

## Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları, Finansal Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri <sup>1</sup>

**Özgür Orhangazi**, Kadir Has Üniversitesi Ekonomi Bölümü, ORCID: 0000-0002-3122-8206, e-posta: ozgur.orhangazi@khas.edu.tr.

### Özet

Türkiye ekonomisi 2018 ortalarında bir döviz krizi ile karşı karşıya kalmış, ekonomi yavaşlamaya, enflasyon hızla artmaya ve borç ödemelerinde yaşanan sorunlar yoğunlaşmaya başlamıştır. Bu makalede, yaşanan bu gelişmelerin, 2000’li yıllarda Türkiye ekonomisine hâkim olan dış sermaye girişlerine bağımlı, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modelinin yapısal bir krizi olduğu öne sürülecek, Türkiye ekonomisinin dış sermaye girişlerine bağımlı yapısı tartışıldıktan sonra, borç artışı ve inşaat odaklı büyüme tercihleri incelenecektir. 2000’li yıllar boyunca dış sermaye girişlerinde yaşanan artışla birlikte ekonominin ani duruş veya çıkışlara karşı kırılganlığını daha da artmıştır. Özel sektörün toplam dış borcundaki artış, hem bankacılık sektörünü hem de finansal olmayan işletmeleri döviz kurlarındaki oynamalara karşı kırılgan hale getirirken yurtiçi borçluluk oranlarındaki artış da ekonomik büyümenin faiz oranları ve kredi genişlemesindeki değişimlere oldukça duyarlı olmasına yol açmıştır. Türk lirasının reel olarak uzun süre değerli seyretmesi, üretimde ithal ara malı kullanımını arttırarak 2000’li yıllarda büyümenin yüksek cari açıklarla birlikte gerçekleşmesine neden olmuştur. Dolayısıyla dış sermaye girişlerine bağımlı, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modeli iç ve dış şartlar olumlu olduğunda ekonomik büyüme yaratırken zaman içerisinde ekonomideki kırılganlıkları arttırmış ve ekonomik istikrarsızlığa zemin hazırlamıştır. Bu şartlar altında ortaya çıkan döviz ve borç krizi sonrası ekonominin seyrinin ana belirleyicisi küresel likidite şartlarındaki gelişmeler olacaktır.

**Anahtar sözcükler:** Türkiye ekonomisi, finansal kırılganlık, finansal kriz, dış borç, cari açık.

# Structural Problems of the Turkish Economy, Financial Fragilities, and Crisis Dynamics

## Abstract

Turkey experienced a foreign exchange crisis in mid-2018, the economy started slowing down, inflation began rising and debt repayment problems intensified. I argue in this article that these developments are a manifestation of the structural crisis of the foreign capital inflow dependent, debt-led, construction focused growth model and first discuss the foreign capital dependency of the Turkish economy and then examine the increase in debt and the construction focused growth policies. The increase in the volume of foreign capital inflows led to an increase in the fragility of the economy against sudden stops and reversals. The increase in the total foreign indebtedness of the private sector rendered both the banking sector and the nonfinancial corporations more vulnerable against exchange rate movements while the increase in domestic indebtedness rendered the whole economy more vulnerable to changes in the credit expansion rate. The overvaluation of Turkish lira for an extended period of time in the 2000s caused economic growth to go with high current account deficits. Hence, while the foreign capital inflow dependent, debt-led, construction focused growth model generated economic growth when the domestic and global conditions were favorable, it also increased the fragilities within the economy and prepared the ground for instability. Under these conditions, the developments in the aftermath of the foreign exchange and debt crises will be essentially determined by the developments in global liquidity.

**Keywords:** Turkish economy, financial fragility, financial crisis, external debt, current account deficit.

## Giriş

Türkiye ekonomisi 2018'in ortalarında döviz piyasalarında yaşanan çalkantıyla birlikte makroekonomik istikrarsızlığın ve belirsizliklerin arttığı ve ekonominin hızla yavaşladığı bir döneme girdi. 31 Aralık 2018 itibarıyla Türk lirasının ABD doları karşısındaki 1 yıllık değer kaybı yüzde 40'a ulaşmış, enflasyon oranı yüzde 20'yi aşmış ve birçok şirketin borç ödemeleri aksamaya başlamıştı. Merkez Bankası, Türk lirasının hızlı değer kaybının ve bunun piyasalarda yarattığı çalkantıların önüne geçmek için politika faiz oranlarını yüksek bir miktarda arttırmak zorunda kalırken kredi faizlerinin hızla yükselmesi, kredi büyüme oranlarında önemli bir yavaşlamaya yol açarak bir yandan ekonominin yavaşlamasına bir yandan da döviz krizinin hızla bir borç krizine evrilmesine

katkıda bulundu. Resmi açıklamalara göre Aralık 2018 ortası itibariyle konkordato ilan eden şirket sayısı 846'ya ulaşırken<sup>2</sup> bankaların takipteki kredilerinde yaşanan artış da Haziran 2018 sonrasında hızlandı (BDDK 2018).

Bu gelişmelere dair üç yaygın açıklama ortaya çıktı. Bunlardan “resmi görüş” olarak adlandırabileceğimiz ilk yaklaşıma göre Türkiye ekonomisi bazı “dış mihraklar”ın saldırısı altındaydı ve döviz krizinin ardında da bunların döviz piyasalarında gerçekleştirdikleri spekülâtif işlemler yatmaktaydı. “Resmi görüş”e karşı öne sürülen ve muhalefet çevrelerinin birçoğunun da benimsediği ikinci yaklaşımda ise krizin ana sebebi olarak Türkiye’de son dönemde yaşanan siyasi gelişmelere işaret edilmekteydi. Buna göre demokrasinin gerilemesi, kurumların işleyişinin bozulması ve başta Merkez Bankası olmak üzere kurumların özerkliklerinin azalması bir yandan dış yatırımcıların Türkiye’ye yatırım yapmaya isteksiz hale gelmesine yol açıyor; bir yandan da yurtiçinde belirsizlikleri arttırarak ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına neden oluyordu. Örneğin, Acemoğlu (2018) gibi son dönemlerde kurumsal iktisat alanında araştırmalar yapan bazı iktisatçılar, siyasi ortamın daha liberal olduğu 2000’li yıllardaki yüksek büyüme oranlarını bu tezin bir kanıtı olarak gösteriyorlardı. Bu ikinci yaklaşımın bir uzantısı yahut tamamlayıcısı olarak da nitelendirilebilecek üçüncü bir yaklaşımda ise krizin ana nedenleri, birtakım yapısal reformlar için geç kalınması ile maliye ve para politikalarına dair hata ve gecikmeler olarak öne çıkmaktadır (örn. Eğilmez 2018).

Bu makalede öne süreceğim görüş ise, her üç yaklaşımın da Türkiye ekonomisinin içinden geçmekte olduğu dönemi anlamak için yetersiz, hatta yer yer yanlış yönlendirici olduğu ve Türkiye’nin 2018’de yaşamaya başladığı krizin 2000’li yıllarda Türkiye ekonomisine hâkim olan dış sermaye girişlerine bağımlı, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modelinin (işaretleri 2015’ten itibaren açıkça ortaya çıkmaya başlamış olan) yapısal krizi olduğu yönündedir. Bu bağlamda, makalenin takip eden bölümünde Türkiye ekonomisinin dış sermaye girişlerine bağımlı yapısı tartışıldıktan sonra üçüncü ve dördüncü bölümlerde borç artışı ve inşaat odaklı büyüme incelenecektir. Beşinci bölümde, bu modelin iç ve dış şartlar olumlu olduğunda yüksek bir büyüme yaratmasına rağmen zaman içerisinde ekonomik kırılganlıkları arttırdığı, ekonomiyi dış gelişmelere aşırı duyarlı hale getirdiği ve ekonomik istikrarsızlığa zemin hazırladığı vurgulanacaktır.

## **Dış Sermaye Girişlerine Bağımlı Büyüme**

### *Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi ve Ekonomik Büyüme*

24 Ocak 1980 kararları ile birlikte neoliberal ekonomi politikalarına yönelen Türkiye, sanayileşme amaçlı korumacı ve müdahaleci mekanizmaları ve dış ticaret

üzerindeki kontrolleri 1980'lerin başlarından itibaren kaldırarak ihracat odaklı bir büyüme modeline geçmeye çalıştı. Aynı dönemde, finansal piyasalar da hızlı bir biçimde serbestleştirilmeye başlandı. 1989'da ise sermaye giriş çıkışları üzerindeki kontrollerin de kaldırılmasıyla finansal piyasalar üzerinden de dünya ekonomisiyle bütünleşme yoluna girildi. Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıt ve kontroller, Keynesçi dönem olarak adlandırabileceğimiz 1945 sonrası dönemde finansal piyasalarda spekülâtif faaliyetlerin sınırlandırılması ve uluslararası finansal sistemin istikrarının sağlanabilmesi hedefiyle gündeme gelmişlerdi. 1980 sonrası neoliberal dönemde ise yurtiçindeki finansal serbestleştirme politikalarıyla birlikte finansal piyasalar ve kurumlar üzerindeki kontrollerin bir kısmı kaldırılır veya gevşetilirken, uluslararası sermaye hareketlerinin de serbestleştirilmesiyle sermaye fazlası olan merkez ülkelerden sermaye açığı olan çevre ülkelere sermaye akışı olacağı ve bunun da kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılması suretiyle yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttıracığı öne sürülmekteydi.

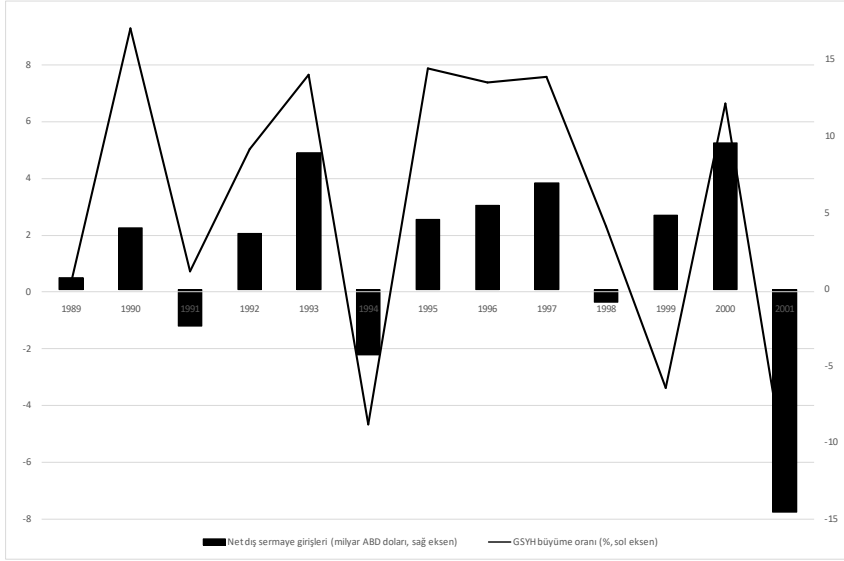
Türkiye'de 1980'lerin sonunda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gündeme geldiğinde, gerekli idari çerçevenin oluşturulmadığı ve makroekonomik istikrarın sağlanamadığı bir ortamda böylesi bir politika izlenmesinin ülkeyi kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerine karşı savunmasız kılacağı endişesi hakimdi. Merkez Bankası'nın da benzer yöndeki görüşüne karşı (Öniş 2004: 123) Özal hükümetinin sermaye hareketlerini serbestleştirmekte aceleci davranmasında 1988'de yaşanan ödemeler dengesi krizi ile birlikte hükümetin artan harcamalara karşın sermaye üzerindeki vergileri düşük tutması nedeniyle ortaya çıkan bütçe açıklarının finansmanında yaşanan güçlükler de etkili oldu. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte artması beklenen yabancı doğrudan yatırımlar sınırlı düzeyde kalırken 1990'lar boyunca portföy yatırımlar ve kısa vadeli krediler yoluyla sıcak para olarak tabir edilen spekülâtif sermaye girişleri görülmeye başlandı ve kısa vadeli spekülâtif sermaye girişleri arttığında büyüyen, ancak sermaye girişleri durduğu veya tersine döndüğünde krize giren bir ekonomik yapı ortaya çıkmaya başladı. Ekonominin dış sermaye girişlerine bağımlılığı artarken içeride de üretken yatırımların artmasından ziyade rantiyeye tipi davranışlar yaygınlık kazanmaya başladı (Yeldan 2011).

Sermaye giriş çıkışlarının serbestleştirilmesi, Türkiye'yi 'üçlü açmaz' ile karşı karşıya bıraktı: sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu ülkelerde aynı anda hem bağımsız bir para politikası hem de döviz kuru politikasına sahip olmak artık mümkün değildi. Başka bir deyişle, eğer yurtiçi faiz oranlarını düşük tutmayı tercih ederseniz para biriminiz değersizleşecek; eğer döviz kurunu belirli bir seviyede tutmak isterseniz de faiz oranını uluslararası piyasaların durumuna ve uluslararası yatırımcıların tercihlerine göre belirlemek zorunda kalacaksınız

demektir. Bu, özellikle uluslararası piyasalarda rekabet gücü düşük olan ve/veya cari açık veren ülkelerin, ekonomi politikalarını belirlerken her an bir sermaye çıkışı tehdidini göz önünde bulundurması zorunluluğu anlamına gelmekteydi. Herhangi bir nedenle gerçekleşecek sermaye çıkışları, bir yandan para biriminde hızlı bir değersizleşmeye bir yandan da finansal krizlere yol açacaktır. Bunu önlemenin tek yolu ise dış sermayeye yerel para birimi üzerinden tatmin edici bir getiri sunmaktır. Ne var ki sorun yalnızca sermaye çıkışları değildir. Sermaye girişlerinde yaşanacak artışlar da ekonominin dış yükümlülüklerini arttırarak bir süre sonra kırılganlık yaratabilir. Bu kırılganlıklarsa, özellikle de ekonominin değer üretme kapasitesinin dış yükümlülükleri karşılamakta yetersiz kaldığı durumlarda, yine sermaye çıkışlarını tetikleyerek finansal ve ekonomik krizlere yol açabilmektedir.<sup>3</sup>

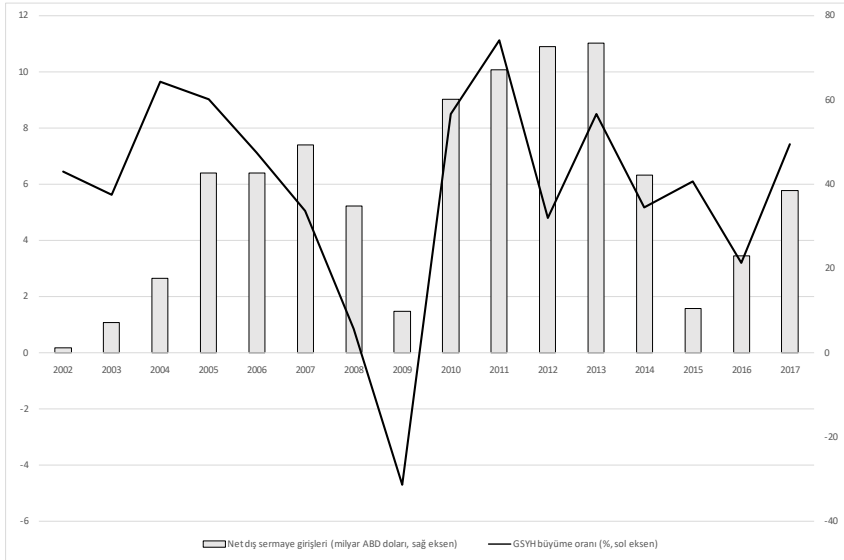
Şekil 1, Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989’dan 2001 krizine kadar olan dönemde net dış sermaye girişleri ile GSYH büyüme oranlarını göstermektedir. Bu dönem ekonominin büyüme oranı, dış sermaye hareketlerine bağlı olarak oldukça istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Net dış sermaye girişleri ve GSYH büyümesi ilişkisine 2001 sonrası için Şekil 2’de baktığımızda da benzer bir görünümle karşılaşırız. Ancak 2002 sonrası dönemin en önemli ayırt edici özelliği, net dış sermaye girişlerinin daha önce görülmemiş bir seviyeye ulaşmış olması ve 2009 krizi esnasında dahi net sermaye çıkışı yaşanmamış olmasıdır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989’dan 2001 krizinin hemen öncesine kadarki dönemde Türkiye’ye net 41,3 milyar dolar dış sermaye girişi olmuştur. 2002-2017 döneminde ise net dış sermaye girişleri toplam 592,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir! 2000’li yıllarda dış sermaye girişlerinin rekor düzeye ulaşmasının ardında iki etken yatmaktadır. Bunlardan birincisi, 2000’lerin başından itibaren küresel likiditenin artması ve 2009’dan itibaren ABD, İngiltere, Avrupa ve Japonya merkez bankalarının uyguladıkları “quantitative easing/miktarsal genişleme” (QE) politikalarıyla bu likiditenin daha önce görülmemiş bir seviyeye ulaşmasıdır. İkincisi ise, böylesi bir ortamda Türkiye ekonomisinin 2002 yapısal reformları ile dünyaya sunduğu başarı hikâyesi ve dünya faiz oranlarının oldukça üstünde seyreden faiz oranları gelmektedir. Takip eden iki alt bölümde bu iki etken kısaca değerlendirilecektir.

**Şekil 1. 1990'lerde Dış Sermaye Girişleri ve Büyüme**



Kaynak: TCMB EVDS

**Şekil 2. 2000'lerde Dış Sermaye Girişleri ve Büyüme**



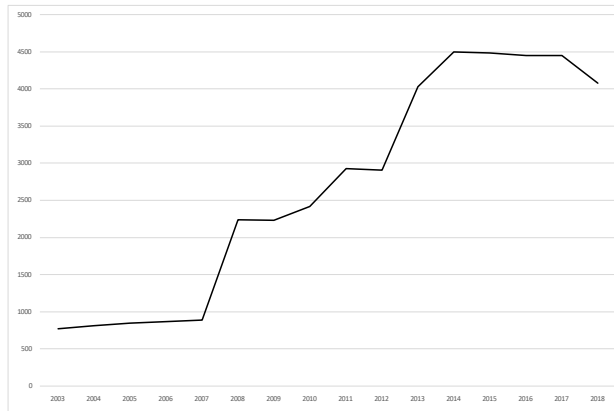
Kaynak: TCMB EVDS

### Küresel Likidite ve QE Politikaları

2000'li yıllarda, bir yandan uluslararası bankaların bir yandan da banka dışı finansal kurumların (özel emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve çeşitli yatırım fonları) dünya çapında yatırıma yönlendirdikleri miktarlarda önemli bir artış oldu (Orhangazi 2008, 2016, 2017). 1992'de tüm dünyada uluslararası finansal piyasalarda gerçekleşen döviz işlemleri günlük ortalama 820 milyar dolarken, 1998'de 1,5 trilyon dolara, 2007'de ise 3,2 trilyon dolara ulaştı. 2005'te banka dışı finansal kurumların toplam varlıkları 46 trilyon dolara ulaşmıştı. Finansal sermayenin boyutlarındaki bu muazzam artış, *gelişmekte olan ülkeler* yahut *yükselen piyasalar* olarak adlandırılan ekonomilere yönelik fon akımlarında önemli bir yükselişe yol açtı. 2002'de 173,5 milyar dolar olan net finansal akımlar 2006'da 785,5 milyar dolara ulaştı. (Chandrasekhar 2008: 2-3).

Ancak 2008 sonrası dünyadaki ekonomik dinamikleri belirleyecek olan hamle ABD merkez bankası Federal Reserve'den (FED) geldi. FED, 2008 finansal krizi sonrasında faizleri yüzde 0'a kadar indirmekle kalmayıp finansal kurumları kurtarmak ve sağlamlaştırmak amacıyla daha önce eşi benzeri görülmemiş yeni bir parasal genişleme programı açıkladı. Bu parasal genişleme programı çerçevesinde FED, bankaların elindeki sorunlu borçları ve tahvilleri satın almaya başladı. Böylelikle bir yandan bankaları ellerindeki riskli ve büyük ihtimalle geri ödemesi gelmeyecek borç ve finansal varlıklardan kurtararak bankacılık sektörünü güçlendirmeyi ve bir yandan da 0'a yakın faiz oranlarının desteğiyle yeni bir kredi genişlemesi üzerinden harcamaları, özellikle de yatırım harcamalarını canlandırmayı amaçlıyordu. Şekil 3'te FED'in 2008'den 2017'ye kadar bilançosunu izlediğimizde parasal genişlemenin 3,5 trilyon doları bulduğunu görüyoruz.

### Şekil 3. Federal Reserve Toplam Varlıklar (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, series WALCL

QE1 olarak bilinen ilk miktarsal genişleme programı çerçevesinde Aralık 2008 ile Temmuz 2010 arasında FED 800 milyar dolarlık Hazine borçlanma senedi ve ipotekli konut kredilerine dayanan türev ürün satın aldı. Buna rağmen ekonomide herhangi bir canlanma belirtisinin görülmemesi üzerine Kasım 2010'dan Temmuz 2011'e kadarki QE2 döneminde benzer şekilde 600 milyar dolarlık alım yaptı. Bu kez uzun vadeli varlıklar da programa dâhil edilmişti. Eylül 2011'deki 400 milyarlık alımın da ekonomiyi çok fazla canlandırmaması üzerine krizin patlamasından tam 4 sene sonra Eylül 2012'de QE3 devreye sokuldu. Bu program kapsamında FED aylık olarak önce 40 milyar dolar, daha sonra 85 milyar dolarlık alım yapacağını duyurdu. Dahası faizlerin en az 2015'e kadar 0 civarında tutulacağını ve miktarsal genişleme operasyonlarının ekonomi ciddi bir biçimde toplanana kadar süreceğini, yani yeni bir ekonomik daralmaya izin vermeyeceğini ilan ederek güven oluşturup yatırım ve tüketim harcamalarını arttırmayı hedefledi.

Aynı dönemde İngiltere, Japonya ve Avrupa merkez bankaları da benzer politikaları devreye soktular. Böylelikle dört merkez bankasının dünya piyasalarına sürdükleri toplam para miktarının 8 trilyon doları aştığı tahmin ediliyor. QE politikaları bir yandan finansal kuruluşları güçlendirerek finansal krizi aşmayı hedeflerken bir yandan da uzun vadeli faizleri 0'a yaklaştırarak yatırım ve tüketimi canlandırmak suretiyle ekonomik durgunluğun önüne geçmeyi amaçlıyordu. Ne var ki tarihin bu en büyük parasal genişlemesinin reel yatırımlar ve tüketim üzerindeki etkileri sınırlı kalırken ortaya çıkan fonların büyük bir kısmı hisse senetleri piyasaları başta olmak üzere finansal piyasalara ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu görece yüksek getiri sunan ülkelere akmaya başladı.

### *Türkiye'nin Başarı Hikâyesi*

2000'li yıllarda küresel piyasalarda kârlı yatırım olanakları peşinde koşan fon miktarı artarken Türkiye'nin dış dünyaya sunduğu yüksek getiri olanakları ve 2001 krizi sonrası takip edilen yapısal reform programının uluslararası finansal çevreler tarafından bir başarı hikâyesi olarak gösterilmesi Türkiye'ye yönelen dış sermaye miktarında hızlı bir artış yarattı. Bir bütün olarak bakıldığında 2001'de devreye sokulan politikalar, daha sonraki dönemde Türkiye'deki makroekonomik ortamı belirleyecek olan çerçevenin ortaya çıkmasıyla sonuçlandı (Dufour ve Orhangazi 2009). Makroekonomik politika çerçevesinin ana hatlarını Merkez Bankası'nın hükümetten bağımsız bir biçimde enflasyon hedeflemesi amacıyla sıkı para politikası izlemesi, Hazine'nin ise harcamaları azaltarak faiz dışı fazla vermeye odaklanması oluşturmaktaydı. Döviz kurlarının belirlenmesi ise dalgalı kur prensibi ile tamamen piyasalara bırakıldı. Merkez Bankası'nın başlarda



örtülü bir biçimde sonrasında ise açıkça enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmesi, IMF'nin ve uluslararası sermayenin bir isteğiydi. Enflasyonun düşük ve öngörülebilir seviyelerde tutulması, finansal sermayenin yatırımlarının reel olarak değer kaybına uğramamasının güvencesi olacaktı. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın hükümetten bağımsızlığı, uluslararası finansal piyasalara bağımlı olması anlamını da içeriyordu. Enflasyon hedeflemesi, 2000'li yıllarda TL'nin yeniden reel olarak değer kazanmasıyla birlikte, 1980'lerden 2000'lere kadar yüksek düzeylerde seyreden enflasyonun tek haneli seviyelere çekilmesiyle sonuçlandı. Ne var ki 2010'ların ikinci yarısına gelindiğinde enflasyonun büyük ölçüde dış fiyatlara, özellikle de enerji fiyatlarına ve döviz kurundaki hareketlere bağlı bir özellik kazandığı açıkça ortaya çıkacaktı. Kamu maliyesi açısından ise, çeşitli kamu harcamalarının azaltılması ve özelleştirmeler sayesinde bütçenin faiz harcamaları dışında kalan kısmının fazla vermesi ve bu yolla da borçlanma ihtiyaçlarının azaltılması sağlandı. Böylelikle kamunun borçlanma gereksinimleri kontrol altına alındı.

2001 krizinin yarattığı büyük yıkım ve sonrasında uygulamaya sokulan programın ağır etkileri, hem hükümetteki partilere hem de daha öncesinde IMF programlarını uygulayan partilere karşı büyük bir tepki oluşmasına yol açmıştı. Bu tepkiden görece azade olan CHP ise, Kemal Derviş'i milletvekili adayı göstererek yürürlükteki iktisadi programa bir muhalefeti olmadığını ilan etmiş oluyordu. Halk içerisinde krizin etkilerine ve uygulamaya sokulan IMF programına olan tepkileri iyi değerlendiren AKP seçimlerden beklenmedik bir başarıyla çıktı. Ancak ekonomi politikalarında radikal bir değişikliğe gitmektense 2003'ten 2005'e kadar IMF'yle yapılmış olan stand-by anlaşmasını devam ettirdi ve 2005 yılında IMF'yle yeni bir üç yıllık anlaşma imzalandı.<sup>4</sup> 5 Nisan 2003'te yeni hükümetin IMF'ye sunduğu niyet mektubunda 28 Kasım 2002'de göreve başlayan hükümetin daha önceki yapısal reform programına tamamen bağlı olduğu ve özellikle de özelleştirmelerin hükümetin gündeminin en üst sıralarında yer aldığı IMF'ye bildiriliyordu. IMF'nin yapısal reform programının sıkı sıkıya uygulanması, para politikası ve kamu maliyesindeki reformlar ve bankacılık sisteminin de güçlendirilmesiyle birlikte 2000'lerin ortalarına doğru ekonomi giderek daha istikrarlı bir görünüm kazanmaya başladı. Bu görünüm ve özelleştirmelerin de etkisiyle ekonomiye dış sermaye girişlerinde hızlı bir artış ortaya çıktı. Dış sermaye girişlerinin 2008 küresel finansal krizinin etkisiyle bir süre durması 2009'da ekonomiyi derin bir resesyona soksa da kriz sonrası merkez ülkelerdeki geniş çaplı parasal genişleme politikaları 2009 sonrasında dış sermaye girişlerinin artarak devam etmesine yol açtı.

Böylelikle 2000'li yıllarda dış sermaye girişleri açısından kendi kendini besleyen bir döngü ortaya çıktı. Dış sermaye girişlerindeki artış ekonomik büyümeyi olumlu

etkilerken, ekonomik büyümenin ortaya çıkardığı başarı hikâyesi dış sermaye girişlerinin sürmesine yol açıyordu. Bu döngü, başarı hikâyesinin de genel kabul görmesine yol açtı ve hatta Türkiye diğer çevre ülkelere örnek olarak sunuldu. Örneğin, Dünya Bankası'nın 2013 Türkiye Ülke Raporu'nda şöyle denmekteydi: "Türkiye'nin hızlı ekonomik ve sosyal ilerlemesi diğer yükselen piyasalardaki politika yapıcılar için faydalı dersler içermekte ve özellikle Ortadoğu ve Kuzey Afrika'daki reformculara ilham kaynağı olmaktadır" (s. 2). Latin Amerika'da birçok ülkede neoliberal politikalara geçişte, Doğu Avrupa ve eski Sovyet cumhuriyetlerinde de kapitalizme geçişte yaptığı danışmanlıklarla ünlenmiş iktisatçı Jeffrey Sachs da 2013'te yazdığı bir makalede Türkiye'nin başarılarını övüyor ve Türkiye'nin hızlı büyüme performansının makroekonomik temellerini güçlendirmiş olmasından (kaynaklandığını) öne sürüyordu (Sachs 2013).

### *Sermaye Girişleri Büyüme İlişkisi*

Dış sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini özetlemek için üç mekanizmaya dikkat çekmek gerekir. Birincisi, dış sermaye girişleri, artan talep nedeniyle finansal varlık ve gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olur. Varlık fiyatlarındaki yükseliş, ekonomideki net servet toplamının artmasına, bu da teminat olarak gösterilebilecek varlıkların artışına ve borçlanma kapasitesinin artmasına yol açar. Böylelikle dış sermaye girişlerinin neden olduğu varlık fiyatı artışları kredi genişlemesine yol açarken, kredi genişlemesi de özellikle gayrimenkul piyasalarında talebin daha da artmasına sebep olarak döngüyü tamamlar. İkincisi, dış sermaye girişlerinin yurtdışında yarattığı likidite bolluğu faiz oranlarının düşmesine neden olarak birinci mekanizmayı destekler. Üçüncüsü, bankacılık sisteminin kur riski alıp faiz arbitrajı yapmak üzere doğrudan yurtdışından aldığı borçlar şeklinde gerçekleşen dış sermaye girişleri de toplam kredi kapasitesini arttırarak yine aynı mekanizmaya destek sunar. Özellikle de krediye olan talebin mevduatlardaki artışın üstüne çıktığı dönemlerde bankalar dışarıdan toptan kredi alarak içeride perakende kredi verirler (Brunnermeier et al., 2012: 11). 2000'lerde bazı Avrupa ülkelerinde benzer bir gelişme görülmüştür (Lane and McQuade, 2014: 222-223). Akyüz (2012, 2015) de artan sermaye hareketlerinin birçok çevre ülkesinde kredi ve varlık fiyatlarında ciddi bir artışa yol açtığını göstermiştir. Kredi hacminin artmasının dış sermaye girişlerinden doğrudan etkilendiğini ve bankaların sermaye girişleri yavaşladığında daha az kredi verme eğiliminde olduklarını gösteren başka çalışmalar da mevcuttur (örn. Orhangazi 2014, Başkaya vd. 2017).

Tüm bunlara ek olarak dış sermaye girişleri, nominal kurun istikrarlı bir seviyede seyretmesine ve reel döviz kurunun değer kazanmasına yol açar. Nominal

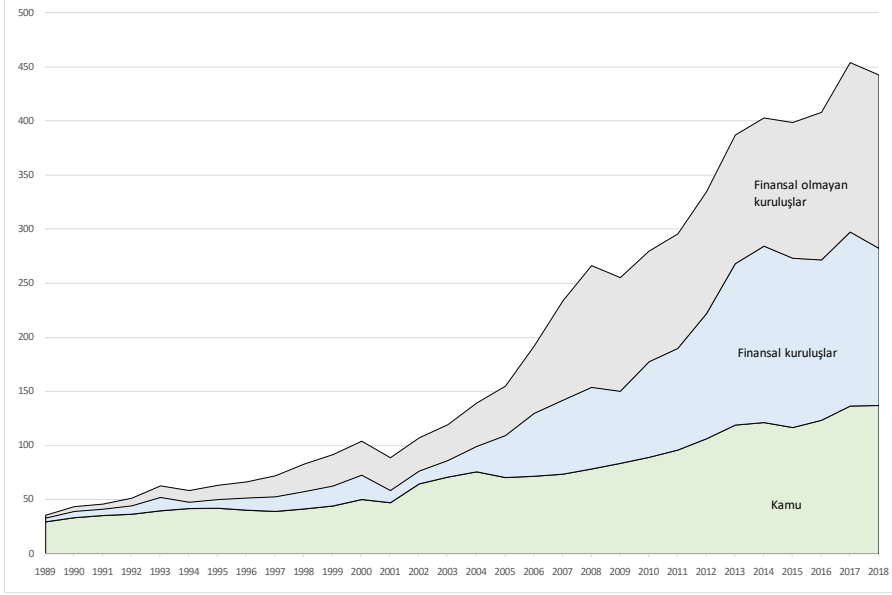
kurun istikrarı, dış sermayenin yatırım kazançlarını öngörebilmesi ve realize edebilmesi için önem taşımaktadır. Reel döviz kurunun değer kazanması ise Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol altına almasına yardımcı olmuş, enflasyonun daha öngörülebilir seviyelerde gerçekleşmesi hem kredi hacminin artmasına destek sunmuş hem de Merkez Bankası'nın politika faizlerini düşük tutabilmesine katkı sunmuştur. Ne var ki reel döviz kurunun değer kazanması genel olarak ithalatın artması, üretimde ithal girdi kullanım oranlarının artması ve tekstil gibi bazı geleneksel ihracat sektörlerinin uluslararası rekabet güçlerini kaybetmeleri ile sonuçlanmıştır. Buna karşın otomotiv gibi bazı sektörler küresel değer zincirleri vasıtasıyla dünya piyasalarına entegre olmuş ve ihracatta başı çekmeye başlamışlardır.

### **Borç Artışına Dayanan Büyüme**

#### *Dış Borç*

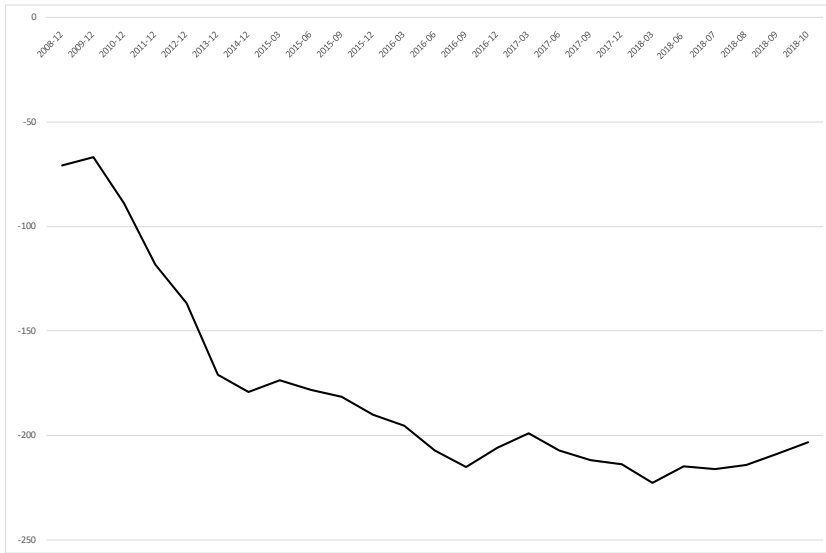
Şekil 4'te görüldüğü gibi 2000'li yıllardaki dış sermaye girişlerinin önemli bir kısmı dış borç olarak gerçekleşti. Türkiye'nin 2002'de 100 milyar dolar civarında olan dış borç stoku 2017'ye gelindiğinde 450 milyar dolara ulaşmıştı. Bu dönemin en çarpıcı özelliklerinden birisi, özel sektörün yurtdışından borçlanmasında yaşanan daha önce görülmemiş artıştır. 2017 sonunda toplam dış borcun yaklaşık 136 milyar doları kamuya, 320 milyar doları da özel sektöre aittir. Özel sektör borcunun ise yaklaşık yarısı finansal kuruluşlara, diğer yarısı da reel sektöre aittir. 2009'da yapılan bir düzenlemeyle reel sektördeki ihracatçı olmayan yani döviz geliri olmayan firmaların da döviz üzerinden borçlanabilmesine olanak sağlanması bu borç artışına yol açan nedenlerden birisidir.<sup>5</sup> Bu da hükümetin bir politika tercihi olarak kırılabilirlikleri azaltacak önlemler almak yerine, tam tersine, kısa dönemli büyümeyi uzun dönemli ekonomik istikrara tercih ettiğini göstermektedir. Reel sektörün yurtdışından aldığı borçlardaki artışa ek olarak yurtiçindeki bankalardan da döviz cinsinde borçlanmasını arttırması sonucunda 2009'dan itibaren net döviz pozisyonu giderek bozulmaya başlamış ve net döviz açığı 2017'de 200 milyar doları aşmıştır (Şekil 5).

**Şekil 4. Türkiye'nin Toplam Dış Borcu (Milyar ABD Doları)**



Kaynak: T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı (<https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>, son erişim 13 Ocak 2018)

**Şekil 5. Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD Doları)**



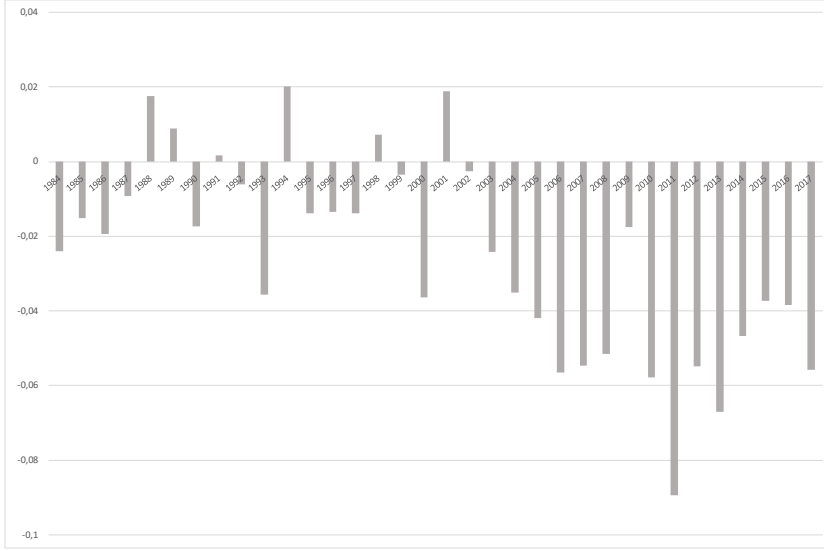
Kaynak: TCMB EVDS

Dış borçtaki bu artış hakkında şu noktalara dikkat çekmekte fayda var: Birincisi, finansal kuruluşların ve finansal kesim dışındaki firmaların yüksek dış borçlara sahip olması bir bütün olarak özel sektörü döviz kurundaki oynamalara ve yurtdışı faiz oranlarındaki değişimlere karşı kırılgan hale getirmiştir. Döviz cinsinden geliri olmayan işletmeler kur riskine karşı özellikle duyarlı hale gelirken, yurtdışı faiz oranlarındaki değişimler dış borç sahibi tüm işletmeler için borçlarını yenilemekte sorunlar yaratabilecektir. İkincisi, dış borcun kısa vadeli kısmının oldukça yüksek olması bu riskleri arttırıcı bir etkidir. Üçüncüsü, finansal kesim dışındaki firmaların yurtiçindeki bankalardan almış buldukları döviz cinsinden krediler, bu kesimin herhangi bir ödeme güclüğü ile karşılaşması durumunda sorunların hızla finansal sektöre ve tüm ekonomiye yayılması riskini arttırmıştır. Dördüncüsü, kamunun dış borcuyla kıyaslandığında özel sektörün dış borcunun bankalar, banka dışı finansal kuruluşlar ve finansal kesim dışındaki firmalar arasında dağılmış olması, olumsuz şokların etkisinin kontrol edilmesini güçleştirmekte ve zincirleme etkilerin öngörülemez bir hale gelmesine yol açmaktadır.

#### *Cari Açığa Dair Notlar*

Türkiye ekonomisi için dış ticaret açıkları tarihsel olarak sık sık sorun yaratmıştır. Sanayileşme politikaları, özellikle de 1960 sonrası uygulanan planlı kalkınma programları, bir yandan ülkenin sanayileşmesini, bir yandan da ithal ikamesi yoluyla dış açığın kontrol altına alınmasını hedeflemişti. 1980 sonrasında ihracat odaklı büyüme modeline geçilmesinin ardında da benzer bir kaygı yatmakta, ihracatın desteklenmesi yoluyla dış açıkların azaltılması ve ortadan kaldırılması ümit edilmekteydi. Ne var ki 2000'li yıllarda Türkiye ekonomisi halen dış açık vermekte, hatta bazı yıllarda bu dış açık rekor düzeylere ulaşmaktaydı. Türkiye'nin 1965'te tüm döviz kazancı 450 milyon dolarken 2000'de bu kazanç 45 milyar dolara çıkmış, yani 100 kat artmış olsa da dış açık sorun olmaktan çıkmamıştır. Üstelik 1989'da sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasından sonra dış açığın temel belirleyeni iç ekonomik dinamikler olmaktan çıkmış dış dinamikler haline gelmiştir. Yukarıdaki Şekil 1 ve 2'de ekonominin büyüme performansının dış sermaye girişlerine bağlı hale geldiğini görmüştük. Şekil 6 ise ekonomik büyüme dönemlerinin aynı zamanda cari açığa bir artışla birlikte geldiğini göstermektedir. Öyle ki 1989 sonrası döneme bakıldığında ekonominin cari açık vermediği dönemler yalnızca kriz dönemleridir. 2000'li yıllarda ise cari açığın boyutlarının arttığını ve 2011'de milli gelirin neredeyse yüzde 10'una ulaşarak bir rekor kırdığı görülmekte. 2000'li yılların cari açık açısından en dikkat çekici noktalarından birisi de daha önceki dönemde ekonomi küçüldüğünde artıya geçen cari dengenin 2009'daki resesyonda dahi artıya geçmemiş olmasıdır.

Şekil 6. Cari Açığın GSYH'ye Oranı (%)

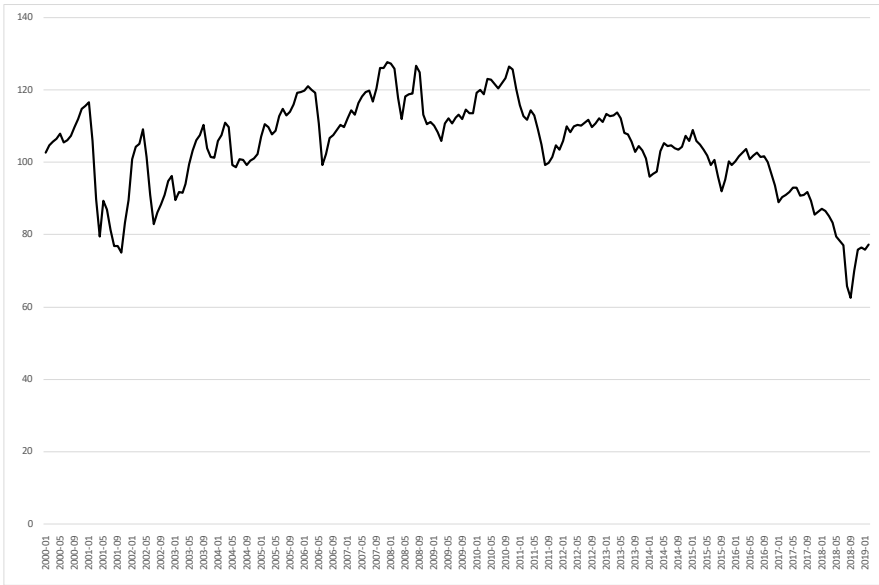


Kaynak: TCMB ve Dünya Bankası

Cari açığın kronik hale gelmesinin arkasında dış ticaretin yapısı ve kompozisyonu gelmektedir. İhracatın ithalatı karşılama oranına bakıldığında bu oranın tüm dönem boyunca 1'in altında kaldığı görülmektedir. Bunun temel nedeni ise yurtiçi üretimin ithal sermaye ve ara mallarına bağımlılığıdır. Sermaye ve ara malları ithalatı toplam ithalatın yüzde 85'inin üzerinde seyretmiştir. Eğer sadece petrol ve doğalgaz gibi enerji maddelerinin ithalatına bakılırsa bu oranın da toplam ithalatın yüzde 20'sine tekabül ettiği görülecektir (Orhangazi ve Özgür 2015). Buna karşın bu dönemde Türkiye'nin ihracat ürünlerini çeşitlendirdiği ve dünya ekonomisindeki dönüşümlere belli bir oranda kendini uydurduğu söylenebilecek olsa da yine de Türkiye'nin dikey olarak örgütlenmiş olan küresel değer zincirlerinde yeri çok fazla değişmedi (Taymaz vd. 2011). Ancak zaman içerisinde ihracatçı firmaların da hem ithal enerjiye hem de ithal sermaye ve ara mallarına bağımlılığı artarak devam etti. Dolayısıyla ithalatı arttırmadan ihracatı arttırmak çoğunlukla mümkün olmadı. Standart uluslararası ticaret teorisine göre TL'nin değer kaybetmesinin ihracatı arttırıcı bir etki yaratması bekleniyor olsa da yüksek oranda ithal girdi bağımlılığı aynı zamanda maliyetleri de arttıracığı için bu etki oldukça sınırlı kalmaktadır. Bu da ihracatçı firmaların rekabetçi kalabilmek için emek maliyetlerini aşağıya çekmek dışında çok fazla seçeneğe sahip olmamasıyla sonuçlandı.

Burada dikkat çekilmesi gereken en önemli nokta, dış sermaye girişlerinin cari açık üzerindeki etkisidir. Her ne kadar Türkiye'nin dış ticaret yapısı ve kompozisyonu kronik cari açık verilmesini açıklıyor olsa da bu açıkların 2000'li yıllarda rekor düzeylere ulaşmasının ana sebebi bu dönemde dış sermaye girişlerinde gözlemlenen hızlı artıştır. Dış sermaye girişlerinin cari açığı arttırıcı etkileri esas olarak iki kanal üzerinden gerçekleşmektedir. Birincisi, dış sermaye girişlerinin artması TL'yi diğer para birimleri karşısında reel olarak değerlendirmiş (Şekil 7), bu da ithalatı ucuzlatarak sadece tüketim mallarında değil ara mallarda da ithalatın artmasını teşvik etmiştir. Aynı zamanda TL'nin reel olarak uzun süre aşırı değerli kalması birçok alanda yerli üretimin ithal ürünler karşısındaki rekabet gücünü ortadan kaldırmıştır. Bunda 2002'den itibaren birçok piyasanın kontrolsüz bir biçimde dış rekabete açılmış olmasının etkisi de kuşkusuz çok büyüktür. İkincisi, dış sermaye girişleri yurtiçi faiz oranlarının düşük seviyelerde seyretmesine ve kredi genişlemesine yol açmış, bunun sonucu olarak artan tüketimin bir kısmı da ithalata yönelmiştir.

#### Şekil 7. TÜFE Bazlı Reel Döviz Kuru (2003=100)



Kaynak: TCMB EVDS

Dış sermaye girişlerinin yurtiçi ekonomik dinamikler üzerindeki bu etkileri sonucunda artan cari açığın finansmanı giderek daha fazla dış sermaye girişini gerektirmeye başlamıştır. Burada kısaca da olsa cari açığı yurtiçindeki tasarrufların düşük olmasıyla açıklamaya yönelen ve esasen makroekonomik

denklikleri nedensel ilişkilermiş gibi yanlış yorumlayan yaklaşımlara da değinmek gerekiyor. Türkiye ekonomisi üzerine yapılan bazı çalışmalarda (örneğin Rodrik 2009; Van Rijckeghem and Üçer 2009; and World Bank 2013) ekonominin tasarruf oranlarının düşük olduğu vurgulanmış ve düşük tasarruflar cari açığın ana sebebi olarak gösterilmiştir. Bu yaklaşıma göre yurtiçindeki tasarruflar yatırımları finanse etmekte yetersiz kaldığı için ekonomi dış tasarruflara ihtiyaç duymaktadır ve 'gelişmekte olan ülkeler'de cari açıkların varlığı mevcut yurtiçi tasarruflara göre yatırım imkânlarının daha fazla olduğunun bir göstergesidir (World Bank 2012). Dolayısıyla yurtiçi tasarrufları arttırmak, cari açığı düşürmenin ve makroekonomik temelleri güçlendirmenin önkoşullarından birisi olarak sunulmaktadır. Son dönemde bireysel emeklilik sisteminin zorunlu hale getirilmesi suretiyle bireysel tasarrufları arttırmaya yönelik atılan adımların arkasında yatan nedenlerden birisi bu anlayıştır.

Bu yaklaşım makroekonomik hesaplamalardaki bazı özdeşliklerin ve kredi mekanizmalarının yanlış yorumlanmasından kaynaklanmaktadır. Yurtiçi tasarrufların yetersizliğinin dış açığa yol açtığı durumlar teorik olarak mümkün olsa da böylesi bir durumla karşılaşıldığında önce yurtiçi faizlerde bir artış ve ardından dış sermaye girişleri görülecektir (Orhangazi ve Özgür 2015). Ancak Türkiye'nin 2000'li yıllardaki makroekonomik durumuna bakıldığında aynı anda yurtiçi faiz oranlarının düştüğü, sermaye girişlerinin ve cari açığın arttığı görülecektir. Yani, önce Türkiye ekonomisi tasarruf açığı veriyor ve peşinden dış sermaye girişleri yaşanıyor olmayıp; artan dış sermaye girişleri sonucunda yaşanan talep ve kredi genişlemesi sonucunda tasarruf açığı artmakta ve artan üretim ile tüketimin ithalata bağlı olması da dış ticaret açıklarına yol açmaktadır.

Bu durum birçok iktisatçı tarafından da yanlış yorumlandığı ve dolayısıyla yanlış ya da en azından eksik politika önerilerine yol açtığı için bu konu üzerinde biraz daha durmakta ve Boratav'ın (2012: 205-6) detaylı açıklamasını buraya almakta fayda var:

Sermaye hareketlerinin denetlendiği, yani yerli firma, banka ve rantiyelerin dıştan borçlanmalarının veya yurtdışına kaynak transferlerinin kısıtlı olduğu; yabancıların kısa vadeli TL kağıtlarına plasman yapmalarının güç veya olanaksız olduğu dönemlerde, ekonominin kısa dönemli hareketlerinin başlangıç noktası ulusal ekonomi içerisinde. Kamu harcamalarındaki veya vergilerdeki değişimler iç talebi doğrudan etkiler. Merkez Bankası'nın para politikasında değişimler özel kesimin veya bireylerin yatırım, tüketim harcamaları üzerinde etkili olur. Döviz kuru hareketlerini belirleyen politikalar, ihracata dönük veya ithalata rakip üretim kollarının genişlemesini, daralmasını etkiler. Nihayet, girişimciler kendiliğinden iyimserliğe/kötümserliğe sürüklenip yatırımlarını



yükseltir veya azaltırlar. Zaman zaman da bireylerin tüketim alışkanlıklarında 'otonom' (yani gelir düzeyinden bağımsız) oynamalar, artış veya gerilemeler meydana gelir. (Örneğin tüketici kredilerinin veya kredi kartı uygulamalarının yaygınlaşması, tüketim eğilimini yukarıya çeker.)

İç talebi genişleten veya daraltan bu değişimler, öncelikle dış ticaret, dolayısıyla da cari işlem dengesini etkiler. Kronik, yapısal dış açık veren bir ekonomide talep genişlemesi halinde cari işlem açığı büyür, artan açığın finansman gereksinimi yabancı sermaye girişlerini (bu arada dış borçlanmayı) gerekli kılar. 1989 öncesinde Türkiye ekonomisinin kısa dönemli büyüme sürecini talep genişlemesi (*büyüme*) > *cari açık* > *sermaye girişleri* şeması özetlemektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989 sonrasında ise, kısa dönemli genişleme sürecinin ülke içinden kaynaklanan otonom ('gelirden bağımsız') talep artışları ile başlama olanağı giderek azalmıştır. Ekonomik yönetim ya IMF'nin denetimi veya uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının gözetimi altındadır ve bu kuruluşlar açısından genişleyici (büyümeyi hızlandırmak amacıyla kamu açıklarını artıran) değil, borç servisine öncelik veren maliye politikaları makbuldür. Merkez Bankası sadece enflasyonu düşürmekle görevlidir ve kurum olarak daraltıcı para politikalarına bağlanmıştır. Kamu politikalarından kaynaklanmayan genişleme ivmesinin, şirket veya tüketicilerin dış dünyadan bağımsız otonom kararları ile başlama olasılığı ortadan kalkmamıştır; ancak zayıflamıştır.

Durgunluk-kriz yıllarında oluşan atıl kapasiteyi yeniden üretime yönlendiren ve genişleme sürecinde başlatan en etkili değişiklikler yabancı kökenli sermaye girişidir. Yabancı sermaye girişi, Merkez Bankası'nın tepki biçimine göre değişen, ancak her koşulda talep genişlemesine yol açan bir süreç başlatır. Böylece başlayan talep genişlemesi (kısa dönemli büyüme), dış ticaret dengesinden başlayarak cari işlem açıklarını arttırır. Bu yeni koşullarda oluşan genişleme sürecini *sermaye girişleri* > *talep genişlemesi (büyüme)* > *cari açık* şeması ile özetlemek mümkündür (vurgular Boratav'a aittir).

Tarif edilen bu gelişmeler ve mekanizmalar Türkiye ekonomisine özgü değildir. 2000'li yıllarda özellikle doğal kaynaklara sahip bazı çevre ülkeleri ticaret fazlası vermeye başlamışsa da Akyüz'ün (2012, 2015) gösterdiği gibi aralarında Türkiye, Güney Afrika ve bazı Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinin de bulunduğu bir grup çevre ülke dış sermaye girişlerine bağımlı bir büyüme sergilemeye başlamışlardı. Örneğin, Frenkel ve Rapetti (2012) yaptıkları detaylı çalışmada Latin Amerika ülkelerinde özellikle miktarsal genişlemenin yarattığı sermaye girişleri sonucu para birimlerinin değer kazanmasının dış ticarete konu ürünler

sektöründe kârlılığı azalttığını ve bu sektörlerdeki yatırımların ve büyümenin yavaşlamasına yol açtığını öne sürmüşlerdir. Kısacası, cari açığın kronik bir hal alması Türkiye'nin üretim ve dış ticaret yapısından kaynaklanmaktadır. Ancak cari açığın 2010'larda rekor seviyelere ulaşmasının arkasında yatan neden dış sermaye girişlerindeki artıştır. Dolayısıyla yurtiçi tasarrufları arttırmak, cari açık sorununu yapısal olarak ortadan kaldıracak sürdürülebilir bir politika olmayacaktır. TL'de yaşanan değer kaybının da cari açık sorununu kalıcı bir biçimde çözmesi ekonominin üretim yapısının dış girdilere bağımlı olmasından ötürü kolay olmayacaktır.

### *Yurtiçi Borç Artışı*

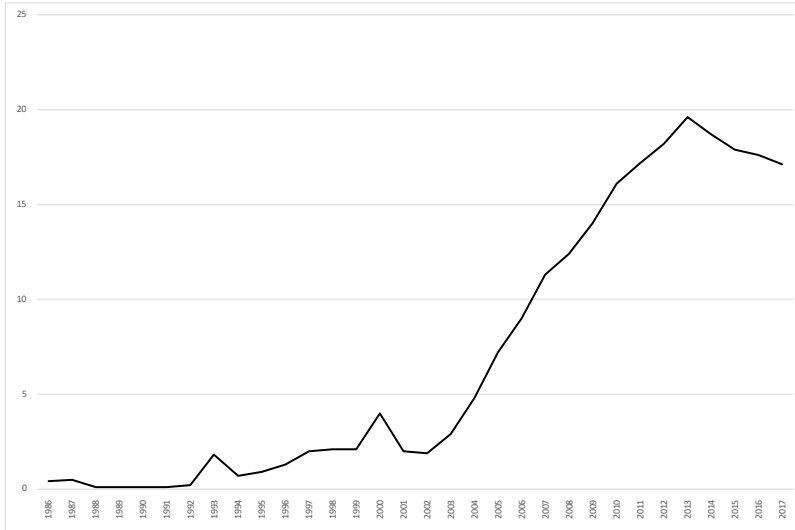
2000'lerin başından itibaren Türkiye ekonomisinin dış sermaye girişlerine olan bağımlılığının ve özellikle özel sektörün dış borcunun artmasına ek olarak bu dönem, aynı zamanda yurtiçinde de borçluluk oranlarının hızla arttığı ve Türkiye açısından daha önce görülmemiş seviyelere ulaştığı bir dönem olmuştur. Dış sermaye girişleri bir yandan TL'nin dolara karşı değerlenmesine yol açarken diğer yandan da bir kredi genişlemesini tetiklemiştir. Kredi genişlemesi ise, özellikle konut kredileri aracılığıyla inşaat sektörünü ciddi bir biçimde büyütmüş ve aynı zamanda toplam iç talebin artmasına neden olmuştur. Artan iç talep, ekonomik büyümeyi desteklerken bu talebin bir kısmı da ithalatta artışa yol açarak cari açığın genişlemesine sebep olmuştur. Borçluluk artışının arkasında yatan temel nedenlerden birisi, özellikle 2008'ten itibaren oluşan küresel likidite bolluğu ortamında reel faizlerin hızla düşerek neredeyse yüzde 0 civarında seyretmesi olmuştur. Bu ortamda bankacılık sektörünün şirketlere ve hanehalklarına açtığı kredinin milli gelire oranı, 2000'li yılların başında yüzde 20 ila 30 arasında oynarken 2017'de yüzde 80'i aşmıştır (Şekil 8). Hanehalkı borçluluğu da 2002'den başlayarak hızla artmış ve yüzde 20'ye yaklaşmış ancak son birkaç yılda azalmaya başlamıştır (Şekil 9). Bankacılık sektörünün toplam kredilerinin mevduata oranı 2001 krizi sonrasında yüzde 26 iken 2016'da yüzde 116'ya ulaşmıştır. Bu hızlı kredi artışı sonucu sermaye yeterlilik oranları 2009'dan itibaren düşmeye başladı. 2009'da yüzde 20,6 olan sermaye yeterlilik oranı 2014'te yüzde 15,9'a gerilemişti (Özmen 2015: 18).

### Şekil 8. Bankacılık Sektörünün Finansal Olmayan Kamu Dışı Kesime Açtığı Kredinin GSYH'ye Oranı (%)



Kaynak: Bank for International Settlements ([http://stats.bis.org:8089/statx/srs/table/j?m=A&f=csv\\_son](http://stats.bis.org:8089/statx/srs/table/j?m=A&f=csv_son) erişim 13 Ocak 2018)

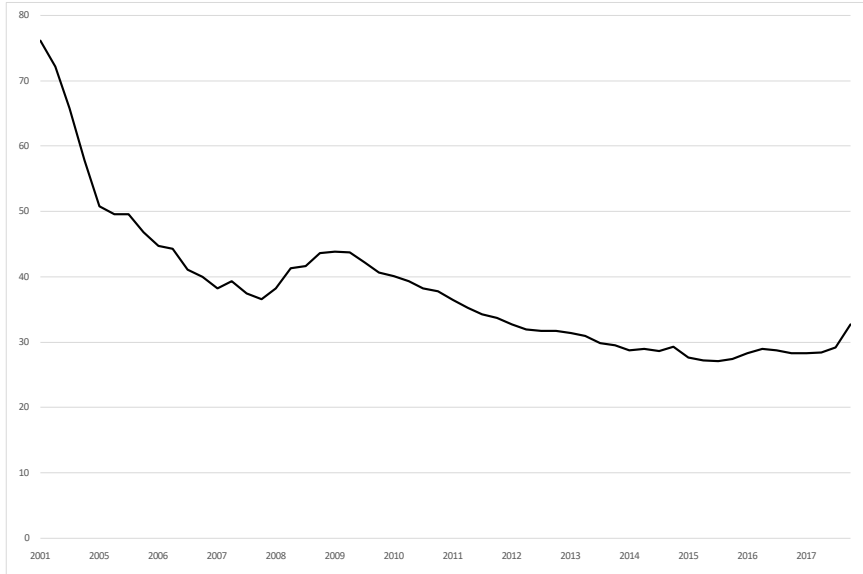
### Şekil 9. Hanehalkı Borcunun GSYH'ye Oranı (%)



Kaynak: Bank for International Settlements, (<https://stats.bis.org/statx/srs/table/f3.1> son erişim 13 Ocak 2018).

1990'lı yıllarda yaşanan makroekonomik istikrarsızlığın en önemli nedenlerinden birisi olarak görülen kamunun borçlanma ihtiyacı, 2001 krizi sonrası uygulamaya sokulan program çerçevesinde özelleştirmeler ve faiz dışı bütçe fazlası ile kontrol altına alındı. Kamunun toplam borcunun GSYH'ye oranı 2001'de yüzde 80'e yaklaşırken 2015'e gelindiğinde yüzde 30'a inmişti (Şekil 10). Kamunun borçlanma ihtiyacının kontrol altına alınmış olması yukarıda bahsedilen başarı hikâyesine de katkıda bulunan bir unsurdu. Ancak kamunun borçlanma ihtiyacının düşük olmasına odaklanan analizler, özel sektörün borçlarındaki artışta herhangi bir sorun görmemekteydi. Özel sektör borçluluğunun, özellikle gelişmiş ülkelere kıyasla, halen görece düşük seviyelerde olması bu algıya katkıda bulunmaktaydı. Ancak ekonomik büyümenin borç artışına dayalı hale gelmesi bir yandan bir bütün olarak ekonomiyi faiz oranlarındaki değişimlere karşı giderek daha kırılgan hale getirirken bir yandan da borç ödemelerinde yaşanabilecek aksamaların olumsuz zincirleme etkilere yol açma ihtimalini arttırmaktaydı. Dahası, kriz dönemlerinde ödenemeyen borçların kamu tarafından üstlenilmesi daha önce Türkiye'de ve dünyada birçok finansal krizde sıklıkla karşılaşılan bir olguydu. Nitekim 2018'de döviz krizinin hızla borç krizine evrilmesiyle birlikte kamu borç oranının da yeniden yükselişe geçtiğini görüyoruz (Şekil 10).

**Şekil 10. AB Tanımlı Kamu Borcunun GSYH'ye Oranı**



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü (<https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>, son erişim 13 Ocak 2018)

## İnşaat Odaklı Büyüme Tercihi

2000’li yıllarda hâkim hale gelen dış sermaye girişlerine bağımlı ve borç artışına dayanan büyüme modelinin inşaat odaklı olmasının ardında yatan etkenleri üç grupta toplayabiliriz. Birincisi, bu dönem tarımda istihdamın azaldığı, kentlere yönelik göçün hızlandığı bir dönemdir (Orhangazi 2019). Artan kent nüfusu ile birlikte kentlerde konut ihtiyacı artarken konut sayısı ve kalitesi bu ihtiyacın gerisinde kalmaktaydı. 1999 depremi ise birçok konutun yenilenmesi gerektiğini ortaya çıkarmıştı. Bu durum konut talebini arttırırken aynı zamanda da hem nüfusun hem de tüketim kapasitesinin artması ile alışveriş merkezi, otel vb. inşaatlarda da artış oldu. İkinci etken ise finansal gelişmelerdi. Enflasyonun kontrol altına alınması, bankaların uzun vadeli kredi verebilmesini sağlarken dış sermaye girişlerindeki artış yurtiçinde reel faiz oranlarının oldukça düşük seviyelere inmesini destekledi. Böylelikle uzun vadeli ipotekli konut kredilerinin yaygınlaşması konut talebini önemli ölçüde destekledi. Konut talebinin hızla artmasıyla ortaya çıkan fiyat artışlarından kâr elde etmek isteyenler için konut kredisiyle finanse edilen yatırım amaçlı konut talebi de artmaya başladı. Bu ise bir yandan artan konut fiyatlarının daha fazla fiyat artışı beklentisi yaratarak konut talebini de arttırmasına ve talepteki artış ise bu beklentilerin gerçekleşmesine yol açıyordu. Bir başka deyişle beklentiler kendi kendini gerçekleştiriyor; konut fiyatlarındaki hızlı artış da inşaat faaliyetlerinin hızlanmasına yol açıyordu. Üçüncü ve en önemli etken ise hükümetin bir politika tercihi olarak inşaatı merkeze alması oldu. Kamu sektörü bir yandan yeni kamu binaları, üniversiteler, otoyol, metro ve havaalanı gibi altyapı inşaatlarına girişirken bir yandan da hem kentsel dönüşüm projeleri hem de TOKİ aracılığıyla inşaat sektörünün hızla genişlemesini sağladı. TOKİ’nin 2004’te özel yetkilerle donatılması, kentsel dönüşümde kamulaştırma ve imar planı yapmakla yetkilendirilmesi ve daha sonra da Hazine arazilerini bedelsiz kullanma hakkına kavuşması onu bir yandan inşaat sektörünün ana unsuru haline getirirken bir yandan da taşeronları üzerinden bir rant dağıtma mekanizmasına dönüştürdü (Bora 2016, Sönmez 2015).

Hükümetin bir politika tercihi olarak inşaat-odaklı büyümeyi tercih etmesinin sebepleri arasında hükümet bütçesi üzerinde faiz dışı fazla verme baskısının olduğu bir ortamda TOKİ sistemiyle elde edilen gelirlerin kamu kesimi altyapı harcamalarını finanse etmekte kullanılmasının yanı sıra yoğun bir seçim ve referandum sürecinden geçen ülkede kolay ve hızlı dönüş sağlayan bir yatırım imkânı sunması da yer alıyordu. İnşaat sektörünün bir yandan istihdam artışı sağlarken bir yandan da diğer pek çok sektörün ürün ve hizmetlerini girdi olarak kullanması (çimento, tuğla gibi temel ürünlerden başlayıp ısıtma, aydınlatma ürünlerine, bankacılık, sigortacılık ve emlakçılık hizmetlerine kadar) ekonomik

büyümeye talep yoluyla bir katkı sunmaktaydı. Bu politika tercihi zaman zaman en yetkili ağızlarından da çok net bir biçimde ifade edildi. Örneğin, 'inşaat sektörünün olmadığı ülke bitmiş demektir',<sup>6</sup> yahut 'biz inşaat sektörüne asla dur demedik. İnşaat sektörüne yürüyün dedik. Başı da TOKİ çekti. İnşaat sektörüne dur, sanayiye ilerle dersiniz çöküntü başlar'<sup>7</sup> gibi ifadelerde bu somut politika tercihi ortaya konmuştur.

Tabii inşaat sektörünün büyümesinin ve özellikle merkezinde TOKİ'nin yer almasının rant yaratma ve dağıtma mekanizması açısından önemi büyüktü. İnşaat faaliyetleri, hükümete yakın iş adamları yaratmanın ve onları büyütmenin en kestirme yolu olurken bir yandan da hem siyasal destek hem de taban oluşturulmasına katkıda bulundu. Bu sürecin başlarında TOKİ tarafından düşük ve orta gelirli kesimlere konut sağlanmasına ek olarak imar afları ve benzeri politikalarla da hem yüksek hem düşük gelir seviyelerine katkı sunuldu. Boratav'ın (2012) dikkat çektiği gibi 2000'lerde, "artı değer ve kentsel rantlar gibi büyük vurgun alanlarının iç ve dış sermaye çevreleri arasındaki paylaşımı üzerinde siyasi iktidarların etkileri genişleyecek ve bu olanaklar sonuna kadar kullanılacaktır" (s. 203). BSB (2015) de benzer bir noktaya işaret ederek durumu şöyle özetlemektedir: "İnşaat faaliyetlerinin siyasal yetkililerce kontrol edilen ruhsatlara bağlı olması, müteahhit ve proje seçimlerinde, kamulaştırma kararlarında ve kamu arazilerinin satışında kayırmacılık imkanlarını alabildiğince genişletti ve AKP iktidarı bu imkanları kendisine sadık bir burjuvazi oluşturma amacı ile etkili bir biçimde kullandı. Lüks konut üretimi yapan, ya da (çok sayıda değişikliğe uğratılan kamu ihaleleri mevzuatına bağlı olsun ya da olmasın) kamu inşaat ihalelerini alan müteahhit grupları AKP yandaşı kapitalistler olarak sivrildiler" (s. 277).

### Şekil 11. İnşaatın GSYH ve Toplam İstihdam İçerisindeki Payı (%)

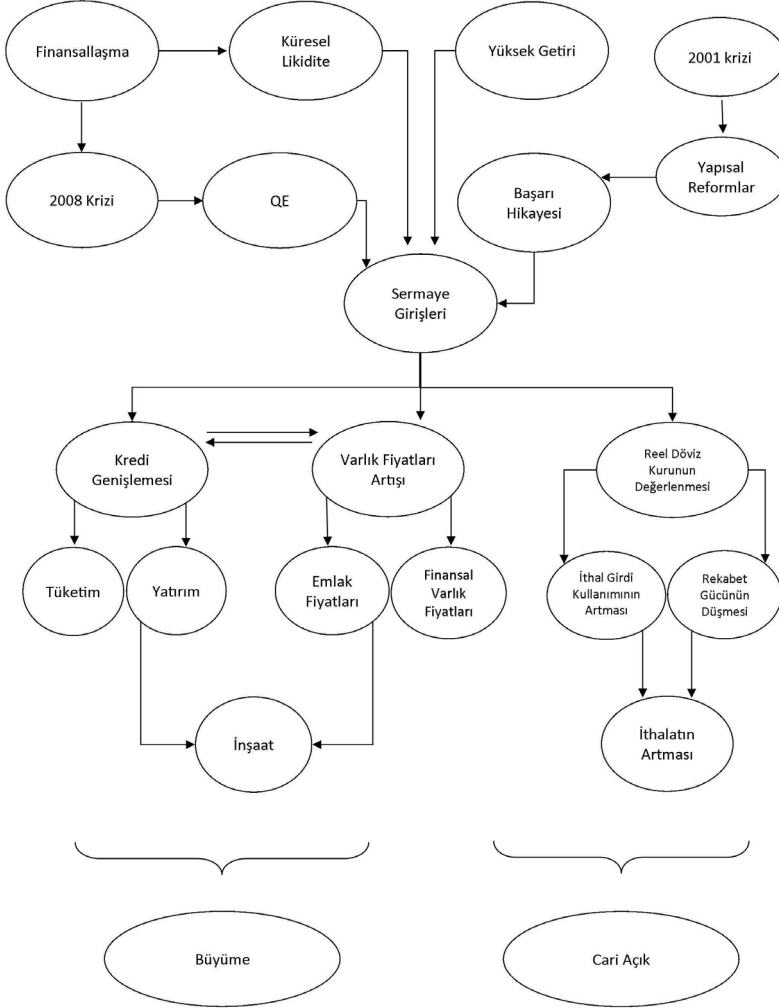


Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar ve İşgücü İstatistikleri

## Sonuç Yerine

Dış sermaye girişlerine bağımlı, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modelinin bileşenlerini böylelikle incelemiş bulunuyoruz. Şekil 12, bu modelin işleyişini basit bir biçimde sunmaktadır. Türkiye ekonomisi, 1989'da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini takiben 1990'lı yıllar boyunca dış sermaye girişleri olduğunda büyüyen, sermaye çıkışları gerçekleştiğinde ise krize giren bir görünüm sergiledi. Bu dönemde kamunun yüksek borçlanma ihtiyacı, bankacılık sektörünün sorunlu bilançoları ve döviz kurunu kontrol etme girişimlerinin ekonominin temel zayıflıkları olduğu düşüncesinden yola çıkılarak 2001 krizini takip eden dönemde bir dizi yapısal reform devreye sokuldu. Bu reformların başında, özelleştirmeler ve faiz dışı fazla yoluyla kamunun borçlanma ihtiyacını azaltmak, bankacılık sektörünün güçlendirilmesi ve enflasyon hedeflemesiyle esnek kur rejimine geçilmesi geldi. 2001 krizi sonrası uygulamaya sokulan bu politikalar, aynı dönemde artan küresel likidite ile birlikte Türkiye'ye yönelik dış sermaye akımlarında bir artış yaşanmasına katkıda bulundu. 2008 küresel finansal kriziyle kesintiye uğrayan sermaye girişleri, 2009 sonrasında miktarsal genişleme politikalarının devreye sokulmasıyla birlikte hızlandı. Dünyadaki sermaye bolluğunun bir sonucu olarak gerçekleşen rekor düzeydeki dış sermaye girişlerinin kredi mekanizmaları ve varlık fiyatlarındaki artışlar aracılığıyla yarattıkları yüksek büyüme oranları ile birlikte TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu ortaya çıkan ithalattaki artış, Türkiye ekonomisini bir görece bolluk dönemine sokarken bazı değerlendirmeler artık Türkiye ekonomisinin kalıcı olarak istikrarlı hale geldiği yönünde oldu. Halbuki özellikle kısa vadeli dış sermaye girişlerindeki artış aslında ekonominin ani bir duruş veya çıkışa karşı kırılganlığını daha da arttırmaktaydı. Hem bankaların hem de finansal olmayan işletmelerin dış borçlarındaki hızlı artış, bir bütün olarak ekonominin tüm kesimlerini döviz kurlarındaki oynamalara karşı giderek daha kırılgan bir hale getiriyordu. Yurtiçi borçluluk oranlarındaki artış ise ekonomik büyümeyi faiz oranları ve kredi genişlemesindeki değişimlere karşı oldukça kırılganlaştırmaktaydı. TL'nin reel olarak değerli seyretmesi, üretimde ithal ara malı kullanımını arttırarak büyümenin yüksek cari açıklarla gerçekleşmesine yol açmaktaydı. Bu şartlar altında ortaya çıkan döviz ve borç krizinin seyri, bundan sonraki dönemde küresel likidite şartlarındaki değişimlerin ana belirleyicisi olacağı bir süreci başlattı. Herhangi bir nedenle Türkiye'ye yönelik dış sermaye girişlerinde yeniden bir yükseliş olmadığı sürece borç krizinin derinleşerek yayılacağı öngörülebilir. Dolayısıyla bundan sonraki gündemin ana maddelerinden birisini krizin yükünün hangi sınıf ve gruplar tarafından yüklenileceğini belirleyecek politika ve mücadeleler olacaktır.

**Şekil 12: Dış Sermaye Girişlerine Bağımlı, Borç Artışına Dayanan, İnşaat Odaklı Büyüme Modelinin Ana Hatları**



## Sonnotlar

<sup>1</sup> Bu makale, *Mülkiye İktisadi ve Sosyal Araştırmalar Merkezi ve Türk Sosyal Bilimler Derneği* işbirliğiyle 6 Ekim 2018 tarihinde düzenlenen 'Türkiye'nin Krizini Anlamak' başlıklı sempozyuma sunulan bildirinin *Mülkiye Dergisi* için genişletilmiş ve geliştirilmiş versiyonudur. Bu makalede sunulan görüşlerin bazıları daha önce bir çalışma tebliğinde



(bkz. Orhangazi ve Özgür 2015) ve [www.ozgurorhangazi.com/blog](http://www.ozgurorhangazi.com/blog) adresinde tartışmaya açılmıştır.

<sup>2</sup> “Konkordato ilan eden şirket sayısı açıklandı” Dünya, 13 Aralık 2018. (<https://www.dunya.com/ekonomi/konkordato-ilan-eden-sirket-sayisi-aciklandi-haberi-434645>)

<sup>3</sup> Dış sermaye hareketleri sonucunda yaşanan finansal krizlerin ortaya çıkış biçimlerini özetleyen bir çalışma için bkz. Palma (2012).

<sup>4</sup> Boratav (2012), 2005’in Mayıs ayında imzalanan yeni üç yıllık anlaşmanın çarpıcı bir özellik taşıdığına dikkat çeker. Şöyle ki, bu anlaşmayla IMF Türkiye’ye yeni bir 10 milyar dolarlık kredi açmaktaysa da bu kredi IMF’nin ne normal ne de istisnai şartlarına uygundu. Ancak IMF tarafından yapılan açıklamada yine de istisnai bir durum olduğu ve bu anlaşma ile sağlanan kredinin Kasım 2007’de yapılacak seçimler öncesinde Türkiye ekonomisinin istikrarı kaybetmemesine katkıda bulunacağı dile getirildi. Boratav (2012) bu istisnanın da istisnası durumu AKP hükümetine uluslararası finansal çevrelerden verilen açık bir destek olarak yorumlamaktadır.

<sup>5</sup> Bu konuda ayrıntılı bir çalışma için bkz. Alp ve Yalçın (2015). Bu değişiklik 2018’in yaz aylarında yaşanan döviz krizi sonrasında geri çevrilmiştir.

<sup>6</sup> <https://www.dunya.com/gundem/insaat-sektoru-olmazsa-ulke-bitmis-demektir-haberi-276362>

<sup>7</sup> <http://www.fortuneturkey.com/insaat-sektorune-dur-sanayiye-ilerle-derseniz-cokuntu-baslar-4404>

## Kaynakça

Acemoğlu D (2018). To go forward, Turkey must look back. *Bloomberg*, 30 Ağustos. Son erişim tarihi: 18/01/2019.

Alp B ve Yalçın C (2015). Liability Dollarization and Growth Performance of Nonfinancial Firms in Turkey. *CBRT Working Paper* 15/01.

Akyüz Y (2012). The Financial Crisis and the Global South: A Development Perspective, London: Pluto Press.

Akyüz Y (2015). Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies. *South Center Research Papers*, 2015/60.

BSB (Bağımsız Sosyal Bilimciler) (2015). *AKP’li Yıllarda Emegın Durumu*. İstanbul: Yordam Kitap.

Başkaya S di Giovanni J Kalemli Özcan Ş Peydro J L ve Ulu M F (2017). Capital Flows and the International Credit Channel. *Journal of International Economics*, 108, 15-22.

Orhangazi Ö (2019). Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları, Finansal Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri. *Mülkiye Dergisi*, 43 (1), 111-137. 135

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) (2018). Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Eylül. Ankara: BDDK.

Bora T (2016). *İnşaat Ya Resullullah*. İstanbul: Birikim Kitapları.

Boratav K (2012). *Türkiye İktisat Tarihi: 1908-2009*, Ankara: İmge Kitabevi.

Brunnermeier M de Gregorio J Eichengreen B El-Erian M Fraga A Ito T Lane P R Pisani-Ferry J Prasad E Rajan R Ramos M Rey R Rodrik D Rogoff K Shin H S Velasco A di Mauro B D ve Yu Y (2012). *Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses*. Washington, DC: Brookings Institution.

Chandrasekhar C P (2008). Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and Their Implications. *UNCTAD G24 Discussion Paper Series*, No. 52.

Dufour M ve Orhangazi Ö (2009). The 2000-01 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom? *Review of Political Economy*, 21(1): 101-122.

Eğilmez M (2018). Yapısal Reformlar El Kitabı. (<http://www.mahfiyegilmez.com/2018/06/yapsal-reformlar-el-kitab.html>) Son erişim tarihi: 18/01/2019.

Lane P R ve McQuade P (2014). Domestic Credit Growth and International Capital Flows. *The Scandinavian Journal of Economics*, 116 (1): 218–252.

Frenkel R ve Rapetti M (2012). External Fragility or Deindustrialization: What is the main threat to Latin American countries in the 2010s? *World Economic Review*, 1: 37-57.

Orhangazi Ö (2008). *Financialization and the US Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

Orhangazi Ö (2014). Capital Flows and Credit Expansions in Turkey, *Review of Radical Political Economics* 46(4) 509–516.

Orhangazi Ö (2016). Contradictions of Capital Accumulation in the Age of Financialization. İçinde: T. Subasat (der.), *The Great Global Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy-created?* Cheltenham, UK: Edward Elgar, 248-265.

Orhangazi Ö (2017). Günümüz Kapitalizmde Finansın Rolü Üzerine Birkaç Not. *İktisat ve Toplum*, 86, 32-9.

Orhangazi Ö (2019). 2000'li Yıllarda Yapısal Dönüşüm ve Emeğin Durumu. *Çalışma ve Toplum*, 60, 325-348.

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 Working Paper*, 397.

- Öniş Z (2004). Turgut Özal and his Economic Legacy: Turkish Neo-liberalism in Critical Perspective. *Middle Eastern Studies*, 40(4): 113-134.
- Özmen E (2015). Türkiye’de Cari Açıklar, Dış Ticaret ve Finansal Kırılganlıklar. *İktisat, İşletme ve Finans*, 30 (351): 35-72.
- Palma J G (2012). How the Full Opening of the Capital Account to Highly Liquid Financial Markets led Latin America to Two and a Half cycles of ‘Mania, Panic and Crash.’ *Cambridge Working Papers in Economics*, No. 1201.
- Rodrik D (2009). The Turkish Economy after the Crisis. *Turkish Economic Association, Working Paper 2009-9*, Ankara.
- Sachs J (2013). ‘Why is Turkey thriving?’, *Project Syndicate*. (<http://www.project-syndicate.org/commentary/inside-the-turkish-economic-miracle-by-jeffrey-d-sachs>)  
Son erişim tarihi: 18/01/2019.
- Sönmez M (2015). *AK Faşizmin İNŞAAT İskelesi*. Ankara: NotaBene
- Taymaz E Voyvoda E ve Yılmaz K (2011). Uluslararası Üretim Zincirlerinde Dönüşüm ve Türkiye’nin Konumu. *TÜSİAD- T/2011*, 12: 522, İstanbul: TÜSİAD.
- Van Rijckeghem C ve Üçer M (2009). The Evolution and Determinants of the Turkish Private Saving Rate: What Lessons for Policy? *ERF Research Report Series*, No. 09-01.
- World Bank (2012). *Turkey CEM Synthesis Report: Sustaining High Growth: The Role of Domestic Savings* Report No 66301-TR. Washington, DC: World Bank.
- World Bank (2013). *Turkey Country Report*. Washington, DC: World Bank.
- Yeldan E (2011). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları.

