

# BİR FİNANSALLAŞMA GÖSTERGESİ OLARAK TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BORÇLARIN DÖNÜŞÜMÜ: 2002-2017\*

## DEBT TRANSFORMATION IN TURKISH ECONOMY AS A FINANCIALIZATION INDICATOR: 2002-2017

Togan KARATAŞ\*\*

### Özet

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde borçluluğun 2001 Krizi sonrası yaşadığı evrimleri analiz etmektir. Zira Türkiye ekonomisinde borçların dönüşümü 2001 Krizi sonrası süreci karakterize etmiştir. Finansallaşmanın bir türü olarak adlandırılabilir bu sürecin yarattığı kırılganlıkların ortaya konulması, ülke ekonomisinin özgün konumunun kavranması açısından önemlidir. Çalışmada 2002'den günümüze uzanan periyotta ekonominin borç yapısındaki değişimi değerlendirmek amacıyla kamu, hane halkları ve özel sektör borcunun dönüşümü üzerinden bir borç (yükümlülük) bilançosu çıkarılmaya çalışılmıştır. Böylece ekonominin varlık – yükümlülük düzeyi üzerinden geleceğe dair ipuçları elde etmek mümkün olacaktır. Analiz sonunda ekonomide borçların genişleyerek özelleştiği ve bu evrimin ekonomide yeni kırılganlıklar yarattığı ortaya konulmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Finansallaşma, Türkiye Ekonomisi, Özel Borçlar

**JEL Sınıflandırması:** F34, G00, H60

### Abstract

The aim of this study is to analyze the evolution of the indebtedness in Turkish economy after the 2001 crisis. The reason is that the transformation of debts has characterized the last 17 years' process. The identification of the fragilities created by this process, which can be termed as a kind of financialization, is crucial in terms of understanding the unique position of the country's economy. In this study, in order to evaluate transformation of the debt structure of the economy during the period from 2002 onwards, a debt (liability) picture is found out through the transformation of public, household and private debt. Thus, it will be possible to obtain clues about the future via the economy's asset-liability level. At the end of the analysis, it is revealed that the debts in the economy have been enlarged and privatized, and this evolution created new fragilities in the economy.

**Keywords:** Financialization, Turkish Economy, Private Debts

**JEL Classification:** F34, G00, H60

\* Bu makale, yazarın 20.09.2017 tarihinde Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Teorisi Bilim Dalında kabul edilen "Türkiye Ekonomisinde Finansallaşma ve Büyümenin İstikrarı" adlı doktora tezinden türetilmiştir.

\*\* Arş. Gör. Dr. Marmara Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, togan.karatas@marmara.edu.tr  
Orcid Id: 0000-0002-2436-8120

## 1. Giriş

Türkiye’de devletin borç stokunun yönetilemez/çevrilemez hale gelmesi, bankacılık sektörü problemleriyle birlikte 2001 krizinin önemli nedenlerinden biri olmuştur. 1990’lı yıllar boyunca büyük bir sorun olan kamu borçluluğu Türkiye ekonomisinin temel kırılma noktalarından birini teşkil etmiştir. 2001 krizi sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile birlikte kamu maliyesinde disiplin hedeflenmiş ve bu alanda başarı yakalanmıştır. Ancak Türkiye’de kamu borcu yönetilebilir seviyelere gelirken ekonomideki borçluluk yön değiştirerek yükselmeye devam etmiştir. Bu süreçte devletin borç yükü azalırken, hane halklarının ve özel sektörün (özellikle reel sektörün) borcu yükselmeye başlamıştır.

Bu durum Cumhuriyet tarihi baz alındığında ekonominin daha önce karşılaşmadığı türden bir dönüşüme işaret etmektedir. 2002’den itibaren kamu borç stokundaki iyileşmeye rağmen ekonominin genel borç yükü genişlemeye devam etmiştir. Bu bağlamda dünyaya entegre olan Türkiye ekonomisindeki bu dönüşüm, borçların özelleşmesi olarak da adlandırılabilir.

Bu çalışmada ilgili dönüşümü incelemek amacıyla öncelikle özel borçluluğun finansallaşma kavramı çerçevesinde ne ifade ettiği aktarılmaya çalışılacaktır. Ardından kamu borçluluğundaki gelişmeler incelenecek ve ekonomide borçluluğun yaşadığı evrim, hane halkları ile özel sektörün borçluluğundaki dramatik artış bağlamında analiz edilmeye çalışılacaktır. Böylece ekonominin genel bir borç bilançosu çıkarılmaya çalışılacak ve borçluluktaki dönüşüm ile finansallaşan Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kalabileceği sorunlara ilişkin ipuçları aranacaktır.

## 2. Finansallaşma ve Özel Borçluluk

Dünya ekonomisinde 1980 sonrası süreci küreselleşme, neoliberalizm ve finansallaşma üçgeni üzerinden okumak/tanımlamak mümkündür. Petrol fiyatlarındaki artış üzerinden kendini gösteren 1973 birikim krizi sonrası dünya ekonomisinde “liberalizasyon” ve “deregülasyon” rüzgârları esmiştir. Bu çerçevede üretken, meta ve para sermayenin hareket alanının genişlemesi ve dolayısıyla sermayeye yeni kâr alanları açmak için merkez kapitalist ülkelerce birçok kurum ve politika devreye sokulmuştur. Bu süreçte Türkiye ekonomisi de 1980’den itibaren konjonktüre ayak uydurarak dünya ekonomisine liberalleşme girişimleriyle entegre olmuştur. 2008-2009 finansal krizine uzanan dönemde ise dünya ekonomisinde para sermaye daha öne çıkmış ve bu süreç genel olarak finansallaşma olarak adlandırılmıştır.

“Finansallaşma” kavramı ilk kez 1993 yılında Kevin Phillips tarafından ABD ekonomisinde finansal kesimin yükselişi üzerine kullanılmıştır<sup>1</sup>. Günümüzde ise finansallaşma Epstein tarafından finansal kurumların, aktörlerin, işlemlerin ve genel olarak finansal piyasaların ekonomi içindeki yerinin genişlemesi ve sermaye sınıfı için yeni bir birikim alanı olması şeklinde değerlendirilmektedir<sup>2</sup>.

1 Güngen, A. R. (2009). Finansallaşma: Sorunlu Bir Kavram ve Verimli Bir Araştırma Gündemi, Praksis Dergisi, Dipnot Yayınları, 20: 86.

2 Bkz. Epstein, G.. (2005). Financialization and World Economy, Northampton, Edward Elgar Press ve Krippner G. (2005).

Van der Zwan'a göre de finansallaşma, yeni bir birikim rejiminin kurulması ve hissedarların hüküm sürmesi şeklinde değerlendirilebilir<sup>3</sup>. Bu açıdan varlıkların finansal alana kayması ve konjonktürün finans endüstrisinde yönetilmesi kritiktir. Finansallaşma konusunda en çok atıf yapılan yazarlardan biri olan Palley ise finansallaşma kavramını temelde finansal elitlerin iktisadi ve siyasi açıdan konumunun iyileşmesi anlamında kullanmaktadır.<sup>4</sup> Yine gerek Keynesyen gerekse Marksist literatürde finansallaşma; finansal kârların yükselişi, teknolojik gelişmeyle birlikte finansal enstrümanların artışı – menkul kıymetleşme, mali patlama, rantiyeye sınıfının spekülasyonların da yardımıyla ekonomileri esir almasıyla sınıf ilişkilerinin ve siyasi dengelerin dönüşüme uğraması ve bankalar ile diğer finansal kurumların sürece egemen olması gibi birçok düzlemde incelenmektedir<sup>5</sup>.

Diğer taraftan kredi genişlemesiyle ekonomilerde borçluluğun artması da literatürde finansallaşmanın ayaklarından biri olarak ele alınmaktadır. Nitekim özellikle erken kapitalistleşmiş ülkelerdeki finansallaşma deneyimlerini inceleyen Lapavitsas'a göre özel kesimin finansal gelirler ve borçlar üzerinden finansal sistemle daha fazla dirsek teması kurması finansallaşmayı tanımlayan unsurlardan biridir<sup>6</sup>. Bu bağlamda Foster da sermaye birikiminin devamlılığı adına özel borçların GSYİH'ye oranının yükselmesini bir finansallaşma göstergesi olarak ele almıştır<sup>7</sup>. Yine Karwowski, Shabani ve Stockhammer'e göre finansal deregüasyonlar ile neoliberal dönemde dünya ekonomilerinde hane halkları tüm iktisadi faaliyetler bağlamında finansal sisteme içerilerek finansallaşmıştır<sup>8</sup>.

Bu bağlamda 2001 sonrası süreçte Türkiye ekonomisi finansallaşma deneyimi bakımından merkez kapitalist ülkelerden kısmen ayrılmaktadır. Zira Türkiye'de henüz geniş kapsamlı menkul kıymetleşme ya da gelirlerin yoğun olarak finansal sektörden geldiği ve dolayısıyla dengelerin bütünüyle finansal elitler lehine geliştiği bir konjonktür söz konusu değildir. Ancak yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde Türkiye'de son yıllarda kamunun borcunun dolaylı olarak özel kesime transfer olması ve borçluluğun boyutlarının genişlemesi bir finansallaşma deneyimi olarak ele alınabilir.

### 3. Kamu Borçluluğundaki Dönüşüm

Türkiye'de kamu gelirleri ile giderlerinin denk olmaması tarihsel bir sorundur. Günümüz dünyasında da kamu bütçesinde gelir-gider denkleğinin yakalanması gerçekçi bir hedef değildir<sup>9</sup>. Ancak borcun yönetilebilir seviyede olması ekonomide bir direnç noktası veya çıpa yaratılması açısından önemlidir.

The Financialization of the American Economy, *Socio-Economic Review*, 3(2): 173-208.

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

4 Palley, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters, *The Levy Economics Institute, Working Paper 525*: 3-5.

5 Finansallaşma literatürünü bütünüyle incelemek bu makalenin amacını aşmaktadır. Bu nedenle burada sadece bazı temel görüşlere yer verilmiştir.

6 Lapavitsas, C., Munoz, I. M. (2016). Profits of Financialization, *Monthly Review*, 68(3): 49-62.

7 Foster, J. B. (2010). The Financialization of Accumulation, *Monthly Review*, 62(5): 1-17

8 Karwowski, E. ve diğerleri. (2016). Financialisation: Dimensions and Determinants. A Cross-country Study, *Post Keynesian Economics Study Group Working Paper*, 1619: 17.

9 "Altın kural" olarak da bilinen gelir ve giderlerin eşit olması durumu, durgunluk sorununu çözmeye çalışan dünya ekonomileri için günümüz dünyasında pratikte mümkün görünmemektedir. Zira böyle bir durumda iktisadi büyüme için işlevsel genişletici maliye politikalarını kullanmak olanaksız olacaktır.

Türkiye yapısal olarak cari işlemler açığı veren bir ekonomi olarak uzun yıllar yönetilmesi zor kamu bütçesi açıklarıyla mücadele etmiştir. Bir başka ifadeyle yapısal ödemeler dengesi sorunları, iktisat politikalarının sonucu olarak oluşan kamu açıklarıyla birleşip “ikiz açıkları” oluşturmuş ve bu durum ekonomide uzun yıllar birçok kırılganlık-kriz yaratmıştır.

2001 Krizi sonrasında ise IMF programı çerçevesinde kamu bütçesinde iyileşmeler yaşanmıştır. Bu süreçte TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklik ile enflasyonla mücadele çerçevesinde TCMB’nin kamu borçlarını açıktan fonlamasının yasaklanması gibi yapısal reformların yürürlüğe girmesi Türkiye’de bütçe disiplini açısından köşe taşları olmuştur. Yine 2002 sonrası Cumhuriyet tarihi boyunca görülmemiş boyutlarda özelleştirmelerin söz konusu olması da kamu gelirlerini iyileştirmiş ve süreci desteklemiştir<sup>10</sup>. Türkiye’de kamu bütçesinin yakın tarihine ilişkin veriler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

**Tablo 1: Kamu Borç Stoku Gelişmeleri (2002-2017 Milyar TL)**

	Kamu Brüt Borç Stoku	Brüt Kamu Brüt Borç Stoku/ GSYİH	Kamu Net Borç Stoku	Net Kamu Net Borç Stoku/ GSYİH	AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku/ GSYİH
2002	256,8	71,5%	215,3	59,9%	%72,1
2003	297,5	63,6%	250,8	53,6%	%65,7
2004	333,0	57,7%	274,5	47,6%	%57,7
2005	351,2	52,1%	270,1	40,1%	%50,8
2006	365,6	46,3%	257,9	32,7%	%44,7
2007	355,0	40,3%	247,9	28,2%	%38,2
2008	407,3	40,9%	267,1	26,8%	%38,1
2009	464,8	46,5%	309,0	30,9%	%43,9
2010	496,8	42,8%	317,5	27,4%	%40,1
2011	546,0	39,2%	289,6	20,8%	%36,5
2012	562,7	35,9%	240,5	15,3%	%32,7
2013	622,9	34,4%	197,2	10,9%	%31,4
2014	649,9	31,8%	186,8	9,1%	%28,8
2015	722,1	30,9%	161,0	6,9%	%27,6
2016	819,8	31,4%	219,2	8,4%	%28,3
2017	954,6	30,7%	262,2	8,4%	%28,3

**Kaynak:** T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Borç Göstergeleri Sunumu

Türkiye ekonomisinde 2002 sonrası kamunun borçluluğu mutlak olarak artmaya devam etmiştir. Ancak bu artış ekonominin büyümesinden daha yavaş olmuştur. Bu süreçte borçların kontrol edilebilir hale gelmesi amacıyla “faiz dışı fazla” hedefi çerçevesinde hareket edilmiş ve kamunun

10 Türkiye’de özelleştirmeler 24 Ocak Kararları sonrası 1980’lerden itibaren ekonomi gündeminde yer edinmeye başlamıştır. Ekonomide 1986-2003 döneminde 8 milyar dolarlık özelleştirme geliri söz konusuken 2003-2017 döneminde özelleştirme geliri 60 milyar dolar seviyesini aşmıştır. Bu konuda ayrıntılı veriler için bkz: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (2017). Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları, [http://www.oib.gov.tr/Türkçe/Sayfalar/Detay/Türkiyede\\_Özelleştirme\\_Uygulamaları.html](http://www.oib.gov.tr/Türkçe/Sayfalar/Detay/Türkiyede_Özelleştirme_Uygulamaları.html) (Erişim Tarihi: 10.07.2018)

gerek brüt gerekse net borç stokunun GSYİH'ye oranı istikrarlı bir şekilde gerilemiştir. 2002'de %71 olan kamunun brüt borç stokunun GSYİH'ye oranı 2017'de %30'a, net borç stokunun GSYİH'ye oranı ise aynı süreçte %60'tan %8'e kadar gerilemiştir. Bununla beraber Avrupa Birliği (AB) üyeliği hedefi çerçevesinde Maastricht Kriterleri'ne uyması beklenen Türkiye, kamu bütçesinin performansı baz alındığında bu kriterleri sağlamak için önemli bir yol katetmiştir.

Maastricht Kriterleri'ne göre AB tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYİH'ye oranının %60 veya altında olması gerekmektedir. Bu açıdan Türkiye bu kriteri 2004 yılından itibaren karşılamaktadır. Bu oranın gelişimi incelendiğinde 2002 yılında %72,1 seviyesinde iken istikrarlı bir düşüşle 2008'de %38'e gerilediği görülmektedir. Küresel kriz sürecinde bu borç stokunun GSYİH'ye oranı bir miktar artmasına rağmen genel düşüş eğilimi 2015 yılına kadar sürmüştür ve oran %28'in altına inmiştir. Son birkaç yılda ise mali disiplin, iktisadi faaliyetleri canlandırma hedefiyle, bir miktar gevşemiş olsa da 2017 yılı sonu itibarıyla AB tanımlı genel yönetim borç stokunun GSYİH'ye oranı %28,3 oranındadır. Bu oran AB ülkeleri ile kıyaslandığında oldukça düşüktür<sup>11</sup>. Bu çerçevede son dönemde genişleyici maliye politikaları ile oluşan kısmi bozulmaya rağmen kamu bütçesindeki gelişmelere uzun vadeli bakıldığında disiplinin sağlandığı söylenebilir.

#### 4. Borçların Özelleşmesi

2001 Krizi sonrasında uygulanan sıkı maliye politikasıyla birlikte kamu bütçesinde yaşanan iyileşmeye karşılık Türkiye ekonomisindeki devlet dışı aktörlerin borçluluğu yükselmiştir. Bu durum iç piyasada kredi genişlemesi yoluyla toplam talebi canlı tutarken iktisadi büyümeye de katkı vermiştir. Nitekim sıkı maliye politikasına rağmen 2002-2007 döneminde, Türkiye ekonomisinin tarihsel potansiyelinin üzerinde büyüme performansı sergilemesinin dinamiklerinden biri özel kesimi oluşturan aktörlerin borçluluğundaki geometrik artış olmuştur. Ekonomi politikaları da bu konjonktürü desteklemiş ve özel borçluluğu dolaylı olarak özendirmiştir<sup>12</sup>. Ekonomide hane halklarının ve özel sektörün zaman zaman kur riski de alarak yoğun borçlanmaya yönelmesinin temelinde şu gelişmeler yatmaktadır:

- Ekonominin 2002 sonrası girdiği büyüme konjonktürünün siyasi istikrar algısı ile birleşmesi ve yeni borçlanma/finansman kanallarının açılması,
- Faiz kur arbitrajı dinamiği ile portföy yatırımlarının yükselmesi<sup>13</sup> ve uluslararası sermaye bolluğu ile firmalar ve bankalar açısından yurt dışından düşük faizle döviz cinsinden borçlanmanın cazip hale gelmesi,

11 Karşılaştırma yapmak için bkz. Eurostat. (2017). General Government Gross Debt – Annual Data, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1> (Erişim Tarihi: 11.07.2018)

12 Bu noktada 2009'da dönemin Başbakanı Recep Tayyip Erdoğan'ın "Borç yığının kamçısıdır, zafiyet halinde olanın değil." sözleri ekonomi yönetiminin bakış açısı hakkında fikir verebilir.

Haber için bkz. Cumhuriyet Gazetesi (20 Mart 2009). "Borç Yığının Kamçısıdır", [http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/diger/50242/\\_Borc\\_yigidin\\_kamcisidir\\_.html](http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/diger/50242/_Borc_yigidin_kamcisidir_.html) (Erişim Tarihi: 17.07.2018)

13 Faiz kur arbitrajı ilgili dönemde, Türkiye ekonomisinde dünya piyasalarına göre faizlerin yüksek olması ve TL'nin değer kazanma sürecinin birleşmesiyle Türkiye'de portföy yatırımı yapan yabancılara çifte kazanç sağlamıştır. Bu durum ülkeye yabancı sermaye akışını güçlendirmiştir.

- Bankaların 2001 krizi sonrası tüketici kredilerine önem vermesi, teknolojik gelişmenin ve tüketim kültürünün<sup>14</sup> de etkisiyle hane halklarının kredi kullanım oranının artması,
- Sıkı maliye politikası ve TL'nin yabancı paralara karşı reel olarak uzun süre değerli olmasıyla enflasyonun özellikle maliyet cephesindeki rahatlama ile düşmesi ve böylece ekonomideki aktörlerin uzun vadeli kredilerle (konut kredisi gibi) tanışması<sup>15</sup>.

#### 4.1. Hane Halklarının Borçlulukla Tanışması

Türkiye'de hane halklarının borç ağına içerilmesi, ekonominin yapısal dinamikleri ve yukarıda bahsedilen unsurlar nedeniyle, 2001 Krizi sonrası söz konusu olmuştur. Bu dönemde tüketim alışkanlıklarının da değişmesiyle birlikte hane halkları borç biriktirmeye başlamıştır. Ekonominin büyüme konjonktüründe olmasının ve politika tercihlerinin etkisiyle hane halkı borçları (yükümlülükler) geometrik olarak artmıştır.

**Tablo 2:** Hane Halkı Yükümlülüklerinin Gelişimi (2002-2017 Milyar TL) 16

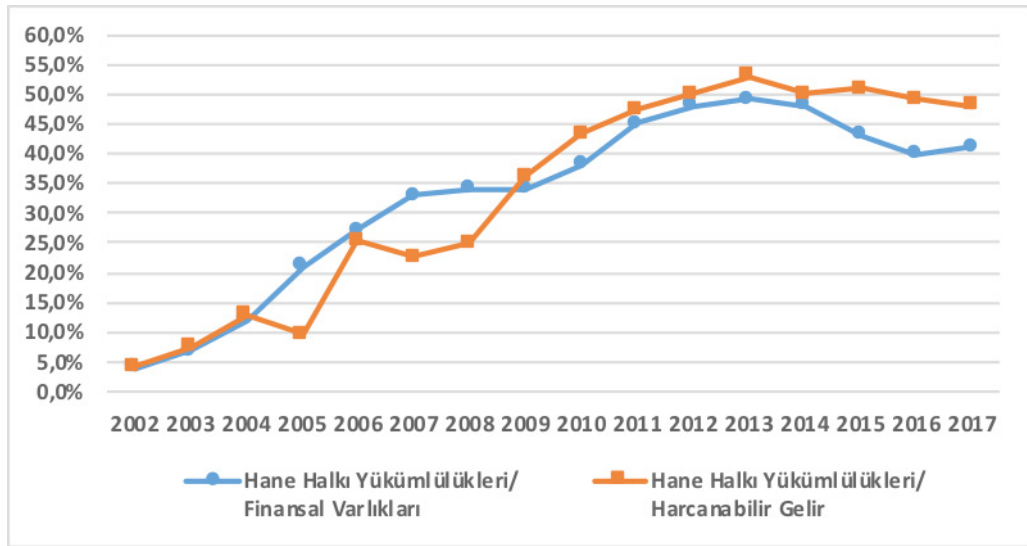
	Hane Halkı Yükümlülükler	Hane Halkı Yükümlülükler /GSYİH
2002	6,7	1,87%
2003	13,4	2,86%
2004	28,1	4,87%
2005	50	7,42%
2006	76,8	9,73%
2007	104,1	11,83%
2008	129	12,96%
2009	148,8	14,89%
2010	195,1	16,82%
2011	252	18,08%
2012	299,9	19,10%
2013	372,1	20,56%
2014	393	19,23%
2015	426	18,22%
2016	472	18,10%
2017	564	18,17%

**Kaynak:** TCMB Finansal Raporlar ve TÜİK Ulusal Hesaplar istatistiklerinden hareketle hazırlanmıştır.

- 14 Türkiye'de AVM'lerin sayısının hızla artması bu bağlamda incelenebilir.
- 15 Şüphesiz borcun bir pranga yerine kamçı olarak görüldüğü dönemde borçlanmayı iktisadi aktörler için "rasyonel" kılacak birçok mikro faktör de söz konusu olmuştur.
- 16 GSYİH ile yapılan karşılaştırmalarda TÜİK'in ilgili dönemde iki kez GSYİH serilerinde güncellemeye gittiği hatırlanmalıdır. Bu güncellemeler ile GSYİH karşılaştırmalarında ciddi kırılmalara yol açacak kadar büyük değişimler söz konusu olmuştur. Örneğin; 1987 bazlı GSYİH serisine göre 2017 GSYİH'si 1,97 trilyon TL iken 2009 bazlı GSYİH serisine göre 2017 GSYİH'si 3,1 trilyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu konuda bkz. Kahveci, İ. (2018). Hesaplar Değişmeseydi GSYH 540 Milyar Dolardı, <http://www.karar.com/ekonomi-haberleri/hesaplar-degismeseydi-gsyh-540-milyar-dolardi-826380> (Erişim Tarihi: 01.08.2018)

Yukarıdaki grafik, 2002'den 2017'ye Türkiye'deki hane halklarının yükümlülüklerinin gelişimini göstermektedir. Tablodan görülebileceği üzere 2002 yılında 6,7 milyar TL düzeyinde olan ve GSYİH'nin %2'sinden az olan hane halkı borçları 2008-2009 Küresel Krize kadar hızla tırmanarak 150 milyar TL seviyesine kadar yükselirken, yükümlülüklerin GSYİH'ye oranı da %15'e gelmiştir. Küresel kriz sonrası 2013'e kadar ivmesini kaybetmeyen artışla birlikte hane halklarının GSYİH'ye oranı ilk kez %20'yi geçmiştir. Bu yıldan sonra TCMB'nin makro ihtiyati tedbirleriyle birlikte kredi artışının hızı kısmen kesilmiştir<sup>17</sup>. Ancak hane halklarının yükümlülükleri GSYİH ile paralel olarak büyümeye devam etmiş ve 2017 yılında GSYİH'nin %18'i seviyesinde gerçekleşmiştir. Bir başka ifadeyle 15 yılda, nominal GSYİH 8,6 katına çıkarken hane halkı yükümlülükleri 84 katına çıkmıştır. Bu noktada hane halkı yükümlülüklerindeki gelişim, hane halklarının varlık ve gelirlerine oranla ne kadar borç biriktirdiğinin ele alınmasıyla daha iyi anlaşılacaktır.

**Grafik 1:** Hane Halkı Yükümlülüğünün Finansal Varlıklarına ve Harcanabilir Gelirine Oranı (2002-2017)



**Kaynak:** TCMB Finansal Raporlardan hareketle hazırlanmıştır.

Yukarıdaki grafik incelendiğinde 2002'den günümüze hane halklarının gelirlerinden ve toplam finansal varlıklarından daha çok yükümlülük biriktirdiği görülebilir. 2002 yılında Türkiye hane halklarının yükümlülüklerinin toplam finansal varlıklarına ve harcanabilir gelirine oranı yaklaşık %5 seviyesindeydi. Günümüzde ise yükümlülüklerin varlıklara oranı %40'ın üzerindeyken, yine yükümlülüklerin harcanabilir gelire oranı %50'ye yakındır. Bu üstel artış, Türkiye'de iş ilişkilerinin

17 Bu noktada cari açığı kontrol etme ve finansal kırılganlıkları azaltmak amacıyla TCMB'nin makro ihtiyati tedbirleri devreye girmiştir. Finansal İstikrar Komitesi ve BDDK'nın ortak çalışmaları ile kredi kartlarının limitlerine ve taksit yapma olanaklarına çeşitli kısıtlar gelmiş ve bazı krediler için bankaların ayırdığı karşılık oranları artırılmıştır. Bkz. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2014). TCMB Bülten 35, s.4.

ve dolayısıyla gelirin sürekliliğinin garantisinin olmadığı göz önüne alındığında, hane halklarının zaman içerisinde temerrüde düşebileceği anlamına gelebilir. Diğer taraftan hane halkları için bütünsel olarak varlıkların veya gelirin yükümlülükten halen yüksek olması olumlu bir gösterge olarak ele alınabilir. Ancak varlık ve yükümlülüklerin aynı toplumsal kesimlerde olmayabileceği unutulmamalıdır. Zira Türkiye gibi gelir ve servet dağılımı bozuk olan bir ülkede yükümlülükler ile varlıkların farklı kesimlerce biriktirilmesi ekonominin yapısal ve sınıfsal bir gerçekliğidir<sup>18</sup>.

Hane halklarının borçluluğundaki artış, kullanılan kredi miktarının genişlemesiyle olmuştur. Örneğin; 2002'de Türkiye'de tüketici kredisi kullanılan kişi sayısı iki milyon civarındayken 2017'de bu sayı 10 milyonu aşmıştır. Böylece tüketici kredisi hacminin GSYİH'ye oranı %1'den %13'e kadar yükselmiştir. Yine konut kredisi dışarıda bırakıldığında dahi borcu veya taksit ödemesi olan kurumsal olmayan sivil nüfusun oranı %50'nin altındayken %70'e tırmanmıştır. Ekonomideki kredi arzı cephesi incelendiğinde ise Türkiye ekonomisinde kredi/mevduat oranının TL cinsinden 2002'de %35 seviyesindeyken, 2017'de %140'a kadar yükseldiği dikkat çekmektedir<sup>19</sup>. Başlı başına bu veri dahi mevcut ilişkilerin sürdürülemez olduğunu göstermektedir.

Öte yandan, hane halkları için toplam yükümlülüğün halen varlıkların ve GSYİH'nin gerisinde olması göz önüne alındığında, hane halkı borçluluğunun süreci destekleyen ancak kırılabilirliği sadece bir parçası olan bir gösterge olduğu söylenebilir<sup>20</sup>. Bu bağlamda Türkiye için asıl kırılabilirlik özel sektörde reel kesimin biriktirdiği borçlardır.

#### 4.2. Reel Sektör Borçluluğundaki Yükseliş

Türkiye'de 2001 sonrasında bankacılık alanında uygulamaya konan yapısal reformlar ile bankacılık ve genel olarak finansal kesim önceki dönemlere göre daha sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur. Ancak ilgili konjonktür, reel sektör için farklı sonuçlar doğurmuştur. Borçlanmanın dolaylı olarak teşvik edildiği bu dönemde, TL'nin yabancı paralar karşısında uzun süre reel olarak aşırı değerli olmasının da etkisiyle reel sektör, yerel ve yabancı para cinsinden büyük miktarlarda borçlanmıştır. Böylece iç kredi imkânlarının yanında dış kaynak buldukça "iş" yapabilen ve gün geçtikçe dış kaynaklara daha fazla bağımlı hale gelen bir reel sektör görüntüsü ortaya çıkmıştır. Bu alandaki gelişmeler aşağıdaki tablo ve grafiklerde sunulmuştur.

18 OECD verilerine göre Türkiye Gini Katsayısı en yüksek olan (gelir dağılımı en bozuk olan) ekonomilerden biridir. Bkz. OECD. (2017). Income Inequality, <https://data.oecd.org/inequality/income-inequality.htm> (Erişim Tarihi: 05.08.2018)

19 Bu paragraftaki veriler, BDDK, TBB ve TÜİK istatistiklerinden hareketle derlenmiştir. Bkz. BDDK (2018). İstatistikler, [https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/istatistik\\_veriler/istatistik\\_veriler.aspx](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/istatistik_veriler/istatistik_veriler.aspx), TBB. (2018). İstatistik Raporlar, <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistik-raporlar/59> ve TÜİK. (2017). Gelir Dağılımı ve Yaşam Koşulları İstatistikleri, [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1011](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1011) (Erişim Tarihleri: 07.08.2018)

20 Nitekim hane halklarının yükümlülüğündeki bu dramatik artışa rağmen, yükümlülüğün GSYİH'ye oranı üzerinden bir uluslararası karşılaştırma yapıldığında Türkiye OECD ülkeleri arasında en düşük oranlardan birine sahiptir. Bkz. TCMB (2017), Finansal Hesaplar Raporu – IV Çeyrek. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Hesaplar+Raporu/s.8>. (Erişim Tarihi: 08.08.2018)

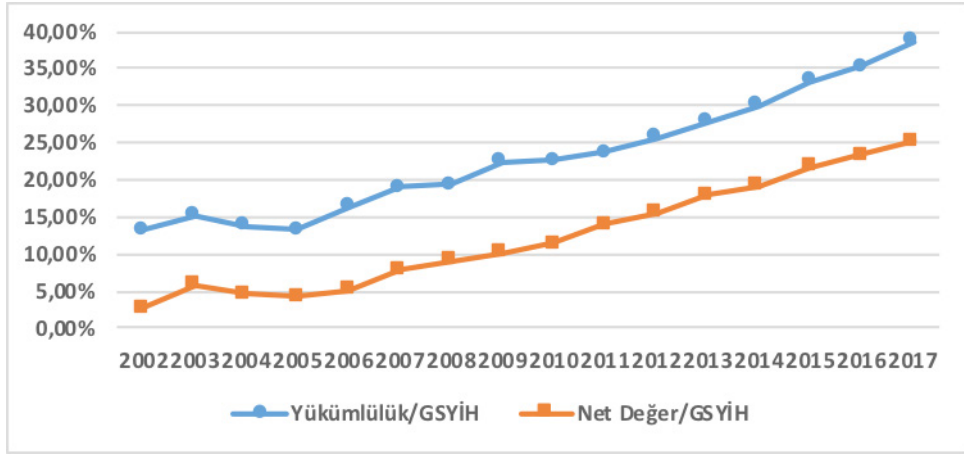


**Tablo 3:** Finansal Kesim Dışı Firmaların Varlık ve Yükümlülükleri (2002-2017 Milyon \$)

	Varlıklar	Yükümlülükler	Net Değer
2002	25.100	31.638	-6.538
2003	30.202	48.618	-18.416
2004	37.671	56.615	-18.944
2005	45.393	67.085	-21.692
2006	62.659	91.063	-28.404
2007	76.132	129.639	-53.507
2008	80.465	150.943	-70.478
2009	80.385	146.988	-66.603
2010	87.379	176.083	-88.704
2011	82.179	200.266	-118.087
2012	89.367	225.623	-136.256
2013	94.056	265.150	-171.094
2014	101.968	281.040	-179.072
2015	100.471	289.140	-188.669
2016	102.887	304.271	-201.384
2017	115.479	329.166	-213.687

**Kaynak:** TCMB Parasal ve Finansal İstatistiklerden hareketle hazırlanmıştır.

2002 yılından itibaren Türkiye’de finansal kesim dışındaki firmaların (reel sektör) varlık yükümlülük tablosunda büyük değişimler yaşanmıştır. 2002’de toplamda 25,1 milyar dolarlık varlığa karşın 31,6 milyar dolarlık yükümlülüğü bulunan reel sektör firmaları hızla yükümlülüklerini artırmıştır. 2017 yılına gelindiğinde 115,4 milyar dolarlık varlığa karşın 329,1 milyar dolarlık bir yükümlülük söz konusudur. Bir başka ifadeyle 16 yılda reel sektörün yükümlülükleri, varlıklarına göre çok daha hızlı artış göstererek yaklaşık 11 katına çıkmıştır. Bu açıdan net yükümlülüklerin (net değer) negatif yönde 6,5 milyar dolar seviyesinden 213,6 milyar dolar seviyesine yükselmesi, reel sektör borçluluğunu ekonominin en kritik göstergelerinden biri yapmıştır. Reel sektörün yükümlülüklerinin GSYİH’ye oranı ele alındığında da benzer bir trend söz konusudur.

**Grafik 2: Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Yükümlülük Durumu/GSYİH (2002-2017)21**

**Kaynak:** TCMB Parasal ve Finansal İstatistikler ve TÜİK Ulusal Hesaplardan hareketle hesaplanmıştır.

Reel sektörün brüt ve net yükümlülüğünün GSYİH'ye oranı ele alındığında da son 16 yılda büyük bir dönüşüm yaşandığı dikkat çekmektedir. 2002'de reel sektörün yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı %13, net varlık durumunun GSYİH'ye oranı ise %3 seviyesindeyken bu oranlar istikrarlı bir şekilde yükselmiştir. 2017'de reel sektörün toplam yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı %39'a kadar yükselirken, net değerın GSYİH'ye oranı %25'i aşmıştır.

Öte yandan reel sektör için izlenmesi gereken bir başka gösterge de kısa vadeli dış borçlarının boyutudur. Reel sektörün kısa vadeli dış borcu 2002'de 8,4 milyar dolarıken 2017'de 50,7 milyar dolar seviyesine yükselmiştir<sup>22</sup>. Bu açıdan reel sektörün, hem genel borç stokunun büyüklüğü hem de kısa vadede yüksek finansmana ihtiyaç duyması ekonomi için kritik bir kırılganlık unsurudur. Döviz geliri döviz giderini karşılamamasına rağmen döviz cinsinden büyük tutarlarda yükümlülüğü olan reel sektörün, kur hareketleri veya dış finansman kaynaklarında yaşanacak herhangi bir sorun nedeniyle bir borç krizine girmesi ekonomiyi tepeden tırnağa olumsuz yönde etkileyebilecek güçtedir.

2002 sonrası borçlanarak üretim seviyesini ve kârlılığını artıran reel sektör için yakın gelecekteki gelişmeler başka veçhelerin aranmasını zorunlu kılabilir. Zira bu borçluluk sürdürülebilir seviyeleri aşmış durumdadır. Bu yapı, olası bir türbülans halinde Türkiye ekonomisi aktörleri kadar (ulusal finans kurumları, işçi sınıfı vb.), sektörün borçlu olduğu yabancı finans kurumları ve dış ticaret kanalları üzerinden birçok ülkeyi de etkileyecek kadar riskler barındırmaktadır. Bu durumu reel sektör bilançoları üzerinden analiz etmek de mümkündür.

21 Yükümlülük ve net değerın (net varlık) GSYİH'ye oranı hesaplanırken mutlak değer üzerinden hesaplama yapılmıştır.

22 Bu konuda detaylı veriler için bkz. TCMB (2018). Kısa vadeli dış borç istatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/kisa+vadeli+dış+borc+istatistiklerii> (Erişim Tarihi: 05.08.2018). Ayrıca yine TCMB'nin bu verilerine göre 2017 yılı için reel sektörün kısa vadeli dış borcunun %80'i ithalat borçlarıdır.

**Tablo 4:** Reel Sektör Bilanço Yapısı – Seçilmiş Rasyolar (2002-2016)

	Yabancı Kaynaklar/ Aktifler (Kaldıraç Oranı)	Özkaynaklar/ Yabancı Kaynaklar	Banka Kredileri/ Aktifler	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/ Faiz Giderleri
2002	64,6%	54,7%	25,5%	174,9%
2003	57,5%	74,0%	21,6%	341,3%
2004	48,0%	108,2%	15,4%	344,0%
2005	49,9%	100,2%	15,6%	317,3%
2006	51,3%	94,8%	18,8%	282,6%
2007	50,2%	99,1%	18,1%	396,9%
2008	55,3%	80,9%	22,3%	163,9%
2009	55,6%	79,9%	21,0%	258,7%
2010	56,1%	78,3%	22,6%	325,1%
2011	57,3%	74,4%	23,9%	194,9%
2012	56,4%	77,4%	23,6%	348,0%
2013	59,7%	67,6%	26,3%	204,8%
2014	61,2%	63,4%	28,3%	227,9%
2015	64,6%	54,7%	30,4%	162,0%
2016	67,6%	48,0%	32,2%	163,7%

Kaynak: TCMB Reel Sektör Bilanço istatistiklerinden derlenmiştir.

2001 Krizi sonrası reel sektörün sergilediği toparlanma yukarıdaki tablodan okunabilir. Küresel kriz sürecine kadar karlılığını artıran reel sektör bunu yaparken kaldıraç oranını %50 civarında, özkaynakların yabancı kaynaklara oranını ise %90'ın üstünde tutmayı başarmıştır. Yine bu süreçte banka kredilerinin aktiflere oranı zaman zaman %20'nin altına dahi inmiştir. Kârların faiz giderlerine oranı ise bazı yıllarda %300'ün üzerine çıkmıştır. Bu dönem reel sektörün borçlanma eğilimlerine karşılık yüksek karlılık ve sermaye yapısı nedeniyle büyük sorunlar yaşamadığı dönemdir. Ancak 2008 sonrası süreçte rasyolar bozulmaya başlamıştır. 2016 yılında ise kaldıraç oranı %67'ye yükselirken, özkaynakların yabancı kaynaklara oranı %48'e düşmüştür. Yine banka kredilerinin aktiflere oranı yakın tarihin rekorunu kırarak %32'yi geçerken, kârların faiz giderine oranı %163'e kadar inmiştir. Bu durum reel sektörün bilanço göstergelerinin 2002'deki durumundan daha olumsuz bir tabloya doğru yöneldiğini göstermektedir. Öte yandan reel sektörde borçların aktiflere oranı baz alındığında Türkiye, OECD ülkeleri içinde Yunanistan'ın ardından en kötü performans sergileyen ekonomidir<sup>23</sup>.

## 5. Borç Yükü Bilançosu

2002 sonrası uluslararası sermaye bolluğunun yarattığı olumlu küresel konjonktür ile Türkiye ekonomisinde borçluluk topyekûn yükselmiştir. Nitekim yukarıda açıklandığı üzere hane halklarının ve reel sektörün borç toplamı GSYİH'nin %56'sını geçmiştir. Bu bağlamda yeni borçlanma kanalları buldukça büyümeyi başaran Türkiye ekonomisi için özellikle dış borçlar finansal bağımlılığın en net göstergesi olmuştur. Hâlihazırda üretimin hammadde/enerji ve ara mallar üzerinden ithalata bağımlı

23 Bkz. TCMB. (2016). Finansal Hesaplar Raporu – 4. Çeyrek. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Hesaplar+Raporu/> s.12.

olması nedeniyle sürekli dış kaynağa ihtiyaç duyan Türkiye ekonomisinin, son yıllardaki finansman ihtiyacı borç çevrimi olgusu nedeniyle daha da artmıştır. Dış borç yükünün durumu ile kısa vadeli borçların rezervlere oranı, borçluluğun bir ayağı olan cari işlemler dengesinin görece gelişimi ve IMF'nin Rezerv Yeterlilik Göstergesi<sup>24</sup> bağlamında Türkiye ekonomisinin durumu aşağıdaki tablo ve grafiklerde sunulmuştur.

**Tablo 5:** Türkiye Ekonomisinde Brüt Dış Borç ve Dağılımı (2002-2017 Milyon \$)

	Kamu	TCMB	Özel (Finansal + Reel)	Toplam	Toplam Dış Borç/ GSYİH
2002	64.533	22.003	43.066	129.601	54,8%
2003	70.844	24.373	48.956	144.172	45,9%
2004	75.668	21.410	64.076	161.154	40,0%
2005	70.411	15.425	84.939	170.775	34,2%
2006	71.587	15.678	120.737	208.001	38,0%
2007	73.525	15.801	160.599	249.925	36,9%
2008	78.334	14.066	188.435	280.835	36,2%
2009	83.513	13.162	172.109	268.785	41,6%
2010	89.109	11.565	191.044	291.718	37,8%
2011	95.830	9.334	200.164	305.328	36,7%
2012	106.307	7.088	228.561	341.956	39,3%
2013	118.936	5.234	268.100	392.270	41,3%
2014	121.268	2.484	281.553	405.304	43,4%
2015	116.638	1.327	281.750	399.715	46,4%
2016	123.267	821	284.617	408.705	47,4%
2017	136.443	666	317.175	454.284	53,4%

**Kaynak:** T. C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Kamu Finansmanı İstatistikleri

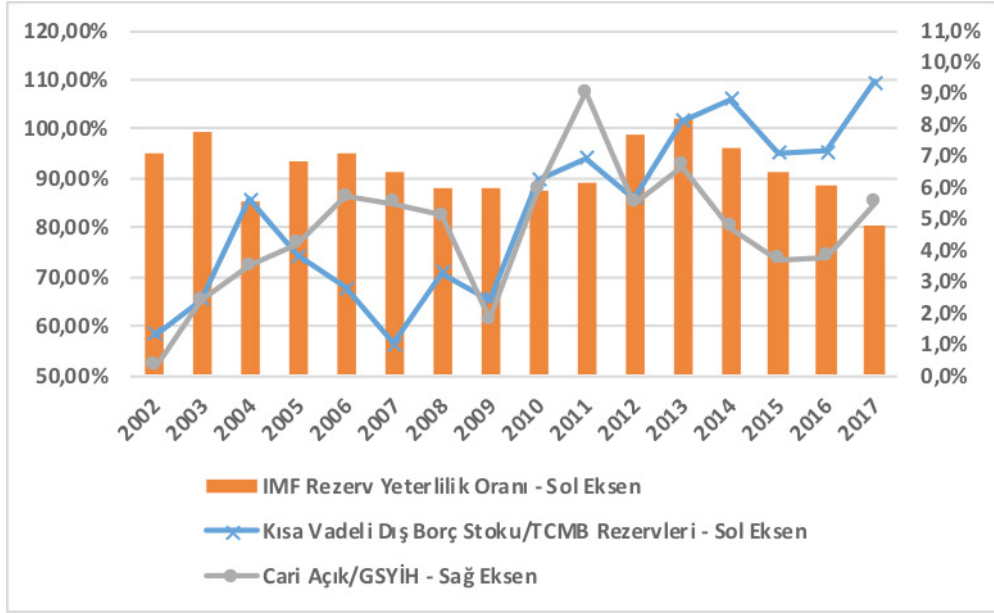
Yukarıda anlatılmaya çalışıldığı üzere Türkiye ekonomisinde 2002 sonrası borçluluk hem dönüşmüş hem de genişlemiştir. Ekonominin dış finansman ihtiyacının önemli bir boyutunu gösteren brüt dış borcun gelişimini gösteren yukarıdaki tabloya göre toplam dış borç sürekli olarak artarken, borcun GSYİH'ye oranı dalgalanmıştır. 2002'de yaklaşık 130 milyar dolarlık brüt dış borcun çoğunluğu kamu kesimindeyken, borcun GSYİH'ye oranı %55 seviyesinde olmuştur. Bu süreçte borçluluk görece olarak özel kesime kayarken küresel krizin Türkiye'yi doğrudan etkilediği 2009'a kadar dış borç yaklaşık 270 milyar dolar seviyesine çıkmasına rağmen borcun GSYİH'ye oranı %41 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemden sonra ekonomide dış borç ve borcun GSYİH'ye oranı birlikte artmaya başlamıştır. Özellikle 2013'ten itibaren belirginleşen bu gelişme sonunda 2017 yılı sonu itibarıyla GSYİH'nin

24 IMF Rezerv yeterlilik oranı şöyle tanımlanmaktadır: "Dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan yükselen piyasalar için resmi rezervlerin (%30\*kısa vadeli dış borç stoku + %15\*portföy yükümlülükleri + %5\*geniş para arzı + %5\*mal ve hizmet ihracatı gelirleri) toplamına oranı şeklinde tanımlanan ve yüzde 100 ile 150 oranında tutulan rezervlerin "yeterli" olduğu değerlendirilen göstergedir."

Bkz. TCMB. (2017). Ödemeler Dengesi ve Yatırım Pozisyonu Raporu – III. Çeyrek, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Odemeler+Dengesi+ve+Uluslararası+Yatırım+Pozisyonu+Raporu/> s.14. (Erişim Tarihi: 05.08.2018)

%53'ünü geçen 454 milyar dolarlık dış borcun 317 milyar doları özel sektörün üzerindedir. Bu bağlamda ekonominin dış borç/GSYİH performansında 2002'ye dönüş söz konusudur.

**Grafik 3: IMF Rezerv Yeterlilik Oranı, Cari Açık/GSYİH ve Kısa Vadeli Dış Borç Stoku/TCMB Rezervleri (2002-2017)<sup>25</sup>**



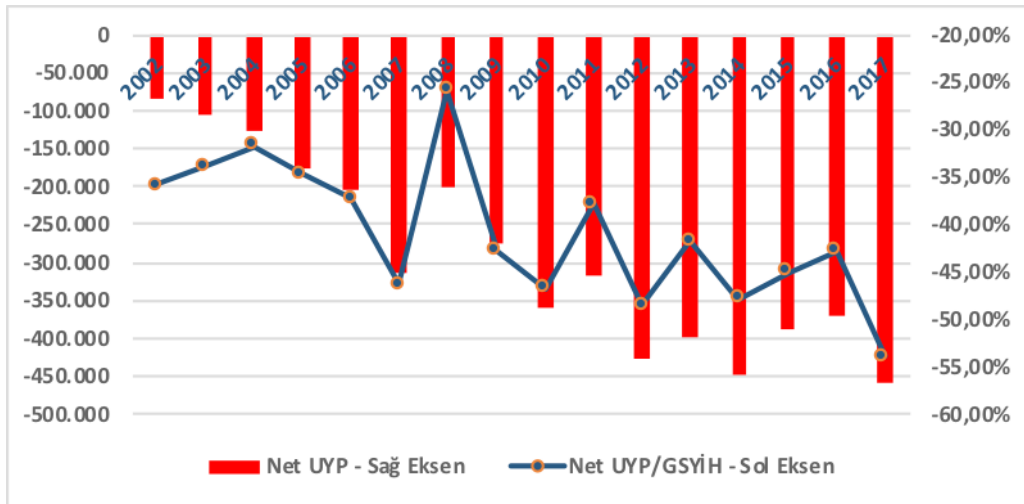
**Kaynak:** TCMB EVDS ve Finansal Raporlar, TÜİK Ulusal Hesaplar ve IMF istatistiklerinden hareketle hazırlanmıştır.

Yukarıdaki grafikten Türkiye'nin 2002 ve sonrasında IMF rezerv yeterlilik oranı performansı incelendiğinde 2017'ye kadar %85 ile %100 arasında bir dalgalanma olduğu görülür. Bu açıdan Türkiye ekonomisi IMF kriterlerine göre birkaç yıl hariç "yeterli rezerv" seviyesine sahip olmasa da sınıra yakın bir performans sergilemiştir. Ancak 2017 yılında bu oran 2001 krizinden sonraki en düşük seviyesini görerek %80'e gerilemiştir. Öte yandan rezervlerin yeterliliği için ele alınabilecek olan başka bir gösterge kısa vadeli dış borç stoku ile rezervlerin göreceli hareketidir. Bu oran ekonomi politikalarının dönüşüme uğradığı 2002'de %58 olarak kaydedilmiştir. Türkiye ekonomisinin hızla borç biriktirmeye başladığı bu dönemde kısa vadeli dış borç stokunun altın dâhil brüt rezervlere oranı küresel kriz yılına kadar dalgalı bir performans sergilemiştir. Ancak 2009'dan itibaren istikrarlı bir artış yaşanmış ve zaman zaman kısa vadeli dış borç stoku brüt rezervleri miktar olarak aşmıştır. 2017 yılında ise başka bir rekor kırılmış ve bu oran %110 seviyesine yükselmiştir.

<sup>25</sup> Kısa vadeli borç-rezerv ilişkisi hesaplamasında TCMB rezervi olarak altın dahil brüt rezerv baz alınmıştır.

Öte yandan Türkiye ekonomisinde ilgili dönemde cari işlemler açığının gerek nominal büyüklüğü gerekse GSYİH'ye oranı Cumhuriyet tarihinde görülmemiş seviyelere varmıştır. TL'nin reel olarak değerli olmasını sağlayan uluslararası sermaye bolluğu ile ekonomide yüksek cari açıklar verilmiştir. 2001 Kriziyle birlikte o yıl zorunlu olarak cari fazla veren Türkiye ekonomisinde, üretimdeki dışa bağımlılığının etkisiyle cari işlemler açığı hızla artarak 2006'da GSYİH'nin %5'ini geçmiş ve genelde bu oran düzeyinde seyretmiştir. Büyüme performansı ile bağlantılı olarak hareket eden cari işlemler açığının 2017'de GSYİH'ye oranı ise %5,5 seviyesinde olmuştur. Ekonomide uzun yıllardır biriktirilen cari işlemler açığı da borçluluğu yükselten unsurlardan biri olmuştur. Bu bağlamda ekonominin uluslararası yatırım pozisyonu (UYP) ve net finansal değeri de hızla bozulmuştur.

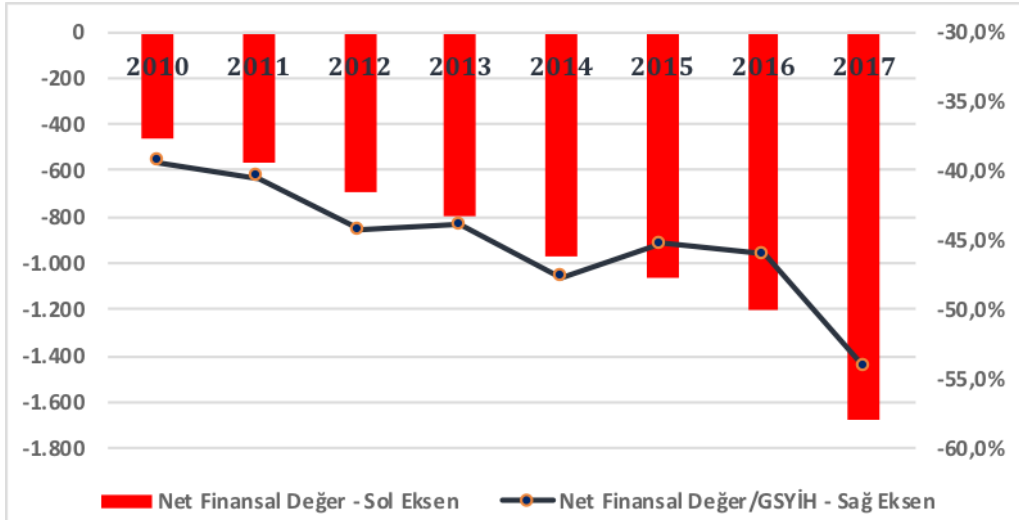
**Grafik 4: Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu Gelişmeleri (2002-2017)**



**Kaynak:** TCMB Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri ve TÜİK Ulusal Hesaplardan hareketle hazırlanmıştır.

Türkiye'deki yerleşiklerin yurt dışı yerleşikler ile varlık ve yükümlülük pozisyonunu gösteren net uluslararası yatırım pozisyonu 2002'de – 85 milyar dolar seviyesindeyken, bu göstergenin GSYİH'ye oranı %35 seviyesindeydi. Bu göstergenin son 16 yıldaki gelişimi incelendiğinde bazı yıllardaki aksi yöndeki harekete rağmen uzun vadede yükümlülüklerin varlıklardan çok daha hızlı arttığı ve net UYP'nin GSYİH'ye oranının zamanla yükseldiği (mutlak olarak) açıkça görülebilmektedir. Nitekim 2017'de net UYP, miktar olarak – 460 milyar dolar seviyesine gelirken, GSYİH'ye oran olarak da %54'e kadar yükselmiştir. Öte yandan Boratav'ın belirttiği gibi Türkiye'nin uluslararası yatırım pozisyonunun her zaman negatif olması "tipik bir çevre ekonomisi" olmanın sonuçlarından biri olarak nitelendirilebilir<sup>26</sup>. Son olarak Türkiye ekonomisinin bütünsel finansal durumunu gösteren "net finansal değer" istatistiği incelenebilir.

26 Boratav, K. (2015). Dünyadan Türkiye'ye İktisattan Siyasete, 2. Baskı, İstanbul, Yordam Kitap, s.149.

**Grafik 5:** Türkiye Ekonomisinin Net Finansal Değeri (2010-2017 Milyar TL)

**Kaynak:** TCMB Finansal Raporlar ve TÜİK Ulusal Hesaplardan hareketle hazırlanmıştır.

TCMB'nin güncel ölçme sistemiyle detaylı olarak 2010'dan itibaren tutmaya başladığı "net finansal değer" istatistiği; finansal ve finansal olmayan bütün kuruluşlar, TCMB, yerel ve merkezi yönetimler ve hane halklarının genel finansal bilançosunu göstermektedir. Bu çerçevede Türkiye ekonomisinde doğal olarak varlıkların yükümlülükleri karşılayamadığı dönemde ekonominin net finansal değeri 2010'da – 457 milyar TL seviyesindeyken 2017'de yaklaşık dört katına çıkarak – 1,68 trilyon TL seviyesine gelmiştir. Bu istatistiğin GSYİH'ye oranı ise 2010'da %39 iken 2017 sonu itibarıyla %54 olarak gerçekleşmiştir.

## 6. Sonuç

Ekonomilerde borçların özelleşip genişlemesi iktisat literatüründe finansallaşma göstergelerinden biri olarak ele alınmaktadır. Türkiye için henüz gelişmiş ülkelerdeki gibi menkul kıymetleşme söz konusu olmasa da borçlar üzerinden bir finansallaşma söz konusudur. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde borçların özelleşmesi, Türkiye'nin özgün finansallaşma deneyimi olarak ele alınabilir. Bu bağlamda 2002'den sonra Türkiye'de kamu borcunun GSYİH'ye oranında düşüş yaşanmasına rağmen özel borçluluğun hızlı bir şekilde yükselmesi ekonomideki kırılganlık noktalarının yer değiştirmesine neden olmuştur. Borçların özelleştiği son 16 yılda kredi genişlemesiyle hane halklarının yükümlülükleri 84 katına çıkarken, özel sektörün yükümlülükleri 11 katına çıkmıştır. Böylece devlet dışı aktörlerin yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı hızla yükselmiştir.

Borçların tırmanması özel sektörün çeşitli rasyolarında da bozulmalara neden olmuştur. Bu noktada hane halkları için varlık-yükümlülük dengesi halen pozitif bakiyeliyken, özel sektör net olarak

yükümlü durumdadır. Üstelik bu yükümlülüğün GSYİH'ye oranı 2017 yılı itibarıyla %40 seviyesine yaklaşmıştır. Bu dönüşüm ekonominin genel borçluluk yapısını da bozarak, birçok göstergenin olumsuz yönde seyretmesine neden olmuştur. Bu açıdan günümüzde Türkiye ekonomisinin en büyük fay hattı özel borçlanma ağının yarattığı bu yükümlülüklerdir. Yine yükümlülüklerin önemli bir kısmının döviz cinsinden olması, kur riski alan özel sektörün üretken kısmını güncel durumda ekonominin en kırılğan kesimi yapmıştır. Özel sektörün borç kaynaklı olası bir iflas sürecine girmesi, Türkiye'yi en iyi ihtimalle resesyona sürükleyecek ve ekonomide işsizlik oranını artıracaktır. Ayrıca yakın gelecekte bu borçların çevrilmesi için IMF programlarına dönüş dahi olası çözümlerden biri olarak masada durmaktadır. Bu da Türkiye'nin uzun bir süre "kemer sıkma" politikaları ile karşı karşıya kalacağı ve neoliberalizmin yıkıcı etkilerinin devam edeceği anlamına gelmektedir.

Diğer taraftan dönemin FED başkanı Bernanke'nin Mayıs 2013'te sinyalini verdiği faiz artırımı sürecine giriş sonrası Türkiye ekonomisinde günümüze uzanan döneme yönelik kalıcı tedbirler alınmamıştır. Hatta büyüme adına Kredi Garanti Fonu gibi uygulamalarla borçluluk özendirilmeye devam edilmiştir. Bu tercih, borçluluk probleminin daha da derinleşmesine neden olurken, cari işlemler açığıyla birlikte, gün geçtikçe daha fazla dış kaynak bulma zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca hane halklarının ve özel sektörün borçluluğunun, herhangi bir uluslararası kuruma başvurmaksızın, çözümünün kamu borcunun çözümüne göre daha zor olduğu da unutulmamalıdır.

Ağır yükümlülükler nedeniyle geleceği ipotek altına alınan bir ekonomide, yüksek katma değerli üretim yapamayan özel sektör aktörlerinin gelir yaratma sorunu yaşaması, ekonomide bütünsel olarak istikrarlı bir gelişimi sağlamayı neredeyse imkânsız kılmaktadır. Bu noktada kapitalist ekonomilerde iflasları bir temizlenme veya yeniden yapılanma sürecinin başlangıcı olarak görmek mümkündür. Ancak olası iflaslar sonrası yükümlülüklerin kamusallaşması veya toplumsallaşması Türkiye'deki vatandaşlar için yeni maliyetler doğuracaktır. Bu nedenle Türkiye'de borçluluğun kontrol altına alınması için yeni yapısal reformların ivedilikle devreye sokulması ekonominin geleceği için elzemdir.

## Kaynakça

- BDDK.(2018).İstatistikler, [https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/istatistiki\\_veriler/istatistiki\\_veriler.aspx](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/istatistiki_veriler/istatistiki_veriler.aspx) (Erişim Tarihi: 07.08.2018)
- BORATAV, K. (2006). Türkiye İktisat Tarihi 1908-2005, Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, İstanbul, İmge Kitabevi.
- BORATAV, K. (2015). Dünyadan Türkiye'ye İktisattan Siyasete, 2. Baskı, İstanbul, Yordam Kitap.
- Cumhuriyet Gazetesi, 20 Mart 2009, Borç Yiğidin Kamçısıdır. [http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/diger/50242/\\_Borc\\_yigidin\\_kamcisidir\\_.html](http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/diger/50242/_Borc_yigidin_kamcisidir_.html) (Erişim Tarihi: 17.07.2018)
- EPSTEIN, G. (2005). Financialization and World Economy, Northampton, Edward Elgar Press.
- EuroStat (2017). General Government Gross Debt – Annual Data, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1> (Erişim Tarihi: 11.07.2018)
- FOSTER, J. B. (2010). The Financialization of Accumulation, Monthly Review, 62(5): 1-17.
- GÜNGEN, Ali Rıza. (2009). Finansallaşma: Sorunlu Bir Kavram ve Verimli Bir Araştırma Gündemi, Praksis Dergisi, Dipnot Yayınları, 20: 85-108.
- IMF. (2018). Data Mapper, Ratio of Reserves / ARA Metric – Turkey. [http://www.imf.org/external/datamapper/Reserves\\_ARA@ARA/TUR](http://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/TUR) (Erişim Tarihi: 02.08.2018)



- KAHVECİ, İ. (2018). Hesaplar Değişmeseydi GSYİH 540 Milyar Dolardı. <http://www.karar.com/ekonomi-haberleri/hesaplar-degismeseydi-gsyh-540-milyar-dolardi-826380> (Erişim Tarihi: 01.08.2018 )
- KARWOWSKI, E. ve diğerleri. (2016). Financialisation: Dimensions and Determinants. A Cross-country Study, Post Keynesian Economics Study Group Working Paper, 1619.
- KRIPPNER, G. (2005). The Financialization of the American Economy, *Socio-Economic Review*, 3(2): 173-208.
- LAPAVITSAS, C., Munoz I. M. (2016). Profits of Financialization, *Monthly Review*, 68(3): 49-62.
- OECD. (2017). Income Inequality. <https://data.oecd.org/inequality/income-inequality.htm> (Erişim Tarihi: 05.08.2018)
- Özelleştirme İdaresi Başkanlığı. (2017). Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları, [http://www.oib.gov.tr/Türkçe/Sayfalar/Detay/Türkiyede\\_Özelleştirme\\_Uygulamaları.html](http://www.oib.gov.tr/Türkçe/Sayfalar/Detay/Türkiyede_Özelleştirme_Uygulamaları.html) (Erişim Tarihi: 10.07.2018)
- PALLEY T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters, The Levy Economics Institute. Working Paper 525.
- TBB. (2018). İstatistiki Raporlar, <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59> (Erişim Tarihi: 07.08.2018)
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018). Borç Göstergeleri Sunumu, <https://www.hazine.gov.tr/borc-gostergeleri-sunumu?type=sub> (Erişim Tarihi: 01.07.2018)
- T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2018). Kamu Finansmanı İstatistikleri, <https://www.hazine.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri> (Erişim Tarihi: 01.07.2018)
- TCMB (2014). Bülten, No:35.
- TCMB. (2018). EVDS, <https://evds2.tcmb.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 01.07.2018)
- TCMB. (2018). Finansal Hesaplar Raporları, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Hesaplar+Raporu/> (Erişim Tarihi: 01.07.2018)
- TCMB. (2018). Kısa Vadeli Borç İstatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/kisa+vadeli+dis+borc+istatistikleri> (Erişim Tarihi: 10.07.2018)
- TCMB. (2018). Ödemeler Dengesi ve Yatırım Pozisyonu Raporları, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Odemeler+Dengesi+ve+Uluslararası+Yatırım+Pozisyonu+Raporu/> (Erişim Tarihi: 05.08.2018)
- TCMB. (2018). Parasal ve Finansal İstatistikler, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler> (Erişim Tarihi: 20.06.2018)
- TCMB. (2018). Reel Sektör Bilanço İstatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/reel+sektor+istatistikleri/sektor+bilancolari> (Erişim Tarihi: 25.06.2018)
- TCMB. (2018). Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/uluslararasi+yatirim+pozisyonu> (Erişim Tarihi: 06.08.2018)
- TÜİK. (2017). Gelir ve Yaşam Koşulları İstatistikleri, [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1011](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1011) (Erişim Tarihi: 07.08.2018)
- TÜİK. (2018). Ulusal Hesaplar, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist> (Erişim Tarihi: 01.07.2018)
- VAN der ZWAN, N. (2014). Making Sense of Financialization, *Socio-Economic Review*, 12(1): 99-129.

## Extended Abstract

Fragilities of the banking sector and rising levels of public debts were the main dynamics of Turkish economy's 2001 crisis. With the Transition to the Strong Economy Program, which was implemented under the supervision of the IMF after the crisis, the debt balance of the economy began to change. This transformation in the 21st century has created new fragility points in the economy, whose structure is dependent on external sources. In this study, the transformation in the economy is studied at both theoretical and practical level.

In world economies, the post-1980 period has been defined in the context of globalization, neoliberalism and financialization. Financialization, which is one of the main causes of global financial crisis, can be considered as the dominance of money capital. In economics literature, the financialization is examined in many respects. In this framework, the increase in the liabilities of non-state actors is also considered as a financialization indicator. The transformation in Turkish economy since 2002, can constitute an example of this phenomenon.

After 2002, Government budget in Turkey has improved quickly. The ratio of the public gross debt stock to the GDP has been reduced from 71% to 30% with the tight fiscal policy. The ratio of the net public debt stock to GDP has also decreased from 60% to 8%. In addition to this, with the decrease of the EU-defined general government debt stock-to-GDP ratio from 72% to 28%, Turkey has fulfilled the Maastricht Treaty's related requirement. Thereby the public debt has been reduced to manageable levels. However, the debt burden of the households and the private sector increased rapidly due to the many domestic and international dynamics in this period. Economic policies have also indirectly fed this process.

As the banking sector provided more loans to the households after 2001 crisis, they experienced indebtedness. The household liability, which was only TL 6.7 billion in 2002, reached TL 564 billion in 2017. Therefore, the household debt-to-GDP ratio has approached to 20% from below 2%. Besides, households' liability-asset ratio climbed from 4% to 41% in this period. In addition, the liability-to-disposable income ratio increased from 4% to 48%.

On the other hand, indebtedness of the Turkish economy's private sector also increased geometrically similar to the household ratios. While the liabilities of non-financial firms (real sector) in 2002 were \$ 31 billion, it reached \$ 330 billion in 2017. The net liability of these firms reached \$ 213 billion from \$ 6 billion. As a result, the ratio of non-financial firms' liabilities to GDP rose from 13% to 38%. Balance sheet ratios of the real sector also changed in this period. In the real sector, which experienced positive changes in its balance sheets until 2008, some deterioration appeared in the post-2008 period. Whereas, the leverage ratio for the sector was close to 68%, the ratio of equity capital to foreign liabilities decreased to 48% in 2017. The ratio of bank loans to assets also rose from 25% to 32%. In conclusion, the ratio of pre-tax profit to interest expenditures declined from 300% to 163%. From this point of view, real sector indebtedness has become one of the main fragility points in the economy.

The general foreign debt balance of the economy shows more clearly the extent of fragility. In Turkish economy, which had started its expansion after 2002, the ratio of total foreign debt to GDP started to decline. However, this trend reversed after the global financial crisis. By the year of 2017, the total foreign debt reached a value of \$ 454 billion (nearly 54% of GDP, as happened in 2002). \$ 320 billion of this foreign debt belongs to private sector (financial and real).

Turkish economy, which already has current account deficit problems, has become more dependent to external sources with the rise in short term foreign debts. Moreover, the reserve adequacy ratio (defined by IMF) declined from 90% in 2002 to 80% in 2017. The combination of the problems occurred in balance of payments and the indebtedness have caused negative effects to Turkish economy's international investment position. In fact, international investment position has always been negative, however, by the end of 2017 it reached to \$ – 460 billion. Furthermore, net international investment position-to-GDP ratio rose from 35 % to 50% between 2002 to 2017.

The “Financial net worth of the economy” statistic calculated by the CBRT as a whole since 2010 has moved similar to the other indicators. Financial net worth decreased from TL – 457 billion to TL – 1.7 trillion in the last eight years and increased from 39% to 54% as a ratio to GDP. As a result of Turkish economy's structural problems and cyclical economic policies, these indicators deteriorated.

Today, Turkish private sector, which can not produce high value added products, have not only debt problems, but also currency risks. For this reason, new structural reforms are needed to prevent a deep and long depression process caused by currency, balance of payments or debt problems. It should also be noted that the bankruptcies often mean nationalization of debts. In this scenario, working class of Turkey may face with destructive effects such as socialization of costs, IMF driven austerity policies, high unemployment and high inflation rates.