller içinde sanayi ve lojistik alan arzının genişlemesine yol açmıştır.

Ekonomik genişleme döneminde sanayi ile birlikte hizmetler sektörü de hızlı büyüme göstermiş, mal ve hizmet üretimlerinin pazarları giderek dış pazarlar haline gelmiş, bu eğilimler gelişmiş ve gelişen ülkelerde birlikte yaşanmıştır. Bunlara bağlı olarak ticari gayrimenkul sektörü içinde ofis arzı da genişleme göstermiştir.

**TABLO.19 TİCARİ GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE STOKUNDA GENİŞLEME**

BÖLGELER / TİCARİ GAYRİMENKULLER	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>ABD</b>								
AVM <sup>(1)</sup> Kiralanabilir Alan Milyon feet <sup>2</sup>	5.855	5.962	6.081	6.215	6.364	6.523	6.667	6.793
OFIS <sup>(2)</sup> milyon m <sup>2</sup>	191	192	195	199	202	206	213	218
LOJİSTİK ALAN <sup>(3)</sup> milyon feet <sup>2</sup>	4.677	4.757	4.948	5.034	5.141	5.564	5.710	5.835
<b>AVRUPA</b>								
AVM <sup>(4)</sup> Kiralanabilir Alan Milyon m <sup>2</sup>	70.4	77.5	83.0	86.5	88.0	100.0	108.5	122.0
OFIS <sup>(5)</sup> milyon m <sup>2</sup>	120	131	139	151	168	195	204	208
<b>ASYA-PASİFİK</b>								
OFIS <sup>(6)</sup> milyon m <sup>2</sup>	21	27	31	39	46	72	88	105

KAYNAK: (1) NATIONAL RESEARCH BUREAU, (2) DEGI RESEARCH, (3) PROLOGIS US Property Market Review, (4) Cushman Wakefields European Retail Market Outlook 2008, (5) DEGI RESEARCH, (6) DEGI RESEARCH

### I.3.2.2 Ticari Gayrimenkul Finansmanında Genişleme

Dünya ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan büyümenin önemli temellerinden biri doların faiz oranlarındaki gerileme ve dolar likiditesindeki genişlemeye bağlı olarak finansman olanaklarındaki artışlardır. Finansman olanaklarındaki genişleme bu dönemde ticari gayrimenkul sektörünü de olumlu etkilemiş ve ticari gayrimenkul sektörünün finansal kaynaklara erişimi genişlemiştir. Kredi piyasasından ve sermaye piyasasından ticari gayrimenkul sektörüne aktarılan finansal kaynaklar artmıştır.

Küresel ölçekte faiz oranlarının gerilemesi ile birlikte bir yandan ticari gayrimenkullerin varlık değerleri artarken, diğer yandan da ticari gayrimenkul finansman maliyetleri (faizler ve spread'ler) gerilemiştir.

Ticari gayrimenkullerin varlık fiyatlarındaki artış bu alana yönelik finansman iştahını da arttırmış, genişleyen likidite nedeniyle daha yüksek kaldıraç oranları ile finansman kullanılmıştır.

Ticari gayrimenkul sektörüne kullanılan krediler 2001 yılından sonra hızla genişlemiştir. ABD'de kullanılan ipotekli ticari gayrimenkul kredileri 2001 yılında 1.22 trilyon dolar iken 2008 yılında 2.38 trilyon dolara çıkmıştır. Avrupa Birliği'nde ise ticari gayrimenkul sektörüne kullanılan krediler 2001 yılında 641 milyar euro iken 2008 yılında 1.24 trilyon euroya ulaşmıştır.

**TABLO.20 TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE KULLANDIRILAN KREDİLER**

YILLAR	ABD İPOTEKLİ TİCARİ GAYRİMENKUL KREDİLERİ MİLYAR DOLAR	AVRUPA TİCARİ GAYRİMENKUL KREDİLERİ MİLYAR EURO
2001	1.218	641
2002	1.314	688
2003	1.437	748
2004	1.575	795
2005	1.813	949
2006	2.083	1.069
2007	2.356	1.210
2008	2.380	1.241

KAYNAK: COMMERCIAL MORTGAGE SECURITIES ASSOCIATIONS, EUROPEAN CENTRAL BANK, BANKING SUPERVISION COMMITTEE

Ticari gayrimenkul sektörüne yönelik finansal olanaklardaki genişlemenin ikinci kaynağı ise sermaye piyasalarıdır. Ticari gayrimenkul sektörü sermaye piyasalarından menkul kıymet ihracı yolu ile finansman sağlamaktadır. Ticari gayrimenkul sektöründe kullanılan ipotekli kredilere ve diğer ipotekli finansal alacaklara dayalı olarak menkul kıymetleştirmeler gerçekleştirilmektedir. Menkul kıymetleştirme ile ihraç edilen ve ticari gayrimenkul sektörüne finansal kaynak akışına aracılık eden en önemli menkul kıymet ipotekli ticari gayrimenkul tahvilleridir. (Commercial Mortgage Backed Securities)

Ticari gayrimenkullere sermaye piyasalarından finansal akış sağlayan menkul kıymet ihraçları 2004 yılından itibaren hızlanmış 2005, 2006 ve 2007 yıllarında ihraçlar yıllık 300 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır. Menkul kıymet ihraçlarının önemli bir bölümü ABD sermaye piyasalarında gerçekleşmektedir.

Menkul kıymet ihraçları ile birlikte ticari gayrimenkul kredilerine dayalı menkul kıymet stoku da genişlemiştir. Küresel ölçekte 2001 yılında 564 milyar dolar olan stoklar 2007 yılında 1.36 trilyon dolara ulaşmıştır. Stokun yaklaşık yüzde 67'si ABD'de bulunmaktadır.

Sermaye piyasalarından ticari gayrimenkul sektörüne yönelik finansman akışındaki genişlemenin bir diğer önemli belirleyicisi de ticari gayrimenkul sektörünün ihraç ettiği menkul kıymetlere yönelik yatırım iştahındaki artış olmuştur. Ticari gayrimenkul kredilerine dayalı menkul kıymetlerin alıcılarını (2008 sonu itibari ile Commercial Mortgage Securities Associations verileri) yüzde 28 ile Yatırım Fonları, yüzde 23 ile Bankalar, yüzde 19 ile Emeklilik Fonları ve Finansman Şirketleri, yüzde 16 ile Sigorta Şirketleri, yüzde 10 ile Devlet Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds) oluşturmaktadır.

**TABLO.21 TİCARİ GAYRİMENKUL KREDİLERİNE DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME MİLYAR DOLAR**

YILLAR	MENKUL KIYMET İHRACI				MENKUL KIYMET STOKU			
	ABD	AVRUPA	DİĞER	TOPLAM	ABD	AVRUPA	DİĞER	TOPLAM
2001	67	16	7	90	358	157	49	564
2002	52	18	11	81	402	169	58	629
2003	78	13	8	99	472	179	65	716
2004	93	22	13	128	527	188	76	791
2005	169	56	14	239	643	221	87	951
2006	203	78	17	298	753	279	100	1.132
2007	230	64	21	315	919	326	116	1.361
2008	12	10	7	29	896	327	122	1.345

KAYNAK: COMMERCIAL MORTGAGE SECURITIES ASSOCIATIONS

### I.3.2.3 Ticari Gayrimenkul Getirilerinde Büyüme

2001 yılından sonra dünya ekonomisinde yaşanan genişleme döneminin ticari gayrimenkul sektörü üzerindeki en kuvvetli etkisi ticari gayrimenkul getirilerindeki artış olmuştur.

Ticari gayrimenkul toplam getirileri iki ana unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan ilki sermaye getirisi. Sermaye getirisi ticari gayrimenkulün varlık fiyatındaki artış (azalma) ile ölçülmektedir.

İkincisi ise yatırım getirisi. Yatırım getirisi toplam yatırım harcamasına ( satın alma fiyatı veya yatırım maliyeti) oranla yıllık elde edilen getiri (kira ve diğer gelirler) ile hesaplanmaktadır.

Ticari gayrimenkul toplam getirileri 2001 yılından sonra küresel ölçekte önemli ölçüde artmıştır. Bu artışın yaklaşık üçte ikisi sermaye getirilerindeki büyümeden, üçte biri ise yatırım getirilerinden kaynaklanmıştır. Büyüme döneminde faiz oranlarının gerilemesi ile birlikte ticari gayrimenkullerin varlık fiyatları daha önceki dönemlerin çok üzerinde artmış bu da ticari gayrimenkullerin sermaye getirilerinin aynı oranda büyümesine yol açmıştır.

Ticari gayrimenkul getirilerinde 2000 yılından sonra yaşanan değişim aşağıda Tablo.22'de seçilmiş ülkeler için sunulmaktadır. Ticari gayrimenkullerin getirileri 2000=100 endeksi ile yansıtılmaktadır ve sermaye getirisi, yatırım getirisi ve toplam getiriler ayrı ayrı belirtilmektedir.

Ticari gayrimenkul toplam getirileri 2000-2007 döneminde yüksek gerçekleşmiştir. Getiriler ABD, İngiltere, Almanya gibi gelişmiş pazarlarda (mature market) daha düşük kalmış olmakla birlikte önceki dönemlere kıyasla bu pazarlarda da getiriler yüksek gerçekleşmiştir.

Ticari gayrimenkul getirilerindeki artışın daha büyük bölümü sermaye getirilerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Bu dönemde sadece ABD ve Almanya'da yatırım getirileri sermaye getirilerinin üzerinde gerçekleşmiştir.

**TABLO.22 TİCARİ GAYRİMENKUL GETİRİLERİ 2007 YIL SONU İTİBARIYLA 2000=100**

ÜLKELER	SERMAYE GETİRİSİ	YATIRIM GETİRİSİ	TOPLAM GETİRİ
YENİ ZELANDA	254.1	181.4	457.6
GÜNEY AFRIKA	208.6	194.1	402.4
AVUSTRALYA	234.3	163.9	382.1
IRLANDA	266.6	141.4	375.5
NORVEÇ	225.3	163.4	366.4
FRANSA	242.7	151.1	365.1
KANADA	211.3	171.3	360.4
İSPANYA	233.5	147.8	343.7
PORTEKİZ	211.8	159.8	377.0
DANİMARKA	225.0	147.8	331.2
HOLLANDA	202.4	148.9	300.3
İNGİLTERE	184.1	149.8	274.9
İSVEÇ	172.7	145.8	251.1
ABD	142.4	163.6	231.8
ALMANYA	135.5	139.6	188.9

KAYNAK: INVESTMENT PROPERTY DATABANK (IPD)

Küresel ölçekte ticari gayrimenkul getirilerindeki artış özellikle 2003 yılında bir sıçrama göstermiş ve 2003-2004-2005 ve 2006 yıllarında ise daha da hızlanmıştır. 2007 yılında ticari gayrimenkullerin toplam getirileri yavaşlamış 2008 yılında ise kriz ile birlikte hemen tüm ülkelerde negatife dönmüştür. Getirilerin negatife dönmesinin nedeni sermaye getirilerinin negatife dönmesi olmuştur (Ticari gayrimenkul varlık fiyatlarında gerileme).

**TABLO.23 TİCARİ GAYRİMENKUL TOPLAM GETİRİLERİ YILLIK YÜZDE**

ÜLKELER	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ABD	7.3	6.7	9.0	14.5	20.0	16.6	15.8	-6.46
İNGİLTERE	6.8	9.6	10.9	18.3	19.1	18.1	-3.4	-22.4
ALMANYA	5.3	3.9	2.9	1.1	0.6	1.4	4.5	3.2
İSVİÇRE	5.4	5.6	5.4	5.2	5.2	5.9	7.1	6.9
FRANSA	9.7	8.6	8.0	10.0	15.4	21.9	17.8	-1.0
KANADA	9.3	8.8	8.3	12.9	18.6	18.4	16.1	4.2
İTALYA	-	-	10.8	8.3	8.8	8.0	9.2	1.7
İSPANYA	9.2	8.3	8.4	11.3	17.3	16.9	12.9	-3.1
HOLLANDA	11.4	8.8	7.1	7.8	10.2	12.5	11.3	3.0
İSVEÇ	4.6	2.4	0.9	5.8	12.7	16.2	14.3	-2.9
NORVEÇ	10.8	7.0	7.6	10.4	15.2	17.6	18.3	-4.1
DANİMARKA	11.4	9.4	7.2	6.6	18.1	17.3	10.2	3.4
PORTEKİZ	13.1	13.8	9.8	10.5	10.1	12.0	12.4	2.6
IRLANDA	8.1	2.4	12.4	11.4	24.4	27.2	9.9	-34.1

KAYNAK: INVESTMENT PROPERTY DATABANK (IPD)

Ticari gayrimenkul sektörü alışveriş merkezleri, sanayi ve lojistik alanlar, ofisler ve oteller gibi alt pazarlara ayrılmaktadır. 2001 yılından sonra ticari gayrimenkul getirilerinde yaşanan artışın tüm alt pazarlarda yaşandığı görülmektedir. Alışveriş

merkezleri getirilerinde artış 2002 yılında başlamış 2005 yılına kadar artışlar hızlanmış, 2006 ve 2007 yıllarında ise artışlar yavaşlamaya başlamıştır. Sanayi ve lojistik alanları toplam getirileri ise yine 2002 yılından itibaren daha istikrarlı bir artış göstermiş ve artış eğilimini 2007 yılı sonuna kadar korumuştur. Ofis pazarında ise getirilerde artış 2004 yılında başlamış 2005-2006-2007 yıllarında artışlar çok kuvvetli olmuş ancak 2007 yılında artış önceki iki yıla göre yavaşlamıştır.

**TABLO.24 TİCARİ GAYRİMENKUL TOPLAM GETİRİLERİ  
ALT SEKTÖRLER İTİBARIYLA YILLIK YÜZDE**

YILLAR	GLOBAL ALIŞVERİŞ MERKEZİ ENDEKSİ	GLOBAL ENDÜSTRİ ENDEKSİ	GLOBAL OFİS ENDEKSİ
2001	4.1	3.0	-1.0
2002	8.0	5.4	-1.3
2003	11.9	5.9	0.2
2004	14.7	8.9	11.9
2005	17.4	12.3	25.0
2006	15.9	11.5	28.7
2007	9.4	16.3	18.4
2008	-3.7	-0.9	-4.2

KAYNAK: INVESTMENT PROPERTY DATABANK

2001 yılından sonra dünya ekonomisinde yaşanan genişleme döneminde ticari gayrimenkul yatırımlarının getirileri diğer yatırım araçlarının getirilerinin üzerinde gerçekleşmiştir.

Ticari gayrimenkullere yatırım yapan gayrimenkul yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yıllık getirileri 2003-2007 döneminde emtialar, altın, dolar, hedge fonlar ve risk sermayesi ortaklıkları gibi yatırım araçlarının üzerinde getiri sağlamıştır. Özel sermaye fonları getirileri ticari gayrimenkul getirilerine en yakın getiriye sağlayan yatırım aracı olmuştur.

**TABLO.25 TİCARİ GAYRİMENKUL VE DİĞER YATIRIM ARAÇLARININ  
YILLIK GETİRİLERİ 2003-2007**

YATIRIM ARAÇLARI	2003	2004	2005	2006	2007
ÖZEL GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI	12.4	14.5	20.1	16.6	11.8
HEDGE FONLAR	8.5	9.6	7.6	13.9	12.0
ÖZEL SERMAYE FONLARI	21.9	24.4	27.6	25.8	3.8
ALTIN	1.5	5.5	20.4	23.2	31.0
RISK SERMAYESİ ORTAKLIKLARI	14.6	15.4	8.0	17.6	3.5
EMTIALAR	5.2	7.6	19.4	-2.7	11.1
ABD DOLARI	-7.0	12.1	-6.9	-1.6	-7.9
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	40.7	37.9	15.35	42.4	-6.6

KAYNAK: DELOITTE 2008 REAL ESTATE CAPITAL MARKETS INDUSTRY OUTLOOK

### I.3.2.4 Ticari Gayrimenkul Yatırımlarında Genişleme

Ekonomik genişleme döneminin ticari gayrimenkul sektörü üzerindeki önemli bir diğer etkisi ticari gayrimenkul yatırımlarında genişlemedir. Burada kullanılan "yatırımlar" hazır stokların satın alınmasına yönelik yatırımlardır.

2001 yılından sonraki genişleme döneminde ticari gayrimenkul getirilerinde önemli artışlar yaşanması, ticari gayrimenkullerin diğer yatırım araçlarının üzerinde getiriler sunması ve yatırım yapılabilir ticari gayrimenkul stokundaki genişleme ticari gayrimenkul yatırımlarındaki genişlemenin en önemli belirleyicileri olmuştur.

Ticari gayrimenkul pazarının stok büyüklüğü 2002 yılında 14.1 trilyon dolar iken 2007 yılında 22.4 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu stok içinde yatırım yapılabilir nitelikte olan ticari gayrimenkul stoku 2002 yılında 8.7 trilyon dolar iken, 2007 yılında 14.5 trilyon dolara çıkmıştır. Yatırım yapılabilir nitelikte ticari gayrimenkul stokunu; uluslararası standartlarda, uzun vadeli kiralama işlemleri yapılabilir ve uzun vadeli kira getirileri elde edilebilir nitelikteki ticari gayrimenkuller oluşturmaktadır. Fiilen yatırım yapılmış olan ticari gayrimenkul stoku ise 2002 yılında 5.0 trilyon dolar iken 2007 yılında 8.8 trilyon dolar olmuştur.

2007 yılı itibari ile toplam stokun yüzde 33'ü Kuzey Amerika'da, yüzde 38'i Avrupa'da, yüzde 24'ü Asya Pasifik'te, yüzde 5'i ise Latin Amerika bölgesindedir. Yatırım yapılabilir stokun yüzde 39'u Kuzey Amerika'da, yüzde 38'i Avrupa'da, yüzde 20'si Asya Pasifik'te ve yüzde 3'ü Latin Amerika'dadır. Yatırım yapılmış olan stokun ise yüzde 46'sı Kuzey Amerika'da, yüzde 33'ü Avrupa'da, yüzde 19'u Asya-Pasifik'te ve yüzde 2'si Latin Amerika'dadır.

**TABLO.26 KÜRESEL TİCARİ GAYRİMENKUL PAZARININ BÜYÜKLÜĞÜ TRİLYON DOLAR**

	2002	2007
TOPLAM STOK	14.1	22.4
YATIRIM YAPILABİLİR STOK	8.7	14.5
YATIRIM YAPILMIŞ STOK	5.0	8.8

KAYNAK: DEUTSCHE BANK RREEF RESEARCH, PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS

Ticari gayrimenkul yatırımlarındaki en önemli gelişme ticari gayrimenkullerin 2000 yılından sonra yatırım yapılabilir birinci sınıf bir aktif (prime asset) haline gelmesi olmuştur. Portföy teorisi içinde ticari gayrimenkul yatırımları iyi bir risk/getiri çeşitlendirici aktif (diversifer asset) olarak değerlendirilmeye başlanmıştır.

Kurumsal yatırımcılar için ticari gayrimenkuller önemli bir yatırım seçeneği haline gelmiştir. Özellikle uzun vadede değerleri daha istikrarlı gelişecek, uzun vadeli düzenli ve istikrarlı gelir ve nakit akışı üretecek yatırımlar arayan kurumsal yatırımcılar için ticari gayrimenkullerin cazibesi artmıştır.

Benzer şekilde yatırımlarında ve portföylerinde risk-getiri dağılımını çeşitlendirmek isteyen kurumsal yatırımcılar için ticari gayrimenkuller cazip bir yatırım aracı haline gelmiştir. Kurumsal yatırımcıların portföyleri içinde ticari gayrimenkullerin payı artmaya başlamıştır.

Kurumsal ve diğer yatırımcıların 2001 yılından sonra genişleyen ticari gayrimenkul yatırımlarında ticari gayrimenkullerin değer artışları beklentisi ve gerçekleştirmeleri daha belirleyici olmuştur.

Ticari gayrimenkul pazarlarının giderek daha şeffaf ve likit hale gelmesi de ticari gayrimenkul yatırımlarının genişlemesini hızlandırmıştır.

Ticari gayrimenkul yatırımlarındaki genişlemenin önemli bir belirleyicisi ve destekleyicisi ise yatırımlara yönelik finansman olanaklarındaki genişleme olmuştur. Özellikle ticari gayrimenkul yatırımlarının finansmanına yönelik banka kredileri daha düşük faiz ve maliyetlerle daha yüksek kaldıraç oranları ile kullanılmıştır.

Finansal olanaklardaki genişleme ile birlikte ticari gayrimenkul yatırımlarının hem sayısı hem de ortalama işlem büyüklükleri artmıştır.

Tüm bu gelişmelere bağlı olarak ticari gayrimenkul doğrudan yatırımları küresel ölçekte genişlemiştir.

Doğrudan ticari gayrimenkul yatırımları 2003 yılında 408 milyar dolar, 2005 yılında 495 milyar dolar, 2007 yılında ise 759 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.



Ticari gayrimenkul yatırımları küresel ölçekte tüm bölgelerde Amerika, Avrupa ve Asya-Pasifikte genişleme göstermiştir. Ticari gayrimenkul yatırımlarının gelişen ülkelere yönelik olarak da genişlediği görülmektedir. Gelişen ülkelerde ticari gayrimenkul yatırımları 2003 yılında 6 milyar dolar iken yatırımlar 2008 yılında 59 milyar dolara çıkmıştır.

Ticari gayrimenkul yatırımlarında bir diğer önemli eğilim ise sınır ötesi yatırımların toplam yatırımlar içindeki payının artması olmuştur. Sınır ötesi yatırımlar 2003 yılında 102 milyar dolar ile toplam yatırımlar içinde yüzde 25 pay alırken, 2007 yılında 357 milyar dolar ile yüzde 47 paya ulaşmıştır.

Ticari gayrimenkul yatırımlarının değerlerinde artış ve yatırım finansman olanaklarının genişlemesi ticari gayrimenkul yatırımlarına iştahı arttırmıştır. Sermaye getirilerinin yükselmesi ile daha yüksek riskler alınmaya başlamış ve sınır ötesi gelişmiş ve gelişen ülkelere yatırım iştahı genişlemiştir.

ABD dolarının diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesi veya diğer para birimlerinin güçlenmesi de ABD dışındaki yatırımcıları ABD ticari gayrimenkullerine yatırımları teşvik etmiştir.

**TABLO.27 KÜRESEL TİCARİ GAYRİMENKUL DOĞRUDAN YATIRIMLARI MİLYAR DOLAR**

BÖLGELER	2003	2004	2005	2006	2007	2008
TOPLAM	408	457	495	700	759	387
AMERİKA	184	203	216	283	304	144
ABD	178	195	205	271	282	134
AVRUPA	182	206	206	338	359	158
İNGİLTERE	96	108	115	96	101	40
ASYA-PASİFİK	42	48	67	95	121	85
JAPONYA	16	18	23	52	60	39
GELİŞEN ÜLKELER	6	11	23	40	51	59
SINIR ÖTESİ	102	99	183	294	357	174
SINIR İÇİ	306	358	312	406	402	213

KAYNAK: JONES LANG LASALLE, GLOBAL REAL ESTATE CAPITAL REPORT

Küresel ölçekte ticari gayrimenkul yatırımlarının alt pazarlar itibari ile dağılımında ofis yatırımlarının yüzde 50'nin üzerinde pay aldığı görülmektedir. Ticari gayrimenkul yatırımlarının 759 milyar dolar ile zirveye ulaştığı 2007 yılında ofis yatırımları 440 milyar dolar olmuştur. Alışveriş merkezleri ticari gayrimenkul yatırımlarında yüzde 20'lerin üzerindeki pay ile ikinci sırayı almaktadır. Sanayi ve lojistik alanlara yatırımlar üçüncü sırada, otellere yatırımlar ise dördüncü sırada yer almaktadır.

**TABLO.28 GLOBAL TİCARİ GAYRİMENKUL DOĞRUDAN YATIRIMLARININ SEKTÖREL DAĞILIMI MİLYAR DOLAR**

SEKTÖRLER	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OFİS	233	270	277	399	440	232
ALIŞVERİŞ MERKEZİ	106	114	129	168	175	85
SANAYİ-LOJİSTİK	49	50	64	91	91	39
OTEL	20	23	25	42	53	31
TOPLAM	408	457	495	700	759	387

KAYNAK: JONES LANG LASALLE, GLOBAL REAL ESTATE CAPITAL REPORT

### 1.3.2.5 Ticari Gayrimenkul Yatırımcılarında Genişleme

Ticari gayrimenkuller 2001 yılından sonra birinci sınıf bir yatırım aktifi haline gelmeye başlamış ve yatırımlar hızla genişlemiştir. Ticari gayrimenkul yatırımlarındaki bu gerilemenin önemli belirleyicisi doğal olarak ticari gayrimenkullere yatırım yapan yatırımcıların çeşitlenmesi ve artmasıdır.

Ticari gayrimenkul yatırımcılarını yatırım fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, özel sermaye fonları, ülke varlık fonları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar ve kullanıcılar (kendi sahipleri) oluşturmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar ve ülke fonları açısından ticari gayrimenkuller istikrarlı ve uzun vadeli sermaye ve yatırım getirileri sağlayan aktifler haline gelmiştir. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve özel fonlar açısından ise ticari gayrimenkuller portföylerin çeşitlendirilmesinde ve yenilenmesinde yüksek getirili aktifler haline gelmiştir.

2007 yılı itibari ile 8.8 trilyon dolar olarak ölçülen toplam yatırım yapılmış ticari gayrimenkullerin yüzde 18'i gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, yüzde 14'ü fonların ve yüzde 68'i diğer yatırımcıların aktiflerinde bulunmaktadır.

2007 yılı itibari ile 759 milyar dolar olarak gerçekleşen ticari gayrimenkul yatırımlarının yüzde 40'ını yatırım fonları, yüzde 22'sini özel sermaye fonları, yüzde 11'ini ülke varlık fonları, yüzde 13'nü kurumsal yatırımcılar, yüzde 10'nu gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve yüzde 3'nü kullanıcılar oluşturmaktadır.

Ticari gayrimenkul yatırımlarını gerçekleştiren önemli bir yatırımcı grubunu gayrimenkul yatırım ortaklıkları oluşturmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısı ve pazar kapitalizasyonları 2000 yılından sonra önemli ölçüde artmıştır.

**TABLO.29 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

YILLAR	ABD		AVRUPA		ASYA-PASİFİK	
	SAYI	PAZAR KAP. MİLYAR DOLAR	SAYI	PAZAR KAP. MİLYAR DOLAR	SAYI	PAZAR KAP. MİLYAR DOLAR
2000	189	138.7				
2001	182	154.9				
2002	176	161.9				
2003	171	224.2				
2004	190	305.0				
2005	197	330.7				
2006	183	438.0	59	65.0	139	125.0
2007	152	312.0	102	157.6	151	196.7
2008	136	191.6	109	138.0	160	149.2

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST, NAREIT ABD

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının getirileri de (hisse senedi fiyatları) ticari gayrimenkul yatırımlarının genişlediği ve ticari gayrimenkul değerlerinin yükseldiği 2001 sonrası dönemde artmıştır. Özellikle 2003-2007 yılları arasında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senedi fiyatları önemli ölçüde artmıştır. 2007 ve 2008 yıllarında ise ekonomik krizin etkisi ile bu kez hisse senedi fiyatları gerilemiştir.

**TABLO.30 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ GETİRİLERİ**

YILLAR	KÜRESEL	KUZEY AMERİKA	ASYA	AVRUPA
2000	13.84	29.84	2.85	9.45
2001	-3.81	9.98	-17.22	-6.12
2002	2.82	2.42	-7.15	21.69
2003	40.69	37.70	44.83	44.68
2004	37.96	33.51	36.85	52.73
2005	15.35	13.21	23.37	9.43
2006	42.35	36.26	36.49	66.99
2007	-6.96	-14.92	14.80	-24.50
2008	-47.72	-40.63	-52.48	-51.13

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUST, NAREIT ABD

## II. Bölüm

# EKONOMİK KRİZ SONRASI YENİ DÖNEM VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

### GİRİŞ

Dünya ekonomisi 2001 yılından sonra hızlı bir ekonomik büyüme ve genişleme dönemi yaşamış ve bu dönem gayrimenkul sektöründe de hızlı bir büyümeye yol açan ekonomik koşulları oluşturmuştur.

Bu hızlı büyüme ve genişleme döneminin ardından bu kez dünya ekonomisi derin bir kriz ile karşı karşıya kalmıştır. Bu derin krizin sonuçları ile alınan önlemleri etkileri küresel ölçekte yeni bir ekonomik dönem ortaya çıkaracak ve bu dönemin ekonomik koşulları hızlı büyüme ve genişleme dönemi koşullarından oldukça farklı olacaktır. Bu farklı ekonomik koşulların gayrimenkul sektörü üzerindeki etkileri de yine hızlı büyüme ve genişleme dönemindeki etkilerinden farklı olacaktır.

Bu çerçevede çalışmanın ikinci bölümünde küresel ölçekteki ekonomik kriz ile sonrası döneme ilişkin analizler yapılarak bu dönemde gayrimenkul sektörüne ait öngörüler ve değerlendirmeler yapılmaktadır.

### II.1 EKONOMİK KRİZ VE SONRASI DÖNEM İÇİN ÖNGÖRÜLER

Ekonomik kriz ve sonrası dönem için öngörüler başlığı altında üç ana konuda inceleme ve değerlendirmeler yapılmaktadır. İlk olarak dünyanın içinde bulunduğu krizin derinliği ve boyutu incelenmektedir. İkinci olarak krize ilişkin alınan önlemler ve bunların mali boyutları değerlendirilmektedir. Üçüncü olarak ise kriz sonrasında orta vadeli bir perspektif içinde (2009-2014 dönemi) dünya ekonomisine ilişkin gelişme öngörülerini ile kriz sonrası yeni dönemin ekonomik koşulları ortaya konulmaktadır.

## II.1.1 EKONOMİK KRİZİN TANIMI DERİNLİĞİ VE SÜRESİ

Dünya ekonomisi finansal sistematik kriz ve resesyonun bileşenlerini oluşturduğu derin bir ekonomik kriz ile karşı karşıya bulunmaktadır.

Dünya ekonomisi bundan önceki dönemlerde de finansal krizlerin yol açtığı ekonomik krizler veya resesyonun yol açtığı krizler ile karşı karşıya kalmıştır. Ancak finansal kriz ile resesyonun birbirini karşılıklı besler nitelikteki bir kriz ilk kez yaşanmaktadır.

Ekonomik krizin ilk bileşeni finansal krizdir. Finansal kriz gelişmiş ülkelerin bankalarında öncelikle ipotekli konut kredilerinin geri ödenmemesi ile başlamış, ardından bilançolardaki diğer varlıkların değer kayıpları ile bankalar sermayelerinin önemli bir bölümünü ve buna bağlı olarak da ödeme kapasitelerini kaybetmişlerdir. Finansal kriz hızla sistematik niteliğe bürünmüş ve bankaların birbirleri ile olan bilanço ilişkileri nedeniyle tüm bankalar sermaye ve ödeme kapasitesi kayıpları ile karşı karşıya kalmıştır.

Ekonomik krizin ikinci bileşeni ise resesyondur. Dünya ekonomisi gelişmiş ülkeler kaynaklı derin bir resesyona içine girmiştir. Resesyona ülke ekonomilerinin mal ve hizmet üretimlerinin bir önceki dönemlere göre küçülmesi anlamına gelmektedir. Gelişmiş ülkelerin tamamında ekonomiler küçülme sürecine girmiştir. Gelişmiş ülkelerin resesyona girmeleri gelişen ülkeleri de olumsuz etkilemiş ve gelişmiş ülkelerin bir bölümünde büyüme önemli ölçüde yavaşlarken, bir bölümünde ise küçülmeler yaşanmaya başlamıştır.

2008 yılında başlayan ekonomik krizin hem finansal sistematik krizi, hem de resesyona içeren olması krizin daha derin ve daha uzun yaşanması olasılığını kuvvetlendirmektedir.

Dünya yakın dönemde 1975, 1982 ve 1991 yıllarında da üç kez resesyona ile karşı karşıya kalmıştır. Bu üç resesyona ile 2008 yılında yaşanmaya başlayan resesyona ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri karşılaştırmalı olarak aşağıda Tablo.31'de sunulmaktadır.

Buna göre resesyona kişiden kişiye büyüme, sanayi üretimi, global ticaret, sınır ötesi sermaye akımları, petrol tüketimi ve işsizlik üzerindeki etkileri resesyona başlangıcı ile resesyona sona erdiği dönemler arasındaki yüzde değişimleri itibarıyla karşılaştırılmaktadır.

2008 yılında başlayan resesyonda kişi başı büyümenin, sanayi üretiminin, global ticaretin ve sınır ötesi sermaye hareketlerinin önceki resesyona göre daha kuvvetli küçüleceği, işsizliğin ise daha kuvvetli artacağı öngörülmektedir.

**TABLO.31 GLOBAL RESESYON DÖNEMLERİNDE EKONOMİK FAALİYETLER**

EKONOMİK FAALİYETLER	1975	1982	1991	2008 PROJEKSİYON	1975-1982-1991 ORTALAMA
KIŞI BAŞI BÜYÜME (SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ İLE)	-0.13	-0.89	0.18	-2.50	-0.40
KIŞI BAŞI BÜYÜME (PIYASA FİYATLARI İLE)	-0.33	-1.08	-1.45	-3.68	-0.95
SANAYİ ÜRETİMİ	-1.60	-4.33	-0.09	-6.23	-2.01
GLOBAL TİCARET	-1.87	-0.69	4.01	-11.75	0.48
SINIR ÖTESİ SERMAYE AKIMLARI	0.56	-0.76	-2.07	-6.18	-0.76
PETROL TÜKETİMİ	-0.90	-2.87	0.01	-1.50	-1.25
İŞSİZLİK (ARTIŞ PUAN)	1.19	1.61	0.72	2.56	1.18

KAYNAK: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK, APRIL 2009

Resesyona ekonomik faaliyetler üzerindeki etkileri kadar süreleri de önem taşımaktadır. 1960-1985 yılları arasında yaşanan resesyonda yavaşlama ve daralma süreleri ortalama 3.1 yıl, resesyona sonrası büyüme süresi ise 3.9 yıl olmuştur. 1986-2007 yılları arasındaki resesyonda ise yavaşlama-daralma süresi 2.3 yıl, resesyona sonrası büyüme ise 4.6 yıl olmuştur.

2008 yılında yaşanmaya başlanan resesyona süresinin 1960-2007 yılları arasında yaşanan resesyona süresinden daha uzun olacağı öngörülmektedir.

**TABLO.32 RESESYONLARIN VE RESESYON SONRASI İYİLEŞME DÖNEMLERİNİN UZUNLUĞU**

DÖNEMLER	RESESYON YAVAŞLAMA-DARALMA SÜRESİ	RESESYON SONRASI BÜYÜME (1)
1960-1985	3.1 YIL	3.9 YIL
1986-2007	2.3 YIL	4.6 YIL

KAYNAK: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009, APRIL 2009

(1) RESESYON BİTİMİ İLE EN HIZLI BÜYÜMEYE ULAŞILDIĞI ÇEYREK DÖNEM ARASI

## II.1.2 EKONOMİK KRİZ KARŞISINDA ALINAN ÖNLEMLER

Dünya ekonomisinde yaşanan kriz karşısında ülkeler tek başlarına ve koordinasyon içinde politika önlemleri almakta ve uygulamaktadır. Önlemler 2008 yılı Ekim ayı başından itibaren alınmaya ve uygulamaya başlamış olup muhtemelen 2009 ve 2010

yıllarında kapsamı ve etkinliği artırılarak sürdürülecektir. Ekonomik kriz karşısında uygulanan ve planlanan önlemler 4 ana grupta toplanmaktadır.

### II.1.2.1 Gevşek Para Politikası

Gelişmiş ülkelerin Merkez Bankaları karşılaşılan ekonomik kriz karşısında çok gevşek bir para politikasını (quantitative easing) hızla benimsemiş ve uygulamaya koymuşlardır.

Merkez Bankalarının bu yeni para politikasının temelinde politika faiz oranlarındaki indirimler yer almaktadır. ABD Merkez Bankası FED 2008 Eylül ayında yüzde 2.0 olan faiz oranlarını 2008 Aralık ayında yüzde 0.25'e kadar indirmiştir. Avrupa Merkez Bankası faiz indirimlerini zamana yaymış 2008 Eylül ayında yüzde 4.25 olan faiz oranlarını 2008 Aralık ayında yüzde 2.5'e, sonrasındaki kademeli indirimleriyle de 2009 Mayıs ayında yüzde 1.0'e indirmiştir. İngiltere Merkez Bankası 2008 Eylül ayında yüzde 5.0 olan faiz oranlarını Mart 2009 ayında yüzde 0.50'ye indirmiştir. Çin Merkez Bankası da 2008 Eylül ayında yüzde 7.20 olan faiz oranlarını 2009 Ocak ayında yüzde 5.31'e çekmiştir.

**TABLO.33 MERKEZ BANKALARI FAİZ ORANLARI %**

MERKEZ BANKALARI	2007 ARALIK	2008 EYLÜL	2008 EKİM	2008 KASIM	2008 ARALIK	2009 OCAK	2009 ŞUBAT	2009 MART	2009 NİSAN	2009 MAYIS
ABD FED	4.25	2.00	1.00	1.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
AVRUPA MERKEZ BANKASI	4.00	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00
JAPONYA JOB	0.50	0.50	0.50	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
İNGİLTERE BOE	5.50	5.00	4.50	3.00	2.00	1.50	1.00	0.50	0.50	0.50
ÇİN	7.29	7.20	6.66	5.58	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31

KAYNAK: ÜLKE MERKEZ BANKALARI

Merkez Bankaları faiz indirimleri dışında finansal sistemin likidite ihtiyacının karşılanmasına yönelik olarak da çok etkili önlemler almışlardır.

Merkez Bankaları finansal kurumlara yönelik likidite ve borç verme olanaklarını genişletmiş, finansal kurumların bilançolarındaki menkul kıymetleri satın alarak bu kurumlara likidite aktarmış, zorunlu karşılıkları indirerek finansal kurumların likit olanaklarını arttırmış, swap işlemleri ile her türlü para cinsinden ilave likidite olanakları sağlamışlardır. ABD Merkez Bankası FED likidite olanaklarının bir bölümünün reel sektör şirketleri için de kullandırmaya başlamıştır.

Merkez Bankaları faiz oranlarını aşağı çekerek hem ekonomik küçülmeyi yavaşlatmayı hedeflemekte, hem borçlanma maliyetlerini aşağı çekmekte, ilave olanakları ile de likidite krizini ve bankaların ödeme kapasitelerini yitirmelerini önlemeyi hedeflemektedir.

### II.1.2.2 Finansal Kurumlara Destekler

Finansal sistematik kriz ile birlikte gelişmiş ülkelerin bankalarında yüksek sermaye kayıpları oluşmuş ve bankalar yükümlülüklerini karşılayamama (insolvency) sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. Geri dönmeyen krediler, sorunlu aktifler (toksik varlıklar) ve aktiflerin değerlerinin düşmesi (varlık fiyatlarındaki gerileme ile) sonucu bankaların sermaye yapıları ve ödeme kapasiteleri önemli ölçüde zayıflamıştır.

Bu çerçevede ekonomik kriz karşısında alınan ikinci önemli önlem grubu finansal kurumlara yönelik olarak sağlanan desteklerdir. Finansal kurumlara yönelik olarak sağlanan destekler iki ana grupta toplanmaktadır. Bunların ilki nakit destekler ikincisi ise gayri nakdi desteklerdir. Nakdi destekleri; sermaye katkıları, kötü aktiflerin satın alınması ve kötü aktifler yerine hazine kağıtları verilmesi oluşturmaktadır.

Gayri nakdi destekleri; banka yükümlülüklerinin garanti edilmesi, banka mevduatlarının garanti edilmesi ve ilave likidite depolarının sunulması oluşturmaktadır. G-20 ülkelerinin kriz karşısında finansal kurumlara yönelik verdikleri nakdi ve gayri nakdi desteklerinin toplamının GSMH toplamlarına oranı yüzde 27.9'a ulaşacaktır.

Bankalara sağlanan bu destekler ile bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi, bilanço yapılarının düzelmesi ve bankaların yeniden kredi verir hale gelmeleri hedeflenmektedir.

**TABLO.34 FİNANSAL KURUMLARA SAĞLANAN DESTEKLER  
GSMH YÜZDESİ OLARAK**

DESTEKLER	G-20 ÜLKELERİ	GELİŞMİŞ ÜLKELER	GELİŞEN ÜLKELER
NAKİT DESTEKLER			
SERMAYE KATKISI	1.90	2.90	0.22
KÖTÜ AKTİFLERİN SATIN ALINMASI	3.29	5.20	0.09
HAZINE KAĞITLARI VERİLMESİ	0.96	1.34	0.32
TOPLAM	6.15	9.44	0.63
GAYRİNAKDİ DESTEKLER			
MERKEZ BANKASI LİKİDİTE OLANAKLARI	9.34	13.93	1.64
GARANTİLER	12.39	19.74	0.06
TOPLAM	21.73	33.68	1.69
<b>TOPLAM DESTEKLER</b>	<b>27.88</b>	<b>43.12</b>	<b>2.32</b>

KAYNAK: G-20 TASK FORCE WORKING PAPER MART 2009



### II.1.2.3 Ekonomileri Canlandırma Paketleri

Ekonomik kriz karşısında alınan üçüncü önlem grubunu ekonomi canlandırma paketleri oluşturmaktadır. Ekonomi canlandırma paketlerinin amacı kamunun ve hane halklarının harcamalarının artırılması yolu ile ekonomilerin yeniden canlandırılmasıdır. Daha önceki resesyon örneklerinde uygulanan ekonomileri canlandırma paketlerinin resesyonların derinleşmesini önlediği ve sürelerini kısalttıkları görülmüştür.

2008 yılındaki ekonomik kriz karşısında da ekonomiyi canlandırma paketlerinin uygulanmaya koyulduğu görülmektedir. Ekonomiyi canlandırma paketlerinin içeriğini vergi indirimleri, tüketicilere verilen harcama çekleri, kamu tüketim harcamalarının artırılması, kamu altyapı yatırımlarının genişletilmesi, sosyal ödemelerin genişletilmesi ve işsizlik ödemelerinin artırılması gibi uygulamalar oluşturmaktadır. Ekonomiyi canlandırma paketlerinin 2009 ve 2010 yıllarının tamamında uygulanması planlanmaktadır.

Ekonomi canlandırma paketlerinin fiilen uygulanmasında kamu kesimleri bazı gelirlerinden vazgeçmekte, buna karşın ilave harcamalar yapmaktadır. Bu çerçevede ekonomi canlandırma paketleri uygulamaya koyan ülkelerin bütçe açıklarının artacağı, bütçe açıklarının finansmanı için yapılacak borçlanmalar ile de borç stoklarının genişleyeceği öngörülmektedir.

Ekonomiyi canlandırma paketlerini geniş ölçüde uygulamaya koyan ABD, Japonya, Euro Alanı ve OECD ülkelerinde paketlerin bütçe açıkları ve borç stokları üzerindeki artırımcı etkileri Tablo.35’de sunulmaktadır.

**TABLO.35 KRİZ KARŞISINDA ALINAN ÖNLEMLER İLE OECD ÜLKELERİNİN KAMU MALİ GÖSTERGELERİNDE BOZULMA**

ÜLKELER	GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010
ABD	GENEL KAMU AÇIĞI/GSMH	-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
	BRÜT KAMU BORCU/GSMH	61.7	62.9	71.9	88.1	100.0
JAPONYA	GENEL KAMU AÇIĞI/GSMH	-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
	BRÜT KAMU BORCU/GSMH	172.1	167.1	172.1	186.2	197.3
EURO ALANI	GENEL KAMU AÇIĞI/GSMH	-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0
	BRÜT KAMU AÇIĞI/GSMH	74.6	71.2	71.0	77.7	84.4
OECD ÜLKELERİ	GENEL KAMU AÇIĞI/GSMH	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7
	BRÜT KAMU AÇIĞI/GSMH	76.0	74.5	78.8	90.6	99.9

KAYNAK: OECD ECONOMIC OUTLOOK, INTERIM REPORT MARCH 2009

Kamu kesimlerinin ekonomileri canlandırmak için uyguladıkları paketlerin finansmanı için daha çok borçlanacak olmaları finansal kaynaklara erişmede sıkıntı çeken özel sektöre yönelik kaynakların daha da daralması sonucunu doğuracaktır. Kamu kesimlerinin daha çok borçlanması Merkez Bankalarının faiz oranlarını indirerek ekonomileri canlandırma etkisini de sınırlandıracaktır.

#### II.1.2.4 Düzenleyici Önlemler

Ekonomik kriz karşısındaki önlemlerin dördüncü grubunu ise finansal piyasalar ağırlıklı yeni düzenlemeler oluşturmaktadır. Henüz bu alanda alınmış somut bir uygulama önlemi bulunmamaktadır.

Bu konu ile ilgili olarak G-20 bünyesinde çalışmalar yürütülmekte olup yeni bir küresel finansal mimari için hazırlıklar yapılmaktadır. Yeni küresel finansal mimari bankacılık sektöründe ve diğer tüm finansal piyasalarda daha sıkı kuralları ve daha etkin denetim ve gözetimi getirecektir. Yeni mimari içinde finansal genişleme muhtemelen daha sınırlı ancak daha güvenli ve istikrarlı olacaktır.

Ekonomik kriz karşısında alınan bu dört grup önlemin olası iyileştirici etkileri aşama aşama hissedilecek ve zamana yayılacaktır. Alınan önlemlerin olası iyileştirici etkilerine ve aşamalarına ilişkin zaman çizelgesi aşağıda Tablo.36'da sunulmaktadır.

**TABLO.36 EKONOMİK KRİZ KARŞISINDA ALINAN ÖNLEMLERİN İYİLEŞTİRİCİ ETKİLERİ VE AŞAMALARI**

ÖNLEMLER	2009	2010	2011 VE SONRASI
GEVŞEK PARA POLİTİKASI	FINANSAL PIYASALARDA GÖRECELİ İSTIKRAR	PIYASALARDA İSTIKRAR, EKONOMİDE BÜY. BAŞLANGICI	SINIRLI HİSSEDİLEN EKONOMİK BÜYÜME
FINANSAL KURUMLARA DESTEKLER	BANKALARIN SERMAYE VE LİKİDİTE İHTİYAÇLARININ KARŞILANMASI, FINANSAL PIYASALARDA GÜVEN TESİSİ	BANKALARIN SERMAYE YETERLİLİĞİNE YENİDEN KAVUŞMASI	BANKALARIN YENİDEN KREDİ VERMEYE BAŞLAMASI
EKONOMİLERİ CANLANDIRMA PAKETLERİ	RESESYONUN SINIRLANMASI	KAMU KESİMİNDE BÜYÜME	HANE HALKI ÖZEL TÜK. HARCAMALARINDA BÜYÜME BAŞLANGICI
DÜZENLEYİCİ ÖNLEMLER	YENİ FINANSAL MİMARİ UZLAŞMA ARAYIŞI	DÜZENLEMELER VE UYGULAMAYA GEÇİŞ	PIYASALARDA İSTIKRARLI BÜYÜME BAŞLANGICI

### II.1.3 EKONOMİK KRİZ SONRASI DÖNEME İLİŞKİN ÖNGÖRÜLER

Ekonomik kriz sonrası döneme ilişkin öngörüler yeni dönemin ekonomik koşullarını da şekillendirecek ve gayrimenkul sektörü için yeni ekonomik çevreyi tanımlanmış olacaktır.

Ekonomik kriz sonrası döneme ilişkin öngörüler iki aşamaya ayrılarak incelenmekte ve değerlendirilmektedir. İlk aşama 2009-2010 yılı dönemidir ve bu dönemde daha çok gelişmiş ülkelerin ekonomik göstergeleri belirleyici olacaktır. İkinci dönem ise 2011-2014 yıllarını kapsayan orta vadeli dönemdir. Bu dönemde ise gelişmiş ve gelişen ülkeler bir arada dünya ekonomisi için belirleyici olacaktır.

Küresel ölçekte yaşanan ekonomik kriz gelişmiş ülkelerde başlamış ve gelişmiş ülkeleri daha çok etkilemiştir. Bu nedenle ekonomideki iyileşme ve kriz sonrası döneme geçişte gelişmiş ülkelerin 2009-2010 yıllarında gösterecekleri ekonomik performans önemli ve belirleyici olacaktır.

Bu çerçevede öncelikle gelişmiş ülkelerin 2009-2010 yıllarına ilişkin temel ekonomik göstergelerine ilişkin öngörüler aşağıda Tablo.37'de sunulmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin hane halklarının gerçekleştirdiği özel tüketim harcamalarında artış 2008 yılında önemli ölçüde yavaşlamış ve yüzde 0.6 olmuştur. Resesyon döneminde 2009 yılında özel tüketim harcamalarının yüzde 1.4 küçüleceği öngörülmektedir. Gelişmiş ülkelerde özel tüketim harcamaları 2010 yılında ise sadece yüzde 0.3 oranında artacaktır.

Gelişmiş ülkelerde toplam (kamu ve özel) sabit sermaye yatırımları 2008 yılında yüzde 1.8 oranında daralmıştır. Sabit sermaye yatırımlarının 2009 yılında yüzde 12.5 daraldıktan sonra daralmanın 2010 yılında da sürmesi ve yüzde 2.6 oranında küçülmesi öngörülmektedir.

Gelişmiş ülkelerde büyüme ise 2008 yılındaki yavaşlama ile birlikte yüzde 0.9 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında ise yüzde 3.8 oranında bir daralma öngörülmektedir. 2010 yılında ise gelişmiş ülkelerin büyümeyeceği ve büyümenin sıfır olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Gelişmiş ülkelerde işsizlik 2009 ve 2010 yıllarında artmaya devam edecektir. Büyümenin negatife dönmesi ve 2010 yılında sıfır olmuş, özel sektör yatırımlarındaki hızlı daralmanın 2009-2010 yıllarında da sürmesi nedeni ile işsizlik artacaktır.

Gelişmiş ülkelerin 2009-2010 yıllarına ilişkin temel ekonomik göstergeleri bir arada değerlendirildiğinde ekonomik performansın çok zayıf kalacağı ve 2010 sonunda dahi ekonomik faaliyetlerdeki canlanmanın çok sınırlı kalacağı öngörülmektedir.

**TABLO.37 GELİŞMİŞ ÜLKELER İÇİN ÖNGÖRÜLER 2009-2010**

GÖSTERGELER	2008	2009	2010
<b>ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI</b>			
GELİŞMİŞ ÜLKELER	0.6	-1.4	0.3
ABD	0.2	-0.9	1.0
EURO ALANI	0.5	-1.3	-0.5
JAPONYA	0.5	-1.0	0.3
İNGİLTERE	1.4	-3.8	-1.5
DIĞER GELİŞMİŞ ÜLKELER	1.2	-2.1	0.5
<b>SABİT SERMAYE YATIRIMLARI</b>			
GELİŞMİŞ ÜLKELER	-1.8	-12.5	-2.6
ABD	-3.5	-14.5	-3.1
EURO ALANI	0.7	-11.2	-3.7
JAPONYA	-4.6	-10.7	0.6
İNGİLTERE	-3.1	-11.4	-6.2
DIĞER GELİŞMİŞ ÜLKELER	0.3	-12.3	-0.9
<b>BÜYÜME</b>			
GELİŞMİŞ ÜLKELER	0.9	-3.8	0.0
ABD	1.1	-2.8	0.0
EURO ALANI	0.9	-4.2	-0.4
JAPONYA	-0.6	-6.2	0.5
İNGİLTERE	0.7	-4.1	-0.4
DIĞER GELİŞMİŞ ÜLKELER	1.6	-4.1	0.6
<b>İŞSİZLİK</b>			
GELİŞMİŞ ÜLKELER	6.0	8.4	9.9
ABD	5.8	9.1	10.3
EURO ALANI	7.5	10.1	11.7
JAPONYA	4.0	4.9	5.6
İNGİLTERE	5.7	7.7	9.5
DIĞER GELİŞMİŞ ÜLKELER	5.6	7.8	9.4

KAYNAK: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009, APRIL 2009

Dünya ekonomisi kriz etkisinin kuvvetli hissedileceği 2009-2010 yıllarından sonra muhtemelen yeni bir ekonomik sürece girecektir.

Bu yeni ekonomik dönemin temel eğilimleri dünya ekonomisinde ılımlı bir büyüme, dünya ticaretinde ılımlı bir genişleme ve mal ve varlık fiyatlarında sınırlı artışlar olacaktır.

Dünya ekonomisinde 2011 yılından itibaren öngörülen büyüme, ticaretteki genişleme ve fiyat artışları muhtemelen 2002-2007 yıllarını arasında yaşanmış olan hızlı genişleme ve büyüme dönemindeki göstergelerin yarısı seviyelerinde olabilecektir.

Dünya ekonomisi 2011-2014 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 3 büyüyecek ve dünya geliri 2014 yılına gelindiğinde 65.3 trilyon dolar olacaktır.

Dünya ticareti ise 2011-2014 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 6.4 oranında genişleyecek ve dünya mal ve hizmet ticareti hacmi 2014 yılında 19.56 trilyon dolar olacaktır. Tüketim fiyatları artışları (mal, hizmet, varlık fiyatı artışı) sınırlı kalacak, 2014 yılında gelişmiş ülkelerde tüketici fiyatları yıllık yüzde 1.5, gelişen ülkelerde ise yüzde 4.3 olacaktır.

Dünya ekonomisine ilişkin 2011-2014 yılları arasına ilişkin orta vadeli öngörüler gayrimenkul sektörü için 2002-2007 hızlı genişleme ve büyüme dönemine göre daha sınırlı ancak muhtemelen daha istikrarlı makro ekonomik koşullar sunacaktır.

**TABLO.38 DÜNYA EKONOMİSİ GÖSTERGELERİ RESESYON (2008-2010) VE RESESYON SONRASI DÖNEM (2011-2014)**

GÖSTERGELER	2008	2009	2010	2011-2014*
<b>EKONOMİK BÜYÜME YÜZDE</b>				
DÜNYA	3.2	-1.3	1.9	3.0
GELİŞMİŞ ÜLKELER	0.9	-3.8	0.0	2.0
GELİŞEN ÜLKELER	6.1	1.6	4.0	5.5
<b>DÜNYA GELİR MİLYAR DOLAR</b>	60.690	54.864	55.921	65.291
<b>DÜNYA TİCARETİ YÜZDE BÜYÜME</b>	3.3	-11.0	0.6	6.4
<b>İTHALAT</b>				
GELİŞMİŞ ÜLKELER	0.4	-12.1	0.4	4.9
GELİŞEN ÜLKELER	10.9	-8.8	0.6	8.6
<b>İHRACAT</b>				
GELİŞMİŞ ÜLKELER	1.8	-13.5	0.5	5.8
GELİŞEN ÜLKELER	6.0	-6.4	1.2	7.8
<b>DÜNYA TİCARETİ MİLYAR DOLAR</b>	19.694	14.768	15.280	19.583
<b>TÜKETİCİ FİYATLARI YÜZDE DEĞİŞİM</b>				
GELİŞMİŞ ÜLKELER	3.4	-0.2	0.3	1.5
GELİŞEN ÜLKELER	9.3	5.7	4.7	4.3
<b>FAİZ ORANLARI YÜZDE</b>				
ALTI AYLIK LIBOR (REEL FAİZ) (1)	0.9	0.5	1.0	3.1
UZUN VADELİ REEL FAİZ ORANI (DÜNYA) (2)	0.4	2.6	2.3	3.0

KAYNAK: IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009, APRIL 2009

(1) LIBOR FAZİ ORANI ABD MİLLİ GELİR DEFLATÖRÜ İLE ARINDIRILMIŞ

(2) G-7 10 YIL VADELİ TAHVİL FAİZ ORANI G-7 MİLLİ GELİR DEFLATÖRLERİ İLE ARINDIRILMIŞ

(\*) Yıllık ortalama

## II.2 EKONOMİK KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE ETKİLERİ

Dünya ekonomisinde yaşanan ekonomik krizin etkileri ve sonrasındaki dönemin koşulları yukarıda ayrıntılı olarak incelenmiş ve değerlendirilmiştir. Ekonomik kriz sonrası dönem koşullarının gayrimenkul sektöründe konut ve ticari gayrimenkulleri etkileme kanalları aşağıda sunulmaktadır. Etkileme kanalları dönemin belirleyici koşulları olan kontrollü para politikası, makul ve istikrarlı ekonomik büyüme, sınırlı istihdam artışı, dünya ticaretinde sınırlı büyüme, sınırlı fiyat artışları, finansal olanaklarda sınırlı genişleme, küresel sermaye akımlarında makul genişleme ve doların diğer para birimleri karşısında değer kazanması başlıkları ile değerlendirilmektedir.

EKONOMİK KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI		
GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
KONTROLLÜ PARA POLİTİKASI	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FİYATLARDA İSTIKRAR VE SINIRLI ARTIŞ</li> <li>● KREDİ VE FİNANSMAN OLANAKLARINDA SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● FİNANSMAN MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● DEĞERLERDE İSTIKRAR VE SINIRLI ARTIŞ (SERMAYE GETİRİLERİNDE ARTIŞ)</li> <li>● KREDİ VE FİNANSMAN OLANAKLARINDA SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● FİNANSMAN MALİYETLERİNDE GERİLEME</li> </ul>
MAKUL VE İSTIKRARLI EKONOMİK BÜYÜME  MILLİ GELİR VE KİŞİ BAŞI GELİRLER VE HANE HALKI GELİRLERİNDE SINIRLI ARTIŞ  DOLAR CİNSİ SATIN ALMA GÜCÜNDE GERİLEME (DOLARIN DEĞER KAZANMASI İLE)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT TALEBİNDE SINIRLI ARTIŞ</li> <li>● KONUT KREDİSİ KULLANMA VE BORÇ GERİ ÖDEME KAPASİTESİNDE SINIRLI ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI VE PERAKENDE HARCAMALARDA SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● ALIŞVERİŞ MERKEZİ VE DİĞER PERAKENDE BİRLERİNİN ARZ VE TALEBİNDE SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● SANAYİ BÖLGELERİ TALEBİNDE SINIRLI GENİŞLEME</li> </ul>
İŞSİZLİK VE SINIRLI İSTİHDAM ARTIŞI	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT TALEBİNDE SINIRLI ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● PERAKENDE TOPLAM SATIN ALMA GÜCÜNDE SINIRLANMA</li> </ul>
DÜNYA MAL VE HİZMET TİCARETİNDE GÖRECELİ SINIRLI BÜYÜME		<ul style="list-style-type: none"> <li>● SANAYİ BÖLGELERİ TALEBİNDE SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK HİZMETLERİNDE SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK ALAN TALEBİNDE SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● OFİS BİNALARI TALEBİNDE SINIRLI GENİŞLEME</li> </ul>

**EKONOMİK KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI**

GENİŞLEME DÖNEMİNİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
SINIRLI FİYAT ARTIŞLARI	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT ÜRETİM MALİYETLERİNDE SINIRLANMA</li> <li>● KONUT FİYATLARINA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FİYATLARDA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>
FINANSAL OLANAKLARDA SINIRLI GENİŞLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT FINANSMAN SİSTEMİ OLANAKLARINDA SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● KONUT FİYATLARINDA SINIRLI VE İSTIKRARLI ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FINANSMAN OLANAKLARINDA SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● KURUMSAL YATIRIMLARDA SINIRLI GENİŞLEME</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL DEĞERLERİNDE SINIRLI ARTIŞ</li> <li>● KALDIRAÇ ORANLARINDA SINIRLI ARTIŞ</li> </ul>
KÜRESEL SERMAYE AKIMLARINDA SINIRLI GENİŞLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT FINANSMAN SİSTEMLERİNDE SINIRLI GENİŞLEME (SINIR ÖTESİ RE FINANSMAN İLE)</li> <li>● FINANSMAN MALİYETLERİNE YUKARI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● SINIR İÇİ ÖTESİ YATIRIMLARDA (SATIN ALMALAR) GENİŞLEME</li> <li>● DEĞER ARTIŞLARINA SINIRLAMA</li> <li>● KALDIRAÇ ORANLARINA SINIRLAMA</li> <li>● FINANSMAN MALİYETLERİNE YUKARI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>
DOLARIN DIĞER PARA BİRLERİ KARŞISINDA DEĞER KAYBETMESİ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ABD DIŞINDAKİ KONUTLARIN DOLAR CİNSİ FİYATLARINDA GERİLEME</li> <li>● DIĞER PARA BİRLERİ İLE ABD KONUTLARINI SATIN ALMA GÜCÜNÜN GERİLEMESİ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● DIĞER PARA BİRLERİ İLE ABD'DE TİCARİ GAYRİMENKUL SATIN ALMA GÜCÜNÜN AZALMASI</li> <li>● ABD DIŞINDAKİ TİCARİ GAYRİMENKULLERİN DOLAR CİNSİ FİYATLARINDA GERİLEME (VARLIK VE SERVET ARTIŞ ETKİSİ)</li> <li>● ABD DIŞINDAKİ ÜLKELERİN EKONOMİK GÖSTERGELERİNİN DOLAR CİNSİNDEN GERİLEMESİ (ÖRNEK PERAKENDE HARCAMALAR)</li> </ul>

**II.3 EKONOMİK KRİZ SONRASI GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Dünya ekonomisinde yaşanan krizin sonuçları, alınan önlemlerin etkileri ve kriz sonrası oluşacak eğilimler gayrimenkul sektörü için yeni dönemin makro ekonomik çerçevesini ve koşullarını oluşturacaktır.

Gayrimenkul sektörü de bu yeni makro ekonomik çerçeve ve koşulların içinde yeni bir döneme girecektir. Gayrimenkul sektörü açısından yeni döneme ilişkin analizler iki aşamalı ve 2014 yılına kadar olan süreç için orta vadeli perspektifte yapılmaktadır. 2009-2010 yılları gayrimenkul sektörü içinde küresel ölçekte bir gerileme dönemi olacaktır. Ardından 2011-2014 yılları ise gayrimenkul sektörü için normalleşme ve yeniden gelişme dönemi olacaktır.

Çalışmanın bu bölümünde küresel ölçekte gayrimenkul sektörü için 2009-2010 yılı gerileme dönemine ve 2011-2014 yılları arası normalleşme ve gelişme dönemine ilişkin öngörülerde bulunmaktadır. Öngörüler konut sektörü ve ticari gayrimenkul sektörü için ayrı ayrı sunulmaktadır.

### **II.3.1 EKONOMİK KRİZ SONRASI KONUT SEKTÖRÜ**

Dünya ekonomisinde yaşanan krizin temelinde ABD'deki konut finansman sistemi ve konut sektöründeki bozulma yer almaktadır. Konut finansman sistemi ve konut sektöründeki bozulma kısa sürede diğer gelişmiş ülkelere de yayılmış, ardından konut finansman sistemi ile başlayan kriz önce sistematik bir finansal krize dönüşmüş ve sonraki aşamada da resesyon ile birleşmiştir.

Bu nedenle ekonomik kriz sonrası döneme ilişkin olarak konut sektörüne ilişkin yapılacak öngörüler ayrı bir önem taşımaktadır. Konut finansman sistemi ve konut sektöründeki iyileşme ekonomik krizin sona ermesine ilişkin olarak da önemli bir gösterge olacaktır.

#### **II.3.1.1 Konut Finansman Sistemi ve Konut Sektöründe Bozulma**

ABD Konut sektöründe 2001 yılından sonraki olumlu ekonomik koşulların etkisi ile birlikte başlayan genişleme süreci iki önemli unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan ilki konut fiyatlarındaki artış, diğeri ise ipotekli konut kredilerindeki genişlemedir.

Bu genişleme dönemi 2005 yılında yavaşlamaya başlamış, 2005 yılı Ağustos ayında konut fiyatları tepe noktasına ulaşmıştır. 2005 Ağustos-2006 Ağustos ayları arasında konut satışları gerilemeye, konut stokları ise artmaya başlamıştır. Buna bağlı olarak inşaat faaliyetleri de (yeni ev başlangıçları) yavaşlamaya başlamıştır.



2006 Aralık-2007 Aralık döneminde ise konut fiyatları bu kez gerilemeye başlamıştır. Konut fiyatlarındaki gerileme konut finansman sistemini olumsuz etkilemeye başlamıştır. Konut fiyatlarının gerilemesi ile birlikte ipotekli konut kredisi kullanan hane halklarının bilanço yapıları bozulmuş, aynı dönemde artan faizler ile birlikte hane halkları değeri düşmekte olan konutlara daha yüksek kredi geri ödemesi yapmak durumunda kalmıştır. Bu nedenle kredi geri ödememe oranları yükselmeye başlamış, özellikle sub-prime olarak nitelendirilen kredilerde geri ödememe oranları daha hızlı yükselmeye başlamıştır. Sub-prime krediler ile alınan konutların satılmaya başlanması (geri verilmesi ve yeniden satışı) ile konut fiyatlarındaki gerileme hızlanmış, konut fiyatlarındaki gerileme prime-A kalite ve Alternatif-A kalite ipotekli konut kredileri ile alınan konut fiyatlarına da sıçramış ve bu konutların fiyatları da gerilemeye başlamıştır.

2007 yılı Ağustos-Eylül aylarında ABD konut finansman ve ipotekli kredi sistemi hızla bozulmaya başlamış ve sistem derin bir krize girmiştir. ABD'deki kriz, önce İngiltere'ye ve sonra tüm gelişmiş ülkelerin konut finansman sistemlerine ve konut sektörlerine çok kısa sürede yayılmıştır. Kriz ipotekli konut kredilerine dayalı ihraç edilen menkul kıymetlere aracılık eden veya yatırım yapan diğer finansal kurumlara da yansımış ve böylece finansal krizin de hazırlayıcısı olmuştur.

Konut finansman sistemi ve konut sektörlerinde 2007 yılı Ağustos ayında başlayan kriz yaklaşık bir yıl boyunca alınan önlemlere rağmen sürmüştü ve 2008 yılı Eylül ayında bu kez yaşanmaya başlanan finansal sistematik kriz ve resesyon ile birleşerek şiddetlenmiştir. Konut fiyatları 2007 yılı Ağustos ayından sonra gerilemeyi sürdürmüştü ve 2008 yılı Eylül ayına kadar gerilemiş, ardından küresel krizin başlaması ile birlikte gerileme devam etmiştir.

**TABLO.39 EKONOMİK KRİZ SONRASI ABD KONUT FİYATLARI  
SP&CASE SHILLER KONUT FİYATLARI ENDEKSİ**

DÖNEMLER	COMPOSITE 20 ENDEKS	COMPOSITE 10 ENDEKS
2006 ARALIK	203.33	222.39
2007 AĞUSTOS	197.37	214.63
2007 ARALIK	184.96	200.67
2008 OCAK	180.68	196.07
2008 MAYIS	168.60	181.56
2008 EYLÜL	161.64	173.35
2008 EKİM	158.09	169.68
2008 KASIM	154.51	165.96
2008 ARALIK	150.57	162.12
2009 OCAK	146.35	157.98
2009 ŞUBAT	143.17	154.70

KAYNAK: STANDARD AND POORS

Konut sektöründe karşılaşılan krizin ikinci önemli etkisi ipotekli konut kredisi pazarının bozulmasıdır. Konut sektörünün gelişme döneminin arkasındaki itici güç hızla genişleyen konut finansman sistemi ve sunduğu finansman olanakları olmuştur. Bozulma döneminde konut finansman sistemi ve finansman olanaklarındaki daralma etkili olmaktadır.

Konut finansman sistemindeki bozulmanın unsurları; kullanılan ipotekli konut kredisi geri ödemelerinde sıkıntı, ipotekli konut kredisi kullanan hane halklarının ödeme kapasitelerini kaybetmeleri (iş kaybı-gelir kaybı), konut fiyatlarındaki gerileme ile birlikte kullanılan krediler için teminat açığı oluşması, kredi geri ödememe nedeni ile iade edilen konutların sayısında artış ve tüm bunların etkisi ile ipotekli konut kredisi kullandıran banka ve diğer kurumların sermaye yapılarının bozulması ve ödeme kapasitelerini yitirmeleridir.

Konut finansman sistemi içinde konut kredilerinin geri ödenememesi sistemin çalışma yapısını bozmuştur. ABD'de geri ödenemeyen ve geri ödememe nedeni ile iade edilen konutlara ilişkin kredi bilgileri aşağıda Tablo.40'da sunulmaktadır.

Geri ödenemeyen ve bu nedenle iade edilen konutlara ilişkin kredilerdeki artış bozulmayı göstermektedir. 2009-2010 yıllarında da bu bozulmanın sınırlı ölçüde sürmesi beklenmektedir.

**TABLO.40 ABD İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ; GERİ ÖDENEME (DELINQUENCY) VE KREDİ GERİ ÖDENMEMESİ NEDENİYLE GAYRİMENKULÜN GERİ ALINMASI (FORECLOSE) ORANLARI**

YILLAR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>KREDİ GERİ ÖDENEME ORANI; KULLANILAN KREDİLERİN YÜZDESİ</b>							
TOPLAM KREDİLER	4.79	4.67	4.52	4.51	4.95	5.82	6.99
PRIME KREDİLER	2.87	2.84	2.51	2.47	2.57	3.24	4.34
SUB-PRIME KREDİLER	14.40	13.65	11.90	11.63	13.33	17.31	20.03
<b>KREDİ GERİ ÖDENEME NEDENİYLE İPOTEKLİ GAYRİMENKULÜN GERİ ALINMASI; KULLANILAN KREDİLERİN YÜZDESİ</b>							
TOPLAM KREDİLER	0.44	0.40	0.44	0.42	0.54	0.83	1.07
PRIME KREDİLER	0.23	0.18	0.17	0.16	0.24	0.41	0.61
SUB-PRIME KREDİLER	2.10	1.54	1.81	0.80	2.00	3.44	4.13

KAYNAK: MORTGAGE BANKERS ASSOCIATION, ABD

Konut finansman sistemindeki iyileşmenin temel belirleyicisi bankaların ve diğer kurumların yeniden ipotekli konut kredisi kullanılabilir hale gelmesi ve ipotekli konut kredilerinde genişlemenin başlaması olacaktır.

Ancak konut finansman sistemi içinde yer alan bankalar henüz geri ödenemeyen kredilerin yarattığı ve halen artma eğiliminde olan zararlar ile karşı karşıyadır. Bankalar muhtemelen 2009 ve 2010 yıllarında da bu sorun ile yaşayacaklardır. Bankaların geri dönmeyen kredilerinin oluşturduğu zararları karşılaması, yeniden sermaye yapısının

**TABLO.41 FİNANSAL SEKTÖRDE 2007-2010 DÖNEMİNDE GERİ DÖNMEYEN ALACAK HALİNE GELECEK AKTİFLER**

	STOK 2007 YIL SONU MİLYAR DOLAR	GERİ DÖNMEYEN ALACAK 2007-2010 MİLYAR DOLAR	GERİ DÖNMEYEN ALACAK 2007-2010 / STOK 2007 SONU %
<b>ABD</b>	26.554	2.712	10.2
<b>KREDİLER</b>	13.507	1.068	7.9
Konut Kredileri	5.117	431	8.4
Ticari Gayrimenkul Kredileri	1.913	187	9.8
Tüketici Kredileri	1.914	272	14.2
Ticari Krediler	1.895	98	5.2
Yerel Yönetimler	2.669	80	3.0
<b>MENKUL KIYMETLER</b>	13.047	1.644	12.6
Konut Kredilerine Dayalı	6.940	990	14.3
Ticari Gayrimenkul Kredilerine Dayalı	640	223	34.8
Tüketici Kredilerine Dayalı	677	96	14.2
Kurumsal Menkul Kıymetler	4.790	335	7.0
<b>AVRUPA</b>	23.807	1.193	5.0
<b>KREDİLER</b>	20.759	888	4.3
Konut Kredileri	4.632	192	4.1
Ticari Gayrimenkul Kredileri	2.137	105	4.9
Tüketici Kredileri	2.467	175	7.1
Ticari Krediler	11.523	416	3.6
<b>MENKUL KIYMETLER</b>	3.048	305	10.0
Konut Kredilerine Dayalı	1.390	195	14.0
Ticari Gayrimenkul Kredilerine Dayalı	181	31	17.4
Tüketici Kredilerine Dayalı	250	18	7.1
Kurumsal Menkul Kıymetler	1.227	61	5.0
<b>JAPONYA</b>	7.358	149	2.0
<b>KREDİLER</b>	6.569	132	2.0
Tüketici Kredileri	3.230	65	2.0
Ticari Krediler	3.339	67	2.0
<b>MENKUL KIYMETLER</b>	789	17	2.2
Kurumsal Menkul Kıymetler	789	17	2.2
<b>TOPLAM KREDİLER</b>	40.835	2.087	5.1
<b>TOPLAM MENKUL KIYMETLER</b>	16.884	1.966	11.6
<b>TOPLAM KREDİ VE MEN KIYMETLER</b>	57.719	4.054	7.0

KAYNAK: IMF GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, APRIL 2009

güçlenmesi ve kredi verebilir hale gelmeleri 2010 yılında, ilave ve yeni kredi vermeye başlamaları ise 2011 yılında gerçekleşebilecektir.

Karşılaşılan ekonomik kriz ile birlikte ABD, AB ve Japonya bankalarının 2007-2010 yılları arasında karşılaşılabilecekleri geri dönmeyen alacaklara ilişkin öngörüler Tablo.41'de sunulmaktadır. Buna göre ABD ve AB'de 2007-2010 yılları arasında geri dönmeyeceği öngörülen ipotekli konut kredisi tutarı 623 milyar dolar olarak öngörülmektedir.

ABD, AB ve Asya bölgelerinde konut finansman sistemlerindeki iyileşme ve bankaların yeniden ilave kredi vermeye başlamaları ekonomik kriz sonrası iyileşme için de önemli bir itici güç olacaktır.

Nitekim ABD, AB ve Asya bankalarının kredi ve menkul kıymet portföyüne bakıldığında konut kredilerinin ve konut kredilerine dayalı menkul kıymet yatırımlarının önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. Özellikle ABD'de bankaların bu payının yüzde 50'lerin üzerinde olduğu görülmektedir. Bu nedenle konut finansman sistemindeki iyileşme bankaların bilanço iyileşmesi anlamına gelecek ve ekonomik iyileşmenin de tetikleyicisi olacaktır.

**TABLO.42 BANKALARIN AKTİF YAPILARI 2007 YIL SONU YÜZDE PAY**

KREDİ VE MENKUL KIYMET PORTFÖYLERİNİN DAĞILIMI	ABD	İNGİLTERE	AVRUPA (1)	ASYA (2)
KREDİLER	100.0	100.0	100.0	100.0
TÜKETİCİ KREDİLERİ	17.0	12.0	13.0	20.0
KONUT KREDİLERİ	52.0	23.0	25.0	26.0
TİCARİ GAYRİMENKUL KREDİLERİ	6.0	6.0	5.0	5.0
TİCARİ KREDİLER	15.0	49.0	43.0	27.0
DIĞER	11.0	10.0	14.0	22.0
MENKUL KIYMETLER	100.0	100.0	100.0	100.0
TÜKETİCİ KREDİLERİNE DAYALI	4.0	6.0	5.0	2.0
KONUT KREDİLERİNE DAYALI	42.0	24.0	19.0	5.0
TİCARİ GAYRİMENKUL KREDİLERİNE DAYALI	6.0	5.0	5.0	27.0
KURUMSAL MENKUL KIYMETLER	32.0	27.0	27.0	60.0
DIĞER MENKUL KIYMETLER	16.0	38.0	43.0	6.0

KAYNAK: IMF, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, APRIL 2009

(1) İNGİLTERE HARİÇ

(2) AVUSTRALYA, HONG KONG, JAPONYA, YENİ ZELANDA, SINGAPUR

### II.3.1.2 Konut Sektöründe Yeni Dönem ve İyileşme Öngörülleri

Konut sektöründe iyileşme ve buna ilişkin elverişli ekonomik koşulların oluşması zaman alacaktır. Bunun en önemli nedeni resesyon, finansal sistematik kriz ve konut finansman sistemi krizinin aynı anda yaşanıyor olmasıdır.

1960-2005 yılları arasında küresel ölçekte yaşanan krizlerde görülmüştür ki resesyon ile finansal krizlerin aynı anda yaşanması ve bunlara kredi krizinin (konut finansman sistemi veya diğer) eklenmesi halinde krizler daha şiddetli olmakta ve iyileşmeler ise daha uzun süreli gerçekleşmektedir.

Bu çerçevede konut sektöründe yeni dönem ve iyileşme öngörülleri aşağıda Tablo.43'de sunulmaktadır. Buna göre konut sektöründe orta vadeli perspektifte 2014 yılına kadar olan dönem içinde 4 aşama yaşanacağı öngörülmektedir.

**1. aşama 2008-2009 dönemi:** bu aşamada konut fiyatları hızla gerileyecek, düşük arz ve düşük talep oluşacak, inşaat faaliyetleri gerileyecek ve birincil piyasalarda satışlar olmayacaktır.

**2. aşama 2010 dönemi:** bu aşamada konut fiyatlarındaki gerileme sona erecek, düşük arz sürerken, sınırlı bir talep oluşacak, inşaat işlerinde gerileme sona erecek ve nakit veya likit zengini yatırımcılar birincil piyasalarda sınırlı satın almalar yapacaklardır.

**3. aşama 2011-2012 dönemi:** konut fiyatlarında artış başlangıcı yaşanacak, sınırlı arz karşısında artan bir talep bulacak, inşaat işlerinde yeni başlangıçlar ve birincil piyasalarda alıcı ve satıcıların genişlemesi ve alım-satım işlerinde artış yaşanacaktır.

**4. aşama 2013-2014 dönemi:** konut fiyatlarında sınırlı ve istikrarlı artış, birbirini dengeleyerek istikrarlı artan arz ve talep, alıcı piyasasında (ihtiyaç sahipleri ve yatırımcıları) kuvvetlenme ve inşaat işlerinde istikrarlı artış yaşanacaktır.

Konut sektörüne ilişkin öngörülerde en kritik aşamayı 2011-2012 dönemi oluşturmaktadır. Bu aşama kriz sonrasında konut sektöründe tekrar büyüme döneminin başlangıcı olacaktır. Bu döneme geçilebilmesi için konut finansman sisteminde ilave kredi olanaklarının sunulması, menkul kıymetleştirme piyasasının yeniden çalışması, ipotekli konut kredisi kullanacak potansiyel hane halklarının iş ve gelir seviyesinin tekrar yükselmeye başlaması, borçlanma ve geri ödeme kapasitesinin genişlemesi ve en önemlisi de tüketici güveninin yeniden kuvvetlenmesi belirleyici olacaktır. Bu unsurlardaki gecikme 2011-2012 dönemindeki iyileşmenin ötelenmesine neden olacaktır.

**TABLO.43 KONUT SEKTÖRÜNDE İYİLEŞME ÖNGÖRÜLERİ**

DÖNEMLER	KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ	KONUT SEKTÖRÜ
2008-2009	GERİ DÖNMEYEN ALACAKLARDA ARTIŞ BANKALARDA SERMAYE KAYBI BANKALARA KAMU DESTEĞİ İLAVE KREDİ OLANAĞI YOK	KONUT FİYATLARINDA HIZLI GERİLEME DÜŞÜK ARZ/DÜŞÜK TALEP İNŞAAT İŞLERİNDE GERİLEME BİRİNCİL PİYASALARDA SATIŞ YOK
2010	GERİ DÖNMEYEN ALACAKLARDA YAVAŞLAMA SERMAYE YETERLİLİĞİNE ULAŞMA	KONUT FİYATLARINDAKİ GERİLEME SONA ERİYOR DÜŞÜK ARZ/SINIRLI TALEP İNŞAAT İŞLERİNDE GERİLEME SONA ERİYOR BİRİNCİL PİYASALARDA SINIRLI ALIMLAR (LİKİT YATIRIMCILAR)
2011-2012	İLAVE KREDİ OLANAKLARININ BAŞLAMASI MENKUL KIYMETLEŞTİRME PIYASASININ ÇALIŞMAYA BAŞLAMASI	KONUT FİYATLARINDA ARTIŞ BAŞLANGICI SINIRLI ARZ/ARTAN TALEP İNŞAAT İŞLERİNDE YENİ BAŞLANGIÇLAR BİRİNCİL PİYASALARDA ALICI /SATICILARIN GENİŞLEMESİ
2013-2014	İLAVE KREDİ OLANAKLARINDA GENİŞLEME MENKUL KIYMETLEŞTİRME PIYASASINDA GENİŞLEME	KONUT PİYASALARINDA SINIRLI VE İSTIKRARLI ARTIŞ ARTAN ARZ / ARTAN TALEP ALICI PİYASASINDA KUVVETLENME (İHTİYAÇ SAHİBİ YATIRIMCILAR) İNŞAAT İŞLERİNDE ARTIŞ

### II.3.2 EKONOMİK KRİZ SONRASI TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Ekonomik kriz ile ortaya çıkan koşullar, krize karşı alınmakta olan önlemler ve sonrasında oluşacak yeni ekonomik çevre ticari gayrimenkuller için yeni bir dönem oluşturacaktır. Bu yeni dönem muhtemelen 2001 yılı sonrasında yaşanan hızlı genişleme ve büyüme döneminden farklı olacaktır.

Ekonomik kriz ile ortaya çıkan yeni koşullar içinde ticari gayrimenkul sektörü yeni bir döneme girmektedir. Bu yeni dönem orta vadeli bir perspektif içinde değerlendirilmekte ve öngörülerde bulunmaktadır. Orta vadeli perspektif 2009-2014 yıllarını kapsamaktadır. 2009 ve 2010 yılları ticari gayrimenkul sektöründe bozulmanın ve etkilerinin yaşanacağı yıllar olacaktır. 2011-2014 arası ise ticari gayrimenkul sektöründe

yeni koşulların oluşacağı, iyileşmenin ve gelişmenin yaşanacağı dönem olacaktır. Muhtemelen 2011-2012 yılları iyileşme dönemi, 2013-2014 yılları ise gelişme yılları olacaktır.

Ticari gayrimenkul sektöründe bozulma, iyileşme ve gelişme öngörülleri dört ana başlık altında sunulmaktadır. Bunlar; ticari gayrimenkul arzı, ticari gayrimenkul finansmanı, ticari gayrimenkul piyasası ve getiriler ile ticari gayrimenkul yatırımlarıdır.

### **II.3.2.1 Ticari Gayrimenkul Arzı**

Ekonomideki büyüme döneminde ticari gayrimenkul sektöründeki en önemli gelişmelerden biri arz tarafındaki genişleme olmuştur. Büyüme döneminde gelişmiş ve gelişen ülkelerde, tüm alt pazarlarda ve tüm segmentlerde hızlı bir arz genişlemesi yaşanmıştır.

Ekonomide yaşanan kriz ve sonrası dönemde ise ticari gayrimenkul arzının 2009-2010 yılları arasında duraklaması, 2011-2012 yıllarında bir iyileşme dönemi yaşaması, 2013-2014 yıllarında ise yeni ve istikrarlı bir gelişme göstereceği öngörülmektedir.

Ticari gayrimenkul sektöründe 2009-2010 yılları arasında yeni yatırımlarda duraklama, mevcut yatırımlarda erteleme ve yavaşlama, prime pazarlarda ve gelişen ülkelerde devam eden yatırımların tamamlanması ile gelişen ülkelerde ihtiyaca yönelik sınırlı arz olacağı öngörülmektedir.

2011-2012 yılları ticari gayrimenkul arzlarında iyileşme dönemi olarak öngörülmektedir. Bu yıllarda gelişmiş piyasalarda sınırlı yeni yatırımlar, prime pazarlarda ve esas (core) işlerde arzlar, gelişen ülkelerde yatırımlarda sınırlı genişleme ve kullanıcı talebine göre yeni arzlar öngörülmektedir.

2013-2014 yılları ise ticari gayrimenkul sektörü arzlarının yeniden istikrarlı bir büyüme dönemine gireceği yıllar olarak öngörülmektedir. Bu yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerde de yatırımlar yeniden genişlemeye başlayacak, yeni yatırımlar prime pazarlar ve esas işlerden diğer pazarlara da yaygınlaşacak, gelişen ülkelerde yatırımlar hızlanacak ve kullanıcı taleplerinin karşılanmasına ilave olarak yatırım amaçlı ilave arzların da genişlemeye başlayacağı öngörülmektedir.

**TABLO.44 TİCARİ GAYRİMENKUL ARZI**

2009-2010 DÖNEMİ	2011-2012 DÖNEMİ	2013-2014 DÖNEMİ
YENİ YATIRIMLARDA DURAKLAMA	GELİŞMİŞ PİYASALARDA SINIRLI YATIRIM	GELİŞMİŞ PİYASALARDA YATIRIMLARDA GENİŞLEME
MEVCUT YATIRIMLARDA ERTELEME VE YAVAŞLAMA	PRIME PAZARLARDA ESAS İŞLERDE ARZ	PRIME PAZARLAR VE ESAS İŞLER İLE DİĞER PAZARLARDA DA YENİ ARZLAR
PRIME PAZARLARDA VE GELİŞEN ÜLKELERDE YATIRIMLARIN TAMAMLANMASI	GELİŞEN ÜLKELER YATIRIMLARDA GENİŞLEME	GELİŞEN ÜLKELERDE YATIRIMLARDA HIZLANMA
GELİŞEN ÜLKELERDE İHTİYACA YÖNELİK SINIRLI ARZ	KULLANICI TALEBİNE GÖRE YENİ ARZLAR	KULLANICI TALEBİ VE YATIRIM AMAÇLI YENİ ARZLAR

### II.3.2.2 Ticari Gayrimenkul Finansmanı

Ticari gayrimenkul sektöründe ekonomik büyüme döneminde sektöre yönelik finansman olanaklarında hızlı bir genişleme yaşanmıştır. Ticari gayrimenkul sektörü hem bankacılık sisteminden, hem sermaye piyasalarından, hem de diğer özel finansman kurumlarından (fonlar, ortaklıklar, girişimler vb) artan oranda finansman sağlamıştır. Finansman olanaklarındaki genişleme ticari gayrimenkul sektöründeki ilave arzların ve yatırımların da hızlı büyümesine katkı sağlamıştır.

Ekonomik kriz ve sonrası dönemde ise ticari gayrimenkul sektörünün finansman olanakları için koşullar daha farklı olacaktır. 2009-2010 yılları ticari gayrimenkul finansman olanaklarının daraldığı yıllar olacaktır. 2011-2012 yılları ticari gayrimenkul sektörüne yeniden finansman sağlanması için uygun koşulların olduğu yıllar olacaktır. 2013-2014 yılları ise finansman olanaklarının istikrarlı genişlediği yıllar olacaktır.

Ticari gayrimenkul finansmanında 2009-2010 yılları daralmanın yaşandığı yıllar olacaktır. 2009-2010 yıllarında ticari gayrimenkul finansmanında iki ana gelişme belirleyici olacaktır. Bunlardan ilki finansman olanaklarındaki daralma, ikincisi ise daha önce kullanılmış olan finansman olanaklarının geri dönmeyen alacak haline gelmelerinin genişlemesi olacaktır. Ayrıca daha önce kullanılmış olan kredi ve diğer finansmanlar ile ilgili olarak ticari gayrimenkul değerlerindeki (proje değeri ve fiyatlar) gerilemeler nedeniyle bankalar için teminat açıkları oluşmaktadır. Bu nedenle 2009-2010 yıllarında finansal kurumlar daha önce kullanılmış olan kredilerini yeniden yapılandıracaklar ve yeniden teminatlandıracaklardır.



Daha önce verilmiş olan krediler ile yapılan projelerin getirilerindeki gerilemeler ile devam eden projelerin ertelenmesi ve ötelenmesi bankalara nakit geri dönüşlerinde ilave sıkıntılar yaratacaktır.

2009-2010 döneminde menkul kıymetleştirme pazarından ilave finansman temini olamayacağı buna bağlı olarak sermaye piyasalarından öz kaynak finansmanının da (equity finance) çok sınırlı kalacağı öngörülmektedir.

2009-2010 yıllarında finansman pazarında belirsizlikler ve yeni denge arayışları sürecektir. Piyasa koşullarının belirsizliği finansman kullandırma iştahını sınırlandıracaktır.

Bankalar çok sınırlı olan yeni finansman işlerinde sıkı sözleşme koşulları, yüksek teminatlandırma, düşük riskler ve yüksek risk primleri isteyeceklerdir. Faiz oranları düşük olmasına rağmen kredi maliyetleri yüksek kalacaktır. Finansal kaldıraç oranları gerilemiştir ve küçük hacimli işlem finansmanı (azami 50-70 milyon Euro) tercih edilmektedir.

Ticari gayrimenkul finansmanında 2011-2012 yılları yeniden finansman sağlanması için uygun ve gerekli koşulların olduğu yıllar olacaktır. Bu dönemde piyasa riskleri ölçülebilir, krediler yeniden fiyatlanabilir hale gelecektir.

Öncelikle prime pazarlarda ve yüksek kaliteli gayrimenkul projelerinden başlamak üzere yeniden finansman olanakları başlayacaktır. İlk aşamada kredibilitesi yüksek kurumlara ve projelerine ilave finansman sağlanacaktır.

Menkul kıymetleştirme pazarının da bu dönemde yeniden çalışmaya ve ilave finansman olanakları sunmaya başlayacağı öngörülmektedir.

Bu dönemde faiz oranlarında artış ancak finansman maliyetlerinde gerileme olacağı, finansal kaldıraç oranlarının sınırlı ölçüde artacağı, daha büyük ölçekli işlerin finansmanına da geçileceği öngörülmektedir.

Ticari gayrimenkul finansmanında 2013-2014 yılları ise finansman olanaklarının yeniden istikrarlı genişleyeceği yıllar olacaktır.

Finansman olanaklarının genişleyeceği bu dönemde ticari gayrimenkul finansmanında geleneksel banka kredilerinde yoğunlaşma olacaktır. Menkul kıymetleştirme pazarının da işlevinin yeniden kuvvetleneceği ve finansman olanaklarının genişleyeceği bir dönem olacaktır.

Bu dönemde finansman maliyetlerinde risk primleri normalleşecek, faiz-risk primi dengesi istikrar kazanacak, kaldıraç oranları sınırlı ölçüde artışını sürdürecektir ve daha büyük ölçekli işlerin finansmanında genişleme yaşanacaktır.

**TABLO.45 TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMANI**

2009-2010 DÖNEMİ	2011-2012 DÖNEMİ	2013-2014 DÖNEMİ
FINANSMAN OLANAKLARINDA DARALMA	FINANSMAN OLANAKLARINDA SINIRLI GENİŞLEME	FINANSMAN OLANAKLARINDA İSTIKRARLI BÜYÜME
GERİ DÖNMEYEN ALACAKLARDA ARTIŞ	PRIME PAZARLARDA YÜKSEK KALITELİ GAYRİMENKUL PROJELERİNİN FİNANSMANI	TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMANINDA GELENEKSEL BANKA KREDİLERİ YOĞUNLUĞU
MEVCUT KREDİLERİN YENİDEN YAPILANDIRILMASI VE İLAVE TEMİNATLANDIRMA	KREDİBİLİTESİ YÜKSEK KURUMLARA FİNANSMAN AKIŞI	MENKUL KIYMETLEŞTİRME PAZARINDA GENİŞLEME
FAİZLERDE GERİLEME	MENKUL KIYMETLEŞTİRME PAZARINDA SINIRLI İŞLER	MENKUL KIYMETLERİN KREDİ NOTLARINDA ARTIŞLAR
FINANSMAN MALİYETLERİNDE ARTIŞ	KREDİ VE FİNANSMAN PAZARINDA YENİ DÖNEM KOŞULLARIN BELİRGİNLEŞMESİ	KALDIRAÇ ORANLARINDA SINIRLI ARTIŞLAR (%60-%70)
ÖZKAYNAK FİNANSMAN OLANAKLARINDA DARALMA	FAİZ ORANLARINDA ARTIŞ FİNANSMAN MALİYETLERİNDE GERİLEME	DAHA BÜYÜK ÖLÇEKLI İŞLERİN FİNANSMANINDA GENİŞLEME
MENKUL KIYMETLEŞTİRME PAZARI DONDU	SATINALMA/YATIRIM FİNANSMANINDA SINIRLI GENİŞLEME	FİNANSMAN MALİYETİ VE RISK PRIMLERİNDE NORMALLEŞME
SATINALMA/YATIRIM FİNANSMANINDA HIZLI DARALMA	KALDIRAÇ ORANLARINDA SINIRLI ARTIŞLAR (%50-%60)	
KREDİ VE FİNANSMAN PAZARINDA BELİRSİZLİK (RISK, GETİRİ, FİYATLAMA)	DAHA BÜYÜK ÖLÇEKLI İŞLERİN FİNANSMANINA GEÇİŞ	
KALDIRAÇ ORANLARINDA HIZLI GERİLEME (%40-%50)		
SIKI SÖZLEŞME KİOŞULLARI, YÜKSEK TEMİNATLANDIRMA, DÜŞÜK RİSKLER YÜKSEK RİSK PRIMLERİ		
GENİŞ HACIMLI FİNANSMAN İŞLERİNDE DARALMA		

### II.3.2.3 Ticari Gayrimenkul Fiyatları ve Getirileri

Ekonominin büyüme döneminde ticari gayrimenkul fiyatları ve getirileri yükselmiş, ticari gayrimenkul yatırımları bu dönemde diğer yatırım araçlarının üzerinde getiriler sağlamıştır.

Ekonomik kriz ile birlikte ticari gayrimenkul fiyatları ve getirileri de olumsuz etkilenmiştir. Ekonomik kriz ve sonrası orta vadeli perspektif içinde ticari gayrimenkul fiyatları ve getirilerinde üç aşama ile karşılaşılacaktır. 2009-2010 yıllarında ticari gayrimenkul fiyatları ve getirileri gerileyecektir. 2011-2012 döneminde ticari gayrimenkul fiyatları ve getirileri istikrar kazanacaktır. 2013-2014 yıllarında ise ticari gayrimenkul fiyatları ve getirileri yeniden istikrarlı bir artış dönemine girecektir.

2009-2010 döneminde ticari gayrimenkul fiyatları ve getirileri gerileyecektir. Bu dönemde arz ve talep dengesindeki bozulmanın önemli bir nedeni arz ve talep arkasında yer alan finansman olanaklarında yaşanan daralma olacaktır.

2009-2010 yıllarında kiracı ve kiralayanlar ile alıcı ve satıcılar arasında önemli bir beklenti açığı oluşacaktır. Bu dönemde kullanıcı taleplerinde hızlı daralma ve doluluk oranlarında gerileme olacağı öngörülmektedir.

Bu dönemin önemli bir eğilimi kiracı ve alıcı egemen piyasaların oluşması olacaktır. Ticari gayrimenkul kiralari gerileyecektir. Kullanıcılar daha düşük kiralari talep edecektir.

Yatırımcılar açısından ticari gayrimenkul fiyatlarının gerilemesi, kiralari ve kira gelirlerinin düşmesi nakit akışlarını ve sermaye birikimlerini olumsuz etkileyecektir. Bu da yatırımcı-kreditör ilişkilerini bozacaktır.

2011-2012 döneminde ticari gayrimenkul fiyatları ve getirilerinde istikrar sağlanacağı öngörülmektedir. Ticari gayrimenkullerde yeni bir arz talep dengesi kurulmuş olacak ve buna göre fiyat ve getiriler için istikrarlı bir temel oluşacaktır.

Kullanıcı taleplerinde yeniden yapılanma, arz ve talep arkasındaki finansman olanaklarının yeniden kullanılmaya başlanması, kiracı-kiralayan ile alıcı-satıcı arasındaki

beklentilerin uyumlaşması yeni arz ve talep dengesinin kurulmasını sağlayacaktır. Piyasada yeni arz ve talep seviyeleri ile risk primleri istikrar kazandıktan sonra ticari gayrimenkullerin yeniden fiyatlanmaları da tamamlanmış olacaktır.

2013-2014 döneminde ise ticari gayrimenkul fiyatlarında ve getirilerinde yeniden ve istikrarlı bir artış dönemi başlayacaktır. Arz ve talep arkasındaki finansman olanaklarının genişlemesi, kullanıcı taleplerinde istikrarlı genişleme, kiracı-kiralayan ve alıcı-satıcı beklentilerinde istikrar, doluluk oranlarının yeniden yükselmeye başlaması ile birlikte ticari gayrimenkul fiyatlarında, kiralarda ve getirilerinde istikrarlı bir artış başlayacaktır.

Ancak ticari gayrimenkul fiyatlarındaki, kiralardaki ve getirilerindeki artış kriz öncesindeki büyüme döneminin artışlarının altında kalacak ve istikrarlı bir seyir izleyecektir.

Ekonomik kriz sonrası döneme ilişkin olarak ticari gayrimenkul getirilerine ilişkin seçilmiş uluslararası kurumların öngörülleri aşağıda Tablo 46 ve Tablo.47'de sunulmaktadır.

**TABLO.46 TİCARİ GAYRİMENKUL YATIRIMLARININ TOPLAM GETİRİLERİ: BÖLGELER**

BÖLGELER	2002-2007 ORTALAMA YILLIK %			2008-2010 ORTALAMA YILLIK %		
	SERMAYE GETİRİSİ	YATIRIM GETİRİSİ	TOPLAM GETİRİ	SERMAYE GETİRİSİ	YATIRIM GETİRİSİ	TOPLAM GETİRİ
AVRUPA GELİŞMİŞ PAZARLAR	2.4	6.1	8.5	-3.1	5.8	2.7
AVRUPA GELİŞEN PAZARLAR	22.0	11.4	33.4	2.1	7.1	9.2
ABD	5.5	7.8	13.3	-0.8	6.5	5.7
ASYA-PASİFİK GELİŞMİŞ PAZARLAR	13.4	5.3	18.7	-6.3	4.2	-2.1
ASYA-PASİFİK GELİŞEN PAZARLAR	11.2	10.4	21.6	3.4	9.5	12.9
DÜNYA ORTALAMA	9.3	7.9	17.2	-0.2	6.4	6.2

KAYNAK: DEGI RESEARCH

**TABLO. 47 TİCARİ GAYRİMENKUL YATIRIMLARININ TOPLAM GETİRİLERİ: ALT PAZARLAR (2006-2008 FİİLİ, 2009-2012 ÖNGÖRÜ)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GLOBAL PERAKENDE ENDEKSI	17.4	9.4	-3.7	-2.3	5.5	9.0	10.4
GLOBAL SANAYİ ENDEKSI	12.3	16.3	-0.9	-2.4	5.6	9.7	10.9
GLOBAL OFİS ENDEKSI	25.0	18.4	-4.7	-7.2	3.9	8.9	11.3
GLOBAL GAYRİMENKUL ENDEKSI	19.6	14.3	-3.1	-4.7	4.4	8.7	10.6

KAYNAK: ING BANK GLOBAL VISION 2009

**TABLO.48 TİCARİ GAYRİMENKUL FİYATLARI KİRALAR VE GETİRİLERİ**

2009-2010 DÖNEMİ	2011-2012 DÖNEMİ	2013-2014 DÖNEMİ
FIYATLARDA GERİLEME	YENİDEN FİYATLAMA FIYATLARDA İSTIKRAR	FIYATLARDA İSTIKRARLI ARTIŞ
ARZ/ TALEP DENGESİNDE BOZULMA	ARZ/TALEP YENİ DENGİ	ARZ VE TALEPTE İSTIKRARLI GENİŞLEME
ARZ VE TALEP ARKASINDAKİ FINANSAL OLANAKLARDA DARALMA	ARZ VE TALEP ARKASINDA YENİDEN FINANSMAN	ARZ VE TALEP ARKASINDA FINANSMAN OLANAKLARINDA GENİŞLEME
KULLANICI TALEPLERİNDE HIZLI DARALMA	KULLANICI TALEPLERİNDE YENİDEN YAPILANMA	KULLANICI TALEPLERİNDE İSTIKRARLI GENİŞLEME
KIRACI/KIRALAYAN ALICI/SATICI BEKLENTİ AÇIĞI	KIRACI/KIRALAYAN ALICI/SATICI BEKLENTİ LERDE UYUMLAŞMA	KIRACI/KIRALAYAN ALICI/SATICI BEKLENTİLERİNDE İSTIKRAR
KIRALARDA GERİLEME	KIRALARDA İSTIKRAR	KIRALARDA İSTIKRARLI ARTIŞ
YATIRIM GETİRİLERİNDE GERİLEME	YATIRIM GETİRİLERİNDE İSTIKRAR	YATIRIM GETİRİLERİNDE ARTIŞ
YATIRIMLARIN NAKİT AKIŞLARINDA BOZULMA	YATIRIMLARIN NAKİT AKIŞLARINDA NORMALLEŞME	YATIRIMLARIN NAKİT AKIŞLARINDA ARTIŞ
DOLULUK ORANLARINDA GERİLEME	DOLULUK ORANLARINDA İSTIKRAR	DOLULUK ORANLARINDA İSTIKRARLI ARTIŞ

### II.3.2.4 Ticari Gayrimenkul Yatırımları

Ekonomideki büyüme döneminin ticari gayrimenkul sektörü üzerindeki önemli etkilerinden biri yatırımlarda (satın almalar) genişleme, çeşitlenme ve özellikle sınır ötesi yatırımlarda artışlar olmuştur.

Ekonomik kriz ile birlikte ticari gayrimenkul yatırımlarında önemli bir daralma yaşanmaya başlamıştır. Ticari gayrimenkul yatırımları da ekonomik kriz ve sonrası koşulların şekillendireceği yeni bir döneme girmektedir.

Orta vadeli perspektifte bu dönem üç aşamadan oluşmaktadır. 2009-2010 yılları ticari gayrimenkul yatırımlarının daraldığı yıllar olacaktır. 2011-2012 yıllarında ticari gayrimenkul yatırımları yeniden canlanmaya başlayacaktır. 2013-2014 yılları ise ticari gayrimenkul yatırımlarının istikrarlı gelişmeye ve büyümeye başladığı yıllar olacaktır.

2009-2010 yıllarında ticari gayrimenkul yatırımları daralacaktır. Sınır ötesi yatırımlar sınır içi yatırımlardan daha hızlı daralacak ve sermayeler orijin ülkelere çekilecektir. Bu

dönemde yatırımların finansmanında da hızlı bir daralma yaşanacaktır. Piyasa likiditesi, işlem sayıları ve işlem büyüklükleri küçülecektir. Mevcut yatırımcıların krize geniş portföyler ve yüksek borçluluk oranları ile yakalanmış olmaları yatırım olanaklarını daha da sınırlandırmaktadır. Kullanıcıların da net satıcı olacağı bu dönemde kurumsal yatırımcılar bekle-gör tutumunda olacaktır. Riskli yatırımlardan kaçış ve riskli yatırımların portföylerde boşaltılması eğilimi de kuvvetlenecektir.

2011-2012 yılları ticari gayrimenkul sektöründe yatırımların yeniden başlaması için uygun ve gerekli koşulların olduğu yıllar olacaktır. Bu yıllarda ticari gayrimenkul yatırımları istikrar kazanacak ve yeniden sınırlı bir artış eğilimine girecektir.

Yeniden başlayan yatırımlar öncelikle prime pazarlarda ve merkezlerde yüksek kaliteli uzun vadeli ve istikrarlı getiri sunan gayrimenkullere yönelik olacaktır. Yatırımlar öncelikle gelişmiş pazarlarda ve sınır içi yatırımlar şeklinde artmaya başlayacaktır. Aynı dönemde yatırımların finansmanında da artış olacağı öngörülmektedir. Bu dönemde

**TABLO. 49 TİCARİ GAYRİMENKUL YATIRIMLARI**

2009-2010 DÖNEMİ	2011-2012 DÖNEMİ	2013-2014 DÖNEMİ
DOĞRUDAN YATIRIMLARDA HIZLI DARALMA	DOĞRUDAN YATIRIMLARDA İSTIKRAR VE ARTIŞ SINIRLI	DOĞRUDAN YATIRIMLARDA GENİŞLEME (TEMELLERİ GÜÇLÜ PAZAR VE SEGMENTLERE)
SINIR ÖTESİ YATIRIMLARDAN SINIR İÇİ YATIRIMLARA KAYIŞ SERMAYE ÇEKİLMESİ	PRIME PAZARLARDA, MERKEZLERDE YÜKSEK KALITELİ, UZUN VADELİ İSTIKRARLI GETİRİ SUNAN GAYRİMENKULLERE YATIRIM	SINIR ÖTESİ YATIRIMLARDA YENİDEN GENİŞLEME
YATIRIM FINANSMANINDA HIZLI DARALMA	ÖNCELİKLE GELİŞMİŞ PAZARLARDA VE SINIR İÇİ YATIRIMLAR	YATIRIM FINANSMANINDA İSTIKRARLI GENİŞLEME
PIYASA LİKİDİTESİNDE, İŞLEM SAYISINDA, İŞLEM BÜYÜKLÜKLERİNDE DARALMA	YATIRIMLARIN FINANSMANINDA CANLANMA	ORTA-UZUN VADELİ İSTIKRARLI SERMAYE VE YATIRIM GETİRİSİ SUNACAK GAYRİMENKULLERE YATIRIM
YEREL YATIRIMCI EKSIĞI OLAN PAZARLARDA DONMA	NİTELİKLİ, FİYATLARI DÜŞMÜŞ GELİŞME POTANSİYELİ OLAN GAYRİMENKULLERE YATIRIM	PIYASA LİKİDİTESİNDE GENİŞLEME HER ÖLÇEKTE İŞLEMLERDE ARTIŞ
YATIRIMCILAR GENİŞ PORTFÖY YÜKSEK BORÇLULUK İLE YAKALANDILAR	PIYASA LİKİDİTESİNDE CANLANMA, İŞLEM BÜYÜKLÜKLERİNDE ARTIŞ	KURUMSAL YATIRIMCILARIN YATIRIMLARINDA GENİŞLEME PORTFÖYLERDE YENİ RISK- GETİRİ YAKLAŞIMI
KULLANICILAR NET SATICI	KURUMSAL YATIRIMCILARIN YENİDEN YATIRIMLARI	
KURUMSAL YATIRIMCILAR İÇİN BEKLEME DÖNEMİ	RİSKTEN KAÇIŞ, DAHA AZ RİSKLİ YATIRIMLAR	
RİSKLİ YATIRIMLARDAN KAÇIŞ, PORTFÖY BOŞALTMA		



kurumsal yatırımcılar da yeniden yatırımlara başlayacaklar, riskten kaçış sürececek ve daha az riskli yatırımlar tercih edilecektir.

2013-2014 yıllarında ticari gayrimenkul yatırımları temelleri güçlü olan pazarlarda ve segmentlerde yeniden istikrarlı bir büyüme dönemine girecektir. Sınır ötesi yatırımlar yeniden başlayacaktır. Yatırımların finansmanında da istikrarlı bir genişleme dönemine girilecektir. Kurumsal yatırımcıların ağırlığı ve belirleyiciliği artacak ve kurumsal yatırımcıların portföyleri daha sınırlı getiri daha düşük riskler yaklaşımı ile yeniden büyümeye başlayacaktır.

### III. Bölüm

## TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

### GİRİŞ

Türkiye ekonomisi 2001 yılında yaşadığı derin ekonomik krizin ardından uyguladığı ekonomi programları ile birlikte önce normalleşme ve iyileşme sürecine girmiş ve ardından hızlı bir büyüme dönemi yaşamıştır. Aynı dönemdeki elverişli dış ekonomik koşullar ve dünya ekonomisinde hızlı büyüme Türkiye ekonomisindeki iyileşmeyi ve büyümeyi olumlu etkilemiştir.

Ekonominin önce normalleşme ve iyileşme ardından hızlı büyüme gösterdiği 2001 yılı sonrası dönemde gayrimenkul sektörü de hem niteliksel hem de niceliksel olarak önemli bir gelişme göstermiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye ekonomisindeki iyileşme ve büyüme dönemi ile aynı dönemde gayrimenkul sektöründeki gelişmeler incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

### III.1 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME DÖNEMİ

Türkiye ekonomisi 1980'lerin başından itibaren istikrarsız ve dalgalı bir performans göstermiştir. Ekonomi bazı yıllarda hızlı büyümüş ardından keskin krizler ile karşılaşmıştır. Ekonomi en son 2001 yılında derin bir ekonomik kriz ile karşı karşıya kalmıştır.

2001 yılı ekonomik krizinin ardından ekonomide önemli politika değişikliklerine gidilmiş ve bu politikaların yürütülmesi amacı ile güçlü ekonomiye geçiş programı uygulanmaya başlamıştır. Programın temel hedefi fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeye geçiş olmuştur.



Bu hedefe ulaşılması amacı ile enflasyon hedeflemesi, serbest döviz kuru politikası, mali disiplin ve ekonomide reformlar uygulanmaya konulmuştur. Program IMF ile yapılan üçer yıllık 2 ayrı stand-by anlaşması ile birlikte yürütülmüştür.

Güçlü ekonomiye geçiş programı politikalarına ve stand-by anlaşmalarının kriterlerine bağlı kılınmış ve buna bağlı olarak ekonomide önce hızlı bir iyileşme dönemi ardından da hızlı bir ekonomik büyüme dönemi yaşanmaya başlamıştır.

2001 yılından sonra yaşanan iyileşme ve büyüme döneminde temel ekonomik göstergelerdeki gelişmeler aşağıda sunulmaktadır.

### III.1.1 EKONOMİK BÜYÜME MİLLİ GELİR VE KİŞİ BAŞI GELİRDE ARTIŞ

Türkiye ekonomisi 2001 yılında yüzde 5.7 küçüldükten sonra 2002-2006 yılları arasında yıllık ortalama yüzde 7.5 oranında büyümüştür. Büyüme performansı 2007 yılından itibaren zayıflamaya başlamıştır.

Ekonomide sağlanan hızlı büyüme ile birlikte 2001 yılında 196.1 milyar dolar olan milli gelir 2004 yılında 390.4 milyar dolara, 2006 yılında 526.4 milyar dolara ve 2008 yılında 742.1 milyar dolara ulaşmıştır.

Milli gelirdeki bu artışa bağlı olarak kişi başı milli gelirden de önemli bir artış yaşanmıştır. 2001 yılında 64.8 milyon nüfus ile 3037 dolar olan kişi başı gelir, 2008 yılında 71.5 milyon nüfus ile 10.436 dolara çıkmıştır.

**TABLO.50 EKONOMİK BÜYÜME VE MİLLİ GELİR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
BÜYÜME %	-5.7	6.2	5.3	9.4	8.4	6.9	4.5	1.1
GSMH MİLYAR DOLAR	196.1	230.5	304.9	390.4	481.5	526.4	658.8	742.1
YIL ORTASI NÜFUS (000)	64.770	65.806	66.819	67.805	68.711	69.707	70.586	71.517
KİŞİ BAŞI GELİR DOLAR	3.037	3.505	4.563	5.757	7.000	7.550	9.333	10.436

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

### III.1.2 ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE TÜKETİM HARCAMALARINDA GENİŞLEME

Ekonomide 2002 yılından itibaren yaşanmaya başlanan hızlı büyüme ve milli gelirdeki artışa bağlı olarak özel kullanılabilir gelirler, özel tüketim harcamaları ve perakende harcamalarda önemli bir genişleme yaşanmıştır.

Özel tüketim harcamaları 2001 yılında yüzde 6.6 oranında küçüldükten sonra 2003, 2004 ve 2005 yıllarında çift haneli büyüme göstermiştir. 2006 ve 2007 yıllarında özel tüketim harcamalarında artış yavaşlamıştır.

Özel kullanılabilir gelirler 2001 yılında 179 milyar dolar iken 2008 yılında 616 milyar dolara yükselmiştir. Özel kullanılabilir gelirdeki bu artış hane halklarının tasarruf ve tüketim kapasitesini genişletmiştir.

Özel tüketim harcamaları gelirlerdeki artışa bağlı olarak genişlemiş ve 2001 yılında 125 milyar dolar iken, 2008 yılında 517 milyar dolara kadar yükselmiştir. Perakende harcamalar ise 2001 yılında 69 milyar dolar iken 2008 yılında 241 milyar dolara çıkmıştır.

**TABLO. 51 ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE TÜKETİM HARCAMALARI MİLYAR DOLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR	179	216	284	349	412	434	550	616
ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI	125	157	217	278	345	371	465	517
PERAKENDE HARCAMALAR	69	87	118	147	177	183	221	241
ÖZEL TÜK. HAR. BÜYÜME %	-6.6	4.7	10.2	11.0	7.9	4.6	4.6	0.3

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

### III.1.3 ÖZEL SEKTÖR EKONOMİK FAALİYETLERİNDE GENİŞLEME

Ekonomide 2001 yılından sonra sağlanan iyileşme ve büyümenin itici gücü özel sektör olmuştur. Özel sektörün ekonomik faaliyetlerinde 2001 yılından sonra hızlı bir genişleme yaşanmıştır.

Sanayi üretimi 2001 krizinde daraldıktan sonra 2002 yılında sınırlı bir artış göstermiş, ardından sanayi üretimi hızlı bir genişleme göstermiştir.

Özel sektör sabit sermaye yatırımları 2002 yılından itibaren çok hızlı genişlemiştir. Artışlar yıllık bazda 2003 yılında yüzde 23.7, 2004 yılında ise yüzde 36.1'e ulaşmıştır. Sabit sermaye yatırımları ile birlikte çok önemli bir kapasite artışı sağlanmıştır.

Özel sektörün inşaat faaliyetlerinde de hızlı bir genişleme yaşanmıştır. 2001 yılındaki daralmanın ardından 2002 yılından itibaren 2006 yılına kadar özel sektörün inşaat faaliyetleri çift haneli rakamlar ile büyümüştür.

**TABLO. 52 ÖZEL SEKTÖR EKONOMİK FAALİYETLERİ**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
İMALAT SANAYİ BÜYÜME %	-7.6	2.9	8.4	11.9	8.2	8.4	5.6	0.8
ÖZEL SEKTÖR SABİT SERMAYE YATIRIMLARI BÜYÜME %	-32.9	16.9	23.7	36.1	16.2	15.0	5.3	-7.3
ÖZEL SEK. İNŞAAT YAT. BÜYÜME %	-17.6	17.9	15.0	19.8	7.6	20.3	6.2	-12.2

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

### III.1.4 DIŞ TİCARET HACMİNDE GENİŞLEME

Ekonomide 2001 yılından sonra yaşanan iyileşme ve büyüme döneminde ihracat, ithalat ve toplam dış ticaret hacmi önemli bir genişleme göstermiştir. Dünya ekonomisindeki ve ticaretindeki hızlı büyüme ile birlikte Türkiye'nin de ihracat ve ithalat rakamları genişlemiştir. İhracat ve ithalatta yaşanan bu gelişme ekonomik büyümeye de önemli katkı sağlamıştır.

Türkiye'nin ihracatı 2001 yılında 31 milyar dolar iken 2008 yılında 132 milyar dolara çıkmıştır. İthalat ise 41 milyar dolardan 202 milyar dolara yükselmiştir. Böylece Türkiye'nin toplam dış ticaret hacmi 2001 yılında 72 milyar dolar iken 2008 yılında 334 milyar dolara ulaşmıştır.

Dış ticaret 2001 yılından sonra hem değer hem de miktar bazında önemli genişleme göstermiştir. Bu nedenle dış ticaret ile ilişkili taşımacılık, depolama, lojistik ve dağıtım işlerinde de önemli genişlemeler olmuştur.

**TABLO. 53 DIŞ TİCARET MİLYAR DOLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
İHRACAT	31	36	47	63	74	86	107	132
İTHALAT	41	52	69	98	117	140	170	202
DIŞ TİCARET	72	88	116	161	191	226	503	334

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

### III.1.5 MALİ GÖSTERGELER VE FİYATLARDA İYİLEŞMELER

Ekonomide 2001 yılından sonra sağlanan en önemli gelişmelerden birini enflasyon oranlarındaki gerileme oluşturmaktadır. Buna bağlı olarak faiz oranlarında da önemli bir gerileme yaşanmıştır.

Enflasyon ve faiz oranlarındaki bu gerilemenin ardında Merkez Bankası'nın para politikası ile birlikte kamu kesiminde uygulanan sıkı mali disiplin bulunmaktadır. 2001 yılından sonra uygulanan sıkı mali disiplin ile birlikte bütçe açığının GSMH' ya oranı yüzde 16.5'den 2006 yılında yüzde 0.5'e kadar çekilmiştir. Mali disiplin ile birlikte kamunun borçlanma gereği de önemli ölçüde azalmış kamunun mali piyasalar üzerindeki baskısı sınırlanmıştır.

Tüketici enflasyonu 2001 yılında yüzde 68.5 ve 2002 yılında yüzde 29.7 olduktan sonra 2004 yılında ilk kez yüzde 9.3 ile tek haneli rakamlara gerilemiştir.

Faiz oranlar da enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak gerilemiş ve 2001 yılında yüzde 62.5 iken 2008 yılında yüzde 15.8'e kadar inmiştir. Faiz oranlarındaki gerileme ekonominin ve finansal sistemin daha sağlıklı çalışmasına katkı sağlamıştır.

**TABLO. 54 MALİ GÖSTERGELER VE FİYATLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
BÜTÇE AÇIĞI/GSMH %	16.5	14.6	11.3	7.1	3.0	0.5	1.7	2.0
KAMU BORÇLANMA GEREĞİ/GSMH %	16.4	12.6	9.3	4.7	-0.4	-3.0	0.2	0.0
TÜKETİCİ FİYATLARI YIL SONU%	68.5	29.7	18.4	9.3	7.7	9.7	8.4	10.0
1 YIL VADELİ FAİZ ORANI %	62.5	48.1	28.6	24.4	18.5	16.3	16.5	15.8
DOLAR TÜRK LIRASI KURU YIL SONU	1.65	1.59	1.43	1.40	1.35	1.42	1.20	1.53

KAYNAK: DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

Mali göstergelerde 2001 yılından sonra yaşanan bir diğer önemli gelişme ise Türk Lirasının değer kazanması olmuştur. Türk Lirası 2002 yılından sonra diğer tüm para birimleri ile birlikte dolar karşısında değer kazanmıştır.

Türk Lirasının değer kazanması Türkiye'nin dolar cinsinden hesaplanan tüm ekonomik büyüklüklerini yukarı çekmiştir. Hane halklarının ve özel kesimin dolar cinsinden satın alma güçleri ve servetleri yükselmiş, varlıkların dolar cinsinden fiyatları da artmıştır.

### III.1.6 SERMAYE GİRİŞLERİNDE GENİŞLEME

Ekonomide 2001 yılından sonra yaşanan iyileşme ve büyüme döneminde sermaye girişlerinde de önemli genişleme yaşanmıştır.

Türkiye ekonomisi 2001 yılından sonra hızlı bir iyileşme sürecine girerek aynı dönemde küresel ölçekte ve gelişen ülkelere yönelik olarak genişleyen sermaye akımlarından yararlanmışır.

Sermaye girişleri 2001 yılı krizi nedeni ile aynı yıl 1.6 milyar dolar çıkış şeklinde gerçekleştiğinden sonra 2002 ve 2003 yıllarında giriş şeklinde ancak çok sınırlı büyüklüklerde kalmıştır.

2004 yılından itibaren ise sermaye girişlerinde artış hızlanmıştır. 2004-2007 yılları arasında toplam 138 milyar dolar net sermaye girişi yaşanmıştır. Sermaye girişleri doğrudan sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve kredi mevduat şeklinde gerçekleşmektedir.

Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri hem ekonomik büyümenin finansmanı sağlamış hem finansal olanakları genişletmiş hem de varlık fiyatlarındaki artışa katkı sağlamıştır.

**TABLO. 55 SERMAYE GİRİŞLERİ MİLYAR DOLAR**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
TOPLAM NET SERMAYE GİRİŞİ	-1.6	1.4	3.1	13.4	19.5	32.0	36.6	36.5
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	2.9	0.9	1.3	2.0	9.0	19.3	19.9	15.1
PORTFÖY YATIRIMLARI	-4.5	-0.6	2.5	8.0	13.4	7.4	0.7	-4.8
KREDİ MEVDUAT VE DİĞER	0.0	1.1	-0.7	3.4	-2.9	11.4	16.0	26.2

KAYNAK: TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

### III.2 TÜRKİYE EKONOMİSİNİN İYİLEŞME VE BÜYÜME DÖNEMİ KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI

Türkiye ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanan iyileşme ve büyüme dönemi koşulları yukarıda ayrıntılı olarak incelenmiş ve değerlendirilmiştir. Bu dönemin koşullarının gayrimenkul sektöründe konut ve ticari gayrimenkulleri etkileme kanalları aşağıda sunulmaktadır. Etkileme kanalları dönemin belirleyici koşulları olan ekonomide hızlı büyüme, özel tüketim ve perakende harcamalarda genişleme, özel sektör faaliyetlerinde genişleme, dış ticaret hacminde genişleme, enflasyon ve faiz oranlarında gerileme, Türk Lirasının değer kazanması ve sermaye başlıkları ile değerlendirilmektedir.

TÜRKİYE EKONOMİSİNİN İYİLEŞME VE BÜYÜME DÖNEMİ KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI		
EKONOMİDE İYİLEŞME VE BÜYÜME DÖNEMİNİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
EKONOMİDE HIZLI BÜYÜME MİLLİ GELİRDE ARTIŞ KİŞİ BAŞI GELİRDE ARTIŞ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT TALEBİNDE ARTIŞ</li> <li>● KONUT FİYATLARINDA ARTIŞ</li> <li>● HANE HALKLARININ KONUT SATIN ALMA VE KONUT KREDİSİ KULLANMA KAPASİTESİNDE ARTIŞ</li> <li>● KONUT SATIN ALMA VE KONUT KREDİSİ KULLANMA KAPASİTESİNE SAHİP HANE HALKI SAYISINDA ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● TALEP YÖNÜNDE ARTIŞ SAĞLAYAN EKONOMİK TEMELLERDE GÜÇLENME</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL ARZINDA HIZLI GENİŞLEME</li> </ul>
ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI VE PERAKENDE HARCAMALARDA GENİŞLEME		<ul style="list-style-type: none"> <li>● PERAKENDE PAZARINDA GENİŞLEME</li> <li>● ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ VE ORGANİZE PERAKENDEDE GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK ALAN TALEP VE ARZINDA GENİŞLEME</li> </ul>
ÖZEL SEKTÖR EKONOMİ FAALİYETLERİNDE GENİŞLEME (İMALAT SANAYİ, SABİT SERMAYE YATIRIMLARI, İNŞAAT YATIRIMLARI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT ARZINDA GENİŞLEME</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● SANAYİ ALANLARINA TALEP ARTIŞI</li> <li>● OFİS ALANLARINA TALEP ARTIŞI</li> <li>● LOJİSTİK ALANLARA TALEP ARTIŞI</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL DEĞERLERİNDE ARTIŞ</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL ARZINDA GENİŞLEME</li> </ul>
DİŞ TİCARET HACMİNDE GENİŞLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT ARZINDA GENİŞLEME</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● LOJİSTİK ALAN TALEBİNDE GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK ALAN ARZINDA GENİŞLEME</li> <li>● LOJİSTİK ALAN FİYATLARI VE GETİRİLERİNDE ARTIŞ</li> </ul>

**TÜRKİYE EKONOMİSİNİN İYİLEŞME VE BÜYÜME DÖNEMİ KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI**

EKONOMİDE İYİLEŞME VE BÜYÜME DÖNEMİNİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
ENFLASYON VE FAİZ ORANLARINDA GERİLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNDE GENİŞLEME</li> <li>● KONUT KREDİSİ TALEBİNDE VE KULLANIMINDA ARTIŞ</li> <li>● KONUT FİYATLARINDA ARTIŞ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMANINDA GENİŞLEME</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL DEĞERLERİNDE ARTIŞ</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL PİYASASININ OLUŞMASI</li> </ul>
TÜRK LİRASININ DEĞER KAZANMASI	<ul style="list-style-type: none"> <li>● HANE HALKLARININ DOLAR CİNSİ SATIN ALMA GÜCÜ VE ÖDEME KAPASİTESİNİN ARTMASI</li> <li>● KONUTLARIN DOLAR CİNSİ FİYATLARININ ARTMASI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● TİCARİ GAYRİMENKULLER İLE İLİŞKİLİ EKONOMİK GÖSTERGELERİN DOLAR CİNSİ KARŞILIKLARININ BÜYÜMESİ(ÖRNEK KİŞİ BAŞI PERAKENDE HARCAMALAR)</li> </ul>
SERMAYE GİRİŞLERİ (KREDİ, PORTFÖY, DOĞRUDAN YATIRIM)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNDE REFINANSMAN OLANAKLARININ GENİŞLEMESİ, VADELERİN UZAMASI, MALİYETLERİN DÜŞMESİ</li> <li>● DOĞRUDAN KONUT FİNANSMANINA KATILIM</li> <li>● DOĞRUDAN KONUT ARZINA KATILIM</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMAN OLANAKLARINDA GENİŞLEME</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL SATIN ALMA</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL GELİŞTİRME PROJELERİNE KATILIM</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL PİYASALARINDA VE ARZINDA GENİŞLEME</li> </ul>

**III.3 EKONOMİDE BÜYÜME DÖNEMİ VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Türkiye ekonomisinde 2001 yılından sonra yaşanmaya başlanan iyileşme ve büyüme döneminin koşulları gayrimenkul sektörünü olumlu etkilemiştir. Gayrimenkul sektörü içinde konut sektörü hızlı bir genişleme dönemine girmiş, ticari gayrimenkul sektörü ilk kez uluslararası standartlarda bir piyasa haline gelmeye başlamış, ticari gayrimenkul arzında önemli bir genişleme yaşanmış, İstanbul önemli bir gayrimenkul piyasası haline dönmüş ve Avrupa'nın en cazip pazarları arasına katılmış, gayrimenkul sektörüne yönelik finansman olanakları ve yabancı sermaye yatırımları da genişlemiştir. Ekonomideki iyileşme ve büyüme döneminde gayrimenkul sektöründe yaşanan temel gelişmeler aşağıda ayrıntılı olarak sunulmaktadır.

**III.3.1 KONUT PİYASASINDA GENİŞLEME VE DERİNLEŞME**

Konut sektörü 2001 yılından sonra genişleme ve derinleşme sürecine girmiştir. Konut sektöründe yaşanan en önemli gelişme konut üretimindeki artış olmuştur. Ekonomik

krizin yaşandığı 2001 yılından sonra konut yapı ruhsatı alınan daire sayısı 2002 yılında 161 bine gerilemiş, izleyen yıllarda tekrar artış eğilimi başlamış, 2006 yılında verilen 598 bin adet konut yapı ruhsatı ile zirveye ulaşmıştır. 2005-2008 yıllarında alınan konut yapı ruhsatı sayısı 2.2 milyon adet olmuştur.

Konut üretimindeki artış önce A tipi konutlarda başlamış, ardından diğer orta sınıf ve sosyal konutların üretimi de genişlemiştir. Konut üretimi artışı büyük şehirler ile birlikte diğer şehirlere de yaygınlaşmıştır.

Konut sektöründe 2001 yılı sonrasında konut piyasası derinleşmiş ve konut arzı ile talebi birlikte genişleme göstermiş buna bağlı olarak konut fiyatları da artmıştır. Konut fiyatlarının artışında faiz oranlarının gerilemesi ve konut finansman sisteminin genişlemesi de etkili olmuştur.

**TABLO.56 KONUT YAPI RUHSATLARI**

YILLAR	DAİRE SAYISI	TOPLAM YÜZÖLÇÜMÜ BIN M2
2000	315.162	45.351
2001	279.616	40.377
2002	161.431	25.622
2003	202.839	32.721
2004	329.777	51.643
2005	545.336	82.297
2006	597.786	92.941
2007	581.029	89.806
2008	501.005	74.340

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, YAPI İZİN İSTATİSTİKLERİ

### III.3.2 KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNDE VE OLANAKLARINDA GENİŞLEME

Ekonomik iyileşme ve büyüme döneminin koşulları konut finansman sisteminin kurulmasına olanak tanımış ve finansman olanaklarında önemli bir genişleme sağlanmıştır.

Bu dönemde bankalar 2004 yılı başından itibaren tüketicilere konut kredileri kullanılmaya başlamışlardır. Bunun tetikleyicisi faiz oranlarındaki gerileme olmuştur. İzleyen yıllarda bankaların kullandıkları konut kredilerinde hızlı bir artış yaşanmıştır. Konut kredileri stoku 2006 yılında 22.1 milyar TL, 2007 yılında 30.7 milyar TL ve 2008 sonunda 37.5 milyar TL olmuştur.



Yıl içinde kullanılan kredi sayıları 2004 yılında ilk kez 100 bin olmuş, 2005-2008 döneminde toplam 961 bin kredi kullanılmıştır.

Konut finansman sisteminde bir diğer önemli gelişme ipotekli konut kredisi finansman sistemi kanununun çıkartılmış olmasıdır. Ancak 2007 yılında çıkartılan kanun ile konut finansman sistemi tüm kurum araç ve piyasaları ile çalışmaya geçmeden küresel kriz ile karşılaşmıştır.

**TABLO. 57 KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNDE GENİŞLEME**

YILLAR	KONUT KREDİLERİ MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ / GSMH %	KONUT KREDİLERİ KULLANDIRILAN ADET (YIL İÇİ)	KONUT KREDİLERİ AYLIK ORTALAMA FAİZ ORANI % (YIL SONLARI)
2001	1.31	0.54	2.911	-
2002	1.35	0.38	10.915	-
2003	1.58	0.35	26.992	-
2004	3.52	0.63	100.449	1.93
2005	12.38	1.91	242.582	1.08
2006	22.13	2.92	268.274	1.75
2007	30.73	3.59	240.799	1.24
2008	37.54	3.95	209.842	1.78

KAYNAK: TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI, TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ

### III.3.3 TİCARİ GAYRİMENKUL PİYASASININ KURULMASI

Türkiye'de gayrimenkul sektörü 2001 yılına kadar büyük ölçüde konut sektöründen oluşmaktaydı. 2001 yılı sonrasındaki ekonomik iyileşme ve büyüme döneminin gayrimenkul sektörü üzerindeki en önemli etkilerinden biri ticari gayrimenkul piyasasının kurulması olmuştur.

Daha önce sadece kullanıcılar odaklı arz edilen ticari gayrimenkuller 2001 yılından sonra gelişmeye başlamış, uluslar arası standartlarda ticari gayrimenkullerin sayısı ve kapasitesi artmış, yabancı ve yerli yatırımcı ve geliştiricilerin katılımı genişlemiş, ticari gayrimenkullerin alım satımı, fiyatlandırması ve getirilerinin ölçülmesi başlamıştır.

### III.3.4 TİCARİ GAYRİMENKUL ARZINDA VE STOKUNDA GENİŞLEME

Ticari gayrimenkul sektörü alışveriş merkezleri, ofisler, sanayi ve lojistik alanlar ile oteller alt pazarlarından oluşmaktadır. 2001 yılı sonrasında ticari gayrimenkullerin tüm alt pazarlarında önemli bir genişleme yaşanmaktadır.

## Alışveriş Merkezleri

Ticari gayrimenkul pazarları içinde öncelikle ve en kuvvetli genişleme gösteren pazar alışveriş merkezleri olmuştur. Ekonomik büyüme, kişi başı gelirlerde artış, özel tüketim harcamaları ve perakende harcamalarda genişleme perakende piyasasında genişlemeyi tetiklemiştir.

2000 yılına kadar Türkiye’de toplam 1.15 milyon m2 kiralanabilir alana sahip 44 AVM bulunurken, izleyen yıllarda bu sayı hızla artmaya başlamıştır. 2003 yılında 18, 2004 yılında 15, 2005 ve 2006 yıllarında 19, 2007 yılında 21 ve 2008 yılında 36 AVM açılmıştır.

Alışveriş merkezi sayısındaki bu artış ile birlikte toplam kiralanabilir alan büyüklüğü de hızla genişlemiştir. 2000 yılında 1.15 milyon m2 olan toplam kiralanabilir alan büyüklüğü 2008 sonunda 4.37 milyon m2’ye çıkmıştır. Bin kişi başına düşen kiralanabilir alan büyüklüğü ise 2000 yılında 18 m2 iken, 2008 yılında 61.1 m2 olmuştur.

Ticari gayrimenkul olarak alışveriş merkezleri 2000 yılından sonra büyük şehirlerden diğer şehirlere de yaygınlaşmaya başlamıştır. 2008 yılı itibari ile AVM bulunan il sayısı 32’ye çıkmıştır.

**TABLO.58 ALIŞVERİŞ MERKEZİ SAYISI VE TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN**

YILLAR	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KİRALANABİLİR ALAN M2	TOPLAM AVM	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M2
2000	10	240.186	44	1.148.146
2001	9	225.949	53	1.374.095
2002	9	176.504	62	1.550.599
2003	18	244.233	80	1.794.832
2004	15	161.046	95	1.955.878
2005	19	304.961	114	2.260.839
2006	19	392.507	133	2.653.346
2007	21	864.728	154	3.518.074
2008	36	848.484	190	4.366.558

**TABLO.59 BİN KİŞİ BAŞINA ALIŞVERİŞ MERKEZİ KİRALANABİLİR ALAN BÜYÜKLÜĞÜ**

YILLAR	TOPLAM AVM	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M2	BİN KİŞİ BAŞINA KİRALANABİLİR ALAN M2
2000	44	1.148.146	18.0
2001	53	1.374.095	21.2
2002	62	1.550.599	23.6
2003	80	1.794.832	26.9
2004	95	1.955.878	28.8
2005	114	2.260.839	32.8
2006	133	2.653.346	38.1
2007	154	3.518.074	49.8
2008	190	4.366.558	61.1

KAYNAK: TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ

## Ofis Pazarı

Ticari gayrimenkul sektörü içinde alışveriş merkezlerinden sonra gelişme yaşanan ikinci pazar ofis pazardır. 2001 yılından sonraki ekonomik gelişmelere bağlı olarak uluslararası standartlarda ofis stoku İstanbul odaklı olarak genişlemeye başlamıştır.

Ekonomik büyüme, hizmet sektöründeki genişleme, dış ticaret hacminin artması, ekonomik faaliyetlerin çeşitlenmesi ve yabancı sermaye yatırımlarının genişlemesi ile birlikte A ve B sınıfı ofis ihtiyacı ve talebi 2002 yılından itibaren artmaya başlamıştır. Yukarıdaki tüm ekonomik faaliyetlerin toplulaştığı ve giderek bölgesel bir merkez haline gelmeye başlayan İstanbul ofis pazarının da gelişme merkezi olmuştur.

Artan uluslararası nitelikteki ofis ihtiyacı ve talebinin karşılanmasına yönelik olarak İstanbul'da ofis arzı genişlemiş, 2001 yılında toplam 1.27 milyon m<sup>2</sup> olan A ve B tipi toplam ofis stoku 2008 yılı sonunda 2.66 milyon m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır.

**TABLO.60 İSTANBUL'DA OFİS STOKU**

YILLAR	OFİS STOKU M2
2001	1.267.091
2002	1.441.805
2003	1.496.565
2004	1.578.820
2005	1.657.688
2006	1.839.767
2007	2.086.385
2008	2.657.524

KAYNAK: 2001-2007 İÇİN PEGA JONES LANG LASALLE, 2008 İÇİN KUZEBATI SAVILLS

İstanbul'daki ofis pazarı artan ihtiyaç ve talebe bağlı olarak MIA bölgesinden MIA dışı alanlara genişlemeye başlamıştır. MIA dışında hem Avrupa hem de Asya yakasında yeni ofis bölgeleri gelişmiştir. Ofis arzındaki genişlemeye rağmen ofis talebi de artmaya devam etmiştir. Bu nedenle ofis boşluk oranları da gerileme göstermektedir.

**TABLO.61 İSTANBUL OFİS PİYASASI BOŞLUK ORANLARI YÜZDE**

DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2005 1.YARIYIL	16.2	32.1	20.2	17.2	31.1	20.2
2005 2 YARIYIL	16.3	32.3	20.4	16.8	32.3	20.4
2006 1.YARIYIL	16.6	32.8	20.0	16.6	32.8	20.0
2006 2 YARIYIL	14.9	31.0	17.8	9.4	31.0	17.8
2007 1.YARIYIL	5.4	30.9	16.2	9.5	30.9	16.2
2007 2 YARIYIL	5.2	32.0	15.9	6.8	32.4	15.9
2008 1.YARIYIL	4.8	28.2	17.9	5.2	32.2	19.3
2008 2 YARIYIL	9.7	23.7	14.6	6.9	29.2	17.1

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI 2008

İstanbul'da ofis pazarı kullanıcıların ihtiyaç ve taleplerinin karşılanması amacı ile genişlerken, bir ticari gayrimenkul yatırımı olarak da önemli ve öncelikli yatırım pazarı haline gelmiştir. Bunun en önemli nedeni İstanbul'daki A ve B tipi ofis kiralarnın yıllar itibari ile önemli ölçüde artmasıdır. Gerek MIA gerekse MIA dışı Avrupa ve Asya yakalarındaki A ve B tipi ofis kiralarnı son yıllarda artış eğilimi içinde bulunmaktadır.

**TABLO.62 İSTANBUL OFİS PİYASASI KİRA ORTALAMALARI DOLAR/M2/AY**

DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2005 1.YARIYIL	13.6	9.2	11.9	9.1	6.2	8.3
2005 2 YARIYIL	14.0	9.3	12.0	9.2	6.2	8.4
2006 1.YARIYIL	14.8	9.5	12.2	9.6	6.3	8.6
2006 2 YARIYIL	15.0	9.4	12.3	10.7	6.5	8.9
2007 1.YARIYIL	16.2	9.5	13.3	10.8	6.5	9.4
2007 2 YARIYIL	19.6	9.7	14.0	11.4	6.5	9.2
2008 1.YARIYIL	29.1	14.1	19.0	15.3	8.9	11.0
2008 2 YARIYIL	31.6	17.4	20.1	15.5	9.2	12.5

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI 2008

## Sanayi ve Lojistik Alanları

Ticari gayrimenkul sektörü içinde alışveriş merkezleri ve ofis pazarı ardından gelişme gösteren pazar sanayi ve lojistik alanlar pazarıdır. Özellikle lojistik alanlar önemli bir ticari gayrimenkul pazarı olarak gelişme göstermeye başlamıştır.

Ekonomide 2001 yılı sonrasında yaşanan ekonomik iyileşme ve büyüme döneminde, büyüyen sanayi, genişleyen iç ve dış ticaret ile yine genişleyen perakende pazarı lojistik alan ihtiyacının ve talebinin hızla artmasına yol açmıştır. Artan lojistik alan ihtiyacı ve talebinin karşılanmasına yönelik olarak lojistik alan ve sanayi alan arzı öncelikle kullanıcılar odaklı genişlemiştir.

İstanbul, Kocaeli, Bursa, İzmir, Tekirdağ, Ankara, Konya ve Manisa gibi sanayi ve/veya liman kenti olan şehirlerde sanayi ve lojistik alan üretimi artmıştır.

Türkiye genelinde yapı ruhsat izni verilen sanayi ve lojistik alanların toplamı 2002 yılında 3.8 milyon m<sup>2</sup> iken 2007 yılında 10.6 milyon m<sup>2</sup>'ye çıkmıştır. Bu sanayi ve lojistik alanların tamamı ticari gayrimenkul pazarında yatırım yapılabilir nitelikte alanlar değildir, ancak büyüme hızı bu pazar için gelişmeyi ve potansiyeli göstermektedir.

**TABLO.63 SANAYİ VE DEPO BİNALARI ALINAN YAPI RUHSATLARI M<sup>2</sup>**

İLLER	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOPLAM
İSTANBUL	897.314	1.190.588	2.305.106	2.376.800	1.577.348	1.819.025	10.166.181
KOCAELİ	380.064	400.039	490.311	947.349	1.193.505	845.105	4.256.373
BURSA	293.893	595.267	566.424	652.238	1.093.485	1.030.071	4.231.468
İZMİR	301.874	256.503	480.147	489.798	726.981	810.057	3.065.001
TEKİRDAĞ	320.002	458.835	448.292	339.167	493.205	712.728	2.772.229
ANKARA	206.691	159.428	255.939	332.439	478.191	592.994	2.025.682
KONYA	141.109	206.825	375.310	132.714	254.622	366.822	1.477.402
MANİSA	84.389	338.815	376.265	161.609	236.608	276.919	1.474.605
TÜRKİYE	3.796.078	4.863.005	7.324.986	7.966.094	8.721.263	10.608.756	43.280.182

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, YAPI İZİN İSTATİSTİKLERİ

İstanbul, lojistik alanların uluslararası nitelikte bir ticari gayrimenkul pazarı oluşturdukları şehir olmuştur. İstanbul metropol alanında uluslararası nitelikte lojistik alan kapasitesi artmıştır. Çok sayıda yabancı ve yerli firmanın kiralama amaçlı lojistik alan yatırımları yapılmıştır.

İstanbul'da lojistik alanların kiralara 2004 yılından bu yana artış eğilimindedir. Eğilimin ana nedenleri yeni yapılan lojistik alanların uluslararası nitelikte olması ile talebin bu nitelikteki yeni alanlara kaymasıdır.

Bu nedenle bir yandan kiralara artarken bir yandan da bırakılan alanlar nedeniyle boşluk oranları artmaktadır.

**TABLO.64 İSTANBUL LOJİSTİK DEPOLARI ORTALAMA KİRA VE BOŞLUK ORANI**

YILLAR	ORTALAMA KİRA AY/M2/DOLAR	ORTALAMA BOŞLUK ORANI %
2004	4.0	16.5
2005	4.5	19.0
2006	5.0	21.0
2007	5.5	23.5
2008	6.0	25.0

KAYNAK: COLLIERS INTERNATIONAL TÜRKİYE, COMMERCIAL REAL ESTATE MARKET 2008

### III.3.5 İSTANBUL TİCARİ GAYRİMENKUL PAZARINDA GELİŞME

Ekonomik iyileşme ve büyüme döneminde ticari gayrimenkul piyasası kurulmuş ve İstanbul odaklı önemli bir gelişme göstermeye başlamıştır. İstanbul ticari gayrimenkul piyasası gösterdiği hızlı gelişme ile birlikte Avrupa'nın da en cazip ticari gayrimenkul pazarlarından biri haline gelmiştir.

İstanbul ticari gayrimenkul piyasasının cazibesini arttıran en önemli unsurlardan biri ticari gayrimenkul yatırımlarının sağladığı göreceli yüksek getirilerdir.

Henüz gelişme evresinin ilk aşamasından olan İstanbul ticari gayrimenkul piyasasında ofis, alışveriş merkezi ve lojistik alan yatırımlarının getirileri son yıllarda gerileme eğilimi içinde olmakla birlikte diğer Avrupalı şehirler ile karşılaştırıldığında halen yüksek getiriler sunmaktadır.

**TABLO.65 İSTANBUL GAYRİMENKUL YATIRIMLARININ GETİRİLERİ YILLIK YÜZDE**

	2004	2005	2006	2007	2008
OFİS YATIRIMLARI	12.50	10.50	9.50	8.00	7.50
ALIŞVERİŞ MERKEZİ YATIRIMLARI	10.00	9.50	9.00	8.00	7.50
LOJİSTİK YATIRIMLARI	11.50	10.00	8.50	8.00	7.75

KAYNAK: KING STURGE, CB RICHARD ELLIS, COLLIERS INTERNATIONAL TÜRKİYE

Ticari gayrimenkul pazarının henüz gelişme döneminde olan İstanbul yatırım ve gelişme öngörülerini açısından Avrupa'nın en cazip şehirleri arasında Moskova ile ilk iki sırayı paylaşmaktadır.

Avrupa genelinde İstanbul gelişme öngörülerinde birinci sırada, yatırım öngörülerinde ise üçüncü sıradadır.

**TABLO.66 İSTANBUL GAYRİMENKUL YATIRIMLARI İÇİN DEĞERLENDİRME**

YILLAR	DEĞERLENDİRME	PUAN	SIRALAMA
2009	GELİŞME ÖNGÖRÜLERİ	5.5	1
	YATIRIM ÖNGÖRÜLERİ	5.4	3
	RISK	4.8	20
2008	GELİŞME ÖNGÖRÜLERİ	6.7	2
	YATIRIM ÖNGÖRÜLERİ	7.2	2
	RISK	5.3	23
2007	GELİŞME ÖNGÖRÜLERİ	5.8	11
	YATIRIM ÖNGÖRÜLERİ	6.7	1
	RISK	4.9	21
2006	GELİŞME ÖNGÖRÜLERİ	5.3	19
	YATIRIM ÖNGÖRÜLERİ	6.5	1
	RISK	4.0	26

KAYNAK: URBAN LAND INSTITUTE PRICEWATERHOUSE COOPERS, "EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE EUROPE"

İstanbul ticari gayrimenkul pazarının yatırım ve gelişme öngörülerinde en cazip iki kentten biri olması nedeni ile ticari gayrimenkul sektörünün alt piyasaları olan alışveriş merkezleri, ofis, sermaye ve lojistik alanlar, rezidans ve oteller için alıcı piyasası eğilimi halen kuvvetlidir.

Yaşanmaya başlanan küresel krizin etkileri ile 2008 yılı eğilimlerinde alıcı piyasasında bir zayıflama, yatırımların elde tutulması eğiliminde ise bir kuvvetlenme olduğu görülmektedir.

**TABLO.67 İSTANBUL GAYRİMENKUL YATIRIMLARININ ULUSLARARASI KONUMU**

YATIRIMLAR	YILLAR	SATIN AL	TUT	SAT
ALIŞVERİŞ MERKEZİ YATIRIMLARI	2008	36	44	20
	2007	74	24	2
	2006	63	28	9
	2005	85	11	4
OFİS YATIRIMLARI	2008	53	32	15
	2007	85	13	2
	2006	56	27	17
	2005	25	63	12
SANAYİ VE LOJİSTİK ALAN YATIRIMLARI	2008	43	43	15
	2007	77	21	3
	2006	69	22	9
	2005	50	44	6
REZİDANS YATIRIMLARI	2008	46	40	14
	2007	58	39	3
OTEL YATIRIMLARI	2008	48	35	17
	2007	73	24	2

KAYNAK: URBAN LAND INSTITUTE PRICEWATERHOUSE COOPERS, "EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE EUROPE"

### III.3.6 YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINDA GENİŞLEME

Ekonomik iyileşme ve büyüme dönemin ticari gayrimenkul sektörü üzerindeki etkilerinden bir diğeri gayrimenkul sektörüne yönelik sermaye yatırımlarındaki genişlemedir.

Ekonomideki iyileşme ticari gayrimenkul pazarının kurulması ve çalışmaya başlaması, ticari gayrimenkul sektörünün sunduğu göreceli yüksek getiriler ile pazarın büyüme ve gelişme potansiyeli yabancı sermaye yatırımlarının da genişlemesine yol açmaktadır. Gayrimenkul sektörüne yönelik yabancı sermaye yatırımları iki kanaldan gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki yabancıların gayrimenkul satın alımlarıdır. İkincisi ise gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermek üzere yabancı sermayeli şirket kurulması, satın alınması veya ortak olunmasıdır.

Yabancılar gayrimenkul satışları (konut ve ticari gayrimenkuller) 2003 yılından itibaren artış eğilimi içindedir. 2003-2008 yılları arasında yabancılar toplam 13 milyar dolar değerinde gayrimenkul satın almıştır. Gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermek üzere yapılan doğrudan sermaye yatırımları da artış eğilimi içindedir ve 2008 yılında bu amaçlı doğrudan yabancı sermaye girişi 656 milyon dolar ile zirveye çıkmıştır.

**TABLO.68 GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNDE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI MİLYON DOLAR**

YILLAR	YABANCI LARA GAYRİMENKUL SATIŞI	DOĞRUDAN YATIRIM GİRİŞİ
2003	998	8
2004	1.343	3
2005	1.841	80
2006	2.922	89
2007	2.926	560
2008	2.937	656

KAYNAK: TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

### III.3.7 TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMANINDA GENİŞLEME

Ekonomik iyileşme ve büyüme döneminde ticari gayrimenkul finansmanında da önemli bir genişleme yaşanmaktadır. Gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kullandıkları yurtiçi ve yurtdışı banka kredileri büyüklüğü 2003 yılından itibaren önemli ölçüde genişlemeye başlamıştır.



Gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren şirketler yurtiçi ve yurtdışı bankalardan temin ettikleri finansman olanaklarını konut ve ticari gayrimenkul alanındaki projeleri ve yatırımları için kullanmaktadır. Kullanılan kredilere ilişkin veriler konut ve ticari gayrimenkuller için birlikte üretilmektedir ve bu nedenle ticari gayrimenkullere ilişkin net veriler bulunmamaktadır.

Gayrimenkul sektörünün (komisyon, kiralama, işletmecilik dahil) yurtiçinden kullandığı krediler 2003 yılında 1.9 milyar TL iken, 2008 yılında 10.5 milyar TL'ye çıkmıştır.

Gayrimenkul sektörünün yurtdışı bankalardan kullandığı krediler ise 2003 yılında 4.1 milyar dolar iken 2008 yılında 18.5 milyar dolara çıkmıştır. Gayrimenkul sektörünün yurtdışından kullandığı banka kredileri orta uzun vadeli proje krediler niteliğindedir.

Yurtdışından kullanılan krediler yurtiçinden kullanılan kredilerden daha büyüktür. Sektördeki büyüme daha çok yurtdışı finansman olanakları ile finanse edilmektedir.

**TABLO.69 GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ YURTIÇİ VE YURTDIŞI BANKA KREDİ KULLANIMLARI**

YILLAR	GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ YURTIÇİ BANKA KREDİLERİ MİLYON TL	GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ YURTDIŞI BANKA KREDİLERİ MİLYON DOLAR
2003	1.928	4.140
2004	2.714	6.775
2005	3.717	9.246
2006	5.063	11.140
2007	6.182	13.770
2008	10.496	18.542

KAYNAK: TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

### III.3.8 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA BÜYÜME

Türkiye'de gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili hukuki düzenlemeler 1996 yılında yapılmış ve ilk GYO'lar 1997 yılında kurulmuştur. 2001 yılına kadar kurulu sekiz GYO'nun portföy değeri 621 milyon dolar olmuştur.

Ekonomideki iyileşme ve büyüme dönemi GYO'ları da olumlu etkilemiş GYO'ların konut ve ticari gayrimenkul projeleri ve yatırımları genişlemeye başlamıştır. Yeni kurulanlar ile birlikte 2008 yılı sonunda 14 GYO'nun toplam aktif değeri 2.65 milyar dolara ulaşmıştır.

**TABLO. 70 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PORTFÖY VE PİYASA DEĞERİ**

YILLAR	GYO SAYISI	PORTFÖY DEĞERİ		PİYASA DEĞERİ	
		MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$
1997	2	8.8	43	15.0	73.4
1998	5	135.8	434	37.5	119.9
1999	8	418.5	796	421.0	801.9
2000	8	531.8	792	313.3	466.9
2001	8	890.6	621	476.0	331.7
2002	9	1.081.1	661	338.7	207.0
2003	9	1.179.0	845	543.1	389.0
2004	9	1.383.0	1.030	981.6	731.1
2005	9	2.209.0	1.645	2.481.3	1.838.7
2006	11	2.480.9	1.756	2.109.1	1.485.2
2007	13	4.117.8	2.471	3.256.9	2.783.7
2008	14	4.269.4	2.652	1.171.1	763.4

KAYNAK: SERMAYE PİYASASI KURULU

## IV. Bölüm

# TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEM VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

## GİRİŞ

Türkiye ekonomisi makro koşulların yurtiçinde ve yurtdışında değiştiği ve 2001 sonrası dönemden önemli ölçüde farklılaştığı yeni bir döneme girmektedir. Yeni ekonomik dönem sahip olacağı koşullar ile birlikte gayrimenkul sektörünü de şekillendirecektir.

Bu çerçevede çalışmanın dördüncü bölümünde Türkiye ekonomisinde yeni dönem ve gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörüler sunulmaktadır. Öngörüler 2014 yılına kadar olan orta vadeli bir perspektifi içermektedir. İnceleme ve değerlendirmeler Türkiye ekonomisinde yeni dönem, Türkiye ekonomisinde yeni dönemin koşulları ve gayrimenkul sektörüne etkileri ile yeni dönemde gayrimenkul sektörü başlıkları altında sunulmaktadır.

## IV.1 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEM

Türkiye ekonomisi küresel ölçekte yaşanan kriz ve kendi iç dinamiklerine bağlı olarak yeni bir ekonomik döneme girmektedir.

Yeni dönemin en önemli özelliği Türkiye'nin büyüme modelindeki değişim olacaktır. Türkiye küresel kriz öncesi dönemde büyümesini artıran oranda dış tasarruflar ile finanse ederken yine hızlı genişleyen dış talebe (ihracat artışı) bağlı bir büyüme göstermiştir.

Küresel ekonomik kriz ile birlikte Türkiye'nin önceki büyüme dönemine katkı sağlayan finansal olanaklar ve dış talepteki genişleme koşulları ortadan kalkmıştır. Buna bağlı olarak dünya ekonomisinin de kriz sonrasında daha sınırlı bir büyüme göstereceği öngörülmektedir.

Türkiye ekonomisi için yeni dönemde büyümenin koşulları ve dinamikleri değişmektedir. Yeni dönemin temel koşulları ve dinamikleri aşağıdaki gibi olacaktır;

1. Dünya ekonomisinde daha yavaş büyüme
2. Dış tasarruf kullanımında yavaşlama, iç tasarruf kullanımına bağımlılık
3. Dış talepte yavaşlama, iç talebe bağlı büyüme ihtiyacı
4. Enflasyon baskısında sınırlanma; daha düşük enflasyon ve faiz oranı seviyeleri
5. Sermaye girişlerinde sınırlanma, Türk Lirasının değerinde istikrar

Yeni dönemin bu temel koşulları ve dinamikleri çerçevesinde Türkiye ekonomisi 2014 yılına kadar olan orta vadeli perspektifte 2002-2006 yıllarında yaşanan yıllık ortalama yüzde 7.5 büyümenin altında ve yıllık ortalama yüzde 4 oranında büyüyecektir. Ekonomideki yeni dönem için öngörülen bu büyüme oranına bağlı olarak diğer tüm ekonomik faaliyetlerde de önceki hızlı büyüme dönemine göre daha yavaş genişlemeler öngörülmektedir.

Bu genel değerlendirmeler çerçevesinde Türkiye ekonomisindeki temel göstergelere ilişkin 2014 yılına kadar öngörüler aşağıda sunulmaktadır. Öngörülerin 2009-2011 yıllarına ait olanları Hükümetin 2009 Nisan ayında yenilediği ekonomik hedeflerdir. Bu yıllar için hükümetin revize göstergeleri aynen kullanılmıştır. 2012-2013-2014 yılları için ise yukarıda açıklanan yeni dönemin ekonomik koşullarına bağlı olarak öngörülerde bulunmaktadır. 2012-2014 yıllarına ilişkin öngörüler hükümetin 2009-2011 göstergelerinin revizyonunda kullandığı varsayımlar ile uyumludur.

Aşağıda 2009-2014 yılları için sunulan ekonomik göstergeler gayrimenkul sektöründeki yeni dönemi de şekillendirecektir. Ekonomik göstergelere ilişkin daha zayıf öngörüler veya gerçekleştirmeler gayrimenkul sektöründeki gelişmeyi de sınırlandıracak, daha kuvvetli öngörüler ve gerçekleştirmeler ise gayrimenkul sektöründeki gelişmeyi hızlandıracaktır.

#### **IV.1.1 EKONOMİK BÜYÜME VE MİLLİ GELİR ÖNGÖRÜLERİ**

Türkiye ekonomisi için büyüme hedefleri 2009 yılı için yüzde 3.6 küçülme ardından 2010 yılında yüzde 3.3 ve 2011 yılında yüzde 4.5 büyümedir. Büyümenin 2012-2013 ve 2014 yıllarında ise yüzde 4 olacağı öngörülmektedir.

Bu öngörülere bağlı olarak milli gelir 2009 yılında 578 milyar dolara gerileyecektir. Bu gerilemede reel küçülmenin yanı sıra Türk Lirasının değer kaybı ile dolar cinsinden hesaplanan milli gelirin küçülmesi de rol oynamaktadır.

Ekonominin yeniden büyümesi ile birlikte milli gelir de tekrar artmaya başlayacaktır. Milli gelir 2011 yılında 660 milyar dolara ulaşacaktır. 2014 yılında ise milli gelirin 741 milyar dolara ulaşacağı öngörülmektedir. Milli gelir 2008 yılındaki 742 milyar dolarlık büyüklüğe tekrar 2014 yılında ulaşabilmektedir.

Kişi başı milli gelir de 2009 yılındaki ekonomik küçülmeye bağlı olarak 8.039 dolara gerilemektedir. Ardından ekonominin tekrar büyümesi ile artışa geçmektedir. 2011 yılında kişi başı milli gelir 8.980 dolar olacaktır. Kişi başı milli gelirin 2014 yılında 9.770 dolara ulaşacağı öngörülmektedir. 2014 yılında kişi başı milli gelir halen 2008 yılı büyüklüğünün altında kalacaktır.

**TABLO.71 EKONOMİK BÜYÜME VE MİLLİ GELİR ÖNGÖRÜLERİ 2009 – 2014**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BÜYÜME %	1.1	-3.6	3.3	4.5	4.0	4.0	4.0
GSMH MİLYAR DOLAR	742	578	618	660	686	713	741
YIL ORTASI NÜFUS (000)	71.079	71.897	72.698	73.497	74.277	75.065	75.837
KİŞİ BAŞI GELİR DOLAR	10.439	8.039	8.501	8.980	9.236	9.500	9.770

KAYNAK: 2009 - 2011 KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI, 2012 - 2014 ÇALIŞMA EKİBİ

#### IV.1.2 ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE TÜKETİM HARCAMALARI ÖNGÖRÜLERİ

Ekonomide büyüme ve milli gelir büyüklükleri özel kesimin kullanılabilir gelirleri ile özel tüketim harcamalarını belirlemektedir.

Özel kesimin kullanılabilir gelirler ve özel tüketim harcamaları büyüklükleri özel kesimin tasarruf, tüketim ve borçlanma kapasitesini de yansıtmaktadır.

Özel kullanılabilir gelir büyüklüğü 2009 yılında 480 milyar dolara gerilemektedir. 2010 yılından itibaren tekrar artışa geçerek 2011 yılında 548 milyar dolar olmaktadır. 2014 yılında ise 615 milyar dolara ulaşacağı öngörülmektedir.

Özel tüketim harcamaları 2009 yılında yüzde 3.1 oranında gerilemekte, 2010 yılından itibaren ise tekrar büyümeye geçmektedir. 2011 yılında özel tüketim harcamalarında büyüme yüzde 4.3, izleyen yıllarda ise yüzde 4 olarak öngörülmektedir.

Özel tüketim harcamaları 2009 yılında önemli ölçüde gerileyerek 403 milyar dolara inecektir. İzleyen yıllarda tekrar artış ile 2014 yılında yeniden 517 milyar dolara ulaşacağı öngörülmektedir. Perakende sektörü açısından önemli bir gösterge olan perakende harcamalar ise 2009 yılında 193 milyar dolara geriledikten sonra 2014 yılında 244 milyar dolar olacaktır.

**TABLO.72 ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE TÜKETİM HARCAMALARI ÖNGÖRÜLERİ 2009 – 2014 MİLYAR DOLAR**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR	616	480	513	548	569	592	615
ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI	517	403	431	460	478	497	517
PERAKENDE HARCAMALAR	241	193	207	221	230	239	244
ÖZEL TÜK. HARCAMALARI BÜYÜME %	0.3	-3.1	3.0	4.3	4.0	4.0	4.0

KAYNAK: 2009 - 2011 KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI, 2012 - 2014 ÇALIŞMA EKİBİ

#### IV.1.3 ÖZEL SEKTÖR EKONOMİK FAALİYET ÖNGÖRÜLERİ

Özel sektörün ekonomik faaliyetleri ekonomide aldığı pay nedeni ile büyümenin ve genişlemenin de itici gücü konumundadır. Özel sektörün ekonomik faaliyetleri yeni ekonomik dönemde hızlı büyüme dönemine kıyasla daha sınırlı bir genişleme gösterecektir.

Sanayi 2009 yılında yüzde 9.7 küçülecek, 2010 yılında yüzde 3.0, 2011 yılında ise 4.7 büyüyecektir. 2012-2013-2014 yıllarında ise sanayideki büyümenin yüzde 4.5 olacağı öngörülmektedir.

Özel sektör sabit sermaye yatırımları 2009 yılında yüzde 14.4 daraldıktan sonra 2010 yılında yüzde 6.8, 2011 yılında ise yüzde 9.2 büyüyecektir. 2012-2013-2014 yıllarında ise özel sektör sabit sermaye yatırımlarında büyüme yüzde 8 olarak öngörülmektedir.

Özel sektörün inşaat yatırımları 2009 yıllarında yüzde 15 küçüldükten sonra 2010 yılında yüzde 7.5, 2011 yılında ise yüzde 10 büyüme gösterecektir. 2012-2013-2014 yıllarında ise özel sektör inşaat yatırımlarında büyümenin yüzde 10 olacağı öngörülmektedir.

**TABLO.73 ÖZEL SEKTÖR EKONOMİK FAALİYET ÖNGÖRÜLERİ 2009 -2014**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
İMALAT SANAYİ BÜYÜME %	0.8	-9.7	3.0	4.7	4.5	4.5	4.5
ÖZEL SEKTÖR SABİT SERMAYE YAT. BÜYÜME %	-7.3	-14.4	6.8	9.2	8.0	8.0	8.0
ÖZEL SEKTÖR İNŞAAT YAT. BÜYÜME %	-12.2	-15.0	7.5	10.0	10.0	10.0	10.0

KAYNAK: 2009 - 2011 KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI, 2012 - 2014 ÇALIŞMA EKİBİ

#### IV.1.4 DIŞ TİCARET ÖNGÖRÜLERİ

Türkiye ekonomisinin hızlı büyüme dönemindeki en önemli dinamiklerden biri ihracat, ithalat ve dış ticaret hacmindeki hızlı büyüme olmuştur. Yeni ekonomik dönemde ihracat, ithalat ve dış ticaret hacmi önce keskin bir daralma yaşayacak ardından tekrar büyüme sürecine girecektir.

Yeni dönemde ihracat, ithalat ve dış ticaret hacminde büyüme daha sınırlı olacaktır. Dünya mal ve hizmet ticaretinde büyüme 2011-2014 arasında yıllık ortalama yüzde 6.4 olacaktır. Türkiye'nin bu ortalamanın biraz daha üzerinde ihracatta yıllık yüzde 8, ithalatta ise yıllık yüzde 10 artış göstereceği öngörülmektedir.

Buna göre ihracat 2009 yılında 104 milyar dolar, 2011 yılında 120 milyar dolar ve 2014 yılında ise 150 milyar dolar olarak öngörülmektedir.

İthalat için öngörüler ise 2009 yılında 138 milyar dolar, 2011 yılında 174 milyar dolar ve 2014 yılında 231 milyar dolardır.

Dış ticaret hacmi ise 2009 yılında 242 milyar dolara geriledikten sonra 2014 yılında 381 milyar dolar ile 2008 yılının da üzerinde bir büyüklüğe çıkacaktır. Dış ticaret göstergelerindeki bu büyüme başta lojistik olmak üzere ilişkili gayrimenkul sektörleri için göreceli olumlu bir çevre oluşturacaktır.

**TABLO. 74 DIŞ TİCARET ÖNGÖRÜLERİ MİLYAR DOLAR**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
İHRACAT	132	104	111	120	129	139	150
İTHALAT	202	138	155	174	191	210	231
DIŞ TİCARET	334	242	266	294	320	349	381

KAYNAK: 2009 - 2011 KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI, 2012 - 2014 ÇALIŞMA EKİBİ

#### IV.1.5 MALİ GÖSTERGELER VE FİYAT ÖNGÖRÜLERİ

2009 yılındaki ekonomik küçülme ve ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak yeni ekonomik dönemde bütçe açığı ve kamu kesimi borçlanma gereği artacak, buna karşın enflasyon ve faiz oranları gerileyecektir.

Bütçe açığı ve kamu kesimi borçlanma gereği 2009 yılında yüzde 5.0 ve yüzde 4.6 oranına çıkmaktadır. İzleyen yıllarda ekonomik büyüme ve mali disiplin varsayımlarına bağlı olarak bütçe açığı ile kamu kesimi borçlanma gereğinin yeniden azalacağı öngörülmektedir.

Bununla birlikte 2009-2011 döneminde özel kesim tasarrufları ve finansal sistemde kaynaklar artan oranda kamu kesimi tarafından kullanılacak ve özel sektöre (ticari-tüketici) kaynak akışı sınırlanacaktır.

Ekonomide iç ve dış talepteki daralma ve yavaşlamaya bağlı olarak tüketici fiyatlarının aşağı yönlü ve 2011 sonunda yüzde 6.50 olacağı öngörülmektedir. Tüketici fiyatlarındaki katılığın 2009-2011 döneminde kınılacağı varsayımı ile 2014 sonunda tüketici fiyatlarının yüzde 5.0'e gerileyeceği öngörülmektedir.

Ekonomideki yeni dönemin en önemli göstergelerinden biri daha düşük faiz oranları olacaktır. Merkez Bankası enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak faiz oranlarını aşağı çekmeyi sürdürecektir. Merkez Bankası'nın faiz oranları 2009 sonunda yüzde 8.5, 2011 sonunda yüzde 8.0 ve 2014 sonunda yüzde 7.0 olarak öngörülmektedir.

Merkez Bankası faiz indirimleri ile birlikte Hazine'nin borçlanma faiz oranları ve mevduat faiz oranları da eş zamanlı olarak gerileyecektir.

Ticari ve tüketici kredilerinin faiz oranlarındaki gerileme ise muhtemelen daha gecikmeli ve daha sınırlı olacaktır. Bankaların bilanço ve kaynak yapısı ile, ekonomideki gelişmelere bağlı portföy tercihleri ve riskler bu faiz oranları için daha belirleyici olacaktır.

Ekonomideki yeni dönemin bir diğer önemli göstergesi ise Türk Lirasının değeri olacaktır. Yeni ekonomik dönem için Hükümetin göstergelerin revizyonlarında kullandığı



dolar kurları Türk Lirasının 2011 yılı sonuna kadar yeniden değerlendirilmeyeceğini göstermektedir. Hükümetin yeni dönemde böyle bir ekonomik tercihi olduğu okunmaktadır. İzleyen yıllar için ise bir öngöründe bulunulmamıştır.

**TABLO.75 MALİ GÖSTERGELER VE FİYAT ÖNGÖRÜLERİ**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BÜTÇE AÇIĞI / GSMH %	2.0	5.0	3.75	3.5	3.0	2.0	1.0
KAMU BORÇLANMA GEREĞİ / GSMH %	1.5	4.6	3.2	2.8	2.5	2.0	1.0
TÜKETİCİ FİYATLARI YIL SONU %	10.0	6.90	6.50	6.50	6.00	5.00	5.00
MERKEZ BANKASI GECELİK FAİZ ORANI	15.0	8.50	8.00	8.00	7.50	7.00	7.00
DOLAR TÜRK LIRASI KURU YIL SONU	1.53	1.66	1.70	1.75			

KAYNAK: 2009 - 2011 KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI, 2012 - 2014 ÇALIŞMA EKİBİ

#### IV.1.6 SERMAYE GİRİŞLERİ ÖNGÖRÜLER

Türkiye ekonomisinde 2001 sonrasında yaşanan ekonomik büyümenin önemli itici gücü dış tasarrufların kullanımı ve bunu sağlayan sermaye girişleri olmuştur. Özellikle özel sektörün kredi kullanımı ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları belirleyici olmuştur.

Küresel ölçekte yaşanan ekonomik kriz ile birlikte sermaye akımları önemli ölçüde yavaşlamıştır. Gelişmiş ülkelerin ve özellikle gelişmiş ülkelerin kamu kesimlerinin kaynak ihtiyacı nedeni ile gelişen ülkelere sermaye akımları daha hızlı daralmakta ve sermaye geri dönmektedir.

Bu çerçevede yeni ekonomik dönemde Türkiye'ye sermaye girişlerinin daha sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Hükümet revize göstergelerinde 2009 yılında Türkiye'den 6.4 milyar dolar sermaye çıkışı olacağını öngörmektedir.

2010 ve 2011 yıllarında ise sermaye girişinde yeniden hızlı bir artış öngörüsünde bulunmaktadır. Buna göre net sermaye girişi 2011 yılında yeniden 32.1 milyar dolara ulaşacaktır.

2012-2013-2014 yıllarında ise kriz sonrası dönemde finansal piyasaların yeniden istikrar kavuşmuş olacağı ve sermaye akımlarının istikrarlı bir büyümeye gireceği varsayımları ile Türkiye'ye sermaye girişlerinin sınırlı ölçüde artarak devam edeceği ve 2014 yılında 36 milyar dolar olacağı öngörülmektedir.

**TABLO.76 SERMAYE GİRİŞLERİ ÖNGÖRÜLER MİLYAR DOLAR**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOPLAM NET SERMAYE GİRİŞİ	36.5	-6.4	25.1	32.1	33.0	34.0	36.0
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	15.1	8.6	9.6	11.1	12.0	13.0	15.0
PORTFÖY YATIRIMLARI	-4.8	-1.4	1.2	2.8	3.0	3.0	3.0
KREDİ MEVDUAT VE DİĞER	26.2	-13.6	14.3	18.2	18.0	18.0	18.0

KAYNAK: 2009 - 2011 KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI, 2012 - 2014 ÇALIŞMA EKİBİ

## IV.2 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YENİ DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE ETKİLERİ

Türkiye ekonomisinde yeni dönemin ekonomik koşullarına ilişkin öngörüler yukarıda ayrıntılı olarak sunulmuştur. Yeni dönemin ekonomik koşulları Türkiye'de gayrimenkul sektörü için de belirleyici olacaktır. Türkiye ekonomisinin yeni dönem koşullarının gayrimenkul sektörünü etkileme kanalları aşağıda ekonomik büyümede yavaşlama, özel kullanılabilir gelir tüketim harcamaları ve perakende harcamalarda sınırlı genişleme, özel sektör faaliyetlerinin büyümesinde yavaşlama, dış ticaret büyümede yavaşlama, enflasyonda ve faiz oranlarında gerileme, Türk Lirasının değer kaybı ve sermaye girişlerinde yavaşlama başlıkları ile sunulmaktadır.

### EKONOMİDE YENİ DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI

EKONOMİDE YENİ DÖNEMİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
EKONOMİK BÜYÜMEDE YAVAŞLAMA MİLLİ GELİR VE KİŞİ BAŞI GELİRDE SİNİRLİ BÜYÜME	<ul style="list-style-type: none"> <li>● HANEHALKLARININ KONUT SATIN ALMA VE KONUT KREDİSİ KULLANMA KAPASİTELERİNDE SİNİRLİ ARTIŞ</li> <li>● KONUT TALEBİNDE SİNİRLİ ARTIŞ</li> <li>● KONUT FİYAT ARTIŞLARINDA SİNİRLAMA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● TALEP YÖNÜNDE ARTIŞ SAĞLAYAN EKONOMİK TEMELLERDE SİNİRLİ BÜYÜME</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL ARZININ BÜYÜMESİNDE YAVAŞLAMA</li> </ul>
ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARI VE PERAKENDE HARCAMALARDA SİNİRLİ GENİŞLEME		<ul style="list-style-type: none"> <li>● PERAKENDE PAZAR BÜYÜMESİNDE YAVAŞLAMA</li> <li>● ALIŞVERİŞ MERKEZİ VE DİĞER PERAKENDEDE SİNİRLİ BÜYÜME</li> <li>● LOJİSTİK ALAN TALEBİNDE YAVAŞLAMA</li> </ul>
ÖZEL SEKTÖR FAALİYETLERİNİN BÜYÜMESİNDE YAVAŞLAMA (SANAYİ ÜRETİMİ SABİT SERMAYE YATIRIMLARI, İNŞAAT YATIRIMLARI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● KONUT ARZINDA YAVAŞLAMA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● SANAYİ ALANI, LOJİSTİK ALAN VE OFİS TALEBİ ARTIŞINDA YAVAŞLAMA</li> <li>● TİCARİ GAYRİMENKUL FİYATLARINA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> <li>● SANAYİ ALANI, LOJİSTİK ALAN VE OFİS ARZINDA YAVAŞLAMA</li> </ul>

**EKONOMİDE YENİ DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEME KANALLARI**

EKONOMİDE YENİ DÖNEMİN KOŞULLARI	KONUT SEKTÖRÜ	TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
DIŞ TİCARET BÜYÜMEDE YAVAŞLAMA		<ul style="list-style-type: none"> <li>• LOJİSTİK ALAN TALEBİNDE VE ARZINDA SINIRLI BÜYÜME</li> <li>• LOJİSTİK ALAN FİYATLARI VE GETİRİLERİNDE AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>
ENFLASYONDA GERİLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>• KONUT FİYATLARINA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL FİYATLARINA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>
FAİZ ORANLARINDA GERİLEME	<ul style="list-style-type: none"> <li>• KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNİN GENİŞLEMESİ İÇİN UYGUN KOŞUL</li> <li>• KONUT FİYATLARINA YUKARI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMAN OLANAKLARININ GENİŞLEMESİ İÇİN UYGUN KOŞUL</li> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL FİYATLARINA YUKARI YÖNLÜ BASKI</li> </ul>
TÜRK LİRASININ DEĞER KAYBI	<ul style="list-style-type: none"> <li>• HANE HALKLARININ DOLAR CİNSİ SATIN ALMA GÜCÜ VE ÖDEME KAPASİTESİNİN GERİLEMESİ</li> <li>• KONUTLARIN DOLAR KARŞILIĞI FİYATLARININ GERİLEMESİ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL İLE İLİŞKİLİ EKONOMİK GÖSTERGELERİN DOLAR CİNSİ KARŞILIKLARININ KÜÇÜLMESİ (ÖRNEK KİŞİ BAŞI PERAKENDE HARCAMALAR)</li> </ul>
SERMAYE GİRİŞLERİNDE YAVAŞLAMA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNDE GENİŞLEMENİN SINIRLANMASI</li> <li>• KONUT FİYATLARINA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</li> <li>• KONUT ARZINA DOĞRUDAN KATILIMDA SINIRLANMA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL FİNANSMAN OLANAKLARINDA DARALMA-YAVAŞLAMA</li> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL PROJELERİNE DOĞRUDAN KATILIMDA YAVAŞLAMA</li> <li>• TİCARİ GAYRİMENKUL ARZ VE TALEBİNDE SINIRLANMA</li> </ul>

**IV.3 YENİ DÖNEMDE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Türkiye ekonomisi yaşanan küresel kriz ile birlikte yeni bir döneme girmektedir. Bu yeni dönemin ekonomik koşulları orta vadeli bir perspektif içinde ayrıntılı olarak incelenmiş ve değerlendirilmiştir.

Türkiye’de gayrimenkul sektörü de bu yeni ekonomik makro çerçeve ve koşullar içinde yeni bir döneme girecektir. Orta vadeli bu yeni dönem muhtemelen iki aşamalı olacaktır. 2009 yılı bozulma ve daralma yılı, 2010 yılı ise normalleşme ve yeni dengelerin kurulacağı yıl olacaktır. 2011-2014 yılları arasında ise daha sınırlı ancak istikrarlı bir büyüme dönemi olacaktır.

Bu çerçevede gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörüler konut ve ticari gayrimenkul sektörleri için ayrı ayrı sunulmaktadır.

### IV.3.1 YENİ DÖNEMDE KONUT SEKTÖRÜ

Yeni ekonomik dönem içinde konut sektöründe ilişkin öngörüler konut ihtiyacı, konut arzı, konut talebi, konut finansmanı ve konut fiyatları başlıkları altında değerlendirilmektedir.

#### IV.3.1.1 Konut İhtiyacı

Türkiye’de konut ihtiyacı ekonomik gelişmelerden ve göstergelerden bağımsız olarak diğer belirleyici unsurların etkileri ile artmaya devam edecektir.

Türkiye’de nüfus artışı devam etmektedir. 2008 yılında 71 milyon olan yıl ortası nüfus 2014 yılında 75.8 milyon olacaktır. Evlenme çağı nüfusun genişlemesi, kırsal alandan göç ve kentleşmenin yavaşlayarak da olsa sürmesi, kaçak ve çarpık yapılaşmanın ortaya çıkardığı kentsel dönüşüm ihtiyacı ve ömürlerini tamamlayan binalar nedeni ile yenileme ihtiyacı ekonomik gelişmelerden bağımsız olarak sürmektedir.

Bu nedenle Türkiye’de 2009-2014 yılları arasında konut ihtiyacı devam edecektir. Bu dönem içinde toplam konut ihtiyacı 4.22 milyon adet olarak öngörülmektedir. Kentsel dönüşüm ihtiyacı hariç konut ihtiyacı ise 3.28 milyon adet olacaktır.

**TABLO.77 TÜRKİYE’DE KONUT İHTİYACI 2009-2014 (000)**

YILLAR	HANE HALKI ARTIŞI KAYNAKLI	KENTSEL ALANLARA GÖÇ	YENİLEME KAYNAKLI	KENTSEL DÖNÜŞÜM	TOPLAM
2009	382	120	79	140	721
2010	378	110	80	150	718
2011	372	100	81	155	708
2012	368	90	82	160	700
2013	365	80	83	165	693
2014	358	70	84	170	682

KAYNAK: TÜRKİYE’DE KONUT İHTİYACI VE TALEBİNE BAĞLI KONUT FİNANSMAN SİSTEMİNİN GELİŞME POTANSİYELİ 2015, GYODER  
NOT: HANEHALKI ARTIŞI KAYNAKLI RAKAMLAR YENİ NÜFUS VERİLERİ NEDENİYLE REVİZE EDİLMİŞTİR

#### IV.3.1.2 Konut Talebi

Türkiye’de konut talebi ekonomik büyüme, hane halkı gelirleri ve finansman olanakları ile yakından ilişkilidir. Konut fiyatları ile birlikte ödeme koşulları ve özellikle orta sınıf konut talebinde finansman olanakları belirleyici olmaktadır.

Yeni ekonomik dönemin koşulları çerçevesinde konut talebinin hızlı büyüme dönemine göre sınırlanacağı öngörülmektedir.

1. Hane halkı gelirlerindeki küçülme ve yavaşlama konut talebini yavaşlatacaktır. Konut talebi özellikle 2009-2010 yıllarında sınırlanacaktır.

2. Hane halkı gelirlerindeki küçülme ve yavaşlama hane halklarının konut kredisi kullanma kapasitelerini de sınırlandırmaktadır.

3. Konut fiyatlarına ilişkin belirsizlik, dalgalanma ve gerileme beklentisi de efektif konut talebini geciktirecektir.

4. Ekonomik göstergelere ilişkin normalleşme ile birlikte 2010 yılı ikinci yarısından itibaren "alıcı piyasası" içinde efektif konut talebinin yeniden başlayacağı öngörülmektedir.

#### **IV.3.1.3 Konut Arzı**

Ekonomik kriz ve sonrası yeni ekonomik dönem içinde konut arzı da önemli ölçüde etkilenecektir. Türkiye'de konut sektörü 2008 krizi öncesinde çok hızlı bir arz genişlemesi yaşamış ve krize efektif talep ile karşılanmamış geniş bir arz fazlası veya konut stoku ile yakalanmıştır.

Bu çerçevede yeni ekonomik dönemde konut arzında aşağıdaki gelişmeler öngörülmektedir.

1. İlave konut arzında önemli bir yavaşlama yaşanacaktır. Yavaşlamanın mevcut arz fazlasının eritilmesine kadar devam edeceği öngörülmektedir.

2. Konut arzındaki yavaşlamanın bir diğer nedeni üretici tarafında öngörülen konsolidasyondur. Öz kaynakları güçlü, kurumsallaşmış, kendisine ait donanımları bulunan üreticiler odaklı bir konsolidasyon yaşanacaktır.

3. Yeni konut arzının finansman ihtiyacı da önemli bir kısıt oluşturacaktır. Alıcı piyasasında alıcı finansmanı (önceden ödeme) olanakları ile banka finansman olanakları önemli ölçüde daralmaktadır. Bu nedenle yeni konut arzları sınırlanacaktır.

4. İnşaat maliyetleri, arsa maliyetleri, enflasyon ve finansman maliyetlerindeki yeni koşullar çerçevesinde yeni konut arzı maliyetlerinin gerileyeceği, üretici kar marjlarının da daralacağı öngörülmektedir.

#### **IV.3.1.4 Konut Finansman Sistemi**

Türkiye'de konut talebini ve buna bağlı olarak konut arzını belirleyen en önemli değişkenlerden biri tüketici konut finansmanıdır. 2004-2008 yılları arasında kullanılan konut kredisi sayısı 961 bin iken alınan konut yapı ruhsatı sayısı 2.5 milyon olmuştur.

Yeni ekonomik dönemin koşulları konut finansman sistemini ve konut kredilerini önemli ölçüde etkileyecektir. Yeni ekonomik dönemde konut finansman sistemine ilişkin aşağıdaki gelişmeler öngörülmektedir.

1. Bankalar öncelikle 2009-2010 yıllarında daha önce kullanılan konut kredilerinde geri dönmeyen alacaklardaki artış ile karşılaşacaklardır.

2. Bankaların yurtdışı finansman olanaklarının daralması ve menkul kıymetleştirme piyasasının donması nedeniyle uzun vadeli konut kredisi kullandırma olanakları önemli ölçüde sınırlandırılacaktır.

3. Bankaların mevduat kaynaklarının da çok kısa vadede (ortalama 55 gün) toplulaşması uzun vadeli konut kredisi kullandırma olanaklarını sınırlandırmaktadır.

4. 2009-2010 bankaların konut kredisi kullandırma iştahının ve kapasitesinin azaldığı yıllar olacaktır.

5. Hane halklarının gelirlerindeki azalma konut kredisi kullanma kapasitesine sahip hane halkı sayısını azaltmaktadır.

6. Muhtemelen 2011 yılı başından itibaren finansal piyasaların normalleşmesi ve işlevlerini yerine getirmeye başlaması ile birlikte bankaların ilave konut kredisi kullandırması yeniden büyümeye başlayacaktır. Ancak büyüme sınırlı ve istikrarlı olacaktır.

7. Yeni ekonomik dönemde faiz oranlarının gerilemesi konut finansman sistemi için de olumlu bir gelişme olacaktır. Ancak faizlerdeki gerilemenin konut kredilerine yansması bankaların kaynak yapısında vadelerin uzamasına ve yurtdışından re finansman olanaklarının yeniden başlamasına bağlı olacaktır.

#### **IV.3.1.5 Konut Fiyatları**

Ekonomik krizin konut fiyatlarına etkisi küresel ölçekte yaşanan gerileme şeklinde olmuştur. Burada konutların büyük bölümünün ipotekli konut kredileri ile alınmış olmasının etkisi bulunmaktadır.

Türkiye’de de konut fiyatları yeni dönemde oluşacak arz ve talep dengesi içinde yeniden belirlenecektir. Ancak konut fiyatlarında arz ve talep ile birlikte üretici/ satıcıların finansman yapıları, satış koşulları, satış vadeleri, üretim maliyetleri gibi unsurlar da belirleyici olacaktır.

2009-2010 yıllarında alıcı piyasasının oluşması, geniş konut stoku, öz kaynak olanaklarının bir süre sonra yetersiz kalması ve konut talebindeki hızlı daralma nedeni ile konut fiyatlarının aşağı yönlü hareket etmesi beklenmektedir.

2011 yılından itibaren ise mevcut konut stokunun eritilmesinin ardından yeni arz ve talep dengesi içinde, yeni üretim maliyetleri ile ve yeni finansman koşulları ile konut fiyatları yeni dengesine ulaşacaktır.

#### **IV.3.2 YENİ DÖNEMDE TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ**

Türkiye’de yeni ekonomik dönem ticari gayrimenkul sektörü için de yeni bir çevre yaratacaktır. Bu çevre ve koşulları hızlı ekonomik büyüme döneminin koşullarından farklı olacaktır. Bu çerçevede ticari gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörüler ticari gayrimenkul ihtiyacı ve talebi, ticari gayrimenkul arzı, ticari gayrimenkul finansmanı, ticari gayrimenkul getirileri ve İstanbul ticari gayrimenkul piyasası başlıkları altında sunulmaktadır.

Ticari gayrimenkuller alan piyasaları ve varlık piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Alan piyasalarını lojistik alanlar ve ofisler, varlık piyasalarını ise alışveriş merkezleri

oluşturmaktadır. Ekonomideki yeni dönemin koşullarından varlık piyasaları yani alışveriş merkezleri daha çabuk etkilenmektedir. Ticari gayrimenkul sektöründe öngörüler alışveriş merkezleri, lojistik alanlar ve ofisler ayrı ayrı değerlendirilmektedir.

#### **IV.3.2.1 Ticari Gayrimenkul İhtiyacı Ve Talebi**

Ticari gayrimenkul ihtiyacı ve talebini belirleyen temel unsur kullanıcıların ekonomik gelişmeler ve öngörülerini çerçevesinde belirlenen ihtiyaçları ve efektif talepleridir.

Bu nedenle ticari gayrimenkul ihtiyacı ve talebi ekonomik büyüme ve gelişmeye en çok bağımlılık gösteren değişkendir.

Türkiye ekonomisinde 2009 yılı küçülme, 2010 yılı normalleşme ve 2011-2014 yılları arası daha sınırlı bir büyümenin yaşanacağı yıllar olarak öngörülmektedir. Bu öngörüler çerçevesinde kullanıcıların ticari gayrimenkul ihtiyacı ve talebindeki artışın da daha sınırlı artacağı öngörülmektedir.

2009 yılında yeni ihtiyaçlar ve talep daralacak, 2010 yılında bir normalleşme yaşanacak ve 2011 yılından itibaren kullanıcıların ihtiyaç ve talepleri yeniden sınırlı ve istikrarlı bir büyüme sürecine girecektir.

Kullanıcıların ihtiyaç ve taleplerinin öncelikle ofis alanları, ardından lojistik alanlar ve son olarak da alışveriş merkezleri için canlanacağı öngörülmektedir.

Yeni dönemde ofis, lojistik alan ve AVM talebinde önemli niteliksel değişikliklerin olacağı öngörülmektedir.

#### **Ofis Talebi**

Ekonomik kriz sonrası dönemde işyerlerinde istihdamın azalması ve konsolidasyon ile birlikte kiracıların alan ihtiyacı ve talebi de azalmaktadır. Kullanıcılar ofis kiralama maliyetlerini azaltmak için mevcut alanlarını daha etkin kullanmayı ve birden çok ofis alanları arasında konsolidasyon ile etkin kullanmayı hedeflemektedirler. Kullanıcılar mevcut alanları içinde esnek çalışma düzenleri ile kişi başı m2 alanları azaltmayı da



hedeflemektedir. Fazla alanların bırakılması yanı sıra yeni kiralamalarda göreceli daha düşük kiralarn da tercih edileceği öngörülmektedir. Bu nedenle daha küçük ölçekli veya çok büyük alanlı ofisler tercih edilecektir. Ofis bölgelerinin çeşitlenmesi ve MIA dışı alanlarda yeni ofis bölgelerine talebin artması da beklenmektedir.

### **Lojistik Alan Talebi**

Ekonomik kriz sonrası dönemde lojistik alan talebinde bulunan kullanıcılar açısından yeni koşullar oluşmaktadır. İmalat sanayinde üretim yapanlar için üretim, parti büyüklükleri ve stoklar azalmaktadır. Sıfır stok tutulması istenmektedir. Bu nedenle lojistik alan talebi de sınırlanmaktadır. Perakende satışlardaki gerileme ve ürün tedarikinde hızlanma da lojistik alan talebini sınırlamaktadır.

Lojistik alan talebi işletme maliyetlerini azaltan, kullanımı esnek, etkin kullanılabilen ve daha çok müşteri için üretilmiş (tailor-made) lojistik binalara doğru yoğunlaşacaktır.

Kullanıcılar iş stratejilerindeki değişime bağlı olarak kiraladıkları alanları azaltmayı ve konsolide etmeyi, yer değiştirme ve yeni ticaret akışları ile uyumlu bölgelerde bulunmayı da hedeflemektedir.

Orta vadede ise perakende zincirlerinin genişleme planları, üretim-tüketim pazarları arası artan lojistik ihtiyacı, Türkiye’de sanayinin lojistik kullanımının (outsourc) halen düşük olması, Türkiye’nin bölgesel bir ticaret merkezi ve taşımacılık köprüsüne dönüşmesi gibi etkenlerle lojistik alan talebinin genişleyeceği öngörülmektedir.

### **Alışveriş Merkezi Talebi**

Alışveriş merkezine talep yaratanlar kullanıcıları olan perakende sektörüdür. Türkiye’de alışveriş merkezlerinde büyümeyi besleyen unsur perakende sektörüdür. Perakende sektörü de büyüme konusunda hane halklarının perakende harcamalarındaki büyümesine bağlıdır.

Yeni ekonomik dönemde perakende sektörünün taleplerinde önemli gelişmeler ve değişimler olacaktır. Özellikle satışlar yönündeki sınırlanma nedeni ile perakendeciler

AVM taleplerinde daha seçici olacaktır. Hane halkı satın alma gücündeki sınırlanma outlet, department store ve discount store talebini genişletecektir.

Perakendecilerin talepleri içinde önemli bir değişim de kiralara ile ilgili olacaktır. Hane halkı satın alma gücünde yavaşlama ve perakende alanındaki rekabetin satışlar üzerindeki sınırlayıcı etkisi perakendecilerin kira ödeme kapasitesini de sınırlamaktadır. Bu nedenle perakendeciler yeni dönemde daha düşük kiralara, kira indirimlerini ve ciro kiralara tercih edecektir.

Alışveriş merkezlerine talebi olumlu etkileyecek unsur ise Türkiye'de organize perakende pazarın halen sınırlı olması ve bu alanda geniş bir büyüme alanının bulunması olacaktır.

#### **IV.3.2.2 Ticari Gayrimenkul Arzı**

Ticari gayrimenkullerin arzına ilişkin öngörüler alışveriş merkezleri, ofisler ve lojistik alanlar için ayrı ayrı sunulmaktadır.

#### **Alışveriş Merkezleri**

1. AVM arzında önemli bir yavaşlama olacaktır
2. AVM arzındaki yavaşlama öncelikle 2009-2010 yıllarında açılması planlanan AVM yatırımlarının ertelenmesi, iptal edilmesinden kaynaklanmaktadır. 2008 Nisan ayı itibarı ile 2009-2010 yıllarında açılması planlanan AVM kiralanabilir alan toplamı 3.54 milyon m<sup>2</sup>'dir. Bunlar içinde 1.8 milyon m<sup>2</sup> tutarında kiralanabilir alana sahip AVM projesinin tamamlanacağı öngörülmektedir.
3. AVM arzının 2011-2014 yılları arasında da daha sınırlı ve istikrarlı bir büyüme göstereceği öngörülmektedir.
4. Yeni dönem AVM piyasası için bir sindirme ve mevcut arzın dengelenme dönemi olacaktır. Büyüme döneminde çok hızlı ve dengesiz genişleyen arz için yeni dönem ve özellikle 2009-2010 yılları bir soluklanma dönemi olacaktır.

5. Yeni dönemde AVM arzının farklılaşması ve çeşitlenmesi öngörülmektedir. AVM'ler büyüklükleri, marka içerikleri, bulunduğu bölge, ziyaretçi sayısı ve sosyal aktiviteler gibi kriterlere göre farklılaşacaktır. AVM'ler farklı marka içerikleri ile uzmanlaşacaktır.

### **Ofis Piyasası**

1. Ofis piyasası arzı yeni ekonomik dönemin koşullarından en az etkilenen piyasa olacaktır.

2. Ofis ihtiyacı ve talebindeki orta vadeli istikrarlı büyüme öngörüsüne bağlı olarak ofis arzının sınırlı ölçüde yavaşlayarak özellikle 2010 yılından itibaren büyümesini sürdüreceği öngörülmektedir.

### **Lojistik Alanlar**

1. Lojistik alan arzı yeni ekonomik döneme geniş bir stok ile girmektedir. Son yıllarda lojistik alan arzında hızla bir arz artışı olmuştur.

2. Bununla birlikte uluslar arası standartlarda, geniş ölçekli, çoklu kullanımlı lojistik alan ihtiyacı ve talebi halen sürmektedir. İşletme maliyetlerinin azaltılması ve verimlilik artışına yönelik olarak da lojistik alan ihtiyacı artmaktadır. Bunlara bağlı olarak lojistik alan arzının 2009 yılında bir duraklama ardından 2010 yılında normalleşeceği, 2011 yılından itibaren ise yeniden bir büyüme sürecine gireceği öngörülmektedir.

### **IV.3.2.3 Ticari Gayrimenkul Finansmanı**

Yeni ekonomik dönemin ticari gayrimenkul sektörü üzerinde en olumsuz etkisi finansman olanaklarında yaşanan daralma ve finansman koşullarının ağırlaşması olacaktır. Bu çerçevede ticari gayrimenkul finansmanına ilişkin olarak yeni dönem için öngörüler aşağıda sunulmaktadır.

1. Finansman olanaklarında daralma 2009-2010 yıllarında etkili olacak, izleyen yıllarda iyileşme ve genişleme sınırlı kalacaktır.

2. Yatırım aşamasında olan ve daha çok kredi olanakları ile finanse edilen projelerin önemli bir bölümü finansman olanaklarındaki daralmadan olumsuz etkilenecektir.

3. Kullanılan finansman olanaklarının maliyetleri yükselmekte, vadeleri 7-8 yıldan 3-5 yıla gerilemektedir. Borçlanmalarda teminatlandırma koşulları ağırlaşmaktadır.

4. Yatırımların finansmanında kaldıraç oranları gerilemektedir. Öz kaynak ihtiyacı artmaktadır.

5. Yeni dönemin yatırım finansmanında geleneksel banka kredileri daha çok yer alacaktır.

#### **IV.3.2.4 Ticari Gayrimenkul Getirileri**

Ticari gayrimenkul getirileri sermaye getirilerinden (değer artışı) ve yatırım getirilerinden (kira ve diğer gelirler) oluşmaktadır. Yeni dönem ticari gayrimenkul getirilerinin azalacağı bir dönem olacaktır. Getirilerin azalmasında hem sermaye getirilerindeki azalma hem de yatırım getirilerindeki azalma etkili olacaktır.

1. Alışveriş merkezi yatırımlarının getirileri kiralama ve diğer gelirlerdeki gerileme nedeni ile sınırlanacaktır. Yatırım getirilerindeki sınırlanma sermaye getirilerini de olumsuz etkileyecektir.

2. Ofis getirilerindeki gerileme daha sınırlı olacaktır. Ofis kira gelirleri ve yatırım getirileri daha geç ve daha sınırlı etkilenecektir. Sermaye getirilerindeki gerileme daha yavaş olacaktır.

3. Lojistik alan getirileri de yeni dönemin koşullarına gecikmeli ve sınırlı tepki verecektir. İşletme maliyetlerinin azaltılmasına yönelik kira indirimleri ve daha ucuz kiralama arayışlarına karşın uygun arzın yeterli olmaması nedeniyle lojistik alanlarda kira düşüşleri daha sınırlı kalacaktır.

4. Ticari gayrimenkul getirilerinde sınırlanma nedeni ile yatırımların geri dönüş süreleri uzayacaktır.

5. Ticari gayrimenkul getirilerinde kiraların gerilemesine bağlı olarak yatırım getirilerinin düşmesi nakit akışlarını olumsuz etkilemekte, bu da yatırımcıların nakit pozisyonlarını bozmaktadır.

#### **IV.3.2.5 İstanbul Ticari Gayrimenkul Piyasası**

İstanbul Türkiye'nin tek ticari gayrimenkul piyasasına sahip şehri olmasının yanı sıra Avrupa'nın da yatırım alanında öncelikli şehirlerinden biri konumundadır. Yeni ekonomik dönem İstanbul Ticari Gayrimenkul Piyasasının konumunu da etkileyecektir.

Bu çerçevede İstanbul Ticari Gayrimenkul Piyasasına ilişkin aşağıdaki gelişmelerin olacağı öngörülmektedir:

1. Küresel ölçekli kriz tüm gelişmiş ve gelişen ülkelerin gayrimenkul piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Mukayeseli olarak İstanbul ticari gayrimenkul piyasasının daha az etkilendiği, arz-talep dengesinde ve getirilerde hızlı bir bozulma yaşanmadığı görülmektedir.

2. İstanbul halen ticari gayrimenkuller için yatırım ve gelişme potansiyelini korumaktadır. Kısa vadeli bir dalgalanmadan sonra orta vadede bu potansiyelin belirleyiciliği daha etkili olmaya başlayacaktır.

3. İstanbul'da ofis, lojistik alanlar ve oteller halen alıcı piyasası konumunda olup orta vadede bu niteliğini koruyacaktır. AVM ise olgun piyasa konumuna gelmiştir.

4. Gelirlerdeki yavaşlama öngörülerine rağmen İstanbul'un diğer şehirlere kıyasla daha yüksek getiriler sunmaya devam edeceği öngörülmektedir.

5. Finansman olanaklarındaki yavaşlama yeni yatırımları ve satın almaları ve yabancıların katılımını sınırlandıracaktır.

6. Diğer tüm ülke piyasalarında gayrimenkul fiyatlarının çok gerilemiş olması İstanbul için alternatif rakiplerin artmasına yol açmaktadır.

## V. Bölüm

# EKONOMİK BÜYÜME VE KRİZ SONRASI DÖNEMİN KOŞULLARININ KARŞILAŞTIRILMASI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Ekonomik koşullar gayrimenkul sektöründeki gelişmenin temel belirleyicisidir. Dünya ve Türkiye ekonomisinde 2001-2007 yılları arasında hızlı bir büyüme dönemi yaşanmış ve bu büyüme gayrimenkul sektörünün gelişimini küresel ölçekte ve Türkiye’de olumlu etkilemiştir.

2008 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte dünya ve Türkiye ekonomisi için kriz sonrası yeni bir dönem ortaya çıkmaktadır. Bu yeni ekonomik dönemin koşulları da gayrimenkul sektörü için belirleyici olacaktır.

Çalışmanın son bölümünde ekonomik büyüme dönemi ile kriz sonrası dönemin koşulları karşılaştırılmakta ve yeni ekonomik dönemin koşulları içinde gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörüler sunulmaktadır. İki dönem arasındaki en önemli ve belirgin ayırım yeni ekonomik dönemde büyümenin küresel ölçekte ve Türkiye’de daha düşük oranda gerçekleşecek olmasıdır.

Dünya’da 2002-2007 yılları arasında yüzde 5 olan yıllık ortalama büyüme 2011-2014 döneminde yüzde 3 olacaktır. Türkiye’de ise 2002-2006 arasında yüzde 7.5 olan yıllık ortalama büyüme 2010-2014 arasında yüzde 4.0 olacaktır. Büyüme oranındaki bu yavaşlama diğer tüm ekonomik göstergelerdeki büyümenin de bir önceki döneme göre yavaş gerçekleşmesine yol açacaktır.

Bu çerçevede gayrimenkul sektörü de kriz sonrası dönemde yeni koşullar içinde daha sınırlı bir büyüme içinde olacaktır.

İki dönemin ekonomik koşulları ve yeni dönemin koşulları çerçevesinde gayrimenkul sektörüne ilişkin öngörüler aşağıda Tablo.78’de sunulmaktadır.

TABLO.78 BÜYÜME VE KRİZ SONRASI DÖNEMİN EKONOMİK KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

BÜYÜME DÖNEMİNİN EKONOMİK KOŞULLARI 2002-2007	KRİZ SONRASI YENİ EKONOMİK DÖNEMİN KOŞULLARI 2010-2014	YENİ EKONOMİK DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
HIZLI EKONOMİK BÜYÜME DÜNYA 2003-2007 % 5 TÜRKİYE 2002-2006 % 7.5	SINIRLI EKONOMİK BÜYÜME DÜNYA 2011-2014 % 3 TÜRKİYE 2010-2014 % 4	GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ DESTEKLEYEN EKONOMİK TEMELLERDE SINIRLANMA GAYRİMENKUL ARZ VE TALEBİNDE YAVAŞLAMA GAYRİMENKUL GETİRLERİNDE YAVAŞLAMA
ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARINDA HIZLI BÜYÜME DÜNYA 2003-2007 % 4.0 TÜRKİYE 2002-2007 % 8.0	ÖZEL KULLANILABİLİR GELİR VE ÖZEL TÜKETİM HARCAMALARINDA SINIRLI BÜYÜME DÜNYA 2011-2014 % 2.0 TÜRKİYE 2010-2014 % 4.0	PERAKENDE SEKTÖRÜNÜN BÜYÜMESİNDE YAVAŞLAMA
KİŞİ BAŞI GELİRLERDE HIZLI BÜYÜME DÜNYA 2003-2007 % 4.0 TÜRKİYE 2002-2006 % 6.0	KİŞİ BAŞI GELİRLERDE SINIRLI BÜYÜME DÜNYA 2011-2014 % 2.0 TÜRKİYE 2010-2014 % 3.0	KİŞİ BAŞI SATIN ALIMA GÜCÜ VE BORÇLANMA KAPASİTESİNDE YAVAŞLAMA VE GAYRİMENKUL TALEBİNDE SINIRLANMA GAYRİMENKUL FİYAT ARTIŞLARINDA YAVAŞLAMA
DİŞ TİCARETTE HIZLI BÜYÜME DÜNYA 2002-2007 %12 TÜRKİYE 2002-2007 %15	DİŞ TİCARETTE SINIRLI BÜYÜME DÜNYA 2011-2014 % 6.4 TÜRKİYE 2010-2014 % 8	LOJİSTİK VE SANAYİ ALANLARI İLE OFİS TALEBİ VE ARZINDA YAVAŞLAMA LOJİSTİK VE SANAYİ ALANLARI İLE OFİS FİYATLARININ ARTIŞINDA YAVAŞLAMA
ÖZEL SEKTÖR FAALİYETLERİNDE HIZLI GENİŞLEME (SABİT SERMAYE YATIRIMLARI) DÜNYA 2003-2007 % 8 TÜRKİYE 2002-2006 % 23	ÖZEL SEKTÖR FAALİYETLERİNDE YAVAŞLAMA (SABİT SERMAYE YATIRIMLARI) DÜNYA 2011-2014 % 4 TÜRKİYE 2011-2014 % 8	TİCARİ GAYRİMENKUL TALEBİNDE YAVAŞLAMA TİCARİ GAYRİMENKUL ARZINDA YAVAŞLAMA TİCARİ GAYRİMENKUL KİRALARI VE YATIRIM GETİRLERİNDE SINIRLANMA

TABLO.78 BÜYÜME VE KRİZ SONRASI DÖNEMİN EKONOMİK KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

BÜYÜME DÖNEMİNİN EKONOMİK KOŞULLARI 2002-2007	KRİZ SONRASI YENİ EKONOMİK DÖNEMİN KOŞULLARI 2010-2014	YENİ EKONOMİK DÖNEMİN KOŞULLARI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
<p>FINANSAL OLANAKLARDA HIZLI GENİŞLEME</p> <p>YÜKSEK ENFLASYON DÜNYA 2002-2007 %5.0 TÜRKİYE 2002-2008 % 10.0</p> <p>DÜŞÜK BÜTÇE AÇIKLARI VE KAMU BORÇLANMA İHTİYAÇLARI</p>	<p>FINANSAL OLANAKLARDA YAVAŞLAMA</p> <p>DÜŞÜK ENFLASYON DÜNYA 2002-2007 %3.0 TÜRKİYE 2010-2014 % 6.0</p> <p>YÜKSEK BÜTÇE AÇIKLARI VE KAMU BORÇLANMA İHTİYAÇI</p>	<p>GAYRİMENKUL FINANSMANINDA YAVAŞLAMA MALİYETLERDE ARTIŞ, VADELERDE KISALMA KALDIRAÇ ORANINDA KÜÇÜLME, RİSKTEN KAÇIŞ BANKA KREDİSİ ESASLI FINANSMAN GAYRİMENKUL FİYATLARINDA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI GAYRİMENKUL YATIRIMLARINDA ARTAN ÖZKAVNAK İHTİYACI</p> <p>GAYRİMENKUL FİYATLARININ ARTIŞINDA SINIRLANMA</p> <p>GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE AKTARILACAK FINANSMAN OLANAKLARINDA SINIRLANMA</p> <p>GAYRİMENKUL FINANSMAN OLANAKLARINDA YAVAŞLAMA SINIRCI VE SINIRÖTESİ DOĞRUDAN YATIRIMLARDA YAVAŞLAMA GAYRİMENKUL ARZ VE TALEBİNDE SINIRLANMA GAYRİMENKUL FİYATLARINA AŞAĞI YÖNLÜ BASKI</p>
<p>SERMAYE AKIMLARINDA HIZLI GENİŞLEME</p>	<p>SERMAYE AKIMLARINDA YAVAŞLAMA</p>	



**KAYNAKLAR**

- KING STURGE, European Retail Property, January 2009-05-18
- COLLIERS INTERNATIONAL, Asia Pacific Industrial Market Overview, November 2008, May 2008
- CUSHMAN WAKEFIELD, European Distribution Report, 2008
- CUSHMAN WAKEFIELD, Industrial Space Across The World 2008, 2009
- CUSHMAN WAKEFIELD, Office Space Across The World 2008, 2009
- DTZ RESEARCH, Global Occupancy Cost Offices, Global 2009
- JONES LANG LASALLE, European Shopping Centres One Size Fits All, August 2008
- COLLIERS INTERNATIONAL, Global Office Real Estate Review 2009
- REAL CAPITAL ANALYTICS, Global Capital Trends 2008
- KING STURGE, European Industrial Property Markets 2009
- JONES LANG LASALLE, Real Transparency Index
- KNIGHT FRANK, Global Real Estate Markets, Annual Review 2008
- KING STURGE, Industrial Distribution Floorspace Today, March 2009
- DELOITTE, Hospitality Vision Global Performance Review Spring 2009
- JONES LANG LASALLE, European Logistics Report, Trend Prospects, October 2008
- ERNST&YOUNG, Global Real Estate Investment Trust Report 2008
- IPD, Global Property Index, Results For The Year, 2007, 2008
- CUSHMAN WAKEFIELD, Marketbeat Europe-Annual Review 2008
- DEUTSCHE BANK RREEF Research, Global Real Estate Insights, December 2008
- DEUTSCHE BANK RREEF Research, 2009 US Real Estate Investment Outlook And Market Perspective
- KPMG, Global Retail Loss Prevention Survey 2009
- GLOBAL PROPERTY RESEARCH, Global Real Estate Index
- HSH NORDBANK, Real Estate Finance, September 2008
- JONES LANG LASALLE, Global Challenges, Regional Implications, October 2008
- MIZUHO RESEARCH INSTITUTE, Recent Trends in Japan's Real Estate Market, Signs of Shifting Sands, November 2008
- JONES LANG LASALLE, Global Real Estate Capital Reports 2004, 2005, 2006, 2007, 2008
- KING STURGE, Office Markets 2009
- PRICE WATERHOUSE COOPERS, Investment Management and Real Estate, March 2009
- AT Kearney, Balancing The Global Property Development Equation, 2008
- RICS, Commercial Real Estate Market Survey 2009
- SAVILLS RESEARCH, Global Capital Markets Bulletin, Spring 2008
- KPMG, Trends in Global Real Estate 2007, 2008
- KPMG, UK Commercial Real Estate Market Conditions 2007, 2008
- PROLOGIS, US Property Market Review 2008
- PRICEWATERHOUSE COOPERS/ULI Emerging Trends in Real Estate Europe 2006, 2007, 2008, 2009
- PRICEWATERHOUSE COOPERS/ULI Emerging Trends in Real Estate Asia-Pacific 2008, 2009
- PRICEWATERHOUSE COOPERS/ULI Emerging Trends in Real Estate USA 2008, 2009
- ING BANK Real Estate, Global Vision 2009
- DELOITTE, 2008 Real Estate Capital Markets Industry Outlook
- MOODY'S Real Commercial Property Price Index
- ABERDEEN PROPERTY INVESTORS GROUP, DEGI Research-Real Estate Focus, 2008 September
- HSBC, Global Research, Global Property Outlook 2008, 2009,
- REAL CAPITAL ANALYTICS, Selected Statistics and Index 2008
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Housing Finance in The Global Financial Market, January 2006
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Capital Flows and Emerging Market Economies, January 2009
- FEDERAL RESERVE BANK, Statistical Supplement to The Federal Reserve, December 2005, December 2007, December 2008
- EUROPEAN CENTRAL BANK, Commercial Property Markets, December 2008
- EUROPEAN CENTRAL BANK, EU Banking Structures, October 2008
- EUROPEAN CENTRAL BANK, Financial Stability Report, June 2008
- COMMERCIAL MORTGAGE SECURITIES ASSOCIATIONS, Compendium Of Statistics, 27 April 2009
- NATIONAL ASSOCIATIONS OF REALTORS, Commercial Real Estate Outlook, February 2009
- EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION, 2008 ECBC European Covered Bond FACT BOOK
- EUROPEAN SECURITISATION FORUM, ESF Securitisation Market Outlook 2008
- SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, SIFMA
- CENSUS BUREAU, ABD Selected Statistics
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS, ABD Selected Statistics
- NATIONAL ASSOCIATIONS OF REALTORS, ABD Selected Statistics
- US DEPARTMENT OF COMMERCE, ABD Selected Statistics
- OFFICE OF FEDERAL HOUSING ENTERPRISE, ABD Selected Statistics
- EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION, A Review of Europe's Mortgage And Housing Markets
- IMF, World Economic Outlook 2009, April 2009
- IMF, Global Financial Stability Report 2009, April 2009
- WTO, International Trade Statistics, 2007, 2008
- STANDARD AND POORS, Case Shiller House Price Indexes
- OECD, Economic Outlook, 2009 March
- G-20 TASK FORCE, Working Papers, March 2009
- MORTGAGE BANKERS ASSOCIATIONS, Yearly Statistics 2008
- NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENTS TRUSTS, NAREIT, Monthly Statistical Report, December 2008
- NATIONAL COUNCIL OF REAL ESTATE FIDUCIARIES, Yearly Statistics 2008
- UNIVERSITY OF CONNECTICUT CENTER FOR REAL ESTATE, Global Financial Crisis Impact on Commercial Real Estate, November 2008
- EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATIONS, Global Real Estate Index
- TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI
- TC MERKEZ BANKASI
- TÜRKİYE BANKALR BİRLİĞİ
- SERMAYE PİYASASI KURULU
- KATILIM ÖNCESİ EKONOMİ PROGRAMI 2009-2011, REVİZE 2009 NİSAN
- GYODER, Türkiye'de Konut İhtiyacı ve Konut Talebine Bağlı Konut Finansman Sisteminin Gelişme Potansiyeli 2015, Aralık 2006
- GYODER, Türkiye'de Perakende Pazar ve Alışveriş Merkezileri İçin Öngörüler 2015, 2008 Haziran