

## İnşaat Sektörünün Kriz Dinamikleri: Güncel Bir Değerlendirme

**Melih Yeşilbağ**, Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih Coğrafya Fakültesi  
Sosyoloji Bölümü, ORCID: 0000-0001-5867-433X,  
e-posta: myesilbag@ankara.edu.tr

### Özet

Bu çalışma Türkiye'nin içinden geçmekte olduğu iktisadi çalkantı döneminde inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin kriz dinamiklerine odaklanmaktadır. Bu kapsamda, öncelikle yapıli çevre üretiminin finansallaşan kapitalizmde edindiğı konum ve bu konumun beraberinde getirdiğı kriz dinamiklerine dair kuramsal literatür üzerine bir tartışma yapılacak ve bu tartışma ışığında Türkiye örneğı alacalı (variegated) finansallaşma çerçevesinde gerçekleşen bir inşaat patlaması olarak değerlendirilecektir. Çalışmanın bulguları, Türkiye'de inşaat sektörünün AKP'li yıllarda yaşadığı "boom-bust" döngüsünün küresel örüntülere benzerlik açısından 'karma' nitelikler taşıdığını ortaya koymaktadır. 2017 yılı itibarıyla toplam katma değerin %9,8'ini üreten inşaat sektörüyle Türkiye, OECD ülkeleri arasında açık ara birinci konumdadır ve bu oran 2008 krizinde inşaat ve emlak kaynaklı büyük çöküşler yaşayan İrlanda, İspanya gibi ülkelerin kriz öncesi değerlerine oldukça yakındır. Öte yandan, 2018 itibarıyla bir tıkanma dönemine giren inşaat sektörünün kriz dinamikleri küresel örüntülerden farklılaşmaktadır. Literatürde en büyük risk kaynağı olarak değerlendirilen mortgage piyasaları, AKP'li yıllarda finans ve gayrimenkulü birbirine yaklaştıran düzenlemelerle büyük bir atılım sergilemiş olmakla birlikte kayda değer bir risk kaynağı oluşturmaktan uzaktır. GSYH'nin ancak %6'sına tekabül eden mortgage hacmiyle, Türkiye sadece gelişmiş kapitalist ülkelerin değil birçok Güney ülkesinin de gerisinde seyretmektedir. Öte yandan, gayrimenkul ve finansı bir araya getiren bir diğer mekanizma olan GYO (gayrimenkul yatırım ortaklığı) piyasalarında yaşanan hızlı büyüme dalgası 2018 itibarıyla sona ermiş, son 1,5 yılda %35 değer kaybı yaşanmıştır. %34'lük payıyla sektörün lideri konumundaki kamu kuruluşu Emlak Konut GYO'nun aynı dönemdeki değer kaybı %60 olmuştur. Bununla birlikte, 2012-2017 arası ülke ortalamasının belirgin bir şekilde üstünde değerlendirilen; 2017'den itibaren reel, 2019'dan itibaren nominal olarak değer kaybetmekte olan İstanbul konut piyasası patlamakta olan bir konut balonu görüntüsü vermektedir. Yüksek faiz oranları, düşen fiyatlar, azalan satışlar ve son 6 yılda konut stokuna eklenen 1 milyonun üzerinde satılmamış yeni konut, sektörde derin bir darboğaz yaşandığını göstermektedir. Dahası, söz konusu darboğaz, AKP iktidarının sektörü ayakta tutmaya yönelik KDV indirimi, konut seferberliği, kamu bankaları üzerinden düşük faizli konut

kredisi sağlama gibi tedbirlerine rağmen yaşanmaktadır. 2017'den bu yana kapanan şirketlerin içerisinde %20'lik payla inşaat ve gayrimenkul sektörleri iktisadi çalkantıdan en şiddetli etkilenen sektörler arasındadır. Üstelik, finansal olmayan kuruluşlar dışarıda tutulduğunda toplam dış borcun %23'ü bu iki sektörün üzerindedir. Bunlara ek olarak, kullanım garantili kamu-özel işbirliği antlaşmaları ve hazine teminatlı mega projelere dair göstergeler, sektördeki tıkanıklığın kamu maliyesi üzerinde de belirgin bir yük yaratmaya başladığını ortaya koymaktadır. Bütünüyle değerlendirildiğinde bu göstergeler, AKP'li yıllara damga vuran inşaata dayalı birikim sürecinde şiddetli bir kriz durumuna işaret etmektedir. Küresel literatürde vurgulanan örüntülerden farklı olarak, Türkiye'nin inşaat krizinde mortgage piyasaları değil müteahhit borçları başat kriz dinamiği olarak öne çıkmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:** Neoliberalizm, finansallaşma, inşaata dayalı birikim, Adalet ve Kalkınma Partisi, kriz.

## Crisis Dynamics of the Construction Sector: A Recent Assessment

### Abstract

This article scrutinizes the crisis dynamics of the Turkish construction and real estate sectors in the contemporary era of ongoing economic turmoil. In this respect, I first carry out a discussion on the theoretical literature on the process of built environment production under financialized capitalism and the crisis dynamics of this process. In the light of this discussion, I contend that Turkey comes to the fore as an instance of a construction boom under variegated financialization. My findings indicate that the boom-bust cycle of the construction sector during the AKP (*Adalet ve Kalkınma Partisi*-Justice and Development Party) years demonstrate 'mixed' characteristics. With a construction sector producing 9,8% of total value added as of 2017, Turkey is ranked 1st among all OECD countries with a wide margin. Moreover, this ratio is quite close to the pre-crisis ratios of countries that suffered real estate related crashes during the 2008 crisis, such as Ireland and Spain. That said, the crisis dynamics of the Turkish construction sector that has been undergoing a bottleneck since 2018, diverges from global patterns in certain respects. Concerning mortgage markets, which is regarded as the major risk factor of built environment in the literature, the Turkish case does not appear risky at all. Despite the significant leap realized through a series of legislative and regulatory changes during the AKP years, with a %6 mortgage/GDP ratio Turkey lags far behind not only advanced capitalist countries but several countries of the Global South as well. On the other hand, the rapid expansion wave in the REIT (Real Estate Investment Trust) scene halted as of 2018, generating a 35% loss in just 1,5 years. The publicly-owned Emlak Konut REIT, the unrivalled leader of the market with a 34% market share has suffered a 60% loss. Besides these, the housing markets in Istanbul, which have exhibited price hikes significantly over national average since 2012, have begun to depreciate in real terms since 2017 and in nominal terms since 2019; appear as an instance of a bursting bubble. High interest rates, collapsing house prices, declining

sales and over 1 million unsold units added to the stock in the last 6 years indicate that the sector is going through a serious bottleneck. Moreover, this bottleneck is occurring despite a number of stimulative measures by the ruling AKP to keep the sector afloat, including tax reductions, housing campaigns, and low-interest housing credits through public banks. With a 20% share in liquidated firms since 2017, construction and real estate sectors are among the most adversely affected sectors by the recent economic turmoil. Furthermore, these two sectors own a major 23% share of total non-financial foreign debt burden, which is the weakest point of the Turkish economy. Apart from these, indicators on public private partnership contracts with treasury guarantees reveal the significant burden of the sector on public finance. Overall, these indicators suggest a deep crisis situation of the construction-led accumulation process, which has been a key determinant of the AKP years. Contrary to the patterns emphasized in the global literature, however, developer debt and not mortgage markets comes to the fore as the major crisis dynamics.

**Keywords:** Neoliberalism, financialization, construction-led accumulation, Justice and Development Party, crisis.

## Giriş

İnşaat sektörü AKP’li yılların en çok tartışma yaratan konularından biri olageldi. Bu dönemde Türkiye’nin ekonomi politik çerçevesini tanımlamaya çalışan akademik yazında hatırı sayılır bir ilgi gören sektör, gerek iktidarın gerekse muhalefetin siyasal söylemlerinde farklı veçheleriyle geniş yer buldu. AKP’nin inşaat sektörüne yönelik stratejik tasarrufları, sektördeki sermaye birikim örüntüleri, yapılı çevre üretiminin yasal çerçevesindeki dönüşümler, TOKİ’nin sektördeki belirleyici konumu, kentsel dönüşüm gündemi etrafındaki mücadeleler gibi konularda oldukça zengin bir literatür mevcut.<sup>1</sup> Bu çalışmada söz konusu literatüre inşaat sektörünün güncel kriz dinamiklerine odaklanan bir katkı sunmayı amaçlıyorum. Spesifik olarak, Türkiye’nin içinden geçmekte olduğu iktisadi çalkantı döneminde inşaat sektörünün nasıl bir seyir izlediğini göstermeye çalışıyorum. Bu kapsamda, öncelikle günümüz kapitalizmde yapılı çevre üretiminin kriz dinamiklerine dair uluslararası literatürde öne çıkan bazı tartışmalara dair bir değerlendirme sunacağım. Bu değerlendirmenin ardından, AKP’li yıllarda inşaat sektörünün seyrini ve ülke ekonomisi içindeki rolünü bir dizi göstergeyle ve karşılaştırmalı bir perspektifle ortaya koyacağım. Bu tartışmadan hareketle sektörün güncel kriz dinamiklerine dair bir bilanço çıkartacağım.

## Günümüz Kapitalizmde Sermaye Birikimi, Yapılı Çevre Üretimi ve Kriz

Genel olarak yapılı çevre üretimi, özel olarak da inşaat ve gayrimenkul sektörleri 2008 kriziyle birlikte farklı akademik disiplinlerden yaygın ilgi görmeye başladı.

ABD'deki eşikaltı (subprime) ipotek kredilerinin küresel bir finansal çöküşü tetiklemesi, öncesinde kent çalışmaları altında bir tür uzmanlık alanı olarak görülebilen yapı çevre üretimini, günümüz kapitalizminin ekonomi politik çözümlemesinin başköşesine oturttu (Gotham, 2009; McNally, 2011; Aalbers, 2011). Kökeni elbette geriye giden fakat kriz sonrasında muazzam bir hızla yaygınlaşan bu literatürde hem genel bir soyutlama düzeyinde sermaye birikim sürecinde mekân sorunsalı hem de yapı çevre üretiminin günümüz kapitalizminde edindiği ayırt edici konum tartışma konusu oldu. Söz konusu tartışmada, David Harvey'in (1985, 2012) yapı çevre üretimini sermaye birikim sürecinin çelişkilerine bir yanıt olarak ele alan öncü yaklaşımı belirleyici bir konum kazandı. Kabaca özetlemek gerekirse, yapı çevrenin üretici sektörlerde (birincil sektör) değerlendirme fırsatı bulamayan para sermayenin yöneldiği bir alan olarak öne çıktığı ve bu sayede aşırı birikim probleminde mekânsal bir çözüm (spatial fix) sunduğunu ifade eden Harvey, bu geçici çözümün aynı zamanda başlı başına bir kriz dinamiği haline geldiğini öne sürer. 2008 krizini böyle bir çerçeve dâhilinde analiz eden Harvey'in (2012: xv-xviii) mekânsal çözüm düşüncesi, yine günümüz kapitalizminin özgünlüklerini ortaya koyma amaçlı literatürün gelişmekte olan bir parçası konumundaki finansallaşma literatüründe de yankı bulmuştur (Aalbers, 2016). Mekânın, konutun ya da yapı çevre üretiminin finansallaşması genel finansallaşma literatüründe giderek önem kazanan bir tema olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'de yapı çevre üretiminin finansallaşmasına dair dört başı mamur bir değerlendirme bu yazının sınırlarını aşıyor. Burada, Türkiye'de inşaat sektörünün barındırdığı kriz dinamiklerine yaklaşım konusunda sunduğu olanaklar ölçüsünde ilgili literatürün bazı tartışma başlıklarına değineceğim.

Alanın yetkin yazarlarından Aalbers'e (2017: 4-6) göre, konutu basitçe finansallaşmaya maruz kalan alanlardan birisi olarak görmek yeterli değildir. Aksine, toprak, konut ve yapı çevre, finansallaşma süreçleriyle çok katmanlı ve içsel bir şekilde ilişkilidir. Bir anlamda konut, finansallaşmanın tali uğraklarından değil asli veçhelerinden biridir. Tipik hanehalkı varlıkları içinde en yüksek değere sahip varlık olan konut, finans sektörü için bir tür girdi ya da 'hammadde' niteliği taşır. Ne var ki, yüksek miktarlarda ve bir örnek şekilde üretilen ve tüketilen metalden farklı olarak konut özel bir metadır. Toprağa bağlılığı, üretiminin görece uzun sürmesi ve yüksek değeri, konutun paraya çevrilmesini (likide edilmesini) zorlaştıran özellikleridir (DiPasquale ve Wheaton, 1995). Dolayısıyla, konut finansallaşması, doğası gereği 'likiditesi düşük' bir meta olarak konutun finansal piyasalarda rahatlıkla alınıp satılabilen standart bir varlığa dönüştürülmesi sürecidir. Sasseen (2009) bu sürecin mantıksal uzantısının konutun bir tür "elektronik enstrüman"a dönüşmesi olduğunu söyler. Günümüz kapitalizminde bu dönüşümün temel mekanizması menkul kıymetleştirme

(securitization) olarak adlandırılan süreçtir (Gotham, 2006; Ashton, 2009). Konut finansallaşması bağlamında menkul kıymetleştirmenin en göze çarpan veçhesi mortgage kredilerinin finansal kuruluşlar ve yatırımcılarca alınıp satıldığı ikincil mortgage piyasalarıdır. Söz gelimi, nihai tüketiciye uzun süreli mortgage kredisi veren bir banka, ikincil piyasalarda bu krediyi elinden çıkartarak hem hızla likidite sağlamakta hem de bilançosunu temizleyebilmektedir. Konut finansman sisteminin ikinci piyasalarla desteklendiği durumlarda, finansal kuruluşların mortgage maliyetleri azalmakta, sonuç olarak da çok uzun süreli (30 yıl) ve düşük faizli mortgage kredileri sunulabilmektedir. Konut fiyatlarının yükselişe geçtiği ya da geçmesinin beklendiği dönemlerde yatırımcıların mortgage tabanlı menkul kıymetlere yönelik ilgisi artmakta, bu ilginin sonucu olarak da mortgage maliyetleri daha da düşmekte, konuta talep artmakta ve konut fiyatları daha da yükselmektedir. Merkezinde menkul kıymetleştirmenin durduğu bu döngü, aslına bakılırsa, 2008 krizine giden yolun taşlarını döşeyen mekanizmalardan bir tanesidir (Gotham, 2009; Fligstein ve Goldstein, 2011). Zira konut fiyatlarının artış eğilimi yatırımcıların mortgage temelli menkul kıymetlere hücum etmelerine yol açmış, bu durum finansal kuruluşların hanehalklarına mortgage kredisi verme konusundaki iştahlarını kabartmıştır. Verilen krediler kompleks mekanizmalarla dilimlenip yeniden paketlenerek hızlıca elden çıkarılabildiği için mortgage veren kuruluşlar kredilerin ödenip ödenemeyeceği konusundaki kontrolleri sistematik bir şekilde ihmal etmişler ve düzenli gelire sahip olmayan ya da gelir düzeyi çok düşük hanelere dahi uzun vadeli mortgage sağlamışlardır. Eşikaltı (subprime) olarak adlandırılan bu segmentte temerrüt oranı belirli bir düzeyin üzerine çıktığında ise bir panik havası başlamış, mortgage temelli varlıklar hızla değer kaybetmiş, bu kayıp çarpan etkisiyle tüm finansal sisteme yayılmıştır. Sonuç olarak, Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'de iflas açıklamasıyla kapitalizmin tarihinde Büyük Bunalım'dan sonraki en derin ve en geniş kapsamlı finansal kriz tetiklenmiştir (Gotham, 2009; Langley, 2009; Ashton, 2009; Jaffee, 2008, Akçay ve Güngen, 2014).

Krizin tetikleyici unsurunun ABD'nin mortgage piyasaları olması, Avrupa'da krizin etkilerini en sert şekilde deneyimleyen İrlanda ve İspanya gibi ülkelerde de mortgage piyasaları kaynaklı sorunların merkezi bir yere sahip olması, yapıllı çevre üretiminin kriz dinamikleri konusundaki araştırmaların odağını doğal olarak mortgage piyasalarına yöneltmiştir. Sonuç olarak, konut finansallaşması literatüründe öne çıkan örnekler menkul kıymetleştirme pratiklerinin yaygın, ikinci piyasaların etkin ve mortgage/GSYH oranının tipik olarak çok yüksek olduğu ileri kapitalist ülkeler, güncel yaygın adlandırmasıyla Küresel Kuzey ülkeleri olmuştur (Aalbers, 2017). Somutlamak gerekirse, 2017 itibarıyla mortgage kredi hacminin GSYH'ye oranı, ABD'de %45,5, Hollanda'da %91,2,

İspanya’da %42,8 (2008’de %54,8), İrlanda’da %28,6 (2008’de %79,2), AB ortalamasında ise %45,7 olarak gerçekleşmiştir (EMF, 2018: 116). Türkiye içinse söz konusu oran en fazla %6 mertebesine (2016 itibariyle) çıkabilmiştir. Konut finansallaşması literatürünün ileri kapitalist ülkelerde yoğunlaşması, kayda değer büyüklükte ikincil piyasalara sahip olmayan, mortgage kredi hacminin ülke ekonomisindeki ağırlığı ileri kapitalist ülkelerin epey gerisinde seyreden Türkiye benzeri Güney ülkelerindeki dönüşümlerin ve bu dönüşümlerin beraberinde getirdiği kriz dinamiklerinin gözden kaçmasına neden olmaktadır (Rolnik, 2013; Pereira, 2017; Yeşilbağ, 2019). Aşağıda ayrıntılandıracağım üzere, konut finansallaşmasını yalnızca bu tür göstergelerle ölçmek Güney ülkelerinde yapıli çevre üretiminin risklerine dair tatmin edici bir değerlendirme için uygun bir başlangıç noktası sunmamaktadır. Dolayısıyla, bu ülkelerde yapıli çevre üretiminin kriz dinamiklerini ölçmek için farklı yaklaşımlar gerekmektedir.

Söz konusu ihtiyaç, literatürde “bağımlı finansallaşma” (subordinated financialization) ve “eşitsiz ve bileşik finansallaşma” tartışmalarına yol açmıştır. Bağımlı finansallaşma, Güney ülkelerinin küresel piyasalara tabi olmalarının altını çizer (Bonizzi, 2013; Lapavistas, 2013; Fernandez ve Aalbers, 2019). Bu tabiyet bir dizi farklı mekanizma üzerinden gerçekleşir. Bunlardan bir tanesi, Güney ülkelerinde gözlenen finansallaşma süreçlerinin tipik olarak IMF ve DB gibi uluslararası kuruluşlarca tasarlanması, dayatılması ve yönetilmesidir. Türkiye’de finansallaşma sürecinin kritik uğrakları olarak değerlendirilebilecek olan 1989 tarihli sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi hamlesi de 2001 tarihli “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” da net bir şekilde IMF’nin imzasını taşımaktadır. Bir diğer mekanizma, Güney ülkelerinin uluslararası sermaye hareketlerinin seyrine bağımlı olmasıdır. Söz gelimi, 2008 krizi sonrasında FED’in krizin etkileriyle savaşmak için başlattığı parasal genişleme politikası, Kuzey ülkelerinde biriken para sermayenin görece yüksek faiz sunan Güney ülkelere akmasına neden olmuş ve bu ülkelerde borca dayalı hızlı büyüme döngüleri oluşmuştur (Orhangazi ve Özgür, 2015). Ne var ki, söz konusu para akışlarının yön değiştirmesi bazı Güney ülkelerini darboğaza sokarak, bu ülkelerin iktisadi kırılma noktalarını ortaya çıkarmıştır. Türkiye’nin de aralarında bulunduğu “kırılgan beşli” adlandırmasının kaynağında bu tabiyet ilişkisi vardır. Aşağıda göstereceğim üzere, AKP’li yıllarda yabancı sermaye hareketleri hem genel olarak Türkiye ekonomisinin hem de inşaat sektörünün performansında son derece belirleyici bir rol oynamaktadır.<sup>2</sup>

Eşitsiz ve bileşik finansallaşma kavramı ise finansallaşma pratiklerinin kapitalizmin doğası gereği farklı coğrafyalarda zorunlu olarak farklı gelişkinlik düzeylerinde seyrettiğinin altını çizer (Fine, 2013; Van der Zwan, 2014; Fernandez ve Aalbers, 2019). Bu noktada değinilmesi gereken bir diğer husus,

eşitsiz gelişmenin yalnızca ülkeler arasında değil, verili ülkedeki finansallaşma pratiklerinin farklı bileşenleri arasında da görülebileceğidir. Bir başka deyişle, genel finansallaşma düzeyinin sınırlı olduğu bir coğrafyada belirli alanlarda oldukça gelişkin finansallaşma pratikleri boy atabilir. Söz gelimi, mortgage piyasalarındaki görece zayıflık, başka bir alandaki gelişme ile telafi edilebilir (Fernandez ve Aalbers, 2019; Pereira, 2017). Bu açıdan eşitsiz gelişim nosyonu Türkiye gibi ülkelerde finansallaşmanın efektif etkisini ölçmek için elverişli bir zemin sunmaktadır.

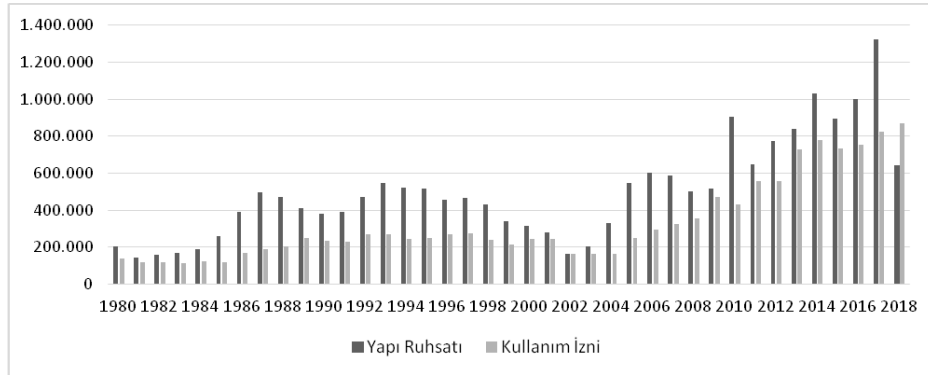
Finansallaşma tartışmasında bir diğer önemli nokta devletin bu süreçteki rolüne dairdir. Devlet-piyasa ikiliğine dayanan anaakım yaklaşımlar gerek küreselleşmeyi gerekse finansallaşmayı devlete 'rağmen' gelişen süreçler olarak değerlendirme eğiliminde oldular. Buna göre, 1970'lerde bilgi teknolojilerinde yaşanan bazı yenilikler ve dünya ekonomisinin sunduğu elverişli konjonktür sayesinde finans sektörü adeta "kendiliğinden" bir palazlanma yaşamıştır. Bu durum karşısında devletler düzenleyici güçlerini geri çekmek ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, Merkez Bankası bağımsızlığı gibi politikalara yönelmek zorunda kalmışlar, bu da finans sektörünün daha da gelişmesinin yolunu açmıştır (Clark, 2000; Martin, 2002; Dumenil ve Levy, 2004). Ne var ki, daha sonra yapılan bir dizi eleştirel çalışma devlete finansallaşma sürecinde pasif ve reaktif bir rol biçen bu yaklaşıma karşı güçlü tezler ortaya koymuştur (Aalbers, 2019). Krippner'in (2005, 2011) bu alandaki öncü çalışmaları ABD'de finansallaşma dinamiğinin fitilinin 1970'lerde yapılan bir dizi devlet düzenlemesiyle ateşlendiğini göstermektedir. Benzer şekilde Gotham (2009) da ABD'deki eşikaltı ipotek krizine giden yoldaki kritik menkul kıymetleştirme hamlelerinin mimarının apaçık bir şekilde devletin kendisi olduğunu vurgulamaktadır. Çeşitli yasal ve kurumsal düzenlemelerle finansallaşma sürecini başlatma, sürdürme ve konsolide etme konusunda devletin aktif rolünün altını çizen bu çalışmalar, devlet-piyasa ilişkisini sıfır toplamı ve dışsal bir ikilik üzerine inşa eden yaklaşımların geçersizliğini ampirik olarak göstermişlerdir. Devletin failliğine yapılan bu vurgu, finansallaşmayı "somut toplumsal aktörlerce tasarlanan ve uygulanan politik bir süreç olarak" (Yalman vd., 2018: 7) kavramsallaştırma gerekliliğinin de altını çizmektedir. Bu vurgu aynı zamanda finansallaşma sürecinde devlet müdahalesinin daha belirgin olduğu Güney ülkeleri deneyimlerini analiz etmek açısından da elverişli bir zemin sunmaktadır (Bonizzi, 2013; Pereira, 2017; Yeşilbağ 2019). Türkiye konut finansallaşması sürecinde devletin elinin son derece görünür olduğu bir vaka olarak öne çıkmaktadır. Aşağıda kısaca değineceğimiz gibi, 2000'li yıllarda inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin küresel finans piyasalarıyla bütünleşerek yaşadığı dramatik genişlemenin arkasında AKP iktidarlarının stratejik tercihleri

vardır. TOKİ'nin konut sektöründeki amiral gemisi rolü, TOKİ iştiraki Emlak Konut'un GYO sektöründeki olağanüstü ağırlığı ve yapılı çevre üretiminin hukuki altyapısında gerçekleşen sayısız düzenleme ve özellikle 2008 krizinde sonra öne çıkan "mega proje" atılımı AKP'nin inşaat ve gayrimenkul sektörlerini sistematik bir strateji dâhilinde desteklediğini ortaya koymaktadır (Yeşilbağ, 2016). Hal böyleyken, inşaat sektörünün kriz dinamiklerine dair bir tartışma, bu sektördeki gelişmelerin üzerindeki AKP imzasını da hesaba katmak zorundadır.

### AKP'li Yıllarda İnşaat Sektörü

Bu bölümde AKP'li yıllarda inşaat ve emlak sektörüne dair bir dizi gösterge sunarak, sektörün iktisadi performansını hem önceki döneme hem de diğer bazı ülkelere kıyasla ortaya koymaya çalışacağım. İnşaat sektörünün üretim hacmiyle ilgili fikir edinebilmek için kabaca inşaat başlangıçlarına tekabül eden yapı ruhsatı ve biten inşaatlara tekabül eden oturma ruhsatı verileriyle başlayalım. Şekil 1, 2002 sonrasındaki belirgin ivmeyi net bir şekilde ortaya koyuyor. Buna göre, AKP öncesi 16 yılda, 1987-2002 yılları arasında yaklaşık 3,8 milyon konut (yıllık ortalama 236 bin ) inşa edilmişken, AKP'li yıllara tekabül eden 2003-2018 arasında toplam 8,3 milyon konut (yıllık ortalama 516 bin) tamamlanmış. Bu, önceki döneme kıyasla %118'lik bir artış anlamına geliyor. Daha çarpıcı bir veri olarak şunu ekleyelim: EMF (2018: 124) verilerine göre, AKP'li yıllarda inşa edilen 8,3 milyon konut Türkiye'deki toplam konut stokunun üçte birine tekabül ediyor. Başka bir deyişle, bu veri, var olan her üç konuttan birinin AKP'li yıllarda inşa edildiğini gösteriyor.

**Şekil 1. Yıllık Yapı Ruhsatı ve Kullanım İzinleri (1980-2018) (Daire Sayısı)**



**Kaynak:** TÜİK.

AKP'li yıllarda sektörün üretim hacmindeki ivmeye karşılaştırmalı açıdan bakmayı deneyelim. Karşılaştırmalı verinin elde edilebildiği en geniş dönem olan 2006-2017 arasına baktığımızda, Türkiye'nin 7,3 milyon konutla tek



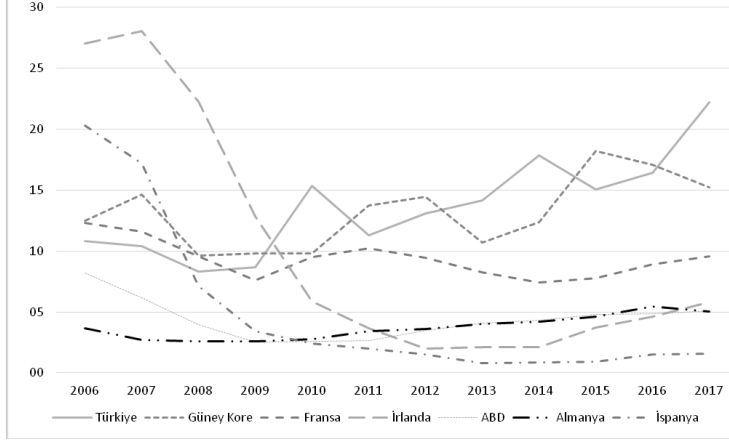
başına AB-27 toplamının (14,3 milyon konut) yarısından fazlası kadar yapı ruhsatı vermiş olduğunu görüyoruz. AB ülkelerinin yanı sıra Avusturya, ABD, Singapur, Güney Kore ve Türkiye'yi kapsayan veri setinde ilgili dönemde toplam konut inşaatında Türkiye'yi geçen tek ülke, Türkiye'nin yaklaşık 5 katı yetişkin nüfusa sahip olan ABD (9,3 milyon konut). Daha hassas bir değerlendirme için veriyi nüfusun etkisinden arındırdığımızda da oldukça çarpıcı bir sonuçla karşılaşılıyor. 1000 yetişkin başına düşen inşaat izni sayısında 2017 itibarıyla Türkiye yıllık 22,2 (12 yıllık ortalama 14,2) değeriyle yalnızca düşük nüfuslu bir ada ülkesi olan Malta'nın 25,4 (12 yıllık ortalama 14,4) gerisinde kalıyor. Tablo 1, Türkiye'nin küresel eğilimlerden belirgin bir şekilde ayrıştığını ortaya koyuyor. Özetle, bu göstergeler, AKP'li yılların inşaat üretim hacminde hem Türkiye'nin önceki dönemlerine göre hem de küresel eğilimlere göre belirgin bir ivmelenme yaşandığını ortaya koyuyor.

**Tablo 1. Seçili Ülkelerde 2006-2017 Yılları Arasında Verilen Yapı Ruhsatı Sayısı**

	Ülke	Yapı Ruhsatı Sayısı (2006-2017)
1	ABD	9.260.906
2	Türkiye	7.365.052
3	Güney Kore	5.376.276
4	Fransa	4.496.200
5	Almanya	2.603.680
6	Avusturya	1.877.850
7	İtalya	872.500
8	İspanya	842.168
9	Polonya	814.813
10	Hollanda	563.250
11	Romanya	424.206
12	İrlanda	222.884

**Kaynak:** EMF (2018: 12)

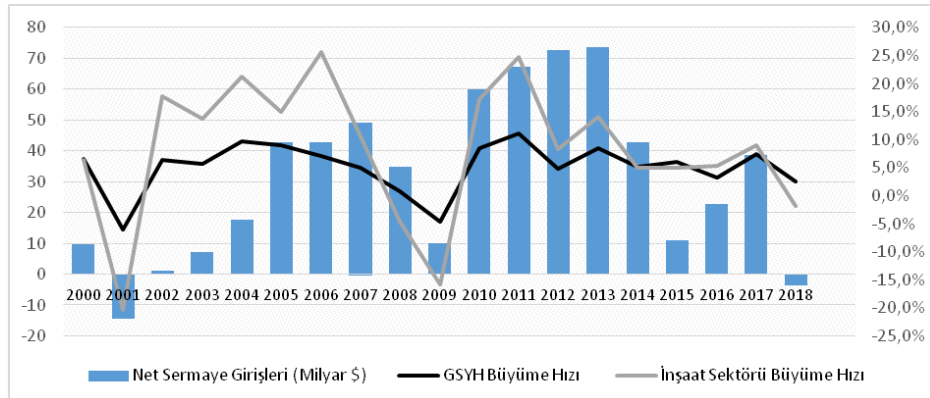
**Şekil 2. Seçili Ülkelerde 1000 Yetişkin Nüfus Başına Yıllık Yapı Ruhsatı Sayısı**



Kaynak: EMF (2018) Verisinden Yazarın Hesaplamaları.

Sektörün büyüme hızına baktığımızda da benzer bir tablo ile karşılaşyoruz. Şekil 3, AKP'li yılların önemli bir kısmında inşaat sektörünün büyüme hızının GSYH büyüme hızından belirgin bir şekilde daha yüksek olduğunu, kriz dönemlerinde ise daha sert bir düşüş yaşadığını ortaya koyuyor. Grafikte yer almayan çeyrek dönem verileri de bu durumu tasdik ediyor. Buna göre, GSYH 2018'in son çeyreğinde %2,8, 2019'un ilk çeyreğinde %2,3 küçülürken, inşaat sektörü sırasıyla %7,8 ve %9,2 küçülüyor.<sup>3</sup> Bu veriler sektörün hâlihazırda genel iktisadi parametrelerden daha şiddetli bir kriz yaşadığını gösterdiği gibi sektörün dış sermaye girişlerine bağımlılığını da açık bir şekilde ortaya koyuyor.

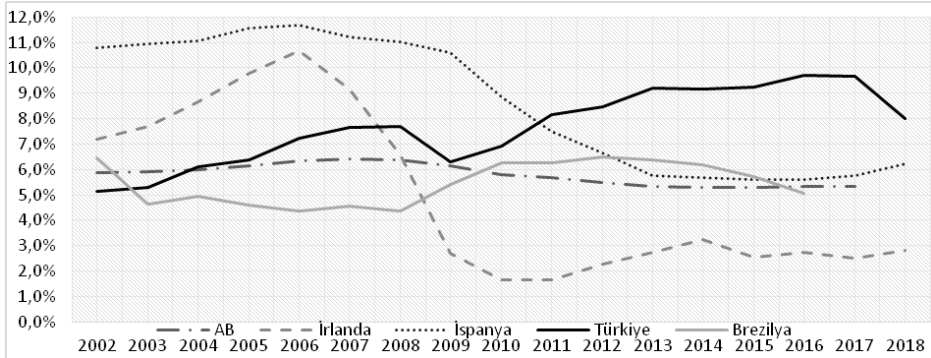
**Şekil 3. GSYH İnşaat Sektörü ve Yabancı Sermaye Girişleri (2000-2018)**



Kaynak: TCMB.

Sektörün ülke ekonomisindeki ağırlığına dair göstergeler de ilginç veriler sunuyor. İnşaat sektörünün toplam katma değerdeki payına baktığımızda 2017 itibarıyla Türkiye'nin OECD ülkeleri arasında açık ara farkla lider konumda olduğunu görüyoruz. 2002-2017 yılları arasında inşaatın payı %5,1'den %9,7'ye yükselirken aynı dönemde AB ortalaması %5,4-6,4 bandında seyrediyor.<sup>4</sup> Dahası, Türkiye'nin %9,7'lik oranı 2008 krizinde inşaat sektörü kaynaklı problemleri en yoğun şekilde hissedenden İspanya (%11,7) ve İrlanda (%10,7) gibi ülkelerin kriz öncesi tepe değerlerine oldukça yakın durumda. Dolayısıyla, burada da Türkiye'nin güncel eğilimlerden ayrılan bir yapı sergilediğini söylemek mümkündür. İnşaatın istihdam içerisindeki payına baktığımızda da benzer bir tablo görüyoruz (Şekil 5). 2003 yılında sektörde istihdam edilen 970 bin toplam istihdamın %4,6'sına tekabül ederken 2017'de bu değerler 2,1 milyon ve %7,4'le tepe yapıyor. 2017'den 2019 ortasına kadarki sürede ise inşaat istihdamında yaklaşık 500 bin kişilik bir düşüş gözleniyor. Tüm bu göstergeler birlikte değerlendirildiğinde, AKP'li yıllarda bir inşaat patlaması yaşandığı hipotezinin doğrulandığını görüyoruz. Güncel verilerse bu patlamanın sonuna geldiğine işaret ediyor.

**Şekil 4. Seçili Ülkelerde İnşaat Sektörünün Toplam Katma Değer İçerisindeki Payı (2002-2017)**

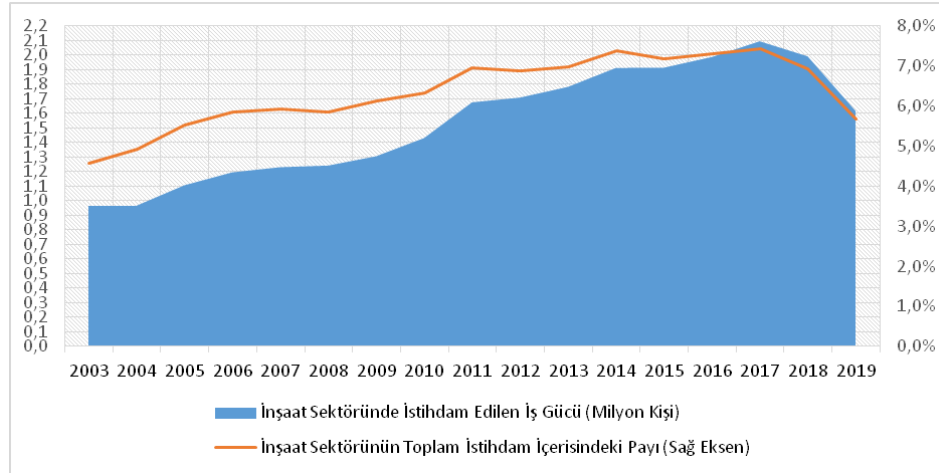


Kaynak: OECD.

Türkiye'deki inşaat patlamasını yaratan faktörlerin neler olduğuna dair tartışma bu yazının ana ekseninin dışında kalıyor. Kısaca değinmek gerekirse, bu noktada sektörün önde gelen sermayedarlarının temsilcileri Türkiye'nin demografik yapısının ve var olan konut stokunun önemli bir bölümünün standart altı niteliğinin yarattığı konut talebini öne çıkarıyorlar (GYODER, 2019). Ne var ki, AKP'li yıllarda üretilen 8,3 milyon konuta rağmen ev sahipliği oranının %60 düzeyinde sabit kalması, hatta düşük gelirli hane halkları için bir miktar düşmesi, söz konusu üretimin kullanım ihtiyacıyla açıklanamayacağını ortaya koyuyor (Güney, 2019). Kentsel neoliberalizm çerçevesini merkeze alan yaklaşımlar ise

Türkiye’deki inşaat patlamasını günümüz kapitalizminin yapılı çevre üretimini ön plana çıkartan yöneliminin bir yansıması olarak çözümleme eğilimindedir.<sup>5</sup> Tipik olarak Harvey esinli mekânsal çözüm kavramını işe koşan bu yaklaşımlar, Türkiye örneğini dünya tarihsel bir çerçeveye oturttukları ölçüde kuşkusuz faydalı bir giriş noktası sağlıyorlar. Ancak, inşaat sektörünün AKP döneminde kazandığı konum, küresel sermaye çevrimleri mantığına indirgenemeyecek bir karmaşıklığa sahip. AKP’li yıllarda gerçekleşen çok sayıda yasal, kurumsal ve fiili düzenleme, iktidarın inşaat sektörünü sistematik bir strateji dâhilinde birikim rejiminin merkezi unsuru haline getirdiğini ortaya koyuyor. “İnşaata dayalı birikim” (Akçay, 2013) kavramıyla ifade edilebilecek bu stratejiyi açıklamak için, inşaat sektörünün AKP iktidarının hegemonya projesi ve bu kapsamda gündeme gelen siyasal ideolojik mücadelelerde edindiği çok katmanlı işlevlere dikkat çekmek gerekiyor. İnşaata dayalı birikim, sektör üzerinden partiyle organik ilişkilere sahip bir sermaye fraksiyonunun ihya edilmesinden, özellikle mega proje atılımı üzerinden kitlesel rıza imalatına kadar çok farklı alanları kat eden bir strateji olarak öne çıkıyor (Yeşilbağ, 2016). Bununla birlikte, inşaat patlamasını yalnızca ve yalnızca bir “AKP icadı” olarak değerlendirme eğilimindeki yaklaşımlara da belirli bir rezervle bakmak gerekiyor. Güncel siyasal tartışmada “parayı betona gömdüler” ifadesinde karşılık bulan bu yaklaşım, Türkiye’deki inşaat patlamasını basitçe “bir AKP anomalisi” olarak değerlendirdiği ölçüde, dünya-tarihsel bir çerçeveden uzaklaşıyor.<sup>6</sup> Bu nokta, farklı analiz düzeylerinde hareket edebilen dinamik çözümlemelere gereksinimin altını çiziyor. Dolayısıyla, Türkiye’deki inşaat patlamasını açıklarken kentsel rantın küresel ölçekte önem kazanması kadar bu rantın farklı mekanizmalarla siyasal güce tahvilini sağlayan konjonktürü de hesaba kalmak gerekiyor.<sup>7</sup>

**Şekil 5. İnşaat ve İstihdam (2003-2019)**



Kaynak: TÜİK.

## Güncel Kriz Dinamikleri

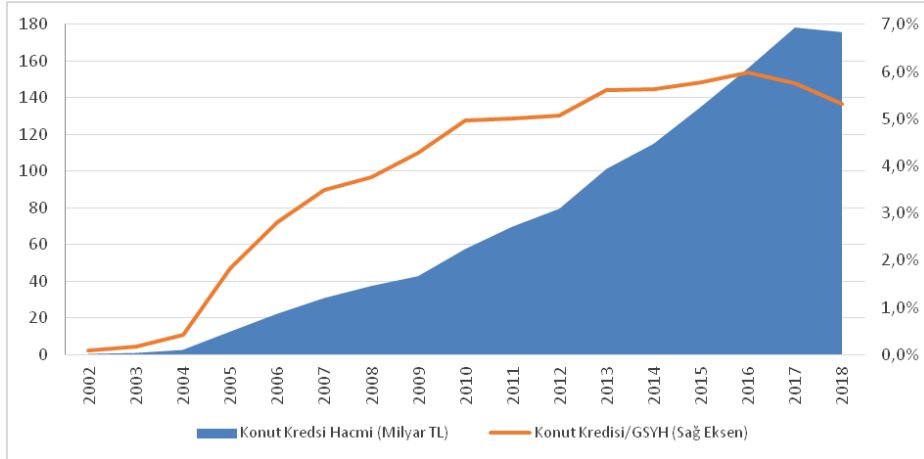
### *Mortgage Piyasaları*

2008 krizinde mortgage piyasalarının konut sektörünün en tehlikeli bileşeni olarak öne çıktığını belirtmiştik. Konut fiyatlarında artış beklentisiyle gayrimenkule yönelen hanehalkları, yatırımcılar ve finansal kuruluşlar, makroekonomik göstergelerin bozulması ve fiyat artış eğilimlerinin yavaşlaması ile birlikte bir darboğaza girmişlerdi. İktisadi durağanlık hanehalklarının bir bölümünün mortgage kredilerini ödeyememesine neden olmuş, ödenemeyen krediler belirli bir eşiğin üzerine çıkınca mortgage sağlayan bankalar ve bunlara bağlı ikincil varlık piyasaları gürültülü bir çöküş sürecine girmişti. Nihayet, “batamayacak kadar büyük” şeklinde nitelendirilen finansal kuruluşların devletler tarafından kurtarılması kamu maliyesinde olağanüstü bir yük oluşturmuş, özellikle bazı AB ülkelerinde topyekün bir finansal kriz yaşanmıştı. Sular çekildiğinde ortaya çıkan manzara hiç de iç açıcı değildi. Borcunu ödeyemediği için evini kaybeden yüzbinlerce hanehalkı, batık bankalar, kurtarma paketlerini kemer sıkma programlarıyla finanse eden borçlu devletler ve bu kemer sıkma politikalarıyla daha da şiddetlenen uzun ve derin bir resesyon (Stockhammer, 2013; Conefrey ve Gerald, 2010; Dellepiane vd., 2013). Bu durumda mortgage piyasaları doğal olarak inşaat ve gayrimenkul sektörünün zayıf karnı olarak nitelendirildi. Bu noktadan hareketle, Türkiye’de inşaat sektörünün kriz dinamikleri tartışmasına mortgage piyasaları üzerine bir değerlendirmeye başlayalım.

Şekil 6, konut kredisi verilerini özetliyor. Türkiye’de yakın zamana kadar finansal kuruluşlarla uzun vadeli krediyle konut satın almak isteyen hanehalklarını bir araya getiren bütünlüklü bir sistem mevcut değildi. 1940’lı yıllardan itibaren bu görevi üstlenmiş konut finansman kurumları olan Emlak Bank ve Sosyal Sigortalar Fonu oldukça sınırlı bir kapsama sahipti. Bu sınırlı kapsamın dışında kalan geniş kitleler için barınma ihtiyacı gecekondular, yapsatçılık ya da konut kooperatifleri türünden mekanizmalarla çözülmekteydi. 2001 krizinin ardından gerçekleşen finansal yeniden yapılanma sonrasında ticari bankaların konut kredisine yönelmeye başladığını görüyoruz. 2007 yılında 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile Türkiye’de ilk kez satın alınacak konutun, bu konut için çekilecek kredinin ipoteği sayılması anlamına gelen mortgage sistemi yürürlüğe girdi. Söz konusu yasa, borcun ödenmemesi durumunda borçlunun hızlıca tahliyesini sağlama yönünde uygulamaların yanı sıra gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarının ve sigorta şirketlerinin rolüne dair düzenlemeler de barındırıyor ve ikincil mortgage piyasalarının kurulmasını mümkün kılacak bir hukuki altyapı da sağlıyordu (Erol, 2019; Aslan ve Dinçer, 2018). Dahası, TOKİ’nin başlattığı

Sosyal Konut Programı piyasa şartlarında ev sahibi olamayacak düşük gelirli hanekalklarının da konut kredisi piyasalarına kısmen erişimini sağlıyordu. Bu düzenlemelerin yarattığı itkinin de etkisiyle Türkiye’de konut kredisi piyasaları 2000’li yıllarda kayda değer bir gelişme sağladı. 2018 itibariyle 180 milyar TL’ye ulaşan konut kredisi hacmi GSYH’nin %6’sına tekabül ediyor. Sıfırdan başlayarak sağlanan bu dramatik gelişme Türkiye’nin kendi parametreleri açısından oldukça önemli olmakla beraber, Türkiye’deki konut kredisi hacminin görece ağırlığının yukarıda da belirttiğimiz gibi yalnızca AB ortalamasının (%45,7) değil birçok Güney ülkesinin de gerisinde seyrettiğini belirtmek gerekiyor.<sup>8</sup> Dahası, içinden geçmekte olduğumuz iktisadi çalkantıya karşın takipteki konut kredisi oranı da ihmal edilebilir düzeylerde seyretmeye devam ediyor. 2018 sonu itibariyle kanuni takipteki konut kredisi miktarı toplam bakiyenin yalnızca % 0,04’üne tekabül ediyor.<sup>9</sup> Bunda, Türkiye’de konut sahipliğine verilen kültürel değerlerin sonucu olarak konut kredisini ödemekte zorlanan hanekalklarının konutlarını kaybetmemek için diğer harcamalarını kısma ya da geniş aile dayanışmasına başvurma gibi yöntemlerin etkili olduğunu söylemek mümkün.

**Şekil 6. Konut Kredisi Piyasaları (2002-2018)**



**Kaynak:** TCMB.

2007’de hukuki altyapısı oluşturulmuş ve takip eden yıllarda bir dizi ek düzenlemeyle güçlendirilmiş olsa da, Türkiye’de kayda değer bir ikincil mortgage piyasasından bahsetmek mümkün görünmüyor. 2017 itibariyle 1,9 milyar Euroluk hacmiyle GSYH’nin ancak %0,1’ine tekabül eden ipotek teminatlı menkul kıymetler piyasası, küresel eğilimlere kıyasla ihmal edilebilir düzeyde kalmaya devam ediyor. Fikir vermesi açısından bu oran Danimarka’da %136,1, İsveç’te %45,9, İspanya’da %18,6, Fransa’da %8,1, Macaristan’da ise %2,1 olarak gerçekleşti (EMF, 2018: 134).

Buna ekolarak, menkul kıymetleştirme doğrultusunda yakın tarihli bir düzenleme olarak gayrimenkul sertifikalarından söz edilebilir. Piyasa koşullarında konut satın almaya gücü yetmeyen düşük gelirli hanehalklarının sınırlı birikimlerini belirli gayrimenkul projelerinin kısmi hisselerine tekabül eden sertifikalarla konut finans sistemine aktarmayı amaçlayan bu sistemin TOKİ tarafından Park-Mavera konutları için başlatılan ilk uygulamaları beklenen ilgiyi görmedi. 2018 yılı sonunda gerçekleşen yeni bir düzenleme ise menkul kıymetleştirme yönünde daha cüretli bir adım anlamına geliyor. Buna göre, Türkiye Kalkınma Bankası (TKB) Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu'nun (BDDK) denetimi dışına çıkartılıyor ve kurumun piyasaya Merkez Bankası tarafından sıfır risk güvencesiyle desteklenen özel ipotek teminatlı menkul kıymetler sunması planlanıyor (Güngen, 2019). Bu önemli düzenlemenin uygulamadaki karşılıklarını değerlendirebilmek için henüz erken.

Özetlemek gerekirse, mortgage piyasalarının toplam hacmi, bu hacmin ülke ekonomisine oranı, takipteki mortgage kredisi oranı ve ikincil mortgage piyasalarının hacmine dair göstergeler birlikte değerlendirildiğinde, mortgage piyasalarının Türkiye'de kayda değer bir kriz dinamiği oluşturduğunu söylemek mümkün görünmüyor. Ne var ki, küresel örüntülerde başlıca risk kaynağı olarak görülen unsurun görece az gelişmişliği, Türkiye'nin inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin riskten azade olduğu sonucuna ulaşmak için yeterli değil. Aşağıda ele alacağımız bir dizi farklı gösterge, yapıcı çevre üretiminin oldukça kaygan bir zeminde hareket ettiğini ortaya çıkartıyor.

Diğer parametrelere geçmeden önce Türkiye'de mortgage piyasalarının sınırlarına dair bazı ekler yapalım. 2000'lerin başına kıyasla muazzam bir gelişme göstermiş olmasına karşın mortgage piyasalarının görece olarak zayıf kalmasının temel sebebinin faiz oranlarının yüksek seyretmesi olduğunu söyleyebiliriz. Konut kredisi faizlerinin yakın dönemin en düşük seviyeye indiği 2013 yılında dahi, Türkiye yıllık %9,7 ile Macaristan (%9,9) dışında bütün AB ülkelerinin açık ara önünde seyretmekteydi (EMF, 2019: 112). Takip eden yıllarda tedrici bir şekilde yükselen faiz oranı Temmuz 2019 itibarıyla yıllık %23 düzeyine ulaştı. Bu düzeylerle 10 yıllık bir konut kredisi için çekilen miktarın iki katından fazla ödeme yapılması gerekmektedir. Sonuç olarak, mevcut piyasa koşullarındaki konut kredisi ödemeleri Türkiye'deki medyan hanehalkı geliriyle karşılanabilecek düzeyin çok ötesindedir. Dolayısıyla, mortgage piyasaları ancak orta ve orta üst sınıfı kapsar durumdadır (Erol, 2019: 726). Faiz oranları ve ipotekli konut satışların toplam konut satışına oranlarını birlikte değerlendirdiğimizde, zıt yönde hareket ettiklerini net bir şekilde gözlemleyebiliyoruz. 2013 yılında konut satışlarının %40'ı mortgage kredisiyle gerçekleşirken, 2019 yılının ilk 7 ayı itibarıyla bu oran %16'ya düşmüş durumda.<sup>10</sup> Söz konusu düşüşün hükümet

talimatıyla kamu bankalarına piyasa değerlerinin altında faiz değerleriyle konut kredisi verme talimatına rağmen gerçekleştiğinin altını çizmek gerekiyor. Zaten, Erdoğan ve Merkez Bankası arasındaki faiz geriliminin önemli nedenlerinden bir tanesinin faiz oranına karşı aşırı hassasiyete sahip inşaat sektörünü suyun üzerinde tutma çabası olduğu yaygın kabul görüyor.

Mevcut mortgage sisteminin hanehalklarının önemli bir bölümünü kapsam dışında bırakması, sektörde bir takım ‘palyatif’ yönelimlere yol açmış durumda. Konut üreticileri bankalardan kredi alması mümkün olmayanlara piyasa koşullarından bir miktar daha kolay şartlarda senetle satış imkânı sunma yoluna gidiyor. Genel olarak böyle bir sistemi öz kaynaklarıyla finanse edebilecek güçten yoksun müteahhitler, projelerini teminat göstererek bankalara borçlanma yoluna gidiyorlar. Dahası, söz konusu uygulamalar sektörün marjında yer alan “şaibeli” firmalarla sınırlı olmayıp son derece ‘kurumsal’ firmalar arasında da yaygınlaşabiliyor. GYODER (2019: 27) verilerine göre, 2018 yılı son çeyrek itibarıyla konut piyasalarının üst segmentini oluşturan markalı projelerde tüm satışların %48,2’si senetle gerçekleşti. Müteahhitlerin senetle satış dışında, maketten satış, ön-satış, doluluk oranlarını yüksek göstermek için “naylon satış” vb. gibi başka palyatif çözümlere de başvurdukları yaygın olarak biliniyor. Formel mortgage piyasalarının dışında geliştiği için boyutları ve riskleri takip ve denetim dışı kalan bu uygulamaların oluşturdukları tehlikeyi ancak tahmin edebiliyoruz. Özetle, görece istikrarlı formel mortgage piyasalarının yanında, bir kara delik niteliğindeki enformel finansman sisteminin barındırdığı tehlikeleri de hesaba katmak durumundayız.

#### *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları*

Menkulleştirmenin ana mecrası mortgage piyasaları olmakla beraber yegane mecrası olduğunu söyleyemeyiz. Yapılı çevre üretimiyle finans dünyasını bir araya getiren bir diğer kurumsal mekanizma gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) olarak bilinen şirketlerdir. Bir sermaye piyasası enstrümanı olarak GYO’lar yatırımcılardan toplanan fonları tipik olarak büyük ölçekli yapılı çevre projelerinin finansmanında kullanırlar. Türkiye’deki tarihleri 1995’e kadar giden GYO’lar özellikle 2008 krizi sonrasında yoğunlaşan bir dizi kolaylaştırıcı düzenleme sayesinde büyük bir ivme yakalamıştır. 2011 yılında toplam piyasa değeri 1,1 milyar TL olan 9 GYO varken, 2017 yılında GYO sayısı 33’e toplam piyasa değeri ise 26,9 milyar TL’ye yükselmiştir (SPK, 2019). Türkiye GYO piyasasının önemli bir özelliği bir TOKİ iştiraki ve dolayısıyla kamu şirketi olan Emlak Konut GYO’nun sektördeki rakipsiz ağırlığıdır. 33 GYO’nun toplam piyasa değerinin %34’üne tek başına sahip olan Emlak Konut GYO, TOKİ ile işbirliği içerisinde konut ve ticari gayrimenkul sektörüne fon sağlamaktadır.



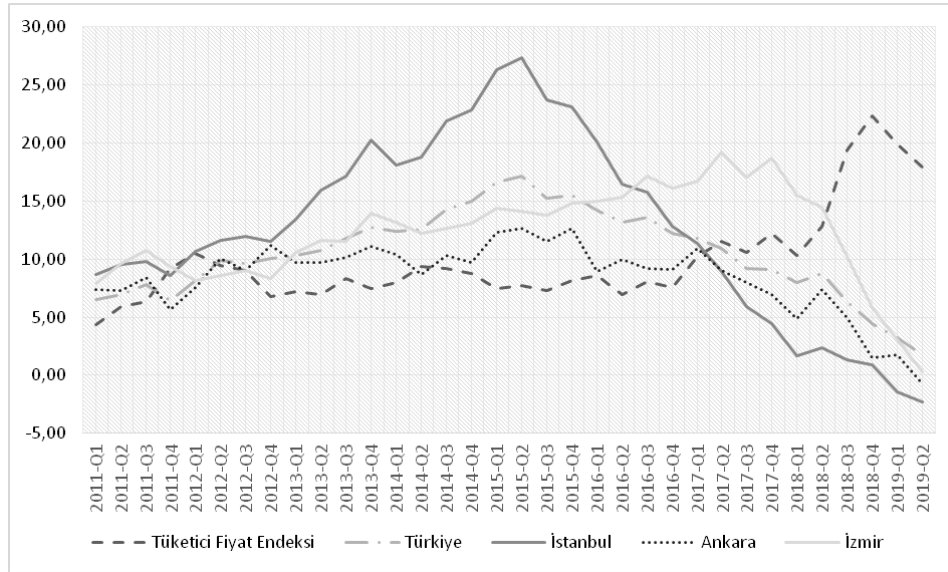
Türkiye'nin GYO piyasaları küresel ölçekte önemsiz kalmakla beraber, "gelişmekte olan ülkeler" arasında dikkate değer bir konumda olduğu söylenebilir. GYO piyasaları oldukça asimetrik özellikler barındırmaktadır. ABD, yaklaşık 1,7 trilyon dolarlık piyasanın tek başına %60'ına hükmederken, ilk 10'daki diğer ülkeler %30 civarında paya sahiptir. İtalya ve Almanya İrlanda gibi birçok Avrupa ülkesinden daha büyük bir GYO sektörüne sahip olan Türkiye, 75 milyar dolarlık "gelişmekte olan ülkeler" piyasasında Meksika ve Güney Afrika'nın ardından üçüncü sıradadır (EY, 2018). Dolayısıyla, mortgage menkulleştirilmesi konusunda az gelişmiş bir profil sergileyen Türkiye, GYO piyasalarında orta düzey denilebilecek bir gelişkinliğe sahiptir. Gayrimenkul ve finans dünyasının kesişiminde yer alan GYO sektörü 2008 krizinden en sert şekilde zarar gören sektörler arasında yer almıştı. Sözgelimi, ABD'de krizle birlikte 2006 seviyesine göre %49 oranında değer kaybeden GYO indeksinin kriz öncesi düzeye gelmesi ancak 2013 yılında mümkün olabilmektedir (NAREIT, 2018). 1 trilyon doların üzerinde piyasa değerine sahip bir sektörün iki sene içerisinde yarı yarıya küçülmesi GYO sektörünün finansal şoklar karşısındaki kırılganlığını ve taşıdığı büyük riski ortaya koymaktadır. Türkiye GYO sektörünün güncel göstergelerini de bu gözle değerlendirdiğimizde oldukça karamsar bir tablo ortaya çıkmaktadır. 2017 yılı sonunda 26,9 milyon TL ile zirve yapan GYO sektörünün piyasa değeri takip eden 6 çeyrek boyunca sürekli azalmış ve 2019 ikinci çeyrek sonunda 17,6 milyon TL'ye düşmüştür. 1,5 yılda TL bazında %35 dolar bazında %57 değer kaybeden sektörde dikkate değer bir başka husus, bir kamu şirketi olan Emlak Konut GYO'nun aynı dönemde piyasa değerinin %60 eriyerek 10,7 milyon TL'den 4,3 milyon TL'ye düşmesidir (SPK, 2019). Bu eğilimler devam ettiği takdirde gayrimenkul finansmanında önemli bir kaynak olan GYO sektörünün topyekûn bir çöküşe sürüklenmesi ihtimal dâhilindedir.

### *Konut Fiyatları*

Konut sektörünün riskleri bağlamında değerlendirilmesi gereken en önemli noktalardan bir tanesi konut fiyatlarıdır. Gerek 1990'lardaki Doğu Asya Krizi'nde gerekse 2008 krizinde konut fiyatlarındaki ani yükseliş ve düşüşler sektörün kriz dinamiklerinde merkezi rol oynamıştır (Renaud, 2000; Kelly, 2009). Konutun kullanım ihtiyacından uzaklaşması ve spekülatif yatırımlara açılması ve sonuç olarak konut fiyatlarının piyasa temellerinden bağımsızlaşması bir dizi problemi beraberinde getirebilmektedir. Aniden yükselen talep, konut fiyatlarını yukarı çekebilme ve bu durum piyasa aktörlerine konut üretimini artırma yolunda sinyal verebilme ve sonuç olarak da konut arzında bir patlama meydana gelebilmektedir. Konut fiyatlarındaki yükseliş yavaşladığında, durduğunda ya da fiyatlar düşüşe geçtiğinde ise satılmayan konutlar, yarım kalan inşaatlar, iflas eden müteahhitler ve ödenemeyen borçlar genel iktisadi göstergelerde

kayda değer bozulmalara yol açabilmektedir. Konut balonu olarak bilinen bu türden gelişmeler, konut sektörünün ülke ekonomisindeki payıyla orantılı olarak büyük krizleri tetikleyebilmektedirler (Kelly, 2009; Collyns vd., 2002; Kim, 2000). Literatürde özel olarak konut balonları genel olarak da varlık balonlarının tespiti ve nedenleri konusunda bir fikir birliğinden söz etmek mümkün olmasa da konut fiyatlarına dair eğilimlere baktığımızda bazı çıkarımlarda bulunmak mümkündür.

**Şekil 7. Konut Fiyat Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi (2011 Q1-2019 Q2)(Yıllık % Değişim)**



Kaynak: TCMB.

Şekil 7 Türkiye geneli ve üç büyük şehir için konut fiyat endeksini ve enflasyonu çeyrek dönemlerde yıllık % değişim olarak gösteriyor. Buna göre, 2012-2017 yılları arasında İstanbul konut fiyatları ülke genelinden ve enflasyondan belirgin bir ayrışma sergiliyor. İstanbul'un konut stokundaki ağırlığı da düşünüldüğünde Türkiye'nin geri kalanı ve İstanbul arasındaki farkın grafikte görünenden daha büyük olduğu sonucunu çıkarabiliyoruz. 2015 ortası itibariyle yıllık %27'lik artışla zirve yapan bu ayrık eğilim 2017 başında Türkiye geneli ve enflasyonla aynı seviyeye geliyor. 2017'den itibaren enflasyonun gerisinde seyreden endeksin 2019'da eksi hanelere düştüğünü görüyoruz. Bir başka deyişle, 2017-2019 arasında İstanbul'da konut reel olarak değer kaybederken 2019'dan itibaren nominal olarak da değer kaybetmeye başlıyor. Bu göstergeler bütünüyle değerlendirildiğinde İstanbul'da bir emlak balonunun patlamakta olduğu yönündeki iddianın güçlü dayanakları olduğu ortaya çıkıyor.

### Müflis Müteahhitler: Satılmayan Konut Stoku ve Müteahhit Borçları

Konut sektöründeki risklere dair bir değerlendirmede dikkate alınması gereken bir diğer önemli gösterge henüz satılmamış konut stoku hacmi. Konut fiyatlarındaki ani değişiklikler gibi bu stokun büyümesi de arz ve talep arasındaki bir dengesizliğe işaret ettiği ölçüde bir istikrarsızlık unsurudur. Türkiye'nin kaotik kentleşme geçmişi nedeniyle toplam konut stokuna ve tarihsel gelişimine dair elimizde güvenilir veriler bulunmuyor. Konut satışlarına dair verilerse ancak 2013 yılına kadar gidiyor. Bu kaynaklarla Türkiye genelindeki arz fazlası konut sayısına dair kesin sonuçlara ulaşmak mümkün değil. Ne var ki, kabaca stoka eklenen yeni konutlara tekabül eden oturma izni verilerini yeni konut satış verileriyle birlikte değerlendirdiğimizde 2013 yılından bu yana arz fazlasını yaklaşık olarak hesaplamak mümkün (Sönmez, 2015). Tablo 2'ye göre, Türkiye genelinde konut stokuna 2013 yılından bu yana 5,08 milyon daire eklenmişken, bunların ancak 3,86 milyonunun satıldığı, 1,22 milyon kadarınınsa satılmadan kaldığı gözüküyor. Toplam üretimin %24'üne tekabül eden satılmayan daireler arz ve talep arasında belirgin bir uyumsuzluk olduğuna işaret ediyor. Dahası, %37'lik boşluk oranıyla 2019 yılı verileri bu konuda dramatik bir kötüleşme olduğunu gösteriyor. Konut sektörünün yaşadığı tıkanıklığın önemli bir göstergesi niteliğindeki boş konutlar, müteahhitlerin en çok yakındığı konuların başında geliyor. Bu tıkanıklığın, son yıllarda inşaat sektörünü ayakta tutmak için iktidar tarafından yürürlüğe sokulan KDV indirimi, konut seferberliği, kamu bankaları üzerinden düşük faizli kredi gibi bir dizi müdahaleye rağmen gerçekleştiğini de hatırlatalım. Öte yandan, söz konusu tıkanıklığın nasıl çözülebileceğine dair tartışmalar, kesinleşmemekle birlikte, elde kalan konutların TOKİ tarafından satın alınması yoluyla müteahhitlerin kurtarılmasının gündemde olduğuna işaret ediyor (Toker, 2018). Bu açıdan, iktidarın inşaatın krizine yanıtının, tıpkı 2008 krizi sonrasında yürürlüğe giren kurtarma paketleri gibi, 'karları özelleştirme riski toplumsallaştırma' mantığını sürdürmesi şaşırtıcı olmayacaktır.

**Tablo 2. Konut Stoku (2013-2019)**

Yıl	Konut Stokuna Eklenen Daire Sayısı	Satılan Yeni Daire Sayısı	Satılmamış Stok	%
2013	726.339	529.129	197.210	27,2%
2014	777.596	541.554	236.042	30,4%
2015	732.948	598.667	134.281	18,3%
2016	754.174	631.686	122.488	16,2%
2017	824.861	659.698	165.163	20,0%
2018	873.621	651.572	222.049	25,4%
2019(Temmuz)	389.517	245.085	144.432	37,1%
<b>TOPLAM</b>	<b>5.079.056</b>	<b>3.857.391</b>	<b>1.221.665</b>	<b>24,1%</b>

**Kaynak:** TÜİK verilerinden hesaplanmıştır.

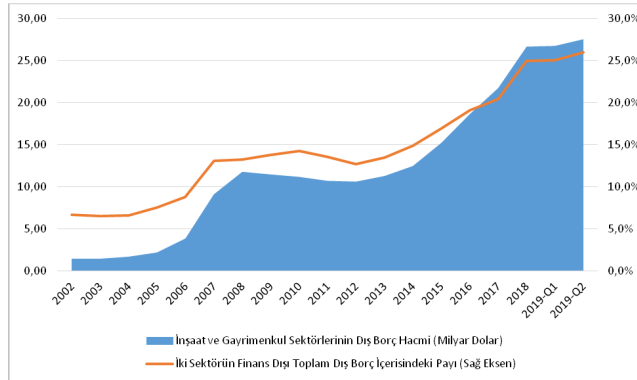
Özetle, konut fiyatlarındaki düşüş eğilimi, yüksek faizler ve satılmayan konutlar inşaat sektörünün önündeki en önemli sorunlar olarak öne çıkmaktadır. Buna döviz kuru nedeniyle inşaat üretim maliyetinde yaşanan artışları da eklediğimizde oldukça olumsuz bir tablo ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak inşaat sektörü, Türkiye'nin içinden geçmekte olduğu krizden en çok etkilenen kesimlerin başında geliyor. TOBB tarafından yayınlanan şirket kuruluş ve kapanma verilerine göre, 2017'den bu yana kapanan şirketlerin kabaca %20'si inşaat ve gayrimenkul sektörlerindedir. Bu oran, sınıflandırmadaki küçük işletmeleri içeren "toptan ve perakende ticaret, motorlu kara taşıtları ve motosikletlerin onarımı" başlıklı kategoriden sonraki en yüksek değerdir. Sektördeki olumsuz gidişatın olası sonuçlarını daha da ağırlaştıracak olan faktörse inşaat sektörünün genel borçluluk durumudur. İnşaat ve gayrimenkul sektörlerinin toplam dış borcu 2002'de 1,5 milyar dolardan 2019 ortası itibarıyla 27,5 milyar dolara yükselmiştir. Bu miktar, özel sektörün toplam dış borcun %13,7'sine, finansal olmayan kuruluşların toplam borcunsa %26'sına tekabül etmektedir. Yani, Türkiye ekonomisinin en problemlili alanlarından birisi olan dış borç yükünün %13'ü derin bir darboğazdan geçmekte olan inşaat sektörünün üzerindedir. Bu son derece alarm verici bir gelişmedir.

**Tablo 3. İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinde Kapanan Şirket İstatistikleri (2017-2019)**

Yıl	İnşaat Sektörü	Gayrimenkul Faaliyetleri	Toplam	İnşaat ve Gayrimenkul % Pay
2019 (Ocak-Temmuz)	3744	405	19225	21,6%
2018	5750	719	32569	19,9%
2017	5418	667	32704	18,6%

**Kaynak:** TOBB Açılan/Kapanan Şirket İstatistikleri verisinden hesaplanmıştır.

**Şekil 8. İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerini Uzun Vadeli Dış Borcu (2002-2019Q2)**



**Kaynak:** TCMB verilerinden hesaplanmıştır.

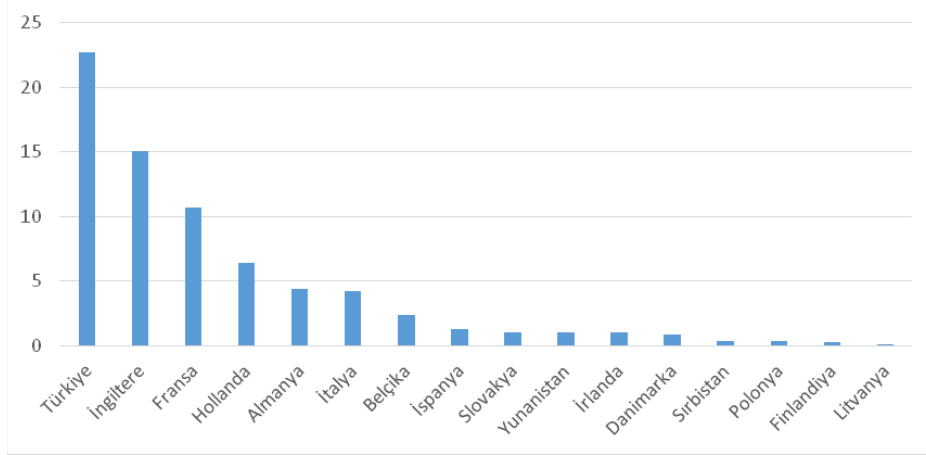
### *Mega Proje Finansmanı*

Buraya kadar büyük oranda inşaat sektörünün gayrimenkul bileşenine dair değerlendirmelerde bulundum. Bu son bölümde, inşaatın gayrimenkul dışı kısmına, yani altyapı ve bayındırlık faaliyetlerine ve bunların kriz dinamiklerine odaklanacağım. AKP'li yıllarda özellikle 2010 sonrasında mega projeler olarak bilinen büyük ölçekli altyapı yatırımların öne çıktığını biliyoruz. Tipik olarak kamu özel işbirliği (KÖİ) çerçevesinde gerçekleştirilen bu projeler AKP döneminin en tartışmalı konularından olmuş ve gerek çevresel etkileri, gerek ihalelerde öne çıkan şirketler, gerekse de bu şirketlere sunulan Hazine garantileri üzerinden yoğun bir şekilde eleştirilmişlerdir. Burada konumuz iktisadi kriz dinamikleri olduğu için bu son noktaya yoğunlaşacağız.

Türkiye’de KÖİ yatırımlarına dair genel bir tablo sunarak başlayalım. 1986-2002 yılları arasında KÖİ modelinde yapılan yatırımların proje tutarı 12 milyar dolarken, 2003-2018 yılları arasında dramatik bir büyüme gerçekleşmiş ve bu tutar 53 milyar doları, sözleşmelerin toplam değeri ise 134 milyar doları bulmuştur. Sözleşme değer toplamının sektörlere göre dağılımına baktığımızda %51’lik paya sahip havalimanı yatırımlarını, %21’le enerji ve %15’le karayolu yatırımları, %8’le sağlık tesisleri takip etmektedir. İlgili dönemde gerçekleştirilen tüm proje tutarının %27’si 14,2 milyar dolarlık İstanbul Havalimanına aittir (SBB, 2019). Şekil 9’da sunulan EPEC (2019) verilerine göre, Türkiye Avrupa KÖİ pazarında, KÖİ modelini dünyaya kazandıran İngiltere’nin de önünde açık ara birinci durumdadır. Tablo 4’te sunulan Gelişmekte olan ülkelerdeki KÖİ projelerine dair bilgileri bir araya getiren Dünya Bankası(2019) veri setine göre ise Türkiye 2009-2018 arası 10 yıllık dönemde 116 milyar dolarlık yatırımla 3. sırada yer almaktadır. Bu veriler, Türkiye’deki KÖİ yatırımlarının küresel ölçekte kayda değer bir hacme sahip olduğunu göstermektedir.

AKP iktidarının “devlet bütçesinden tek kuruş harcanmadan gerçekleşen” büyük başarı ve zafer hikâyeleri olarak sunduğu KÖİ projelerinin kamu maliyesi üzerinde oluşturduğu yüke yakından bakalım. Burada iki mekanizma ön plana çıkıyor. Birincisi, 2013’te yapılan bir düzenlemeyle KÖİ projelerinde finansman sıkıntısı çeken özel şirketlerin sağlayacağı kredilere Hazine garantisi sağlanması. Bir başka deyişle, devlet ihtiyaç duyduğu kredi için yeterli öz kaynak ya da teminata sahip olmayan şirketlere kefil olmuş oluyor. Söz konusu şirket ödemeyi yapamadığı takdirde borç Hazine tarafından üstlenildiği gibi, hangi projelerin hazine garantisi aldığı gizli tutuluyor. Özetle, özel sektörün proje finansman riski kamuya aktarılmış oluyor (Sönmez, 2016).

**Şekil 9. 2014-2018 Avrupa KÖİ Pazarı (Milyar Avro)**



Kaynak: EPEC (2019).

**Tablo 4. Gelişmekte Olan Ülkeler KÖİ Pazarı**

Sıralama	Ülke	Toplam Yatırım (Milyar \$)	Toplam İçerisindeki Pay (%)
1	Brezilya	247	23
2	Hindistan	191	18
3	Türkiye	116	11
4	Çin	105	10
5	Meksika	47	4

Kaynak: Dünya Bankası (2019)

Bir diğer mekanizma ise kullanım garantili projeler. Kamuoyunda çok tartışılan bu uygulamada devlet, yapım masrafları karşılığında projenin işletme gelirlerini belirli bir süre boyunca özel şirkete devrediyor. Söz konusu projelerin kullanım miktarı sözleşmede belirlenen değer altında kaldığı takdirde aradaki fark Hazine tarafından üstleniliyor. Havalimanı, ücretli otoyol ve hastane gibi gelir üreten altyapı projelerinde uygulanan bu model birçok örnekte garanti edilen kullanım miktarının gerçekçi olmayan beklentilere göre belirlenmiş olması nedeniyle kamu üzerinde hatırı sayılır bir yük oluşturuyor. 2018 yılında, kaydedilen kullanımın sözleşmede garanti edilen düzeye oranı Avrasya Tüneli'nde %68, Osmangazi Köprüsü'nde %62, Yavuz Sultan Selim Köprüsü'nde ise yalnızca %30 olarak gerçekleşti. İlgili projelerin işletmecilerine bu sözleşme modeli kapsamında sırasıyla 156 milyon, 1 milyar 425 milyon ve 448 milyon lira fark ödendi. Sonuç olarak, sadece 3 projenin kamu üzerinde bir yıllık yükü 2 milyarın üzerinde oldu (Duvar, 2019).

İstanbul Havalimanı'na bakıldığında kullanım garantisi uygulaması konusunda daha karanlık bir tablo ortaya çıkıyor. İhale şartnamesinde Hazine, konsorsiyuma 12 yıl boyunca yıllık 525 milyon avroluk dış hat ve transit yolcu garantisi verdi. Gürsel ve Toru-Delibası'nın (2013) hesaplamalarına göre, 2019 yılı sonunda ilgili kalemin Hazine'ye iyi senaryoda 92,5 milyon, kötü senaryoda ise 153,9 milyon avroluk bir yük oluşturması beklenmekte. Burada belirtmek gerekir ki İstanbul Havalimanı'nın iktisadi riskleri kullanım garantisi uygulamasından ibaret değil. Cumhuriyet tarihinin en büyük ihalesine konu olan bu projede kazanan konsorsiyum devletin sağladığı hazine garantisi sayesinde toplam 6 milyar avroluk kredi kullandı. Bu miktarın yaklaşık %80'i üç kamu bankası tarafından piyasa koşullarında yanına yaklaşılması mümkün olmayan kolaylıkta şartlarla sağlandı. Buna rağmen, Kolin İnşaat 2019 yılı başında ortaklıktaki %20'lik payını Kalyon İnşaat'a devrederek ayrıldı. Basında yer alan haberlere göre, konsorsiyumun işletme yüklenicisi olan Kalyon dışındaki diğer şirketlerin de ortaklıktaki yükümlülüklerini THY'nin yeni kurduğu bir iştiraka devretmeleri gündemde (Özgür, 2019). Henüz iddia düzeyindeki bu bilgiler, en azından bir ihtimal olarak devasa büyüklükte bir kredi yükünün kamunun üzerine yıkılabileceğine işaret ediyor. Dolayısıyla kullanım garantisinin yanı sıra mega projelere sağlanan finansman garantisi de oldukça tehlikeli bir risk faktörü olarak öne çıkıyor.

## Sonuç

Bu çalışma Türkiye'de inşaat sektörünün barındırdığı iktisadi kriz dinamiklerine bir değerlendirme sundu. Bu amaçla, sektörle ilgili çeşitli güncel göstergeler uluslararası karşılaştırmalı bir perspektifle alındı. Ortaya çıkan bulgular karma bir tabloya işaret ediyor. Özetle, az gelişmiş bir mortgage piyasası, orta gelişkinlikte GYO sektörü ve oldukça gelişkin bir mega proje finansman sistemini bir arada barındıran Türkiye örneği, alacalı finansallaşma hipotezini doğrulayan bir tablo çizmektedir. Daha yakın bakıldığında, şu bulgulara ulaşıyoruz. Uluslararası literatürde inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin kriz dinamikleri üzerine tartışmada en çok öne çıkan unsur olan mortgage piyasaları açısından Türkiye'de kayda değer bir risk birikiminden söz etmek mümkün değil. İkincil piyasaların az gelişmişliği, GSYH'nin ancak %6'sına tekabül eden kredi hacmi ve son derece düşük takip oranları ile Türkiye'de mortgage piyasaları bir kriz dinamiği oluşturmuyor. Ne var ki, yüksek faiz oranları nedeniyle kapsamı sınırlı kalan mortgage piyasalarının ötesinde, senetle satış, ön satış gibi palyatif yöntemlerin yaygın olduğu enformel konut finansman piyasaları için aynı şeyi söylemek mümkün değil. Kamusal izleme ve denetimin dışında gelişen bir kara delik niteliği taşıyan bu piyasalar kriz dinamikleri değerlendirmesinde dikkate alınması gereken bir faktör olarak öne çıkıyor. Bunun dışında, Türkiye genelinden

ayrışan fiyat eğilimleriyle İstanbul konut piyasasının bir emlak balonu görüntüsü verdiğini söylemek mümkün. Konut fiyat endeksi verileri, İstanbul balonunun 2012-2017 yılları arasında şiştiğine 2017 sonrasında ise patlamaya başladığına işaret ediyor. 2017'den itibaren reel 2019 başından itibaren nominal olarak değer kaybetmeye başlayan İstanbul konut piyasası, sektör içerisindeki ağırlığı nedeniyle çok güçlü bir kriz dinamiği oluşturuyor. Bu dinamiğin doğrudan etkisini gösterdiği alanlardan biri konut stokudur. Konut fiyatlarındaki artışın süreceği beklentisiyle tetiklenen inşaat furyası arkasında büyük bir boş konut stoku bırakmış durumda. 2013 yılından bu yana biriken 1,2 milyon satılmamış konut, sektördeki tıkanıklığın en önemli göstergelerinden bir tanesi. Bu iki faktörün müteahhitler üzerinde yarattığı basınç bir diğer kriz dinamiğini oluşturuyor. Görece yüksek seyreden faiz oranları ve artan inşaat maliyetleriyle katlanarak büyüyen bu basınç, inşaat sektörünü Türkiye'nin en kırılgan sektörü haline getirmiş durumda. Tasfiye, iflas ve konkordato başvurularında başı çeken inşaat sektörü, genel iktisadi bunalımdan daha şiddetli bir çöküş yaşıyor. Bir anlamda, konut fiyatları, boş konut stoku ve batık müteahhitler bir tür zincirleme kriz dinamiğine işaret ediyor. Bu etkiyi güçlendirmesi muhtemel bir diğer unsur ise sektörün dış borç yüküdür. Finansal olmayan kuruluşların toplam dış borcunun %26'sının inşaat ve gayrimenkul sektörlerine ait olması, zayıf karnı dış borç yükümlülükleri olan bir ekonomi için son derece tehlikeli bir gösterge oluşturuyor. Büyük bir hızla eriyen GYO piyasası ve KÖİ modeliyle yapılan mega projelerin bütçe üzerinde yarattığı yük ise diğer kayda değer kriz dinamikleri olarak öne çıkmaktadır.

Asya Krizi'nden çıkan sonuçlardan bir tanesi, bunalımın şiddetiyle inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin ülke ekonomisindeki ağırlığı arasında pozitif bir korelasyon bulunduğuydü (Renaud, 2000). Başka bir deyişle, inşaatın öne çıktığı ülkeler krizi daha sert bir şekilde deneyimlediler. Buradan hareketle, aktif iş gücünün %7,3'ünü istihdam eden, toplam katma değer %9,7'sini üreten, geri ve ileri bağlantıları dâhil edildiğinde bundan çok daha büyük bir payı temsil eden inşaat sektörünün Türkiye'nin krizini ağırlaştırıcı bir etkide bulunması beklenebilir. İnşaat sektörünün AKP'li yıllarda sistematik bir strateji dâhilinde ihya edildiğini ve bu stratejinin ardında bir dizi siyasal ve ideolojik saik olduğunu tartışmıştık. Stratejik öneme sahip bir sektördeki tıkanıklığın iktidarın siyasal manevra kapasitesinde de bir tıkanıklık yaratacağı öngörülebilir.

## Sonnotlar

<sup>1</sup> Bazı çalışmalar için bkz. Balaban (2012), Bayırbağ ve Penbecioğlu (2017), Çavuşoğlu ve Strutz (2014), Erol (2019), Karaçimen ve Çelik (2017), Bora (2017), Karaman (2013), Şengül (2011), Şahin (2019), Karatepe (2016), Kuyucu ve Ünsal (2010), Sönmez (2015), Tansel (2019), Türkün (2011), Yeşilbağ (2016), Yeşilbağ (2019).



- <sup>2</sup> Bu konuda ayrıntılı bir değerlendirme için bkz. Orhangazi (2019).
- <sup>3</sup> TCMB, GSYİH-iktisadi faaliyet kollarına göre zincirlenmiş hacim verisi.
- <sup>4</sup> Bu veriler üzerinden değerlendirme yaparken TUİK'in 2016 yılında gerçekleştirdiği GSYH revizyonu ile ilgili tartışmalara dikkat çekmekte fayda var. Eski milli gelir serisinde, diğer göstergelerin işaret ettiği aksine, AKP'li yıllarda inşaat sektörünün ülke ekonomisindeki payında belirgin bir artış gözlemlenemiyordu. Yeni seri bu problemi bertaraf ederken, bir dizi başka problemi beraberinde getirdi. Birçok yorumcu yeni serinin arızalı ve güvenilirlikten yoksun olduğu konusunda birleşiyor. Mevcut verilerle çalışırken bu durumu göz önünde bulundurmamak gerekiyor. Konuyla ilgili kapsamlı bir değerlendirme için bkz. Aydoğuş (2018).
- <sup>5</sup> Örneğin bkz. Öktem (2006), Candan ve Kolluoğlu (2008), Kuyucu ve Ünsal (2010).
- <sup>6</sup> Bu yaklaşımın tipik bir örneği için bkz. Kahveci (2018).
- <sup>7</sup> Bu konuda Asya ülkeleri üzerinden sistematik bir değerlendirme için bkz. Shatkin (2017).
- <sup>8</sup> Örneğin, söz konusu değer Brezilya için %8,8, Meksika için %10 düzeyindedir (Fitch 2019).
- <sup>9</sup> TUİK ve TBB verilerinden yazar tarafından hesaplanmıştır.
- <sup>10</sup> TCMB ve TUİK verilerinden yazar tarafından hesaplanmıştır.

## Kaynakça

Aalbers M B (2007). Geographies of Housing Finance: The Mortgage Market in Milan, Italy. *Growth and Change*, 38(2), 174–199.

Aalbers M B (2011). *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*. Chichester: Wiley-Blackwell.

Aalbers M B (2016). *The Financialization of Housing: A Political Economy Approach*. London: Routledge.

Aalbers M B (2017). The Variegated Financialization of Housing. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 542–554.

Akçay Ü (2013). Hükümet-Cemaat Kavgası, İnşaat Odaklı Birikim ve 17 Aralık Krizi: Bir Dönemin Sonu mu? *Başlangıç*. <https://baslangicdergi.org/hukümet-cemaat-kavgasi-insaat-odakli-birikim-ve-17-aralik-krizi-bir-donemin-sonu-mu-umit-akçay/>. Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Akçay Ü ve Güngen A R (2014). *Finansallaşma Borç Krizi ve Çöküş: Küresel Kapitalizmin Geleceği*. Ankara: Notabene.

- Ashton P (2009). An Appetite for Yield: The Anatomy of the Subprime Mortgage Crisis. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 41(6), 1420–1441.
- Aslan A S ve Dinçer İ (2018). The Impact of Mortgage Loans on the Financialization Process in Turkey. *Journal of Planning*, 28(2), 143–153.
- Balaban O (2012). The Negative Effects of Construction Boom on Urban Planning and Environment in Turkey: Unraveling the Role of the Public Sector. *Habitat International*, 36(1), 26–35.
- Bayırbağ M K ve Penpecioğlu M (2017). Urban Crisis: ‘Limits to Governance of Alienation’. *Urban Studies*, 54(9), 2056–2071.
- Bonizzi B (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83–107.
- Brenner N, Peck J.ve Theodore N (2010). Variegated Neoliberalization: Geographies, Modalities, Pathways. *Global Networks*, 10(2), 182–222.
- Buckley M ve Hanieh A (2014). Diversification by Urbanization: Tracing the Property-Finance Nexus in Dubai and the Gulf. *International Journal of Urban and Regional Research*, 38(1), 155–175.
- Candan A B ve Kolluoğlu B (2008). Emerging Spaces of Neoliberalism: A Gated Town and a Public Housing Project in İstanbul. *New Perspectives on Turkey*, 39, 5–46.
- Çavuşoğlu E ve Strutz J (2014). Producing Force and Consent: Urban Transformation and Corporatism in Turkey. *City*, 18(2), 134–148.
- Christophers B (2015). The Limits To Financialization. *Dialogues in Human Geography*, 5(2), 183–200.
- Clark G (2000). *Pension Fund Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Collins C, Senhadji Semlali A ve International Monetary Fund (2002). *Lending Booms, Real Estate Bubbles and the Asian Crisis*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Conefrey T ve Fitz Gerald J (2010). Managing Housing Bubbles in Regional Economies Under Emu: Ireland And Spain. *National Institute Economic Review*, 211(1), 91–108.
- Dellepiane S, Hardiman N ve Las Heras J (2013). *Building on Easy Money: The Political Economy of Housing Bubbles in Ireland and Spain*. Dublin: University College Dublin.
- DiPasquale D ve Wheaton W C (1995). *Urban Economics and Real Estate Markets*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Dumenil G ve Lévy D (2004). *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*. Cambridge: Harvard University Press.
- Dünya Bankası (2019). *PPI Database Global Report*. <https://ppi.worldbank.org/en/ppi> . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Duvar (04/05/2019). Araç Geçiş Garantisi Yine Tutturulamadı. *Duvar*. <https://www.gazeteduvar.com.tr/ekonomi/2019/04/05/arak-gecis-garantisi-yine-tutturulamadi/> . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

EMF (European Mortgage Federation) (2018). *HYPOSTAT 2018: A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*. <https://hypo.org/emf/publications/hypostat/#> . . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

EPEC (2019). EPEC Data Portal. *European Investment Bank*. <https://data.eib.org/epec>. Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Erol I (2019). New Geographies of Residential Capitalism: Financialization of the Turkish Housing Market Since the Early 2000s. *International Journal of Urban and Regional Research*, 43(4), 724–740.

EY (Ernst ve Young) (2018). *Global Perspectives: 2018 REIT Report*. Ernst & Young Global Limited. <https://eyrhcevent-sf.ey.com/Source/2018%20Global%20REIT%20report.pdf> . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Fernandez R ve Aalbers M B (2019). Housing Financialization in the Global South: In Search of a Comparative Framework. *Housing Policy Debate*, 1-22.

Fine B (2013). Financialization from a Marxist Perspective. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 47–66.

Fitch (2019). *Global Housing and Mortgage Outlook- 2019*. Fitch Ratings. [https://www.lma.eu.com/application/files/4215/5066/7567/Global\\_Housing\\_and\\_Mortgage\\_Outlook\\_-\\_2019.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/4215/5066/7567/Global_Housing_and_Mortgage_Outlook_-_2019.pdf) . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Fligstein N ve Goldstein A (2011). *Catalyst of Disaster: Subprime Mortgage Securitization and the Roots of the Great Recession*. Institute of Industrial Relations, UC Berkeley. <https://econpapers.repec.org/paper/cdlindrel/qt83x2h03n.htm>. Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

French S, Leyshon A ve Wainwright T (2011). Financializing Space, Spacing Financialization. *Progress in Human Geography*, 35(6), 798–819.

Gotham K F (2006). The Secondary Circuit of Capital Reconsidered: Globalization and the U.S. Real Estate Sector 1. *American Journal of Sociology*, 112(1), 231–275.

Gotham K F (2009). Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis. *International Journal of Urban and Regional Research*, 33(2), 355–371.

Güney K M (2019). Building Northern Istanbul: Mega- Projects, Speculation, and New Suburbs. İçinde: Güney K M, Keil R, and Üçoğlu M (der.), *Massive suburbanization: (re) building the global periphery*. Toronto: University of Toronto Press, 181–200.

Güngen A R (2019). Kriz Notları: 2019'da Evi Değiştirir Miyiz? Rejim ve Kriz Üzerine Uzun Bir Değini. *Kriz Notları*. <https://kriznotlari.blogspot.com/2019/01/2019da-evi-degistirir-miyiz-rejim-ve.html> . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Gürsel S ve Toru-Delibası T (2013). *Mega Havalimanının Kaderi Büyümeye Bağlı*. Bahçeşehir Üniversitesi Ekonomik ve Toplumsal Araştırmalar Merkezi. <https://betam.bahcesehir.edu.tr/wp-content/uploads/2013/06/ArastirmaNotu150.pdf>. Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

GYODER (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği) (2019). *Gösterge: Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2019 1. Çeyrek Raporu*. [http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20160304174613\\_27832016-march-turkish-real-estate-sector-report-2mart-10-00.pdf](http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20160304174613_27832016-march-turkish-real-estate-sector-report-2mart-10-00.pdf). Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Harvey D (1985). *The Urbanization of Capital: Studies in the History and Theory of Capitalist Urbanization*. Baltimore: John Hopkins University Press.

Harvey D (2012). The Urban Roots of the Financial Crisis, içinde: Aalbers M. B. (der.) *Subprime Cities*, (pp. xiii–xix). Chicester: Wiley-Blackwell.

Jaffee D M (2008). *The U.S. Subprime Mortgage Crisis*. The World Bank. <https://econpapers.repec.org/bookchap/wbkwbpubs/28008.htm>. Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Jordà Ò, Schularick M ve Taylor A M (2016). The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles. *Economic Policy*, 31(85), 107–152.

Kahveci İ (2018). Yerli ve Millilik Hikayesi? <https://www.karar.com/yazarlar/ibrahim-kahveci/yerli-ve-millilik-hikayesi-6698>. Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Karaçimen E ve Çelik Ö (2017). Türkiye’de Gayrimenkul ve Finansın Derinleşen ve Yeniden Yapılanan İlişkisi. İçinde: Bedirhanoglu P, Çelik Ö ve Mihçı H (der.). *Finansallaşma Kısacasında Türkiye’de Devlet, Sermaye Birikimi ve Emek*, İstanbul: Notabene, 83-102.

Karaman O (2013). Urban Renewal in Istanbul: Reconfigured Spaces, Robotic Lives. *International Journal of Urban and Regional Research*, 37(2), 715–733.

Karatepe İ D (2016). The State, Islamists, Discourses, and Bourgeoisie: The Construction Industry in Turkey. *Research and Policy on Turkey*, 1(1), 46–62.

Kelly M (2009). *The Irish Credit Bubble*. Dublin: University College Dublin, School of Economics.

Keyder Ç (2005). Globalization and Social Exclusion in Istanbul. *International Journal of Urban and Regional Research*, 29(1), 124–134.

Kim K H (2000). Korea: Could a Real Estate Price Bubble Have Caused the Economic Crisis?. İçinde: Mera, K. and Renaud, B. (der.), *Asia’s Financial Crisis and the Role of Real Estate*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe, 99–114.

Krippner G R (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.

Krippner G R (2011). *Capitalizing on Crisis*. Cambridge: Harvard University Press.

Kuyucu T ve Unsal O (2010). 'Urban Transformation' as State-Led Property Transfer: An Analysis of Two Cases of Urban Renewal in Istanbul. *Urban Studies*, 47(7), 1479–1499.

Langley P (2009). Debt, Discipline, and Government: Foreclosure and Forbearance in the Subprime Mortgage Crisis. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 41(6), 1404–1419.

Lapavitsas C (2013). The Financialization of Capitalism: 'Profiting without Producing'. *City*, 17(6), 792–805.

McNally D (2011). *Global Slump: The Economics and Politics of Crisis and Resistance*. Oakland, CA: PM Press.

NAREIT (2018). *REIT Data: Annual Return by Investment Sector*: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/annual-index-values-returns>. Son Erişim Tarihi 14 Ekim 2019.

Öktem B (2006). Neoliberal Küreselleşmenin Kentlerde İnşası: AKP'nin Küresel Kent Söylemi ve İstanbul'un Kentsel Dönüşüm Projeleri. *Planlama*, 36, 53–65.

Orhangazi Ö (2019). Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları, Finansal Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri. *Mülkiye Dergisi*, 43 (1), 111-137.

Orhangazi Ö ve Özgür G (2015). Capital Flows, Finance-Led Growth and Fragility In the Age of Global Liquidity and Quantitative Easing: The Case of Turkey. *Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, Working Paper Series* 397, 1-27.

Özgür B (2019). Geçmiş olsun, 3. havalimanı battı! <https://www.gazeteduvar.com.tr/yazarlar/2019/02/12/gecmis-olsun-3-havalimani-batti/>. Son Erişim Tarihi 14 Ekim 2019.

Penbecioğlu M (2016). Yapılı Çevre Üretimi, Devlet ve Büyük Ölçekli Kentsel Projeler, İçinde: Bora, T. (der.), *İnşaat Ya Resulallah*, (pp. 163–180). İstanbul: İletişim.

Pereira A L D S (2017). Financialization of Housing in Brazil: New Frontiers. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 604–622.

Pike A ve Pollard J (2010). Economic Geographies of Financialization. *Economic Geography*, 86(1), 29–51.

Renaud B (2000). Real Estate Cycles and Banking Crises in Asia: What Have We Learned? İçinde: Renaud B ve Mera K (der.) *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe, 255–276.

Şahin S Z (2019). The Urbanization Policy of Turkey: An Uneasy Symbiosis of Unimplemented Policy with Centralized Pragmatic Interventions. *Turkish Studies*, 20(4), 599–618.

Sassen S (2009). When Local Housing Becomes an Electronic Instrument: The Global Circulation of Mortgages. *International Journal of Urban and Regional Research* 33(2), 411-426.

SBB (Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı) (2019). Kamu Özel İşbirliği İle Yürütülen Projeler. <https://koi.sbb.gov.tr/> . Son erişim tarihi: 14 Ekim 2019.

Şengül T (2011). *Muhafazakar Popülizm: İki Rekat Bir Zekat Gerisi Rant*. Ankara: İmge.

Shatkin G (2017). *Cities for Profit: The Real Estate Turn in Asia's Urban Politics*. Ithaca: Cornell University Press.

Soederberg S (2015). Subprime Housing Goes South: Constructing Securitized Mortgages for the Poor in Mexico. *Antipode*, 47(2), 481–499.

Sönmez M (2015). *AK Faşizmin İnşaat İskelesi*. Ankara: Notabene Yayınları.

Sönmez M (2016). Kamu-Özel İşbirliği Projelerinde Büyüyen Sorunlar. *Mimarlık Dergisi*, (392).

SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) (2018). *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Ait İstatistikler*. <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri> . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Stockhammer E (2013). Financialization, Income Distribution and the Crisis. İçinde *Financial Crisis, Labour Markets and Institutions*. London: Routledge, 116-138.

Tansel C B (2019). Reproducing Authoritarian Neoliberalism in Turkey: Urban Governance and State Restructuring in the Shadow of Executive Centralization. *Globalizations*, 16(3), 320–335.

Toker Ç (2018). Ekonomiye Büyük Operasyon. <https://www.sozcu.com.tr/2018/yazarlar/cigdem-toker/ekonomiye-buyuk-operasyon-2763801/> . Son erişim tarihi, 14 Ekim 2019.

Türkün A (2011). Urban Regeneration and Hegemonic Power Relationships. *International Planning Studies*, 16(1), 61–72.

Van der Zwan N (2014). Making Sense of Financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99–129.

Yalman G L, Marois T ve Güngen A R (2018). Introduction-Debating Financial Transformation in Turkey, İçinde: Yalman G, Marois T ve Güngen A R (der.), *The Political Economy of Financial Transformation in Turkey*, London: Routledge, 1-23.

Yeşilbağ M (2016). Hegemonyanın Harcı: AKP Döneminde İnşaata Dayalı Birikim Rejimi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 71(2): 599-626.

Yeşilbağ M (2019). The State-Orchestrated Financialization of Housing in Turkey, *Housing Policy Debate*, 1-26.