

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

**FİNANSALLAŞMA VE 2008 KRİZ DİNAMİKLERİ  
AÇISINDAN TÜRKİYE-ABD GAYRİMENKUL PİYASASININ  
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

Sinan ARAMAN

2502110241

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. Mithat Zeki DİNÇER

İSTANBUL – 2020

## ÖZ

# FİNANSALLAŞMA VE 2008 KRİZ DİNAMİKLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE-ABD GAYRİMENKUL PİYASASININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Sinan ARAMAN

Bu çalışma, 2002 sonrasında Türkiye gayrimenkul piyasasında yaşanan dönüşümü, 2008 öncesi ABD emlak piyasasının durumu ile karşılaştırıp, finansallaşma ve kriz dinamikleri açısından Türkiye'nin görünümünü genel hatlarıyla ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu kapsamda, söz konusu amaca ulaşmak için tarihsel ve ampirik verilerden yararlanılmıştır.

ABD'de emlak piyasasında yaşanan krizin belirleyicileri olarak; kârlı yatırım arayışı içinde olan küresel fonların konut sektörüne yönelmesi, hanehalkı borçlanmasındaki artış, düşük faiz politikası, asimetrik bilgilenme ve spekülasyon gibi değişkenlerin varlığı, Türkiye gayrimenkul piyasasında da etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yine bu değişkenlerin 2008 öncesinde ABD emlak piyasasında olduğu gibi, Türkiye gayrimenkul piyasasında da arz-talep ve fiyat-değer ilişkisinin bozulmasına yol açtığı saptanmıştır. Gayrimenkul sektöründe gözlemlediğimiz bu sonuçların yanısıra, Türkiye açısından makroekonomik verilerin işaret ettiği önemli sonuçlardan bir diğeri ise finansallaşma ve inşaat odaklı büyüme sürecinin özel sektörün artan dış borç stoku ile birlikte ekonomiyi daha kırılgan bir yapıya sürüklemiş olduğudur.

Bununla birlikte, çalışmada, Türkiye'de gayrimenkul piyasasında olası bir krizin etkisini sınırlayan bazı faktörlerin bulunduğu gözlemlenmiştir. Gözlemlenen bu faktörler; zorunlu kentsel dönüşüm projelerinin varlığı ve sürekliliği, rant üretimi ve paylaşımı temelinde hazine arazilerinin transferinin kolay olması, ABD'ye göre menkul kıymetleştirme hacminin düşük olması olarak sıralanabilir. Bu durum, aynı zamanda Türkiye gayrimenkul piyasasının özgünlükleri olarak da açıklanabilir.

**Anahtar Kelimeler:** 2008 Krizi, Gayrimenkul Piyasası, Finansallaşma, Emlak Balonu, Türkiye Konut Piyasası.

## **ABSTRACT**

### **COMPARATIVE ANALYSIS OF TURKEY-US REAL ESTATE MARKET IN TERMS OF FINANCIALIZATION AND 2008 CRISIS DYNAMICS**

**Sinan ARAMAN**

The aim of this study is to give general overview of transformation of the real estate market in Turkey after 2002 by comparing US real estate market before 2008, in terms of financialization and crisis dynamics. To achieve this goal, historical and empirical data are used.

One of the most important results of this study is that global funds seeking profitable investment in the housing sector, an increase in household borrowing, a low interest rate policy, asymmetrical information and speculation have an impact on the crisis on the the real estate market in USA as well as on the real estate market in Turkey. It is also concluded that these variables have distorted the supply-demand balance and the price-performance ratio in the Turkish real estate market, like the US real estate market before 2008. In addition to these observation in the real estate market, another result indicated by macroeconomic data is that, the financialization and construction-oriented growth process has dragged the economy into a more fragile structure with the increasing foreign debt stock of the private sector in Turkey.

However, in this study, it was observed that there are some factors that limit the impact of a possible crisis in the real estate market in Turkey. These factors can be listed as obligatory urban transformation projects, easy transfer of treasury lands on the basis of rent and sharing, low securitization volume of housing compared to the USA. These can be seen as characteristic features of the real estate market in Turkey.

**Keywords:** 2008 global crisis, real estate market, financialization, bence housing bubble, Turkey Housing Market.

## ÖNSÖZ

Kapitalist üretim tarzı modern toplumsal sınıfların ve ilişkilerin oluşumuna temel sağladığı kadar iktisadi, politik, etik, ekolojik vd. çatışma ve krizlerin de kaynağı olmuştur. Krizlerin harekete geçirdiği dinamikler ise yıkıcı ve yaratıcı yönleriyle toplumsal yeniden üretim süreçlerine yön vermiş/vermektedir. Boyutları itibari ile 1929 Genel Buhranı ile kıyaslanan 2008 Krizi, gayrimenkul ve finansal piyasalardan başlayarak tüm dünya piyasalarını ve ulusal ekonomileri sarsmış, ekonomik-ekolojik yıkımlar, savaşlar ve salgın hastalıklar, gelir dağılımında adaletsizlik, düşük ücretler, yüksek oranda işsizlik, enflasyon, yoksulluk, geleceğe dair belirsizlikler vb. topluma ağır maliyetler yüklemiştir. Bu Tez'in konusu 2008'de ABD'de patlak veren gayrimenkul balonunun bir benzerinin tüm özgün boyutlarına karşın Türkiye'de yaşanıp yaşanmayacağına dair bilimsel yanıtlar aramak ve bu konuda bir nebze olsa dahi toplumu doğru bir şekilde bilgilendirmenin bir sorumluluk olarak duyumsandığı bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmıştır...

Geniş bir perspektiften bakıldığında bilimsel ve sanatsal üretimler, bireysel yetenekler ve üretkenliğin eseri olduğu kadar kolektif bir sürecin ürünüdür. Öncelikle belirtmem gerekir ki; ailemin eğitim hayatı boyunca maddi-manevi emeği her zaman büyük olmuştur. İlk okuldan başlayarak doktora sürecine kadar dahil olduğum eğitim-öğretim kurumlarındaki öğretmenlerimin, görüşlerine katıldığım katılmadığım üniversite hocalarımla üzerimdeki emekleri büyüktür. Dostlarımla, arkadaşlarımla, öğrencilerimle olan ilişkilerim önemli oranda sanatsal, bilimsel-akademik fikirleri paylaştığım ve tartıştığım, kimi şeyleri öğrendiğim ve kimi şeyleri öğrettiğim bir okul ortamı olarak şekillenmiştir. Dolayısıyla bu çalışmayı ortaya koymama katkısı olan tüm kişilere ve kurumlara, yaratıcı ve açıklayıcı fikirleriyle hayatıma dokunan her bir düşünüre ne kadar teşekkür etsem az kalır...

Öncelikle, uzun bir süreci kapsamasına rağmen bu Tez'in hazırlanma sürecinde fikir ve moral olarak benden desteklerini esirgemeyen Tez danışmanım Prof. Dr. M. Zeki DİNÇER, Tez Yürütme Komitesi üyeleri Doç. Dr. Murat BİRDAL, Prof. Dr. Mehmet TÜRKAY ve Doç. Dr. Esra Yüksel ACI'ya sonsuz teşekkür ederim. Tez'in gidişatı boyunca fikir alışverişiyle bana zaman ayıran ve Tez'imdeki yoğun veri kullanımı nedeniyle bana destekler sunan Prof. Dr. Fuat Ercan, Dr. Öğretim Üyesi Yılmaz Aydın, Dr. Mustafa Kahveci, Dr. Selin Pelek, Dr. Özgür Kanbir ve Dr. Arif Koşar'a ayrıca teşekkür ederim. Özellikle son aşamalarda ev arkadaşım Erdem

Çevik ve üst kattaki komşum Dr. Öğretim Üyesi Didem Aşçı hızır gibi yetiştiler. Tez'in şekil şartlarını inceleyip teknik destek sundular, ne kadar teşekkür etsem azdır. Tez yazma süreci boyunca benim bütün stresime maruz kaldığı halde moral ve motivasyonu esirgemeyerek heyecanımı paylaşmaya devam eden ve burada adını sayamadığım tüm dostlarıma çokça teşekkür ederim.



Sinan ARAMAN

İstanbul, 2020

## İÇİNDEKİLER

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| ÖZ .....                      | ii   |
| ABSTRACT .....                | iii  |
| ÖNSÖZ .....                   | iv   |
| İÇİNDEKİLER .....             | vi   |
| TABLolar .....                | ix   |
| ŞEKİLLER .....                | x    |
| GRAFİKLER .....               | xi   |
| SİMGELER VE KISALTMALAR ..... | xiii |
| GİRİŞ .....                   | 1    |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FINANSALLAŞMA VE 2008 KRİZİ: ABD GAYRİMENKUL PİYASASI

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. Neoliberal Finansallaşma Sürecinde Gayrimenkul Piyasası .....         | 5  |
| 1.1.1. Neoliberalizm ve Finansallaşma .....                                | 6  |
| 1.1.2. Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşması .....                       | 17 |
| 1.1.2.1. Rant Teorisi ve Gayrimenkul Piyasası .....                        | 18 |
| 1.1.2.2. Gayrimenkul Piyasası: Arz-Talep ve Temel Aktörler .....           | 23 |
| 1.1.2.3. Mortgage ve Menkul Kıymetleştirme (Securitization) .....          | 31 |
| 1.1.2.4. Finansal Krizler, Hayali Sermaye ve Konut Balonu .....            | 37 |
| 1.2. ABD Konut Piyasasının Finansallaşma Süreci ve 2008 Krizi .....        | 54 |
| 1.2.1. Neoliberal Finansallaşmanın Öncüsü Olarak ABD Ekonomisi .....       | 55 |
| 1.2.2. ABD Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşması: Kurum ve Araçlar ..... | 62 |
| 1.2.2.1. ABD’de Yeni Finansal Mimarının Köşetaşları .....                  | 63 |
| 1.2.2.2. 2008 Öncesi ABD Mortgage Piyasası .....                           | 69 |
| 1.2.2.3. 2008 Krizi ve Temel Dinamikleri .....                             | 76 |

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE GAYRİMENKUL PİYASASININ FİNANSALLAŞMASI**

|                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.1. Neoliberalizm Sürecinde Gayrimenkul Sektörünün Dönüşümü: İnşaat-Finans Kompleksi .....                            | 86  |
| 2.1.1. 2002 Sonrasında Gayrimenkul Mevzuatında Kentsel Dönüşüm: Metalaştırma, Finansallaştırma ve Mutenalaştırma ..... | 91  |
| 2.1.2. 2002 Sonrasında Türkiye Ekonomisi: İnşaat ve Borç Odaklı Birikim .....                                          | 101 |
| 2.2. Türkiye Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşması: Kurum ve Araçlar .....                                           | 125 |
| 2.2.1. İnşaat ve Konut Kredileri .....                                                                                 | 126 |
| 2.2.2. Tasarrufa Dayalı Faizsiz Finansman Sistemi (TDFS) .....                                                         | 134 |
| 2.2.3. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Yoluyla Finansman (Securitization) Biçimleri .....                             | 138 |
| 2.2.4. Türkiye Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşmasının Bir Aracı Olarak GYO’lar .....                               | 153 |

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **2008 KRİZ DİNAMİKLERİ AÇISINDAN**

### **TÜRKİYE-ABD KONUT PİYASASININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.1. Türkiye ve Benzer GOÜ’lerde Finansal Kriz Dinamiğinin Özgünlüğü .....                                      | 161 |
| 3.1.1. Neoliberal Dönemde GOÜ’lerde Finansal Krizler .....                                                      | 163 |
| 3.1.2. Neoliberal Dönemde Türkiye Ekonomisinin Krizleri .....                                                   | 170 |
| 3.2. 2008 Finansal Kriz Dinamikleri Açısından Türkiye-ABD Gayrimenkul Piyasasının Karşılaştırmalı Analizi ..... | 175 |
| 3.2.1. Aşırı Sermaye Birikimi ve Azalan Kâr Oranları .....                                                      | 176 |
| 3.2.2. UPS ve MB Para Politikası .....                                                                          | 183 |
| 3.2.3. Finansallaşma Mekanizmaları: Kredi Arzı, Hayali Sermaye Vd .....                                         | 197 |
| 3.2.4. Asimetrik Bilgilenme: Ters Seçim ve Ahlaki Riziko .....                                                  | 210 |
| 3.2.5. Spekülatif Beklentiler ve Sürü Psikolojisi .....                                                         | 216 |
| 3.2.6. Arz-Talep ve Fiyat-Değer Dengesizliği .....                                                              | 223 |
| <b>SONUÇ</b> .....                                                                                              | 237 |

|                |     |
|----------------|-----|
| KAYNAKÇA ..... | 250 |
| ÖZGEÇMİŞ.....  | 278 |



## TABLÖLAR

|                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 1.1:</b> ABD ve Avrupa'da İlk Menkul Kıymet İhraçları .....                                                                         | 69  |
| <b>Tablo 1.2:</b> ABD Mortgage Piyasası Temel Göstergeler (2001-2006) .....                                                                  | 76  |
| <b>Tablo 2.1:</b> 2002 Yılı Öncesinde Türkiye'de Konut Finansmanı Sağlayan Kurumların Konut Üretimi .....                                    | 85  |
| <b>Tablo 2.2:</b> Türkiye Toplam İstihdam ve İnşaat Sektörü Verileri (2005- Nisan 2019) .....                                                | 105 |
| <b>Tablo 2.3:</b> Türkiye Konut Satış İstatistiği, (2008-2018) .....                                                                         | 107 |
| <b>Tablo 2.4:</b> Türkiye'nin En Büyük 17 İnşaat Şirketi.....                                                                                | 109 |
| <b>Tablo 2.5:</b> Türkiye'de Büyük Ölçekli "Mega" Projeler .....                                                                             | 113 |
| <b>Tablo 2.6:</b> En Fazla İhale Alan 20 Şirket ve İhalelerin Toplam Değeri, (2015-2019) .....                                               | 115 |
| <b>Tablo 2.7:</b> Türkiye Ekonomisi-Makro Veriler, (2000-2019) .....                                                                         | 117 |
| <b>Tablo 2.8:</b> Yurtiçi Tasarrufların Ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYH İçindeki Payı, (1998-2016 / %).....                             | 118 |
| <b>Tablo 2.9:</b> Türkiye Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6. El Kitabı) (2000-2020 / Milyon ABD Doları).....                                | 120 |
| <b>Tablo 2.10:</b> Türkiye'de Mevduat Bankalarının Açılan Toplam Kredi Miktarı (Bin TL) .....                                                | 128 |
| <b>Tablo 2.11:</b> Türkiye'de Toplam Tüketici Kredisi – Konut Kredisi (2003-2018).....                                                       | 131 |
| <b>Tablo 2.12:</b> Türkiye'de Sektörlere Verilen Nakdi Krediler, (2005-2019) .....                                                           | 133 |
| <b>Tablo 2.13:</b> Türkiye'de Kredilerin ve Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri: Kurum ve Araçlar .....                        | 138 |
| <b>Tablo 2.14:</b> SPK Tarafından İzahname/İhraç Belgesi Onaylanan Sermaye Piyasası Araçları, (1992-2019 / Bin TL).....                      | 144 |
| <b>Tablo 2.15:</b> BİST'te Satılan Sermaye Piyasası Araçları Tutarları, (2016-2018 / Bin TL) .....                                           | 145 |
| <b>Tablo 2.16:</b> Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından İzahname/İhraç Belgesi Onaylanan Sermaye Piyasası Araçları, (2011-2019 / Bin TL) ..... | 152 |
| <b>Tablo 2.17:</b> Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Portföy Değeri .....                              | 155 |
| <b>Tablo 2.18:</b> Şirket Bazında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Genel Bilgileri, (2019 1. Çeyrek).....                                 | 156 |
| <b>Tablo 3.1:</b> Türkiye'de Dış Kaynak-"Tersine Dönüş Etkisi", .....                                                                        | 171 |
| <b>Tablo 3.2:</b> Ülkelerin Dolar Rezervleri, (2000-2007 / Milyar \$).....                                                                   | 179 |
| <b>Tablo 3.3:</b> Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Hareketleri, (2000-2019) .....                                                          | 181 |
| <b>Tablo 3.4:</b> ABD'de İpotek Refinansmanı, (2000-2007).....                                                                               | 198 |
| <b>Tablo 3.5:</b> Türkiye'de Kredilerin Dağılımı, (2017- Mart 2020 / %) .....                                                                | 202 |
| <b>Tablo 3.6:</b> Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu - Borçluya Göre Dağılım (2002-2020 / ABD doları).....        | 203 |
| <b>Tablo 3.7:</b> Türkiye'de İnşaat Sektörüne Yönelik Krediler, (2005-2019 / %) .....                                                        | 209 |
| <b>Tablo 3.8:</b> Türkiye'de Kiracı Oranı, (2002-2018) .....                                                                                 | 233 |

## ŞEKİLLER

|                                                                                             |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Şekil 1.1:</b> Neoliberalizm ve Finansallaşma.....                                       | 14  |
| <b>Şekil 1.2:</b> Finansallaşmanın Dinamikleri .....                                        | 14  |
| <b>Şekil 1.3:</b> Kredilerin Menkul Kıymetleştirilmesi .....                                | 15  |
| <b>Şekil 1.4:</b> Gayrimenkul Finansman Yöntemleri.....                                     | 32  |
| <b>Şekil 1.5:</b> Mali Sermayenin Biçimsel Döngüsü .....                                    | 39  |
| <b>Şekil 1.6:</b> ABD Mortgage Piyasası.....                                                | 70  |
| <b>Şekil 1.7:</b> Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sürecinin İşleyişi..   | 72  |
| <b>Şekil 1.8:</b> Varlık Fiyat Balonları ve 2008 Krizinin Temel Dinamikleri.....            | 81  |
| <b>Şekil 2.1:</b> Türkiye Gayrimenkul Piyasasına Yönelik Finansal Kurumlar Ve Araçlar ..... | 126 |
| <b>Şekil 2.2:</b> Türkiye’de TDFS Firmalarının Kuruluş Yılları (1951-2019).....             | 136 |
| <b>Şekil 2.3:</b> VDİMK’lerin İşleyişi.....                                                 | 141 |
| <b>Şekil 2.4:</b> TMK’ların İşleyişi.....                                                   | 143 |
| <b>Şekil 2.5:</b> Gayrimenkul Sertifikası Zaman Çizelgesi Örneği .....                      | 148 |
| <b>Şekil 2.6:</b> KS (Sukuk) Genel Yapısı.....                                              | 151 |
| <b>Şekil 3.1:</b> Finansal Kriz Türleri.....                                                | 165 |

## GRAFİKLER

|                                                                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Grafik 1.1:</b> Reel Kârların Yüzdesi Olarak Finansal Kârlar (%) .....                                           | 50  |
| <b>Grafik 1.2:</b> ABD Ekonomisinin Uzun Dönem Reel Büyüme Rakamları .....                                          | 57  |
| <b>Grafik 1.3:</b> ABD Ekonomisinde Kâr Oranları (1947-2004).....                                                   | 58  |
| <b>Grafik 1.4:</b> ABD'de Arasında Üretkenlik ve Ücretlerin Seyri, (1947-2007).....                                 | 59  |
| <b>Grafik 1.5:</b> ABD Hane halkı Borcu / GSYH (1960-2014).....                                                     | 60  |
| <b>Grafik 1.6:</b> ABD Arasında Maaş ve Ücretlerin GSYH'ye Oranı, (1965-2011).....                                  | 60  |
| <b>Grafik 1.7:</b> ABD Cari Açık / GSYH (1960-2011 / %) .....                                                       | 61  |
| <b>Grafik 2.1:</b> Türkiye'de İnşaat Sektörünün GSYH İçindeki Payı (1998-2017 / %) ...                              | 102 |
| <b>Grafik 2.2:</b> Türkiye'de GSHY ile İnşaat Sektörünün Büyüme Oranları .....                                      | 103 |
| <b>Grafik 2.3:</b> Türkiye'de İnşaatın İstihdam İçindeki Payı (2000-2018) .....                                     | 104 |
| <b>Grafik 2.4:</b> Türkiye'de Yapı İzin İstatistikleri (2002-2018) .....                                            | 106 |
| <b>Grafik 2.5:</b> Türkiye Konut Satış İstatistiği, (2008-2018).....                                                | 108 |
| <b>Grafik 2.6:</b> Türkiye'de Bankaların Toplam Aktif Büyüklüğü / GSYH,.....                                        | 116 |
| <b>Grafik 2.7:</b> Türkiye Brüt Dış Borç Stoku, (Ekim 1989-Ekim 2019).....                                          | 118 |
| <b>Grafik 2.8:</b> Yurtiçi Tasarrufların Ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYH İçindeki Payı (1998-2016 / %).....    | 119 |
| <b>Grafik 2.9:</b> Türkiye Ödemeler Bilançosu, (2000-2014 / Milyon ABD Doları).....                                 | 120 |
| <b>Grafik 2.10:</b> Türkiye'de Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri, (2002-2020)..... | 121 |
| <b>Grafik 2.11:</b> Türkiye İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (2007-2020) .....                                 | 122 |
| <b>Grafik 2.12:</b> Türkiye'de Bankaların Kullandığı Kredi Türlerinin Dağılımı (2012-2019) .....                    | 129 |
| <b>Grafik 2.13:</b> Türkiye'de Seçilmiş Sektörlerin Toplam Krediler İçindeki Payı (2019) .....                      | 130 |
| <b>Grafik 2.14:</b> Türkiye'de Enflasyon Ve Faiz Oranları, (2004-2019).....                                         | 130 |
| <b>Grafik 2.15:</b> Türkiye'de Toplam Konut Kredisi İçinde Kamunun Payı .....                                       | 132 |
| <b>Grafik 2.16:</b> Türkiye'de Toplam Konut Satışları (2013-2019).....                                              | 133 |
| <b>Grafik 2.17:</b> Türkiye'de GYO'ların Büyüklük Dağılımları (%).....                                              | 157 |
| <b>Grafik 3.1:</b> Türkiye Cari İşlemler Hesabı (Ocak 1992-Ocak 2020) .....                                         | 172 |
| <b>Grafik 3.2:</b> Türkiye İnşaat Sektörüne Doğrudan Yabancı Yatırımlar .....                                       | 182 |
| <b>Grafik 3.3:</b> M3 Para Arzı Artış Hızı ABD ve Türkiye, .....                                                    | 187 |
| <b>Grafik 3.4:</b> ABD Faiz Oranları, (1940-2011).....                                                              | 190 |
| <b>Grafik 3.5:</b> Türkiye Konut Kredisi Faiz Oranları, (2002-2019).....                                            | 192 |
| <b>Grafik 3.6:</b> Türkiye'de Konut Alım Kredileri (Net değişim, %).....                                            | 194 |
| <b>Grafik 3.7:</b> Türkiye'de Birinci El ve İkinci El Konut Satışları, (2013-2018) .....                            | 196 |
| <b>Grafik 3.8:</b> Finansal olmayan kurumsal borç, tüm araçlar, GSYH %, (ABD 1950-2019, Türkiye 2010-2019).....     | 200 |
| <b>Grafik 3.9:</b> Genel Devlet Borçları, GSYH %, (ABD 1950-2019, Türkiye 2010-2019) .....                          | 201 |
| <b>Grafik 3.10:</b> Özel Borç, Tüm Araçlar, GSYH %, (ABD 1950-2019, Türkiye 2010-2019) .....                        | 201 |
| <b>Grafik 3.11:</b> Türkiye'de Takipteki Alacaklar / Krediler, (2016-Mart 2020 / %).....                            | 202 |

|                                                                                                                                                    |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Grafik 3.12:</b> Türkiye Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu - Borçluya Göre Dağılımı, (2002-2020 / ABD Doları) ..... | 204 |
| <b>Grafik 3.13:</b> Türkiye'nin Kısa Vadeli Dış Borç Stoku .....                                                                                   | 204 |
| <b>Grafik 3.14:</b> Türkiye Cari İşlemler Hesabı ve Finans Hesabı / Net, .....                                                                     | 205 |
| <b>Grafik 3.15:</b> Türkiye Nominal Döviz Kuru, (2013-2020) .....                                                                                  | 206 |
| <b>Grafik 3.16:</b> Türkiye Reel Efektif Döviz Kuru, (2002-2020).....                                                                              | 206 |
| <b>Grafik 3.17:</b> Türkiye Uluslararası Yatırım Pozisyonu, (2011-2019).....                                                                       | 208 |
| <b>Grafik 3.18:</b> ABD 2008 Öncesi Riskli kredilerde artış, (1995-2008) .....                                                                     | 212 |
| <b>Grafik 3.19:</b> ABD Problemlili Kredilerin Oranı, (1998-2010).....                                                                             | 214 |
| <b>Grafik 3.20:</b> Türkiye Seçilmiş Sektörlerde Takibe Dönüşüm Oranları .....                                                                     | 215 |
| <b>Grafik 3.21:</b> Türkiye İnşaat Sektörüne Açılan Nakdi-Gayri Nakdi Krediler ile Takipteki İnşaat Kredilerinin Artış Oranı, (2005-2019) .....    | 216 |
| <b>Grafik 3.22:</b> Emlak GYO Gelir Paylaşım Modelli Projelerde Şirket Payı .....                                                                  | 222 |
| <b>Grafik 3.23:</b> ABD Case-Schiller Ev Fiyat Endeksi-ABD Tüketici Fiyat Endeksi (Mart 2000-Eylül 2017) .....                                     | 224 |
| <b>Grafik 3.24:</b> ABD'de Yeni Ev Satışları, (2002 1.Çeyrek - 2008 3.Çeyrek) .....                                                                | 225 |
| <b>Grafik 3.25:</b> Türkiye'de Konut Fiyat ve Maliyet Endeksi.....                                                                                 | 226 |
| <b>Grafik 3.26:</b> Reel Konut Fiyat Endeksi OECD, Euro Area, Turkey.....                                                                          | 227 |
| <b>Grafik 3.27:</b> Dünyada Ev Fiyatlarının En Fazla Artığı 10 Ülke (2013-2018 / %).....                                                           | 227 |
| <b>Grafik 3.28:</b> Türkiye Konut Fiyat Endeksi (Seviye, 2017=100), .....                                                                          | 228 |
| <b>Grafik 3.29:</b> Konut Fiyat Endeksi (Yıllık % Değişim/2017=100).....                                                                           | 229 |
| <b>Grafik 3.30:</b> Türkiye'de Yapı Kullanım İzinleri Ve Yapı Ruhsatları (2007-2017) ....                                                          | 230 |
| <b>Grafik 3.31:</b> Konut Fiyat/Kira Endeksi, OECD, Euro Area, Turkey (2010-2017)....                                                              | 231 |
| <b>Grafik 3.32:</b> Türkiye Konut Yatırımı Geri Dönüş Süresi (2009-2017) .....                                                                     | 232 |

## SİMGELER VE KISALTMALAR

|                    |                                                                                  |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>AB</b>          | : Avrupa Birliği                                                                 |
| <b>ABD</b>         | : Amerika Birleşik Devletleri                                                    |
| <b>ABS</b>         | : Asset Backed Securities Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler                        |
| <b>AIG</b>         | : American International Group                                                   |
| <b>AKP</b>         | : Adalet ve Kalkınma Partisi                                                     |
| <b>ARM</b>         | : Adjustable Rate Mortgages (Ayarlanabilir Oranlı İpotekli Konut Kredileri)      |
| <b>AVM</b>         | : Alışveriş Merkezi                                                              |
| <b>BDDK</b>        | : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu                                       |
| <b>BİST</b>        | : Borsa İstanbul A.Ş.                                                            |
| <b>BWS</b>         | : Bretton Woods Sistemi                                                          |
| <b>CBO</b>         | : Collateralized Bond Obligation (Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri)      |
| <b>CDO</b>         | : Collateralized Debt Obligations ( Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri)      |
| <b>CDS</b>         | : Credit Default Swaps (Kredi Takas Sözleşmeleri)                                |
| <b>CLO</b>         | : Collateralized Loan Obligation (Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri)       |
| <b>CMO</b>         | : Collateralized Mortgage Obligation (Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri). |
| <b>DİBS</b>        | : Devlet İç Borçlanma Senedi                                                     |
| <b>Fannie Mae</b>  | : Federal National Mortgage Association (Federal Ulusal İpotek Birliği)          |
| <b>FDIC</b>        | : Federal Deposit Insurance Corporation (Federal Mevduat Sigorta Şirketi)        |
| <b>FED</b>         | : Federal Reserve Bank - ABD Merkez Bankası                                      |
| <b>FGS</b>         | : Faiz Getiren Sermaye                                                           |
| <b>FHA</b>         | : Federal Housing Administration-Federal Konut Yönetimi                          |
| <b>Freddie Mac</b> | : Federal Home Loan Mortgage Corporation (Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi)  |
| <b>Ginnie Mae</b>  | : Government National Mortgage Association (Hükümet Ulusal İpotek Kurumu)        |
| <b>GS</b>          | : Gayrimenkul Sertifikaları                                                      |
| <b>GSYH</b>        | : Gayrisafi Yurtiçi Hasıla                                                       |
| <b>GYF</b>         | : Gayrimenkul Yatırım Fonları                                                    |
| <b>GYO</b>         | : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları                                               |
| <b>GYODER</b>      | : Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği                           |
| <b>IMF</b>         | : International Money Fund (Uluslararası Para Fonu)                              |
| <b>İFK</b>         | : İpotek Finansman Kuruluşları                                                   |
| <b>İNTES</b>       | : Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası                                  |

|                |                                                                                                             |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>KAP</b>     | : Kamu Aydınlatma Platformu                                                                                 |
| <b>KFF</b>     | : Konut Finansman Fonları                                                                                   |
| <b>KS</b>      | : Kira Sertifikaları                                                                                        |
| <b>MBB</b>     | : Mortgage Backed Bonds (İpotekli Konut Kredilerine Dayalı Tahviller)                                       |
| <b>MBS</b>     | : Mortgage Backed Securities (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)                                              |
| <b>MPSs</b>    | : Mortgage Pass Through Securities (İpotekli Konut Kredilerine Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler)     |
| <b>OECD</b>    | : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı                                                                  |
| <b>S&amp;L</b> | : Savings and Loan Associations (Tasarruf ve Kredi Kurumları)                                               |
| <b>SIV</b>     | : Structured Investment Vehicles (Yapılandırılmış Yatırım Araçları)                                         |
| <b>SMBs</b>    | : Stripped Mortgage Backed Securities (Getirisi Ayrılan İpotekli Konut Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetler) |
| <b>SPK</b>     | : Sermaye Piyasası Kurulu                                                                                   |
| <b>SPV</b>     | : Special Purpose Vehicle (Özel Amaçlı Araçlar)                                                             |
| <b>TBB</b>     | : Türkiye Bankalar Birliği                                                                                  |
| <b>TCMB</b>    | : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası                                                                         |
| <b>TDFS</b>    | : Tasarrufa Dayalı Faizsiz Finansman Sistemi                                                                |
| <b>TMMOB</b>   | : Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği                                                                    |
| <b>TOKİ</b>    | : Toplu Konut İdaresi Başkanlığı                                                                            |
| <b>TSPB</b>    | : Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği                                                                        |
| <b>TÜİK</b>    | : Türkiye İstatistik Kurumu                                                                                 |
| <b>TÜFE</b>    | : Tüketici Fiyat Endeksi                                                                                    |
| <b>UPS</b>     | : Uluslararası Para Sistemi                                                                                 |
| <b>VFF</b>     | : Varlık Finansman Fonları                                                                                  |
| <b>VİDMK</b>   | : Varlığa Ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler                                                                |
| <b>VİTMK</b>   | : Varlık Ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler                                                               |
| <b>VKŞ</b>     | : Varlık Kiralama Şirketleri                                                                                |
| <b>WB</b>      | : World Bank (Dünya Bankası)                                                                                |

## GİRİŞ

Neoliberal sermaye birikim sürecinin sonucu olarak açığa çıkan ABD merkezli 2008 Dünya Ekonomik Krizi'nin, 1929 krizi ve öncesindeki büyük çaplı ekonomik krizlere göre en belirgin özelliği, finansal dinamiklerin daha fazla rol üstlenmesidir. 2008 Konut Balonu ve Finansal Kriz üzerine yapılan araştırmalarda, krize neden olan dinamikler, iktisat okullarının yaklaşımlarına göre "içsel" ya da "dışsal" olarak ele alınmış ve farklı biçimlerde açıklanmıştır. Bu çalışmalarda, krize neden olan farklı dinamikleri açıklanmakla birlikte, özel olarak varlık fiyat balonlarının yol açtığı finansal krizlere ilişkin, bazı temel belirleyenler içerisinde şunlar ön plana çıkarılmıştır;

- 1- Aşırı sermaye birikimi ve düşen kâr oranlarının verimlilik artışı ile birlikte ortaya çıkardığı sermaye hareketlerinin serbestliği ortamında küresel likidite bolluğunun kârlı yatırım arayışı,
- 2- Finansal serbestleşme temelinde neoliberal politikaların yol açtığı borçlanarak tüketim ve kredi arzı artışı, açılan kredilerin dayanak edilerek türev ürünler biçiminde risklerin menkul kıymetleştirilmesi, finansal kurum ve araçların ekonomideki ağırlığını artışına bağlı olarak güçlü finansallaşma eğilimi,
- 3- Finansal serbestleşme ortamında değişen uluslararası para sistemi (UPS) ve de Merkez Bankası (MB) fiyat istikrarının hedeflediği düşük enflasyon ve düşük faiz politikasının kredi arzını körükleyerek finansal balonlar oluşturmaları,
- 4- Kredi arzıyla birlikte balon oluşturacak şekilde riskli yatırımların artmasına neden olan asimetrik bilgilenme; ters seçim ve ahlaki risk problemi,
- 5- "Hayvani içgüdüler" şeklinde açıklanan "sürü psikolojisi" ortamında geleceğe dair iyimser beklentilerin körüklediği spekülasyon yatırımları,
- 6- Ve nihayet, bütün bu faktörlerin karşılıklı etkileşimi sonucunda balon oluşan varlıkta (örneğin konut balonu), arzın talebi aşması ve de piyasa fiyatlarının varlığın gerçek değerinin çok üzerinde işlem görmeye başlaması biçiminde ortaya çıkan arz-talep, fiyat-değer dengesizliği.

2008 Krizi, 1980'lerin başından itibaren neoliberal temelde yeniden inşa edilen dünya ekonomisinin, krizlerin bir daha yaşanmayacağı varsayımı ve serbest piyasaların mükemmel işlediği algısı içindeki ana akım iktisat ve siyaset otoritelerini beklemedikleri bir manzarayla karşı karşıya bırakmıştı. Kriz neden çıkmıştı? Ana akım iktisat, krizi tetikleyen “dışsal şokları” araştırmaya çalışırken, Keynesyenler sürü psikolojisi ve spekülasyon yatırımların neden olduğu asimetrik bilgilenme ve finansal istikrarsızlık sorunları üzerinde durmuştur. Marksistler ise sermaye birikiminin kriz üreten içsel mekanizmalarının 1970'lerden sonra hangi biçimlerde açığa çıktığını araştırmıştır. Tüm araştırmaların üzerinde yoğunlaştığı temel iki noktadan biri, finansallaşmanın genel ekonomik faaliyetler üzerinde artan etkisinin ortaya çıkardığı sonuçlar ve diğeri, gayrimenkul sektörünün finansal piyasalar ve sermaye birikim süreci tarafından içerilmesinin ortaya çıkardığı manzara! Bu ekseninde, 1980'li yılların başından itibaren hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler (GOÜ)'lerde yaşanan çok sayıda bölgesel, ulusal ölçekteki finansal krizler, 2008 Krizi'yle birlikte masaya yatırılmıştır. Yapılan analizlerde öne çıkan kavramlardan biri varlık fiyat balonları olmuştur. Keza, gayrimenkul, hisse senetleriyle birlikte varlık fiyat balonlarının oluşumuna en uygun araçlardan biri olagelmıştır. Dolayısıyla 2008 sonrasında gözler, gayrimenkul sektörünün aşırı büyümeye başladığı diğer ülkelere çevrildi. Bunların içinde, Türkiye dikkat çekici bir şekilde öne çıkan ülkelerden arasında yer almıştır. Türkiye gayrimenkul piyasasında fiyat balonu oluşuyor mu, gayrimenkul üzerine yoğunlaşan ekonomik faaliyetler ve sermaye birikim süreci, bir krizle sonuçlanır mı, sonuçlanırsa ekonomiye ve dolayısıyla topluma maliyeti ne olur? ABD'de oluşan konut balonunun bir benzeri Türkiye'de ortaya çıkar mı, çıkarsa nasıl çıkar ve etkileri ne olur? Bu sorular, hala daha detaylı ve muğlak olmayan bir açıklama ihtiyacını gerektirmiştir. Bu Tez'in konusu, bu ihtiyaca binaen ortaya çıkmıştır.

Yukarıda ortaya konulan ekseninde, Tez'in ana krokisi 2008 Krizi üzerine yapılan yoğun bir okuma ve araştırma sonucunda oluşmuştur. Yapılan bu ön araştırma sürecinde ABD'de emlak piyasasında yaşanan krizin belirleyicileri olarak yukarıda sayılan faktörlerin, 2002'den bu yana farklı ölçeklerde Türkiye gayrimenkul piyasasında da işlediği tespit edilmiştir. Kârlı yatırım arayışı içinde olan küresel fonların konut sektörüne yönelmesi, hanehalkı borçlanmasındaki artış, düşük faiz politikası, asimetrik bilgilenme ve spekülasyon gibi değişkenlerin varlığı, Türkiye

gayrimenkul piyasasında da etkindir. Bu değişkenler, 2008 öncesinde ABD emlak piyasasında olduğu gibi, Türkiye gayrimenkul piyasasında da arz-talep ve fiyat-değer ilişkisinin bozulmasına yol açmaktadır. Gayrimenkul piyasasının muazzam bir şekilde finansallaşmasının yanı sıra, Türkiye açısından makroekonomik verilerin işaret ettiği önemli sonuçlardan biri, finansallaşma ve inşaat odaklı büyüme sürecinin özel sektörün artan dış borç stoku ile birlikte ekonomiyi daha kırılgan bir yapıya sürüklemiş olmasıdır. Türkiye gayrimenkul piyasası iktisadi krizlere açık olan yapı içinde şekillenmektedir. Finansal krize yol açan koşullar ekonomik ortamın genel yapısından kaynaklandığı için, başta finansallaşma ve inşaat sektörü olmak üzere ekonomiye dair tarihsel ve makro verilerle, Türkiye gayrimenkul piyasasının dönüşümü incelenmiş ve analiz edilmiştir.

Tez kapsamında, öncelikle finansallaşma dinamiklerinin makro temelde emlak fiyat balonlarının oluşumunda nasıl bir rol üstlendiği belirtilmiştir. Bu kapsamda, ABD 2008 Krizi'ni açığa çıkaran mekanizma, süreç ve dinamikler daha net bir şekilde ortaya konularak, bu dinamiklerin Türkiye gayrimenkul piyasasında etkili olup olmadığı, oluyorsa ne yönde ve nasıl etkili olduğu araştırılmıştır. Öncelikle, Tez kapsamında 2008 Krizi'ni hazırlayan genel ekonomik şartlar ve makro koşullar ABD ekonomisi açısından ortaya konulmuştur. ABD 2008 Krizi'ne neden olan kredi arzı, türev ürün, menkul kıymet gibi finansal araçlarla birlikte bu araçların hacmini yükselten finansal kurumların makro temelde dökümü yapılmıştır. Bu kapsamda, 2008 krizinin temel unsurları olan neoliberal finansallaşma süreci, genel olarak varlık balonları, özel olarak gayrimenkul balonu, gayrimenkul sektörünün sermaye birikimi ve finansallaşma yönünde geçirdiği dönüşüm ile birlikte 2008 Krizi'ni hazırlayan koşullar, Tez'imizin birinci bölümünün ana konusu olarak ele alınmıştır. Neoliberalizm ve finansal krizler, bu krizleri açığa çıkaran sermaye birikim ve finansallaşma süreçleri (özellikle gayrimenkul sektöründe işlevsel olan rant teorisi) ile birlikte varlık ve gayrimenkul balonları incelenerek, 2008 Krizi'ne yol açan temel dinamiklerin kuramsal boyutları inşa edilmiştir.

Türkiye gayrimenkul piyasasının finansallaşma biçiminde 2002'de başlayan dönüşüm süreci, kriz potansiyeli ile birlikte daha iyi kavrayabilmek için Tez'in ikinci bölümünde ele alınmıştır. Bu kapsamda, Türkiye'de neoliberal finansallaşma sürecinin gayrimenkul piyasasında nasıl ve hangi biçimlerde yaşandığı araştırılmıştır.

ABD ile benzer ve farklı yönleri gözetilerek, bu bölümde, oldukça yeni olması ve henüz üzerinde yeterince çalışma yapılmamış olması dolayısıyla, Türkiye gayrimenkul piyasasının finansallaşma dinamiklerine daha fazla odaklanılarak araştırma sonuçları ortaya konulmuştur. 2002'den sonra Türkiye ekonomisinin önemli oranda inşaat odaklı büyümesine paralel bir şekilde gayrimenkul sektöründe finansallaşma dinamikleri yönünden muazzam bir dönüşüm yaşandığı, finansal kurum ve araçlar ve bunlara dair ampirik verilerle gösterilmiştir. Bu süreçte baştan aşağı kentsel dönüşüm kapsamında yenilenen imar mevzuatında bu dinamiklerin izi sürülerek ayrıca belirtilmiştir.

Nihayet, Tez'in üçüncü bölümünde, neoliberal dönüşüm sürecinde etkisi artan finansal dinamiklerin, ABD'de başlayan 2008 krizinde nasıl rol oynadığı daha da somut verilerle ele alınarak, bu dinamiklerin Türkiye gayrimenkul piyasasında işleyip işlemediği ya da ne ölçüde işlediği, mümkün olabildiğince tarihsel verilerle ortaya konulmaya çalışılmıştır. 2008 Krizi'nin açığa çıkmasında temel rolü üstlenmiş bu dinamiklerin, ABD'de konut piyasasındaki işleyişi ve balona etkisi ortaya konularak, bunların Türkiye konut piyasasında nasıl etkin olduğu, olacağı ya da olabileceği üzerine düşünülmüştür. Ve 2008 Kriz dinamiklerinin, Türkiye'de gayrimenkul piyasasındaki işleyiş biçimi/özgünlüğü gözetilerek, Türkiye emlak piyasasına projeksiyon tutulmaya çalışılmıştır. Kentsel dönüşüm ve planlanan büyük ölçekli projeler eşliğinde gayrimenkul sektörünün Türkiye'de ilerlediği hattın, olası sonuçları bu dinamikler gözetilerek yorumlanmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **FİNANSALLAŞMA VE 2008 KRİZİ: ABD GAYRİMENKUL PİYASASI**

ABD 2008 Krizi'nin açığa çıktığı alan emlak piyasası olmuştur. 2008 Krizi öncesinde gayrimenkul piyasasının aşırı finansallaşması ABD konut balonunu şişirmiş, balonun patlaması ise finansal kurumlarla birlikte reel ekonomiyi derin bir krize sürüklemiştir. Başta gayrimenkul balonları olmak üzere varlık balonları biçiminde finansal krizlerin yaygınlaşmasını tetikleyen süreç ise 1970'lerde yaşanan krizlerin akabinde sermayenin yeni birikim koşullarını harekete geçirmek üzere hayata geçirilen neoliberal politikalar. Bu politikalarının tüm dünyada yaygınlaşmasını sağlayan öncü güç ise ABD'dir. Türkiye emlak piyasasının 2008 Kriz dinamikleri yönünden sağlıklı bir analize tabi tutulabilmesi için, ABD'nin öncülüğünü yaptığı neoliberalizm ve finansallaşma süreci ile birlikte gayrimenkul piyasasının finansallaşması, finansal krizlerin oluşumu anlatıldıktan sonra, 2008 konut balonunu açığa çıkaran temel dinamiklerin belirlenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla bu bölümün ana konularını bu başlıklar oluşturmuştur.

#### **1.1. Neoliberal Finansallaşma Sürecinde Gayrimenkul Piyasası**

1970'li yıllarda yaşanan krizler sermayeyi yeni arayışlara itmiş, bu arayışın sonucu, neoliberal ideolojinin şekillendirdiği iktisadi “reçetelerde” karşılığını bulmuştur. Gelişen teknolojilerin mümkün kıldığı esnek üretim sistemleri ile gelişmiş kapitalist ülkelerde yapılan işlerin ve sektörlerin bir kısmı gelişmekte olan “çevre” ülkelere kaydırılmış, küresel üretim ağları oluşturulmuştur. 1980'lerin başından itibaren kapitalizm neoliberal politikalarla yeniden yapılandırılırken, küresel ölçekte sermaye birikiminin önünü açmak üzere piyasalaştırma, serbestleştirme ve özelleştirme politikalarıyla meta üretiminin alanları genişletilmiştir. Sermaye birikiminin ikincil döngüsü olarak işlevsel olan gayrimenkul piyasası, neoliberalizm döneminde atıl durumunda bulunan fonların en fazla yöneldiği sektörlerin başında

yer almıştır. Bu durumun yol açtığı en önemli sonuçlarından birisi küresel ölçekte gayrimenkul balonlarının oluşması ve finansal krizlerle sonuçlanmasıdır. Konut balonunun en sarsıcı ve en son halkası ise ABD 2008 emlak balonu olmuştur.

### 1.1.1. Neoliberalizm ve Finansallaşma

1970'lerde yaşanan krizlerin ardından Keynesçilik yerini aşama aşama bileşik ve eşitsiz bir gelişim<sup>1</sup> izleyen neoliberal bir programa bırakırken, bu süreçte ABD ve İngiltere başı çekmiştir. Onları Kıta Avrupası ve Japonya izlerken, Latin Amerika, 1997 Asya krizinden sonra ise Asya'nın gelişmekte olan ekonomileri bu kervana katılmıştır. İlk deneyi 1973'te sosyalist bir hükümeti askeri darbe ile deviren General Pinochet yönetimindeki Şili'de yapılmış olmasına karşın neoliberalizmi tarih sahnesine esas olarak çıkaranlar 1979 yılında Britanya'da Margeret Thatcher, ABD'de ise 1981 başında Ronald Reagan olmuştur. Neoliberalizm, 1980'lerin başından itibaren *“eşitsiz bir tempo ve derinlikte yaklaşık on yıllık bir süre içinde”* yayılırken, Türkiye'de 1980'de askeri darbesi ve darbenin başbakan yardımcısı Turgut Özal ile neoliberalizmin önü açılmıştır. 1989'da Berlin Duvarının yıkımı ardından Doğu Avrupa ve 1991 yıkımıyla Sovyet (SSCB) coğrafyası, bu yıllarda bir çöküş yaşamamakla birlikte Çin, neoliberal temelde kapitalizmin restorasyonuna devasa bir alan sunmuştur (Savran, 2013: 82-3).

Kapitalist üretim ilişkilerinin neoliberal temelde dönüşümü sağlamak için IMF, DB, DTÖ gibi uluslararası sermaye kuruluşları ile ulusal devletler etkin bir rol üstlenmiştir. Devletin rolü kapsamında neoliberalizm<sup>2</sup>, iki önemli evreden geçmiştir.

---

<sup>1</sup> Kapitalist sermaye birikimi sürecinin en önemli özelliği, hem ulusal hem de uluslararası düzeyde eşitsiz ve bileşik gelişmesidir. Türkay'ın belirttiği gibi, eşitsiz ve bileşik gelişme, sermaye birikiminin genel eğilimidir. Kapitalizm, hiyerarşiye ve güç ilişkilerine dayalı bir sistemdir. Güç ilişkileri, kapitalist sistemin devamlılığını, farklı koşul ve krizlerde bile kendini yeniden üretebilmesini sağlamaktadır. Böylece eşitsizlik, zaman ve mekâna bağlı olarak değişen/dönüşen ilişkiler, kavramlar, kurumlar ve mekanizmalar ile varlığını devam ettirmektedir (Türkay, 2009: 87).

<sup>2</sup> Neoliberalizm, iktisat politikası açısından liberal ilkeye dayanmaktadır. Liberalizm, “serbest” piyasa ekonomisi kuralları çerçevesinde bireyciliğe öncelik tanıyan bir ideolojidir. 1980'li yılların başlarında bu ilkeye dayanan Yeni Ekonomik Düzen ile “sosyal devlet anlayışı” terk edilerek, mal-hizmet sermaye hareketlerinin önündeki tüm engeller kaldırılarak tam serbestlik amaçlanmıştır. Bu anlayışa göre, “serbest girişim”, “serbest ticaret”, “tam rekabet” ve “serbest piyasada oluşan fiyat mekanizması” sayesinde kaynakların etkin dağılırken, verimlilik ile kârlılık artmaktadır (Sönmez, 1998: 511-2). Neoliberal teoriye göre, serbest ticaret ülkelere karşılıklı yarar sağlamaktadır. Küresel ölçekte

Bunlardan ilki 1980'ler ile başlayan "Washington Uzlaşısı", ikincisi ise 1990'ların sonlarında gerçekleşen "Post-Washington Uzlaşısı"dır. "Washington Uzlaşısı" ile, erken kapitalistleşmiş ülkelerdeki sosyal refah devletinin ve geç kapitalistleşmiş ülkelerdeki ithal ikameci politikaların terk edilmesi savunularak (Akçay ve Türkay, 2006: 325), piyasalara yönelik devlet müdahalesine karşı çıkmıştır (Fine, 2001). Türkiye, Arjantin, Doğu Asya vd. ülkelerde 1990'ların sonlarına doğru yaşanan krizler sonucunda ise neoliberal politikalar gözden geçirilerek Post-Washington Uzlaşısı'na gidilmiştir. Post-Washington Uzlaşısı'nda devlet sermaye birikiminin mantığına uygun bir şekilde "*kalkınma sürecinin önemli bir aktörü*" olarak kabul görmüştür (Öniş ve Şensen, 2003: 15).<sup>3</sup>

Neoliberalizmin en önemli özelliklerinden biri sermayenin bütün formlarının küresel ölçekte serbest dolaşımıdır. Bu kapsamdaki politikalara küreselleşme ya da globalizm denilmiştir. 19. yüzyıldaki liberal küreselleşmenin neoliberal küreselleşmeden en önemli farkı, birincisinde daha çok para ve ticari (meta) sermayenin dünya ölçeğinde dolaşımı gerçekleşirken, ikincisinde ise sermayenin para, ticari ve üretken formlarının tümünün dünya ölçeğinde dolaşımının önü açılmıştır (Türkay, 2009: 256). Neoliberalizmle birlikte uluslararası kapitalist entegrasyon, mümkün olan en üst düzeye çıkarılmak istenmiş, bu amaçla para, meta ve üretici sermayenin uluslararası serbest dolaşımını sağlayacak düzenlemelere gidilmiştir (Türkay, 2009: 76-78).<sup>4</sup>

---

serbest piyasalar, etkinlik ve verimliliği arttırmaktadır. Tüm ülkeler sermaye ve doğrudan yabancı yatırımları çekecek ortamı yarattıklarında, dünya tarihinin makûs talihi olan yoksulluk son bulacaktır. Küresel fonlara ulaşım ve küresel pazarlara katılım yoluyla iktisadi büyüme, refah artışı, özgürlük ve küresel adalet gerçekleşecektir (Smith, 2011: 247-8).

<sup>3</sup> Uzak Doğu krizi sırasında DB baş ekonomisti olan J. Stiglitz, *Post-Washington Uzlaşısı'nın* önde gelen teorisyenlerinden biridir. 2000'lerde egemen görüş haline gelen bu akıma ait düşüncelerin ana hatları, 1997'de basılan "*Değişen Dünyada Devlet*" isimli Dünya Bankası (DB) Raporu'nda dile getirilmiştir. Rapor'a göre "etkin devlet", kapitalizmin iktisadi kurumlarının ve ekonomik kalkınmanın temel koşuludur. Akımın önde gelen isimlerinden bir diğeri olan D. Rodrik, neo-klasik iktisadın revize edilmiş halinden hareketle piyasaların işleyebilmesi için etkin kurumların gerekliliğini ve gerekli kurumsal ortamın sağlanmasını savunmaktadır. Yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde piyasanın gizli eli kurumsallaşmadığı için piyasalar sürekli kriz halindedir. Etkin devlet, etkin kurumların inşasıyla mümkündür. Kapasite arttırıcı reformlar ve şeffaflık, etkinliğin zorunlu gerekleridir. Doğru'nun *piyasa merkezli kurumsalcılık* şeklinde adlandırdığı bu yaklaşım, gelişmekte olan ülkelere bir kalkınma paradigması olarak sunulmuştur (Doğru, 2016: 217-8).

<sup>4</sup> Neoliberalizmin en önemli özelliklerinden biri üretim sermayesinin küreselleşmesidir. 1945 sonrasında çok sayıda eski sömürge-yeni ulus devlet ithal ikameci sanayileşme stratejileri eşliğinde temel tüketim mallarının üretimine yönelmiştir. Bu dönemde uluslararası üretken sermaye bir yandan tüketim mallarının üretimi için gerekli olan üretim araçlarının ithal edilmesi, diğer yandan korunma olanaklarının avantajlarından yararlanıp doğrudan sermaye yatırımları biçiminde bu

Üretim sermayesinin küreselleşmesi ile birlikte neoliberalizmin önemli bir diğer özelliği, finansal serbestleşmedir. Finansal liberalizasyonun teorik temelde işleyen iki önemli isimden biri Ronald McKinnon, diğeri ise Edward Shaw olmuştur. 1973’de birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda finansal liberalisasyonu finansal kaynakların dağılımında piyasanın etkin olduğu yapı olarak tanımlayan McKinnon ve Shaw, finansal serbestlikle birlikte finansal kaynakların daha etkin dağılacığını ve daha verimli bir şekilde kullanılacağını savunmuşlardır. Finansal piyasalara müdahaleyi “finansal baskılama” olarak ele alarak kredi kontrollerinin kaldırılmasını, faiz oranlarının deregülasyonunu (kuralsızlaştırma), finansal sektöre giriş serbestliğini, bankaların otonomisi ve özel mülkiyetini, uluslararası sermaye akımlarının serbestliğinin savunan yazarların bu çalışmaları “McKinnon Shaw Yaklaşımı” olarak literatüre geçmiştir. McKinnon Shaw Yaklaşımı’na göre kamu otoritelerinin finansal baskılama nedeniyle düşük faiz oranları tasarrufların önünde engel oluşturmuştur. Baskıyı oluşturan engeller kaldırıldığında, fon alışverişinin serbestliği ile birlikte “finansal derinlik” oluşacak, artan tasarruflarla birlikte iç ve dış kredi bulma olanakları kolaylaşacak ve verimli yatırımlara yönelecektir. Bankacılık sektöründe serbest rekabet, bankaların kredi aktarım işlevini daha sağlıklı kılacak, krediler riski düşük, başarı ihtimali yüksek yatırımların tercih edilmesine ve böylece verimliliğin artmasına neden olacaktır. Neo-klasik iktisadın varsayımlarını paylaştan yaklaşıma göre finansal serbestleşme ülkeler arasındaki faiz farklarını da zamanla ortadan kaldıracak ve sermayenin maliyetlerini eşitleyecektir. Böylece, finansal baskının kalkması ve finansal derinleşme etkin kaynak dağılımını sağlayacak ve ekonomik büyümeye ivme kazandıracaktır (Özdemir, 2013: 56-9).

Neoliberalizmin finansal alandaki önemli argümanlarından biri E. Fama tarafından geliştirildikten sonra “etkin piyasalar hipotezi” olarak adlandırılan teoridir. Buna göre, menkul kıymet piyasaları sistematik olarak etkindir. Etkin bir piyasada, tüm oyuncular, hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyen tam ve eksiksiz bilgiye sahiptir. Hisse senedinin borsada oluşan fiyatı, hisse senedinin gerçek değerine eşittir. Menkul kıymet alım satımlarından elde edilen kâr ya da karşılaşılan zarar tesadüfidir.

---

ülkelerde yer edinmiştir. Uluslararası sermaye hareketlerinin sınırlanması yönünde işlev gören uluslararası para sistemi (UPS), üretken sermayenin uluslararasılaşmasına, tam istihdam ve kalkınmacı iktisat politikası hedeflerine olanak tanımıştır. Dolayısıyla 1973’te Bretton Woods Sistemi (BWS)’nin çökmesiyle sermayenin uluslararasılaşmasında yeni bir evreye geçilmiştir. BWS ile sınırlanan para sermaye hareketleri finansal serbestleşme ile birlikte yeniden akışkan hale getirilirken bu aşamanın önemli ayırt edici özelliklerinden biri para, meta ve üretken sermaye fonksiyonlarının eş zamanlı olarak uluslararasılaşmasıdır (Akçay; 2017: 51-8).

Etkin piyasalar, vade, miktar ve risk ayarlamalarını en düşük bedelle gerçekleştirmektedir (Fama, 1970).

Neoliberal teoriye göre, uluslararası sermaye akımları serbestleştirildiğinde mali varlıklar, risk ve getirilerine göre doğru bir şekilde fiyatlanacaktır. Tasarrufları yetersiz olan ülkeler yurtdışı sermaye piyasalarından kaynak temin edebilecektir. Küresel tasarruflar üretkenliğin en yüksek olduğu yerlerde değerlendirilecektir (Yentürk ve Çimenoglu, 2005: 100).

Finansal serbestleşme, küresel üretim ağları, bilişim, iletişim teknolojilerdeki gelişmeler, sermayenin küresel ölçekte serbest dolaşım süreçleri, neoliberalizmin güçlü bir eğilimi olarak finansallaşma olgusunu ortaya çıkarmıştır. Ekonomide finansallaşma eğilimini güçlendiren önemli olgulardan biri uluslararası para sistemi (UPS)'de yaşanan değişimdir. 1970'li yıllarda yaşanan krizlerin sonucunda sabit kur üzerine kurulu Bretton Woods Sistemi (BWS) 1973'de çökmüş, esnek kur sistemlerine geçilmiştir. UPS'deki değişim MB'nin işlevini değiştirmiştir. 1971 sonrasında para sistemi açısından metalik öz tamamen anlamını yitirirken, tedricen bağlı kur sisteminden yani ulusal paraların değerini belirleyen *dışsal kısıttan*<sup>5</sup> uzaklaşarak esnek kur sistemine geçilmiştir. Esnek kur ve finansal serbestleşme sürecinde *parasal kısıt*, ulusal ekonomilerce içsel bir şekilde belirlenir olmuştur. Bu durum para arzını kontrol edecek bir otorite olarak merkez bankalarına yeni bir statü ve görev verilmesini gerektirmiştir. Merkez bankacılığı, para arzını enflasyon karşısı ve kredi genişlemenin sınırlarını belirleyecek kuramsal bir çerçevede donatılarak özerklik temelinde yeniden yapılandırılmıştır (Akçay: 2017: 46-58).

Neoliberal finansal serbestleşme ortamında merkez bankacılığının enflasyon karşısı politikaları ile birlikte faizlerin düşürülmesi üç temel sonuca yol açmıştır. Birincisinde, ulusal ekonomiler içindeki henüz finansal ilişkiler ağında yer almayan kesimler içerilmeye başlanmıştır. Enflasyon karşısı politikaların reel ücret artışlarını baskı altına almasının yol açtığı talep azalışı, borçlanma olanaklarının arttırılmasıyla giderilmiştir. İkinci sonuca göre, finansal serbestleşme ortamında ulusal ekonomiler

---

<sup>5</sup> Parasal kısıt, kapitalist ekonomide üretilen metallerin parasal karşılıklarının olması zorunluluğunu ifade etmektedir. Bu durum, özel bankacılığın yarattığı kredi paranın üretilen metallerin realizasyonu için gerekli miktarın üzerinde olmamasını gerektirirken, UPS açısından Altın Standardı altın rezervlerine bağlı olarak bunu otomatikman dışsal bir şekilde kurma ölçüsüne sahiptir. Bu ilişki BWS'de bir miktar gevşetilerek sürdürülmüştür. Bu sistemde üretilen metallerin ne kadarının realize olacağının ölçüsü, bankaların yarattığı krediler ile birlikte MB tarafından tutulan döviz rezervlerine bağlı kılınmıştır (Akçay, 2017: 49-50).

uluslararası yatırımları çekme yönünde yarışa girmiştir. Uluslararası fonlar ise dünya genelindeki faiz farklarından yararlanmak üzere harekete geçmiştir. Dolayısıyla üçüncü sonuç ise, varlık fiyatlarındaki hızlı artışla birlikte iş çevrimlerinin hızlanması şeklinde ortaya çıkmıştır (Akçay, 2017: 51-2).

Finansal serbestleşme sürecinde artan finansal istikrarsızlık ve risk ortamı, 1970'lerin sonlarına doğru bu risklere karşı korunmak amacıyla türev sözleşmelerin geliştirilmesine ve yaygınlaşmasına neden olmuştur. Döviz kuru, petrol fiyatı, emtia veya herhangi bir gelir akışına sahip reel ve finansal varlıklar üzerine düzenlenen türev ürün sözleşmeleri, satın alanlar açısından fiyat dalgalanmalarına karşı (fiyat riski) bir sigorta işlevi görmektedir. Bu sözleşmelere yatırım yapan spekülâtörler ise bu işlemlerden kazanç elde etme amacı gütmektedir. Bu kapsamda "riski tanımlama, hesaplama, fiyatlama ve paketleyip satma işlemleri küresel düzeyde" yeni finansal piyasaların oluşmasına temel hazırlamıştır. Böylece türev sözleşmelerin türetilerek metadan bağımsız olarak işlem gördüğü, riskin metalaştırıldığı ikincil bir piyasa oluşmuştur.<sup>6</sup> Türev ürünler ve onun bir biçimi olan menkul kıymetleştirme türleri, bu araçların piyasasını oluşturan yatırım bankacılığını yaygınlaştırmıştır.

Finansallaşmayı açığa çıkaran en önemli olgulardan bir diğeri, öncesinde büyük oranda kamusal olarak sunulan mal ve hizmetlerin neoliberalizmin bir gereği olarak piyasaya havale edilerek metalaştırmaya tabi tutulmasıdır. Eğitim, sağlık, sosyal güvenlik, konut vb.<sup>7</sup> harcama kalemlerinin artışı, reel ücretlerin baskılanması ve iş güvencesinin ortadan kaldırılması vb. gelişmeler geniş kitleler açısından borçlanmayı bir seçenek olmanın ötesinde zorunlu kılmıştır. 1970'lerdeki kriz ve düşen kâr oranlarına karşı öncelikle erken kapitalistleşen ülkelerden başlayan finansal serbestleşme dalgası geç kapitalistleşen ülkelere doğru harekete geçirilmiştir. 1970'lerin sonları ve 1980'lerin başlarında enflasyonu kontrol altına almak için uygulamaya konulan sert faiz düşüşleri özellikle ithal ikameci birikim modeliyle tıkanan Küresel Güney ülkelerini borç krizlerine sürüklerken, IMF ve DB

---

<sup>6</sup> Bilgisayar ve internet teknolojilerinin gelişimi finansal piyasaların büyümesine uygun bir zemin sunmuştur. Sayısal tekniklerle birlikte risk ve getiri beklentilerine göre değişen çok sayıda finansal ürünün geliştirilmiş, katılımcı sayısı artırılmıştır. Bilgisayar teknolojilerine dayalı yeni yöntemler, "her bilginin dikkatle ele alındığı, 24 saat sürekli işleyen ve coğrafi sınırları olmayan, odağında ise ABD piyasalarının olduğu bir piyasalar sistemi" açığa çıkarmıştır (Demir vd., 2008: 1).

<sup>7</sup> Neoliberalizm, "bu hizmetlere ayrılan fonları kısarak, bunları bedellendirerek ya da özelleştirerek, meta biçimini ve hizmetlerin bireysel düzeyde piyasa yoluyla elde edilmesini bu alanlara da" yaymıştır (Savran, 2013: 86).

eliyle uygulamaya konulan kurtarma planları finansal serbestleşmeyi koşul olarak dayatmıştır. Finansallaşma olarak adlandırılan bu süreç 1990'lı yıllardan itibaren dünya ekonomisinin işleyişinde önemli bir değişken olarak karşımıza çıkmıştır (Akçay ve Gürgen, 2014: 30-4; Akçay: 2017: 51-8).

Neoliberal politikaların etkisiyle iktisadi faaliyetler içinde finans sektörünün artan etkisi, finansallaşma teorilerinin gelişmesine zemin hazırlamıştır. Finansallaşma kavramının kabul görmesinde en önemli referans G.A. Epstein'in 2005 yılında yayımlanan, "Finansallaşma ve Dünya Ekonomisi" başlıklı çalışmasıdır. Epstein, G. Krippner'e dayanarak finansallaşmaya yönelik beş temel yaklaşım olduğunu belirtmiştir. Birinci yaklaşım finansallaşmayı, "hissedar değeri" ve şirket yönetim tarzının yükselişi olarak görmektedir. İkinci yaklaşımda finansallaşma, menkul kıymet borsalarının bankacılık sistemi üzerinde artan egemenliğidir. R. Hilferding'e referansla üçüncüsü yaklaşımda, rantıye sınıfın artan politik ve ekonomik gücü vurgulanmaktadır. Dördüncü yaklaşımda, yeni finansal araçların ve finansal işlemlerin artan hacmine dikkat çekilmektedir. G. Krippner'in savunduğu beşinci yaklaşımda ise finansallaşma, kârların daha çok meta üretimi ve ticaret dışından, finansal kanallarından elde edildiği bir birikim tarzı olarak tanımlanmıştır. Kozanoğlu, tüm beş yaklaşımdan hareketle Gerald A. Epstein'in yaptığı tanımın geniş kapsamıyla yaygın kabul gördüğünü belirtir (Kozanoğlu, 2011: 14). Buna göre finansallaşma, finansal aktör, kurum ve güdülerin ekonomide artan rolü anlamına gelmektedir (Epstein, 2005: 3).

J. B. Foster, finansallaşmanın kapitalist ekonomilerin ağırlık merkezini sanayi üretiminden finansal kurumlara doğru kaydıran büyük bir dönüşüm olduğunu savunmuştur. Foster'e göre, finansallaşmanın 5 temel göstergeye sahiptir. Bunlar;

- 1) *"Toplam kârlar içerisinde finansal kârların oranındaki artış;*
- 2) *GSYİH'nin oranı olarak borçluluk düzeyinde yükselme;*
- 3) *Finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin (FIRE) milli gelir içerisindeki payında artış;*
- 4) *Egzotik ve şeffaf olmayan finansal enstrümanların sayısında artış;*
- 5) *Finansal balonların artan rolü" (Foster, 2007: 2).*

Sweezy-Magdoff-Baran-Foster (Monthly Review) ekolüne göre, tekelleşme eğilimi nedeniyle kapitalizm, talep yetersizliği ve durgunlukla baş edebilmek için

finansallaşmaya yönelmiştir. Sweezy'e göre, 20. yüzyılda sermaye birikimini üç temel eğiliminin ilki, yüzyılın üçüncü çeyreğinden sonra büyüme oranının düşmesidir. İkincisi, tekelci ve çok uluslu firmaların belirginleşmesidir. Üçüncü temel eğilim ise finansallaşmadır. Tekelci mali sermayenin egemenliğinin simgesi olarak finansallaşma, sermayeyi finansal alana yatırım yapmaya itmiştir. Sermayenin üretimdeki kârlılığının negatif yönlü seyri ile baş ettiği alan olarak finansal kâr arayışı belirgin hale gelmiştir (Sweezy, 2011; Foster ve Magdoff, 2011).

Lapavitsas'a göre, finansallaşma olgun kapitalist ülkelerde üç ayırt edici özellik ile sistemik bir dönüşümü sembolize etmektedir. Birincisi, finans dışı şirketler bağımsız finansal yetenekler kazanmıştır. Bir yandan açık piyasalardan finansmana yönelmiş, diğer yandan iç kaynaklardan finansmana yönelirken bankalarla olan ilişkileri değişmiştir. İkincisi, bankalar açık piyasa işlemlerine yönelik aracılık faaliyetlerine yönelmiştir. Bu işlemlerden ücret, komisyon ve ticari kârlar elde eden bankalar, diğer taraftan borç vermek ve finansal varlıklarını idare etmek üzere hane halklarına yönelmiştir. Finansallaşmanın üçüncü önemli özelliği ise işçilerin borçlanmak ve de finansal varlık tutmak üzere finansal sisteme yönelmesidir. Bunun sonucu banka kârlarının önemli bir kısmı bireysel gelirlere el konularak elde edilmektedir (Lapavitsas, 2009: 121-2). Finansallaşma sürecini başlangıçta "finansal sömürü" daha sonra "finansal el koyma" ve "finansal müsadere" kavramlarıyla açıklayan Lapavitsas'a göre "finansallaşmış kapitalizm", kapitalist ekonomilerin yapısal dönüşümünü temsil etmektedir.<sup>8</sup> Üretimle dolaşım arasındaki denge dolaşım lehine değişmiştir (Lapavitsas, 2010a: 21-2).<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Lapavitsas'ın finansallaşmaya dair çalışmaları oldukça kullanışlı olmasına rağmen "finansal kapitalizm" tanımlaması sorunludur. Olguları betimlemek amacıyla kullanıldığı takdirde sorun oluşturmayacak "finansal kapitalizm" kavramı, kapitalizmin en temel karakteri olan toplumsal emeği metalaştırıp ondan artı-değer elde edilmesini mümkün kılan sermaye birikim sürecinde belirleyici rolün üretimden dolaşıma kaydığını vurgulaması oranında sorunlu ve çelişkilidir. Bu çelişkiyle bizzat onun kendi analizinde karşılaşmak mümkündür. Keza Lapavitsas'a göre, kapitalist işletmelerin aldığı finansal hizmetler artık değer üretimi ve dolaşımı için gereklidir. Finansal kurumların finansal mekanizmalarla elde ettiği kazançlar nihayetinde ödünç verilebilir sermayenin miktarına ve reel birikimin kârlılığına bağlıdır (Lapavitsas, 2009: 70). Kaldı ki, finansal müsadereyi başlangıçta "doğrudan sömürü" ya da "finansal sömürü" olarak adlandıran Lapavitsas, bu tercihten daha sonra vazgeçtiğini bizzat kendisi belirtmiş, "finansal sömürü" yerine "finansal müsadere" kavramını kullanmayı tercih etmiştir (Lapavitsas, 2010b: 48).

<sup>9</sup> Lapavitsas'ın kuramsal çerçevesini destekleyen çok sayıda çalışma yapılmıştır. Paulo L. dos Santos, büyük ve uluslararası çapta faaliyet gösteren bankalardan oluşan bir örneklemle bankaların kârlarında bireysel kredilerin öneminin giderek arttığını göstermiştir. Araştırma sonuçlarına göre, işçiler tüketim ve konut ihtiyaçlarını karşılamak üzere bankalara

Gelişmiş ülkelerde içsel bir süreç olarak ortaya çıkan finansallaşma, gelişmekte olan ülkeleri de içerek küresel ölçekte genişlemiştir (Ergüneş, 2010: 300). Finansallaşmanın geç kapitalistleşen ülke gruplarına da önemli oranda nüfuz ettiğine dikkat çeken Güngen'in de belirttiği gibi, sermaye birikimine içkin çelişkilerin yansımalarını içeren bir süreç olarak finansallaşma, kapitalist birikim üzerinde kredi ilişkilerinin etkisini daha da görünür kılmış, sermayenin hareketliliğini artan oranda finansal varlıklar üzerinden açığa çıkarmıştır. Toplumsal yaşamın tümünü sermaye lehine düzenleme yönünde işlev görmekte olan bu süreç, üretim alanına içsel olarak bağlı olmakla birlikte, üretken yatırımlardan koptuğu oranda ondan ayrılmakta daha da çelişik bir hal almaktadır (Güngen, 2015: 19-20).

Neoliberal dönemde finansın artan ağırlığı, kaynakların kısa dönemli, riskli ve yüksek getirili finansal varlıklara yönettiren (Yeldan, 2010), varlık piyasalarında aşırı likidite ve fiyat şişkinliğine yol açmıştır. Finansal şişkinlik, üretime dayalı yeni bir değer yaratılmasından ziyade, var olan bir değer finansa olarak fiyatının sürekli artışı anlamına gelmektedir. Böylece finansal piyasaların kontrolü zorlaşırken, riskli yatırımlar çoğalmaktadır. Finansallaşan bir ekomide, spekülasyon ve borçlanma yoluyla kısmi talep genişlemesi, iktisadi durgunluğu aşma yönünde işlevsel kılınmak istenmektedir (Özdemir, 2013; 83). Küresel sermaye akımlarında muazzam artışlara yol açan finansallaşma süreci, hane halkı borçlanmasını arttırmış, krediler aracılığıyla tüketim ve dolayısıyla üretimi teşvik ederken, sürdürülebilir olmayan bir büyüme süreci açığa çıkarmıştır (Özdemir: 2013: 79).

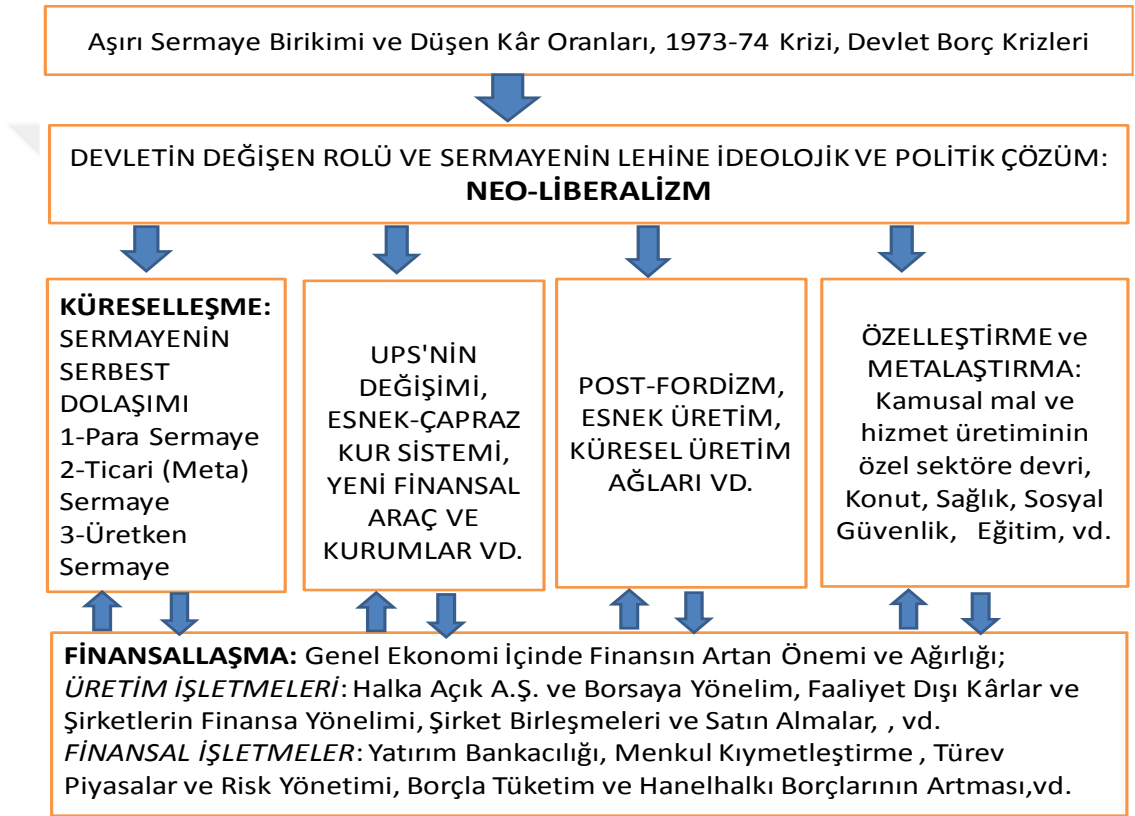
Özetlemek gerekirse; 1970'lerdeki krizi aşmak üzere hayata geçirilen neoliberal birikim sürecinin temel eğilimlerinden biri küreselleşme, bir diğeri de finansallaşma olgusudur. Gelişmiş iletişim ve bilgi teknolojilerinin sunduğu zemin üstünde dünya piyasaları arasında entegrasyon artarken, sermaye birikiminin üretim, dolaşım ve tüketim süreçleri üzerinde finansal mekanizmalar artan oranda nüfuz etmiştir. Borçlanma ve kredi mekanizmaları, devletler ve şirketlerin yanı sıra işçileri, dar gelirli ve yoksul kesimleri kapsamına almıştır. 1970'lerden sonra daha önce piyasa dışında üretilen çok sayıda mal ve hizmet metalaştırılarak piyasaya ve finansallaşmaya tabi kılınmıştır. 1970'li yıllardan itibaren kapitalist üretim tarzı ve küresel sermaye, yeni piyasalar, yeni teknolojiler, yeni ürün ve organizasyonlar

---

borçlanarak parasal gelirlerinin önemli bir kısmını bankalara aktarmaktadır (dos Santos, 2010: 121-171).

eşliğinde finans-kapitali en uç noktalarına taşıyarak varlığını koruyabilmiş ve sürdürebilmiştir. Yeni finansal mekanizmalar ve finansal mimari bu sürece ivme kazandırmıştır. Bunlardan hareketle neoliberalizm ve onun bir sonucu olan finansallaşma süreçlerini aşağıdaki gibi şematize etmek mümkündür.<sup>10</sup>

**Şekil 1.1: Neoliberalizm ve Finansallaşma**

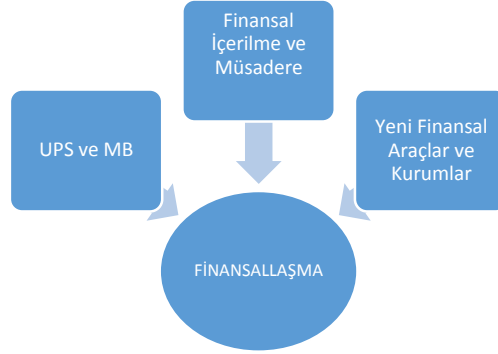


**Kaynak:** Yazar tarafından yapılan araştırma sonucunda oluşturulmuştur.

Neoliberalizme bağlı olarak finansallaşmanın temel dinamiklerini ise aşağıdaki gibi göstermek mümkündür.

**Şekil 1.2: Finansallaşmanın Dinamikleri**

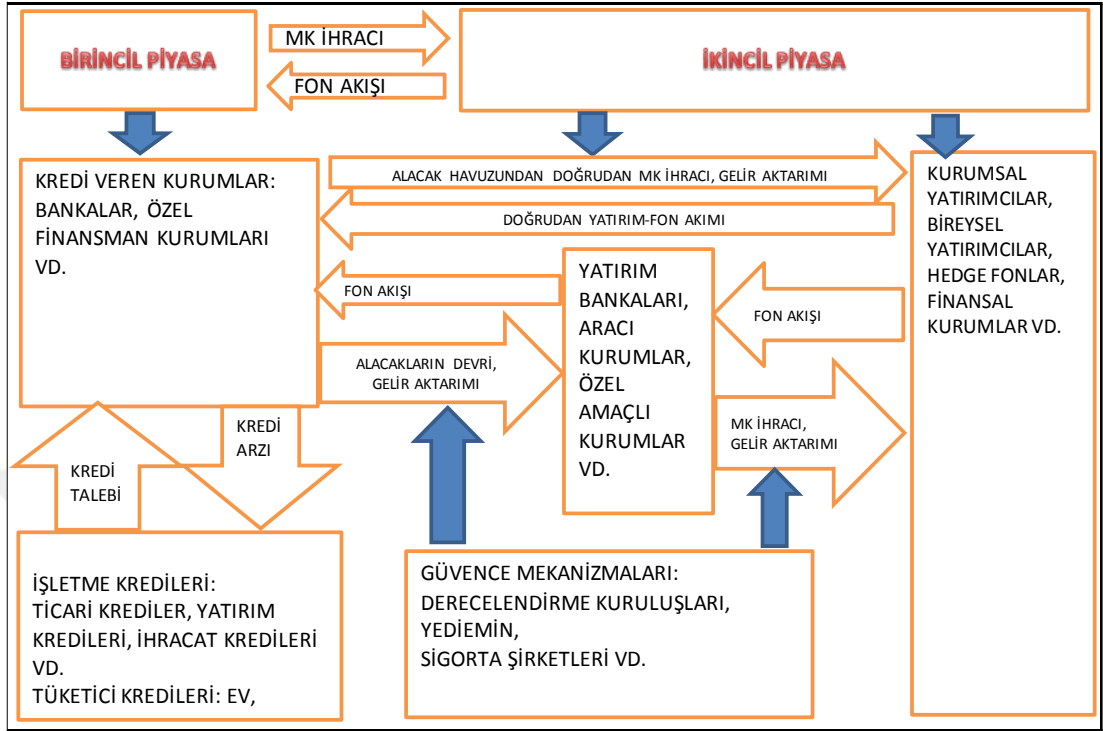
<sup>10</sup> Neoliberalizm döneminde finans mantığının sahip olduğu etik, ahlak ve zihniyet anlayışı toplumun gündelik yaşamı, kültür ve düşünüş biçimleri üzerinde de önemli etkilere neden olmuştur. Finansallaşmayı daha geniş bir bağlamda ve özgün bir şekilde değerlendiren M. Haiven'e göre, finansın toplumsal kültür üzerinde etkisi ve gücü oldukça derindir. Finansallaşma sürecinin belirleyici olduğu evrede kültürel yeniden üretim, sermaye birikimine hegomonik ve ideolojik bir meşruluk sağlayarak gündelik yaşamı etkilemektedir (Haiven, 2016).



**Kaynak:** Yazar tarafından yapılan araştırma sonucunda oluşturulmuştur.

Neoliberal finansallaşma sürecinin en önemli özelliklerinden biri ticari bankalar başta olmak üzere finansal kuruluşların üretim, ticaret ve tüketime yönelik açmış olduğu kredilerin nakde çevrilerek bu kurumlara yeni finansal kaynak yaratılmasına olanak sağlayan menkul kıymetleştirme işlemleridir. Menkul kıymetleştirme (securitization), farklı büyüklük, vade yapısı ve türdeki borçlara dayanılarak yeni gelir akım sözleşmelerinin türetilmesi sistemidir. Menkul kıymetleştirme işlemlerinde finansal kurumlar ipotek atına alınmış alacaklarını bir havuzda toplayıp vade, risk gibi çeşitli ölçülere göre sınıflandırdıktan sonra genel olarak iki yöntem üzerinden satışa sunmaktadır. Birinci yöntemde açtıkları krediler nedeniyle alacaklı olan finansal kurumlar bu alacakları karşılık gösterip doğrudan kendileri menkul kıymet ihraç edebilmektedir. İkinci yöntemde ise alacaklı olan finansal kurumlar, alacaklarını bu işi yapan özel amaçlı kurumlara satışa sunmakta, bu kurumlar ise satın adlıkları bu alacakları menkul kıymet karşılığında yatırımcılara pazarlamaktadır. Sistemin kurgusunu aşağıdaki gibi gösterebiliriz.

**Şekil 1.3:** Kredilerin Menkul Kıymetleştirilmesi



**Kaynak:** Yazar tarafından yapılan araştırma sonucunda oluşturulmuştur.

Menkul kıymetleştirme biçimleri arasında Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO) ile Kredi Temerrüt Swapları (Credit Default Swap-CDS) yer almaktadır.

Türev ürünlerin en yaygın olanı CDO'lar ile, tüketici kredileri, işletme kredileri, kredi kartları, tahviller, mortgage kredileri gibi dayanak varlıklar bir araya getirilerek yatırımcılara satışa sunulmaktadır. Herhangi bir borç CDO'lara teminat olabildiği gibi, CDO'nun kendisi de yeni bir borca teminat olarak gösterilbilmektedir. Bu, CDO<sup>2</sup> olarak tanımlanmaktadır. Dayanak varlığın türüne göre CDO'lar; CLO (teminatlandırılmış kredi yükümlülükleri), CBO (teminatlandırılmış tahvil yükümlülükleri), CMO (teminatlandırılmış ipotek yükümlülükleri) vd. biçimlerde ayrıştırılmaktadır. Tahvil borçları ya da kredi borçlarının sigortalanması anlamına gelen CDS'ler ise koruma alan ve koruma satan taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsayan bir sözleşmedir. Sözleşme kapsamında koruma alan taraf CDS ödemesi yaparken, korumayı satan sigorta şirketi (monoline) kredinin temerrüde düşmesi halinde ödeme yapmaktadır.

Herhangi bir CDO işleminde banka ve kredi riskini almak isteyen yatırımcılar dışında üçüncü bir taraf olarak yer alan SPV (special purpose vehicle) özel amaçlı araç veya diğer bir adıyla SPE (special purpose entity) özel amaçlı kuruluş anlamına gelmektedir. SPV'ler genelede menkul kıymetleştirme yapan bankalar tarafından, sadece CDO işlemi için yaratılmış, yönetimi, aktifleri ve pasifleri olan bankadan ayrı yasal bir tüzel kişiliğe sahip bir şirkettir. Aktifleri riskli borçlardan, pasifleri ise CDO'lardan oluşan SPV'ler, bankanın bilançosundan kredileri devralarak CDO ihraç etmektedir (Chacko vd, 2006'dan akt. BDDK, 2008: 14).

CDO'ları yatırımcı olarak talep edenler arasında yatırım bankaları, sigorta şirketleri, hedge fonlar, emeklilik fonları, ticari bankalar, vakıflar, üniversiteler, belediyeler gibi geniş bir kesim bulunmaktadır. CDO'lardan türetilen CDO2, CDO3 gibi yüksek riskli türev ürünlerin alıcıları arasında özellikle yüksek kaldıraç oranıyla çalışan ve de her türlü denetimden bağımsız faaliyet yürüten hedge fonlar yer almaktadır (Birdal, 2009: 11-3).

### **1.1.2. Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşması**

Gayrimenkul, fiziksel olarak arazi, arsa ve bu arsalar üzerine çeşitli kullanım amaçlarıyla inşa edilmiş yapıları ifade etmektedir. Nüfusun yoğunlaştığı bölgeler olarak kentler, farklı kullanım amaçlarıyla inşa edilen mekânlara sahiptir. Toplumsal yeniden üretim sürecinde kullanılan mekânların bir kısmı, fabrika örneğinde olduğu gibi üretime, bir kısmı otoyol örneğinde olduğu gibi dolaşım alanına, önemli bir kısmı da AVM örneğinde olduğu gibi tüketim alanına özgüdür. Kapitalist üretim tarzıyla birlikte mekânın kullanım biçimleri artan oranda sermaye birikim süreçlerinin doğrudan hedefleri arasına girmiştir.

Neoliberal süreçte kentleşme yoluyla birikim belirgin bir eğilim haline gelirken, konut yatırımları ve talebi arasındaki bağlantılar finans sektörü tarafından sağlanmıştır. Finansal sermaye, finansal içerme mekanizmalarıyla konut piyasasını etkisi altına almaktadır. Konut piyasasının finansallaşması bankalardan krediler alınmasıyla başlayarak, menkul kıymetleştirme karşılığında ipotekli kredilerin satışıyla devam etmiştir. Ayrıca konut şeklinde bir mülkiyet biçimini temsil eden tapu belgelerinin hisse senedi benzeri sermaye piyasası araçlarına dönüştürülmesiyle likit

bir değer olarak dolaşımına yönelik yenilikler, alım satım ve mülkiyet ilişkilerinin değişimine ivme kazandırmıştır. Böylece konutlar herhangi bir mal gibi hızlı bir şekilde el değiştirme özelliği kazanırken, hayali sermaye yatırımlarına ve varlık balonlarının önemli bir biçimi olan konut balonları ile birlikte iktisadi krizlerin oluşumuna da vesile olmuştur. Gayrimenkul piyasasında oluşan balonlar ise büyük oranda rant biçimiyle açığa çıkmaktadır.

### **1.1.2.1. Rant Teorisi ve Gayrimenkul Piyasası**

Gayrimenkul piyasasındaki balon biçiminde fiyat oluşumlarının iç dinamiğini anlamak için iktisadın temel kategorilerinden biri olan rant olgusunu açıklamak gerekmektedir. Rant, gayrimenkul sahiplerinin bir getirisi olduğu kadar, kapitalist üretimin en önemli maliyet unsurlarından birisidir. Bir üretim faktörü olarak toprağın getirisi olarak açıklanan rantın kaynağını oluşturan öğeler arasında tarımsal topraklar, yerleşim ve çalışma alanları, ormanlar, göller, denizler ve öteki yeraltı-yerüstü zenginlikler yer almaktadır. Kapitalist üretim tarzı geliştikçe kabiliyet rantı, kalite rantı, üretici ve tüketici rantı vb. rant kategorisine alınan değer biçimleri artmıştır.

Rantın nasıl oluştuğu ve kapsamına dair ilk teoriler önemli oranda 19. yüzyıl ekonomi politikçileri tarafından geliştirilmiştir. İktisat biliminin kurucusu sayılan A. Smith'e göre rant, topraktan yararlanmak üzere kiracının verebileceği bedelin en yükseğidir. Toplumlar arasında ticaretin gelişimi, işbölümü, nüfus artışı ve kentleşme, rantın biçimlerini çeşitlendirirken, toprak ve toprağa bağlı yeraltı-yerüstü doğal kaynakların alternatif kullanımları kıtlık durumu ve talebe bağlı olarak rantın niteliğini, biçimini ve miktarını belirlemektedir. Toprağı kullanmak üzere verilen bir bedel olarak rant, tekelci bir fiyat özelliğine sahiptir. Talebe bağlı olarak alışılmış fiyatların üzerinde bir piyasa fiyatı, rant biçiminde toprak sahiplerine gitmektedir. "Yüksek ya da düşük ücret ve kâr; yüksek ya da düşük fiyatların" nedeni iken, rantın yüksek ya da düşük olması ücret ve kârların durumuna bağlıdır. Talepten daha yüksek oranda arz edilen ürünlerin fiyatları düşerken, kârı ve rantı azalmaktadır. Böylece tarım ürünleri ve sanayi ürünleri arasındaki kâr ve rant oranları, arz ve talep mekanizması tarafından belirlenmektedir (Smith, 2006: 162-198).

Ricardo'ya göre Smith, aynı nitelikte toprağın kalitesini arttırmak için yatırılmış olan sermaye, inşa edilmiş bina vb. unsurlar için yapılan ödemeleri toprak rantından ayırtmamıştır. Kereste, maden, taş ocakları vb. verdiği örneklerde de bu ayrıma dikkat etmemiştir. Rant, "farklı kalitedeki topraklarda eşit sermaye ve emek kullanılarak" elde edilmektedir. Ricardo'nun rant kuramında topraklar, en verimli olandan en az verimli olana göre sıralanmaktadır. Nüfus ve talebin artışına bağlı olarak öncelikle birinci derecede kaliteli topraklar, sonra ikinci, üçüncü, vd. kalite topraklar kullanıma açılırken, daha kalitesiz toprakların ekime açılması daha verimli toprakların rant olanaklarını arttırmaktadır. Yeni toprakların üretime açılması azalan verim nedeniyle üretim maliyetlerini yükseltmektedir. Tam rekabet dolayısıyla tarımsal ürünlerin tek bir fiyata sahip olduğu varsayıldığında, daha verimli topraklara sahip olan çiftçiler daha fazla kazanç elde etmektedirler. Ricardo buna "diferansiyel rant" demiştir (Ricardo, 2007: 61-64).

Toprağın farklı verimlilikte olması ve tüketim merkezlerine uzaklığı, Ricardo'nun diferansiyel rant kavramının temelini oluşturmuştur. Aynı verimliliğe sahip olmalarına rağmen tüketim merkezlerine uzaklık, farklı taşıma maliyetlerine neden olmaktadır. Mesafe ve konum nedeniyle tüketim merkezlerine daha yakın olanlar daha uzak olanlara göre daha fazla kazanç elde edebilmektedir. Bu durumu diferansiyel rantın ortaya çıkmasında diğer bir etken olarak açıklayan J. H. Von Thünen'in analizi iktisadi literatüre "Thünen rantı" olarak geçmiştir. Ricardo'nun analizinde arazilerin yalnızca verimlilik açısından farklılaştığı varsayılırken Thünen, aynı verimliliğe sahip olan arazileri lokasyon (konum) açısından farklılaştırmıştır (Büyükduman, 2014: 20).

Smith ve Ricardo'dan faydalanan rantı tarihsel bir perspektiften ele alan Marx'a göre sermaye, toprağı geleneksel mülkiyet biçimlerinden koparmıştır. Toprak sahipleri sahip oldukları toprak tekeli sayesinde vergi alır gibi kira geliri elde etmeye başlarken kapitalist üretimde toprak mülkiyeti, toprağın bilimsel yöntemlerle 'rasyonelce' kullanıldığı saf iktisadi biçime dönüşmüştür. Toprak, sermayenin yatırıldığı bir üretim alanına dönüşürken, toprak sahibi toprağını kapitaliste kiralayarak tıpkı para-sermaye sahibinin sermaye ödünç vermesi karşılığında aldığı faiz gibi belirli bir miktar para talep etmektedir. Toprak sahibinin belirli bir sözleşme kapsamında, sözleşme süresi boyunca aldığı bu paraya toprak rantı denilmektedir. Toprak mülkiyetinin iktisadi açıdan kendini gerçekleştirme biçimi olarak toprak rantı, tarım alanlarında olduğu gibi toprağın arsalar, madenler, dalyanlar, ormanlık alanlar

vb. farklı kullanım amaçlarıyla sermayenin üretim yapmak üzere ödediği alanları da içermiştir. Toprak rantını kapitalistçe dönüşümü aynı zamanda ücretli emekçi, sanayici kapitalist ve toprak sahibi olmak üzere modern kapitalist toplumun üç temel sınıfını ortaya çıkarmıştır (Marx, 2016: 615-7). Marx'ın analizinde rant olgusu tekelci rant, mutlak rant, konum ve verimlilikten kaynaklanan diferansiyel rant olmak üzere üç temel biçimde ele alınmıştır (Marx, 2012: 427).

Marx'a göre, toprak rantının kaynaklar arasında, kapitalistin kârı, sermayenin faizi ve emekçinin ücreti yer almaktadır. Faiz dışarıda bırakıldığında, toprağın fiili değersiz olduğu (toprak rantının mutlak yokluğu) bir durumda kira olarak ödenen para, "ortalama kârdan, normal işçi ücretinden ya da her ikisinden yapılan" bir kesintiden oluşabilmektedir (Marx, 2016: 623-8). Marx, bazı durumlarda rantın kaynağının faiz olduğunu belirtir. Örneğin, tarımsal amaçla kullanılan bir toprak üzerinde yapılan kimyasal iyileştirmeler, gübreleme, düzleştirme, drenaj kanalları, sulama tesisleri, çiftlik binaları gibi çalışmalar toprağın daha değerli olmasını sağlamaktadır. Marx, buna "*la terre-capital* (toprak sermaye)" diyerek bunların sabit sermaye kategorisinde yer aldığını belirtir. Bir üretim aracı olarak toprakta yapılan bu iyileştirmeler kiracı kapitalist tarafından sabit sermayenin faizi olmakla birlikte toprak sahibine ödenen rantın bir kısmını oluşturmaktadır. Oysaki rantın yükselmesini sağlayan bu kısım, sabit sermayenin faizinden aktarılmıştır. Sözleşmeler sona erdiğinde ise toprak üzerinde yapılan iyileştirmeler ve ekler toprak sahibinin mülkü haline gelmektedir. Bu durum toprak sahiplerine topraklarını daha yüksek fiyatlardan satmasına veya kiralamasına olanak tanıyarak rantların şişmesine toplumsal artı-değerden daha fazla pay almasına neden olmaktadır (Marx, 2016: 617-8).

Kapitalist ekonomide toprak, hem kullanım hem de değişim değerine sahiptir. Sinai ve tarımsal üretim, kentsel arsa gibi farklı kullanım değerleri amacıyla talep edilen topraklar, değişim değeri üzerinden arz ve talep edilmekte ve işlem görmektedir. Mülk sahipleri ise sahip oldukları bu toprakları kapitalistlerin kullanımına tahsis ederek FGS gibi toprak rantı elde etmektedir. Toprak ve arsa sahipleri rekabetin belirlediği pazarlık gücüne göre bu rantı yükseltebilecekleri gibi düşürebilmektedir.<sup>11</sup> Bu meta üretiminin değer yasasına içkin bir özelliktir. Kapitalist

---

<sup>11</sup> Kapitalist bir ekonomide kâr oranları sektörler arasında eşitleme ve düşme eğilimindedir. Genel olarak faiz oranları ise kâr oranları tarafından düzenlenmektedir. Kâr oranından bağımsız olarak ödünç verilebilir sermaye artışı olduğunda faiz oranı düşme

Üretim tarzının mümkün kıldığı meta piyasasında ürünler gerçek değerlerinin altında, üstünde ya da gerçek değerine eşit bir fiyatla işlem görmektedir. Kapitalist koşullar altında bir metaya dönüşen toprak ve kentsel araziler de aynı yasaya tabidir. Rant biçiminde elde edilen yüksek kazançların esas kaynağı toplumsal işgücü tarafından yaratılan toplumsal artı-değer olmakla birlikte yüksek rantlar, başka sektörlerden sızdırılan kâr, ücret ve faizlerden elde edilebilmektedir (Marx, 2016; 611-768; Marx, 1999). Bu açıklama biçimi, gayrimenkul piyasasında oluşan balonların da daha iyi anlaşılmasına olanak sunmaktadır.

Sinai gelişimle birlikte kapitalizmin mekânsal gelişimi, rant olanaklarını arttırmıştır. Brenner, Marx'a referansla toprak eşitleri ile birlikte değermez sermayeyi harekete geçiren kömür, petrol vb. enerji kaynakları ile tahıl vb. hammaddelerin fiyatlarının da koşullara göre artış kaydederek, genel olarak kârların aleyhine rantı arttırdığını belirtir. Bazı toprak eşitleri ise maden, tahıl vb. doğal kaynak zenginliğinden ötürü değer, konumlarından ötürü daha yüksek bir değere sahiptir. Bu durumda, *"toprağın 'fiyatı' sadece, bilirkişilerinin ve emlâk finansı asalaklarının rant gelirlerinin 'sermayeleştirilmesi' ya da 'menkul kıymetleştirilme'si olarak adlandırdıkları, gelecekteki rant değerini sermaye olarak ne sürme girişiminden başka bir şey değerdir."* Toprağın doğal özelliklerine bağlı olan yüksek rantlar içerdikleri değerli öğelerin bir sonucu iken, büyük şehirlere, finansal merkezlere, üretim merkezlerine vb. yakın olan arazi ve toprakların yüksek değerı ise konumdan kaynaklanmaktadır (Brenner, 2012: 41-2).

Bölüşüm ilişkileri içinde, toprak sahipleri toplam gelirden aldıkları payın ötesinde, gayrimenkul piyasalarını düzenleme yönünde kapitalist yeniden retilimi etkileyen bir işleve sahiptirler. Bu bağlamda rant olgusu, toplumsal yeniden üretimde işlevleri olan bir kategoridir. D. Harvey, toprak rantının kentsel planda oynadığı çelişkili rolleri oldukça açıklayıcı bir şekilde sunabilmiştir. Kentsel rant analizini Marx'ın toprak rantıyla temellendiren Harvey, tezlerinde toprağın faiz getirisine sahip bir finansal varlık gibi ele alınabileceğini belirtir:

*"Sermaye piyasaları gibi toprak piyasaları da gerçek anlamda değer üretmez ama toplumsal emeğin kullanımının eşgüdümünde hayati bir rol oynar. Kapitalizm onlarsız çalışamaz. Toprak rantı olmasaydı, yani sermayeden sağlanan ekstra kâra rant şeklinde el konulmasaydı toprak piyasaları var*

---

eğilimine sahip olduğu gibi, toprak fiyatları da toprak rantlarının hareketinden bağımsız bir şekilde yükselme eğilimi gösterebilmektedir (Marx, 2016: 621-2).

*olamazdı. Kuşkusuz kapitalizmin krize yatkın karakteri kredi sistemine olduğu kadar toprak piyasalarına da taşındı, hatta buralarda daha da keskinleşti” (Harvey, 2016; 143).*

Toprak ve mülk piyasalarının oluşumu, sermayenin birikimine ve dolaşımına önemli etkilerde bulunmaktadır. Harvey’n belirttiği gibi, gayrimenkul piyasasının daha yüksek getiri vadettiği durumlarda sermayenin yatırımları birincil çevrimi oluşturan sanayi ve diğer üretken alanlardan, ikincil çevrimi oluşturan kentsel yatırımlara yönelmektedir. Sermayenin aşırı birikimi, konut sektörü üzerinden kentsel gelişim ve yapı çevrenin üretimine ve de hayali sermayenin spekülatif yönelimine neden olmaktadır (Ergüder, 2015: 107).

Harvey’in, *ikincil sermaye döngüsü* olarak adlandırdığı sabit sermaye yatırımlarının bir unsuru olarak mamur çevre, “coğrafi olarak düzenlenmiş, karmaşık ve bileşik bir meta”dır. Üretim, tüketim ve mübadelenin mamur çevresi çok sayıda bileşenden oluşmaktadır: fabrikalar, barajlar, ofisler, dükkanlar, depolar, yollar, demiryolları, iskeleler, enerji santralleri, kanalizasyon sistemleri, okullar, hastaneler, parklar, vd. Arsa piyasaları toprağı kullanım için bölüştürürken, finans sermayesi ve devlet bu piyasasının koordinatörleri gibi hareket etmektedir. Toprağın tekeli kullanım ve temellükünün bir sonucu oluşan rant ve sermaye biçimindeki “tüketim fonu”nun çeşitli biçimlerde kullanımının getirisi olan faiz, kapitalist birikim sürecini düzenleyen tamamlayıcı unsurlara dönüşmektedir. Bu unsurlar aynı zamanda kapitalist birikimin kendine özgü çelişkilerini de farklı düzeylere çekerek açığa çıkarmaktadır (Harvey, 2012: 306-310).

Kentsel mekân seçim teorisinde ana akım iktisadın köşe taşı olarak bilinen Alonso–Muth modeli, V. Thünen’in analizini kent içerisine taşımıştır (Kahveci, 2018: 6). Ricardo’nun farklılık rantı ile V. Thünen’in lokasyon kaynaklı arazi rantını kent kuramlarına uyarlayan neo-klasik kuramcılar, kentsel arazide farklılık rantlarını, konum rantı veya erişebilirlik rantı olarak ele almışlardır. Bu teorilere göre, birey ve firmalar, yerleşim yeri seçerken çoğunlukla “merkeze uzak olmaktan kaynaklanan ek maliyetleri” gözeterek tercih yapmaktadırlar. Kent nüfusunun artışıyla birlikte kentsel rantlar, “kentteki bina ya da arsaların değerli ticaret ya da konut bölgelerinin içinde ya da yakınında” bulunması dolayısıyla artmaktadır. Ulaşım maliyetlerinden ve zamandan tasarruf etmek için işyeri ve kent merkezlerine yakın lokasyona sahip yerleşim yerlerinin değeri rekabet arttıkça yükselmektedir (Kılınçaslan, 2010: 17; Büyükduman, 2014: 21).

Kent rantları, kentin büyüme dinamiği ve potansiyeline bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Kentsel büyümeye bağlı olarak kentsel araziler imara açılmakta ve imara açılan alanlara kamusal hizmetler götürülmektedir. Artan talebe bağlı olarak, araziler arsaya dönüştürülerek kentsel kullanıma açılmaktadır. Bu kapsamda, bu arazilere altyapı hizmetleri götürülmektedir. Yol, otopark, meydan, park vb. kamusal hizmetler sunulmaktadır. Bütün bunlar kentsel arsaya dönüşen arazilerin değerini katlamaktadır. Kentsel gelişim ve artan kentsel nüfus, yeni alt merkezlerin oluşmasına yol açmaktadır. Alt merkezlerde oluşan farklılıklar, konum ve erişebilirlik rantının etkisini kent merkezinden alt merkezlere doğru taşıyarak merkez-çevre ilişkisini yenilemektedir. Artan nüfus ve kentlerin büyümesi kent çeperindeki arazi sahiplerine de rant biçiminde gelir kaynağı sunarken, arazinin kent içindeki konumuna bağlı olarak tekel ve kıtlık rantları ortaya çıkmaktadır (Kılınçaslan, 2010: 185-190).

Değişim değeri amacıyla üretimin yapıldığı piyasa ekonomisinde konut vd. gayrimenkuller, kullanım aracı dışında tasarruf ve yatırım aracı olarak da talep edilmektedir. Sermayenin mekânlarına dönüşen kentsel çevre, gayrimenkul piyasasında bir meta gibi işlem görmektedir. Sermaye formu altında kapitalizm ve mekân karşılıklı olarak birbirlerini yeniden üretmektedir. Sermaye, mekânsal olarak ikili bir hareket tarzı içinde yayılmakta ve yoğunlaşmaktadır. Sermaye birikiminin özgül ihtiyaçlarına göre yapılandırılan mekânlar ayrıca, krizleri aşma çabası içinde sermayenin yöneldiği bir mecraya dönüşmektedir. Sermayenin mekânda yayılması ve yoğunlaşması eşitsiz ve bileşik bir biçimde gerçekleşmektedir. Mülkiyet ilişkilerinden türeyen eşitsizliktik, merkez ve çevre ilişkileriyle birlikte küresel ve yerel ölçekleri içine almaktadır. Yerellikler arası rekabet küresel sermaye akımlarını kendine çekerek kendi içinde yeni merkez-çevre ilişkileri ve yerellikler üretmektedir. Kentsel dönüşüm faaliyetleri ile eşitsiz ve bileşik gelişim ile rant ilişkileri iç içe geçmektedir (Kaynar, 2015: 8-12).

#### **1.1.2.2. Gayrimenkul Piyasası: Arz-Talep ve Temel Aktörler**

Konut, kamu daireleri, ticaret ve alışveriş merkezleri, üretim tesisleri, dini ve kültürel yapılar, okul, hastane, sanat ve spor merkezleri vb. çok sayıda sosyal mekânı-alanı kapsayan gayrimenkuller, genel olarak konut ve konut dışı yapılar olarak ikiye ayrılmaktadır. Sabit sermaye ve stoklar ile birlikte konut yatırımları iktisadi olarak temel yatırım unsurları içinde yer almaktadır. Altyapı, üretim tesisleri, sosyal tesisler, baraj, yol vb. inşaat yatırımlarının kendisi de sabit sermaye yatırımları için de yer almaktadır.

Birleşmiş Milletler (BM) tarafından temel bir insan hakkı kabul edilmesine ve çok sayıda ülke anayasasında sosyal yükümlülük görülmesine karşın toplumun konut ihtiyacı, önemli oranda piyasaya dinamikleri tarafından karşılanmaktadır.<sup>12</sup> Konut üretiminin büyük oranda piyasa dinamiklerine havale edilmesinde neoliberal politikalarının özel bir etkisi vardır. 1996 yılında İstanbul'da yapılan BM Habitat II Kent Zirvesi bu yaklaşımı hakim kılmıştır (ÇSB, 1996).<sup>13</sup> Konut hakkına dair neoliberal temeldeki piyasacı yaklaşım 2009 DB Kalkınma Raporu'nda daha da açık bir şekilde savunulmuştur. Rapor'a göre devletler, arazi ve gayrimenkul piyasasında kısıtlayıcı düzenlemeler yapmamalı, "toplumsal adalet ve bölgesel eşitlik adına" yapılan "kentsel, bölgesel ve mekânsal" planlama müdahalelerini asgariye indirmelidir. Rapor'a göre, esnek bir arazi ve gayrimenkul piyasası ile birlikte mülkiyet haklarının korunması, sözleşmelere uyum, konut finansmanı gibi diğer destekleyici kurumlara sahip olan şehirler, piyasasının ihtiyaç duyduğu gelişmeye daha fazla yatkındır (Harvey, 2013: 71-2).

Piyasa ortamında konut üretim düzeyini, arz ve talep dinamikleri belirlemektedir. Konut arzı inşaat sektörünün bir bileşenidir. İnşaat sektörü ve

---

<sup>12</sup> Pek çok sayıda uluslararası anlaşmada toplumun konut hakkı yer almıştır. 1948 tarihli İnsan Hakları Evrensel Beyannamesi 25/1'inci maddesine göre "Herkesin kendisinin ve ailesinin sağlık ve refahı için beslenme, giyim, konut ve tıbbi bakım hakkı vardır" (BM, 1948). Konut talebi, 3 Ocak 1976'da 133 ülkenin imzalamış olduğu Ekonomik, Toplumsal ve Kültürel Haklar Uluslararası Sözleşmesi ile devletler, vatandaşlara "kendisi ve ailesi için yeterli bir yaşam standardına sahip olma" olanaklarını sağlamakla yükümlü tutulmuştur (BM, 1976). 145 ülkenin taraf olduğu 1965 tarihli Her Biçimde İrk Ayrımcılığının Ortadan Kaldırılması İçin Uluslararası Sözleşmesi'ne göre, diğer haklarda olduğu gibi konut hakkında ırk, renk ve etnik kökene göre ayrımcılık yapılamaz. 1990 tarihli Tüm Göçmen İşçilerin ve Aile Üyelerinin Haklarının Korunması Sözleşmesi'nin 43. Maddesine göre devletler, göçmen işçilerin sosyal konut programları da dahil olmak üzere konuta erişebilmelerinde yerli işçilerle eşit fırsatlara sahip olmasını, kira sömürsüne karşı korunmalarını ve de sığınmacıların konut sorunun çözmekle yükümlüdür (Tekeli, 2010: 109-111).

<sup>13</sup> Habitat II'ye bu Tez ikinci bölümünde yer alan "Neoliberalizm Sürecinde Gayrimenkul Sektörünün Dönüşümü: İnşaat-Finans Kompleksi" başlığında değinilmiştir.

gayrimenkul yatırımları, birçok farklı sektör ve alt-sektörle birlikte düşünüldüğünde geniş bir etki alanına sahiptir. Üretimi ve tüketimi tetikleyerek ekonomik büyümeye ivme kazandırabilen inşaat sektörünün bu özelliği, sahip olduğu ileri ve geri bağlantılardan kaynaklanmaktadır. Sektörün girdileri arasında demir, çimento, beton, tuğla, tasarım vd. ürün ve hizmetler yer alırken, sektörün çıktısı olan konutlar mobilya, beyaz eşya, otomobil gibi ürünlere olan talebi arttırmaktadır (Balaban, 2016: 18). Yeşilbağ'a göre, "zenginlik etkisi" yaratacak ekonomik büyüme ve tüketimi arttıran inşaat sektörü, "hem hızlı bir ekonomik büyüme ivmesi hem de kolay istihdam sağlaması" açısından hükümetler ideal bir tercih olarak öne çıkmaktadır (Yeşilbağ, 2016: 614).

Konut ve konut dışı yapıları içeren mekân piyasası, gayrimenkullerin kullanım piyasasıdır. Bu piyasanın talep yönünde belli bir mekânı tüketim veya üretim amacıyla kullanmak isteyen bireyler ve firmalar yer alırken, arz yönünde ise sahip oldukları gayri mülkü kira geliri elde etmek amacıyla sunmak isteyenler bulunmaktadır. Bu piyasada tam rekabet piyasasının aksine, homojen olmayan arsa ve yapılar işlem görmektedir.<sup>14</sup> Kullanım amacına göre kimi yapıların ikamesi güçlü olmakla birlikte farklılaştırma özelliği de güçlüdür. Gayrimenkulün ikame durumuna göre fiyatlar, alıcı ve satıcıların pazarlık gücü tarafından belirlenmektedir. Arzın talebe oldukça yavaş uyum sağladığı bu piyasada, eksik bilgilenmenin yaygınlığı, işlem maliyetlerinin yüksekliği, konumu sabit ve hareket ettirilemez nitelikte dayanıklı ürünler işlem görmektedir (Büyükduman, 2014: 62-5).

Öteki faktörlerin sabitliği varsayımı altında, çeşitli fiyatlardan satın alınmak istenen konut miktarını ifade eden konut talebinin en önemli belirleyeni konut fiyatlarıdır. Konut fiyatları ile konut talebi arasında negatif yönlü ilişkiden dolayı, konut talebi esnek bir özelliğe sahiptir (Büyükduman, 2014: 65). Bir toplumun konut talebinin başlıca nedeni ise barınma gereksinimidir. Kişilerin ödeme güçleri ve bireysel tercihlerinden bağımsız olarak, barınabilmelerini sağlayabilmek için gerekli konut sayısı ve kalitesi ile belli bir anda var olan konut sayısı ve kalitesi arasındaki farka konut gereksinimi denilmektedir. Yaşam standartlarının yükselmesi, yaşlı

---

<sup>14</sup> Konut tipi gayrimenkuller, müstakil bir yapıdan apartman dairesine, gecekondulardan lüks dairelere kadar farklı boyutlarda ve farklı özelliklere sahiptirler. Geniş alana sahip olanından dar alanlıya, güzel bir manzaraya sahip olanından kötü manzarılıya, yapı olarak eskimiş olanında yeni olanına, az sayıda bölümden oluşanından çok sayıda oluşanına, farklı sosyal ve fiziksel çevre koşulları içerisinde yer alan konut tipindeki gayrimenkuller homojen değildir. Bu durum konut fiyatlarının farklılaşmasında önemli rol oynamaktadır.

nüfus oranındaki artış, modern ailenin küçülen yapısı, bekâr aile oranında artış, yaşam tarzı vb. nedenler günümüzde hane halkının konut talebini arttıran başlıca faktörler arasındadır. Konut piyasasında efektif talep, ödeme gücüne sahip kişilerin konut alma isteği anlamına gelmektedir (Keleş, 2012; 373-7).

Genel olarak konut talebi, gelirin<sup>15</sup> ve fiyatın bir fonksiyonudur. Ulusal gelirin dağılımı talebi önemli ölçüde etkilemektedir. Konut talebinin belirleyicileri arasında konut fiyatları, hanehalkı gelirleri ve servetinin yanı sıra tüketicilerin zevk ve tercihleri de önemlidir. Toplumun yaşam tarzı ve sınıfsal konumları konut talebini etkilemektedir. Alternatif yatırımlar kapsamında konut dışındaki diğer varlıkların reel getirisi de konut talebini etkilemektedir. Reel faizlerin yükselmesi konut yatırımlarının cazibesini olumsuz etkilerken, konutların reel net getirisinin artması konut talebini arttırmaktadır. Konutun reel net getirisi, brüt getiriden konut maliyetlerinin düşülmesi ile elde edilmektedir (Aydın, 2003: 73-8).<sup>16</sup>

Konut arzı, öteki faktörlerin sabitliği varsayımı altında konut fiyatları ile piyasaya sunulan konut stoku arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Konut arzı kısa dönemde talebe hemen cevap veremediğinden fazla esnek değildir. Konut arzının artması için birkaç yıllık süre, talebin kalıcı olduğuna dair kanaat, arsa stoku, imar düzenlemeleri, mimarlık ve mühendislik çalışmaları, proje hazırlığı, inşaat izinleri vb. koşullar gerekmektedir. Dolayısıyla konut talebinin uyardığı fiyat artışları ile birlikte harekete geçen konut arzı, uzun dönemde konut talebine duyarlı hale gelerek esneklik kazanabilmektedir. Mevcut konut stokunun yıpranması, yıkılması ve dönüştürülmesi vb. sebepler konut yatırımlarını pozitif olarak etkileyerek konut arzını arttırmaktadır. Konut arzının esnekliğini belirleyen temel faktörler içinde arsa ve inşaat maliyetleri önemli bir paya sahiptir (Büyükduman, 2014: 79-82).

---

<sup>15</sup> Konut talebi üzerinde önemli bir etkiye sahip olan bireylerin gelirleri, istihdam edildikleri işten elde ettikleri maaş, ücret vb. gelir akımları ile sahip oldukları servet unsurlarından elde ettikleri nakit akımlarından oluşmaktadır. Servet unsurları arasında yer alan gayrimenkul, makine vb. reel varlıklar ile hisse senedi, tahvil, bono vb. finansal varlıklarından faiz, kâr ve kira gibi gelirler elde edilmektedir. Dolayısıyla bireylerin cari gelir düzeyinden çok reel geliri konut talebi üzerinde etkilidir. Bu noktada geleceğe dair beklentiler, yaşam boyu ortalama gelir ya da sürekli gelir reel gelirin önemli bir göstergesi olarak işlev görmektedir (Büyükduman, 2014: 68-9).

<sup>16</sup> Konut satın alım sürecinde konut kredisi maliyetleri, geri ödeme koşulları, emlak komisyoncusundan ekspertiz firmasına, kredi aracısı, tapu dairesi vb. kuruluşlara depozito, hizmet bedeli, harç ve vergi vb. ödemeler yapılmaktadır. Bu ödemelerin tutarı konut değerinin % 2'si ile 17'si arasında değişebilmektedir (Büyükduman, 2014: 67).

Toplumun konut talebi ile etkileşim içinde oluşan konut arzını nitelik ve niceliğini belirleyen önemli değişken konut yatırımlarıdır. İktisadi olarak yatırım kavramı, sermaye stokuna yapılan net ilavelerdir. Belirli bir dönemde gayrisafi yatırımlardan amortismanların (aşınma ve yıpranma payı) düşülmesiyle net yatırımlar elde edilmektedir. Makro iktisadi açıdan yatırımlar, sabit sermaye stok yatırımları ve konut yatırımları biçiminde üçe ayrılmaktadır. Yeni konutların inşası için yapılan harcamalar olarak tanımlanan konut yatırımları, müstakil evleri, çok daireli apartmanları, gökdelenleri vd. içermektedir. Girişimciler, inşaat firmaları ve yatırımcılar açısından konut yatırımlarının amacı kazanç sağlamak ve kâr elde etmektir. Yıldırım'a göre, konut yatırım modeli sabit sermaye yatırım modeli olan Tobin q teorisinin özel bir biçimidir. Bu teoriye göre, yeni sermaye mallarına yapılan yatırımlar maliyetlerle nazaran firmanın piyasa değerinde artış sağlıyorsa Tobin'in q'su 1'den büyük olacağından yeni yatırım kârlı olacaktır. Beklenen kârların yükselmesi firmanın piyasa değerini ve q'yu yükseltirken, beklenen kârların düşmesi yatırımları ve dolayısıyla q'yu azaltmaktadır. Bu teoriden hareketle, konut fiyatlarındaki artış konut üretmenin maliyetinden yüksek olduğu sürece konut yatırımları devam edecektir (Yıldırım, 2013: 74-7).

Marksist yaklaşıma göre, konut üretim sürecinde üretilen artı-değer, yapı kuruluşu sahiplerine kâr, finansal kuruluşlara faiz ve toprak sahiplerine rant şeklinde ödenmektedir. Devletin aldığı arsa, arazi, bina vergisi ve üretim faaliyetleri üzerinden aldığı vergiler de eklendiğinde bir evin ekonomik ömrü baz alınarak yıllık ya da aylık kira maliyeti ortaya çıkmaktadır. Engels "Konut Sorunu" adlı çalışmasında, bu metanın fiyatını ya da kirasını belirleyen unsurları şöyle belirtmiştir; söz konusu evin yapım ve bakım masrafları, evin konumunun elverişlilik ölçüsü olarak arsa değeri ve de o anki arz ve talep durumu. Ev kirası fiyatı ise şu unsurları içermektedir: toprak kirası (rant), yapı firmasının kârı, yapı sermayesinin faizi (üreticiye kredi olarak verilen borç sermayesi), evin eskimesi dolayısıyla kârı içeren yapı sermayesinin (kâr + faiz) yıllık yıpranma payının amorti edilecek kısmı. Engels'in belirttiği gibi ev sahibi kiracı ilişkisi içinde artı-değer üretilmemekte, önceden üretilmiş artı-değer ticari bir ilişki üzerinden el değiştirmektedir. Ev normal değerinin üstünde kiralandığında ev sahibi, altında kiralandığında durumda ise kiracı kazançlı çıkmaktadır (Engels, 1992: 23-38).

Kapitalist bir ekonomide alternatif bir gelir kaynağı olarak kira elde etmek, tasarruf sahiplerini gayrimenkul yatırımına yönlendiren önemli bir nedendir. Kira

biçimindeki bir gelirin her yıl eşit ödemelerle ve sonsuza kadar devam edeceği varsayıldığında bir gayrimenkulün piyasa değeri (PD), yıllık kira ödemesi (YK), ve iskonto faktörü (I)'dan hareketle şöyle hesaplanır:

$$PD = YK / I$$

Ödemeler dizisinin eşit aralığa sahip olduğu, kiranın zaman içinde sabit kaldığı ve varlık fiyatının kendi kirasıyla orantılı olduğu varsayımı altında yukarıdaki denklikten hareketle kira fiyat oranı (piyasa kapitalizasyon oranı, iskonto oranı) elde edilir:

$$I = YK / PD \text{ (Büyükduman, 2014: 19).}$$

Yukarıdaki kira/fiyat oranının ters çevrilmiş hali bize kira çarpanını vermektedir. Dolayısıyla kira çarpanı (KÇ) yıllık olarak aşağıdaki gibi ifade edebiliriz;

$$KÇ = PD / YK$$

Konutun piyasadaki güncel fiyat/kira oranı, piyasasının uzun dönem kira çarpanı ortalamasının üzerine çıkması konutların aşırı değerlendirildiğine işaret etmektedir (Kranier ve Wai, 2004'ten akt. Büyükduman, 100).

Kira fiyat oranı, diğer varlıkların getirisine göre daha yüksek olduğu sürece konut yatırımları tasarruf sahipleri açısından cazip olmaktadır. Gayrimenkulün değeri kullanım ve mülkiyetine bağlı olarak gelecekte sağlanacak nakit akışlarının bugüne indirgenip toplanması ile de hesaplanabilir. Gayrimenkul yatırımlarının satış fiyatı alış fiyatından yüksek olursa sahiplerine sermaye kazancı sağlamaktadır.

Gayrimenkulün piyasa değeri, ülkedeki genel ekonomik gidişat, arz-talep dengesi ve çevre koşullarına bağlı olarak değişmektedir. Örneğin güzel bir manzaraya sahip olması veya iyi bir konumda olması nedeniyle herhangi bir gayrimenkule yönelik talep baskısı, bahsi geçen arsa ve binanın değerini yükseltmektedir. Gayrimenkul yatırımlı talebini cazip kılan bir diğer neden enflasyon riskine karşı "güvenli bir liman" olarak görülmesidir. Sahiplerine öngörülebilir ve düzenli kira geliri sağlaması bir yatırım aracı olarak tercih edilmesinin diğer bir nedenidir. Son olarak gayrimenkulü önemli bir yatırım aracı olarak öne çıkmasını sağlayan faktörlerden biri de alış ve satış fiyatları arasındaki sermaye kazancıdır (Hepşen, 2010: 7-12).

Gayrinekulün kullanım biçimleri ile arz ve talep edilmesinin arkasındaki faktörleri belirttikten sonra şimdi de arz ve talebi belirleyen aktörlere geçelim. Arz ve talep yönünden konut piyasasında çeşitli aktörler farklı amaçlarla yer almaktadırlar. D. Harvey, Kentsel Adalet ve Şehir kitabında, bu aktörleri oldukça başarılı bir şekilde sunmuştur. Harvey'in sunumuyla konut piyasasında altı temel aktör olarak yer almaktadır;

- Konutta oturanlar
- Emlakçılar
- Ev sahipleri
- Müteahhitler ve konut inşa sanayi (inşaat şirketleri)
- Mali kurumlar sistemi
- Devlet kurumları

Kişisel ya da hanehalkı olarak konutta oturanlar (kiracı ya da evsahibi) istek ve ihtiyaçlarına göre, konutu farklı şekillerde tüketerek kullanım değerinden yararlanmış olurlar. Kendi evinde oturanlar için değişim değeri öncelikle satın alma ve büyük tamiratlar gerektiğinde önemlidir. Evsahipleri daha iyi şartlarda yaşamak ya da değişim değerini arttırmak için tadilat gibi harcamalar yaparken, kiracıların temel amacı değişim değeri karşılığında kullanım değeri elde etmektir.

Konut piyasasının önemli aktörlerinden ikincisi emlakçılar, rekabet baskısı altında belirli bir kâr düzeyi tutturmayı amaçlayan bir grubu oluştururlar. Emlakçılar açısından konutların değişim değeri önemlidir. Konut piyasasına alım satım yaparak ya da aracı olarak komisyon karşılığında kazanç sağlayan emlakçılar, piyasaya konut arz eden girişimciler için eşgüdüm sağlarlar. Konutların ister kiracı isterse mülkiyet biçiminde olsun sürekli biçimde el değiştirmesi, emlakçıların daha fazla işlem aracısı olmalarını gerektirdiği için daha fazla kazanç elde etmelerini sağlamaktadır.

Konut piyasasında üçüncü aktör ev sahipleridir. Kendi evinde oturanlar için öncelikle konutun kullanım değeri, kira geliri elde etmek amacıyla konut bulunduran ev sahipleri açısından ise değişim değeri önem arz etmektedir. Ev sahipleri, yatırdıkları sermaye üzerinden kira geliri elde etmek isteyenler ile, ipotekli konut

kredisi kullanarak aldıkları evin varlık değer artışı üzerinden kazanç sağlamayı hedefleyen iki kesimden oluşmaktadır.

Konut piyasasının önemli aktörü olan müteahhitler ve inşaat şirketleri için değişim değeri esastır. Başkaları için kullanım değeri olan konutları değişim değeri elde etmek amacıyla üreten bu kesim, herhangi bir kapitalist girişimci gibi hareket etmektedir. Amacı üretilen metanın satılması sonucunda kâr elde etmektir. Değişim değerini arttırabildikleri ölçüde kazançları artmaktadır. Toprak satın alınması ve konut amacıyla hazırlanması, kamu hizmetlerinin sağlanması, konutun inşası vb. değişim değeri elde etmeden önce yüksek oranda maliyet gerektiren faaliyetleri yüklenirler. Konut piyasasının yenilenmesi, geliştirme ve iyileştirme süreçleri bu kesim için önemli yatırım fırsatları doğurmaktadır.

Konut piyasası için saydığımız beşinci aktör ise Harvey'in mali kurumlar olarak ifade ettiği finans sistemidir. Konut piyasası değişim değeri için üretilen bir meta haline geldiği ölçüde finans sisteminin rolü artmaktadır. Mali kurumlar konut piyasasında farklı amaçlarla yer alan kesimlere faiz kazancı elde etmek üzere finansman sağlamaktadır. Bu kurumlar içinde bankalar, konut finansman şirketleri, sigorta şirketleri ve çeşitli fonlar yer alırken, bu kurumların finansman sağladıkları kesimlerin başında ev sahibi olup kendi evinde oturmak isteyenler, yatırım amacıyla konut edinmek isteyen kesimler, inşaat şirketleri ve müteahhitler yer almaktadır. Bu kesim finansal kaynakları, diğer sektörlerle oranla daha fazla getiri sağladıkları ölçüde konut piyasasına aktarmaktadır (Harvey, 2013: 152-4).

Konut piyasasında devlet, Türkiye örneğinde de olduğu gibi çeşitli biçimlerde yerini almaktadır. TOKİ örneğinde olduğu gibi devlet piyasada doğrudan yer alabildiği gibi, arsa tahsisi, vergi avantajları, kârı güvence altına alarak ya da riski yok ederek inşaat firmaları, müteahhitler ve mali kurumlara dolaylı biçimlerde destek sunabilmektedir. Devletin yaptığı altyapı yatırımları, çevre düzenlemeleri ise hem konutların kullanım değerlerini, hem de değişim değerlerini artırıcı etkide bulunmaktadır (Harvey, 2013: 154; Akçay, 2016: 41).<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Devletin konut piyasasına müdahale etmesinin üç temel sebebi olduğunu belirten Büyükduman'a göre bunlar; kaynakların etkin dağılımı, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi ve de politik-sosyal düzenlemelerdir. Devlet bu amaçlar doğrultusunda hukuki altyapıyı hazırlamakta, arazi tahsisi ve imar düzenlemeleri yapmakta, kira kontrolleri ve vergilendirme vb. yöntemlerle piyasayı doğrudan ve dolaylı biçimlerde etkilemektedir (Büyükduman, 2014: 83).

İnşaat ve finansal sektörün birbirine eklemlendiği günümüzde gayrimenkul üretimi, öteki ürünler gibi kullanım ve değişim değeri olan bir metaya dönüşmüştür. Konutun kullanım değeri insanların barınma ihtiyacını “ev” biçiminde karşılarken, değişim değeri ise konutu sermayenin yatırım ve birikim aracına dönüştürmektedir. 1980 sonrası neoliberal ekonomik politikaların konut sektörü alanında biçimlenişinin en önemli özelliklerinden biri, “finansal içerilme mekanizmaları ile farklı gelir seviyesine sahip toplum kesimlerinin borçlandırılarak konut piyasasına çekilebilmesidir.” Bu gelişme “inşaat-finans kompleksin yükselişi” olarak tezahür etmiştir (Akçay, 2016: 40-1).

### **1.1.2.3. Mortgage ve Menkul Kıymetleştirme (Securitization)**

Tez kapsamında menkul kıymetleştirmenin ne olduğuna dair açıklama, “Neoliberalizm ve Finansallaşma” başlığında belirtilmiştir. Burada, sistemin öncüsü olması itibariyle ABD mortgage piyasasında menkul kıymetleştirme biçimleri ele alınmıştır. Sistemin ABD’deki aktörlerine ise Tez’imizin “2008 Öncesi ABD Mortgage Piyasası” başlığında değinilmiştir.

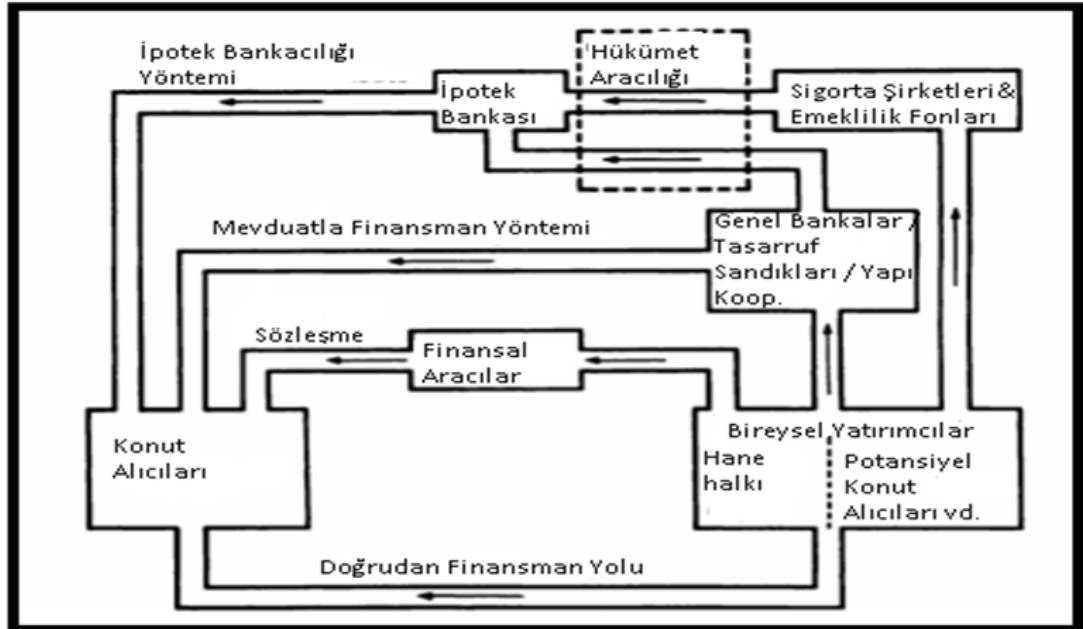
Kapitalist üretim ilişkileri geliştikçe gayrimenkul piyasasının finansmanı kurumsal olmayan bir yapıdan kurumsal bir yapıya doğru evrilmiştir. Gayrimenkul finansman yöntemleri genel olarak; doğrudan finansman yöntemi, sözleşme karşılığında birikim yöntemi, mevduat finansmanı yöntemi ve ipotek bankacılığı yönteminden oluşmaktadır.

Kurumsal olmayan bir yapıyı temsil eden doğrudan finansman yönteminde kişiler, kendi birikimleriyle ya da yakınlarından borçlanarak veyahut taksitler halinde geri ödemek üzere konut üreticilerine borçlanarak konut sahibi olmaktadır. Sözleşme karşılığında birikim yönteminde, uzman gayrimenkul finansman kuruluşlarında belirli süreler için piyasa faiz oranlarının altında bir getiriyle tasarrufta bulunanlar, birikimleriyle orantılı bir miktarda ipotekli konut kredisi almaya hak kazanmaktadır. Kredi faizleri, piyasa faiz oranlarının altında belirlenmektedir. Örneğin Almanya’daki Yapı Tasarruf Sandıkları (Bausparkassen) bu yöntemi

uygulamaktadır. Brezilya, Meksika ve Filipinler de bu yöntemi uygulayan ülkeler arasındadır.

Mevduat finansmanı yöntemiyle konut finansmanında ticari bankalar, kredi birlikleri, kredi ve tasarruf birlikleri, yapı toplulukları vb. kurumlar, gayrimenkul almak isteyen kişilere piyasa faiz oranları üzerinden ipotekli konut kredisi kullandırmaktadır. Bu kuruluşlar topladıkları fonların tamamını ya da bir kısmını konut kredisi olarak kullanabildikleri gibi, ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç ederek de kaynak yaratabilmektedir. Gayrimenkul finansmanına yönelik ipotek bankacılığı sisteminde ise, ipotek bankaları sadece gayrimenkul piyasasının finansman ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik fon temini ve tahsisi yapmaktadır. Bu sistem, etkin işleyen ikinci el ipotek piyasasını gerektirmektedir. İkinci el ipotek piyasasında ipotek bankaları tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve bankalar gibi finansal araçlar talep göstermektedir (Boleat; 1985: 8-11; Hepşen; 2010: 20-3). Aşağıdaki Şekil gayrimenkul finansman yöntemlerini ve bu yöntemlerde rol alan iktisadi birimleri göstermektedir.

**Şekil 1.4:** Gayrimenkul Finansman Yöntemleri



**Kaynak:** Mark Boleat, National Housing Finance System, Croom Helm, London, 1985, s.8.

Gerçekleşmiş ya da ileride doğabilecek bir borç için taşınmaz bir malın, teminat olarak gösterilmesine ipotek işlemi denilmektedir. İpotek piyasası

kapsamına, gayrimenkullerin üretiminden pazarlanmasına, gayrimenkuller üzerine ipotek konulmasından kaldırılmasına, ipotekli konut kredilerinin açılmasından verilen kredilerin ana-para, faiz ve diğer hizmet bedellerinin belirlenmesine değin çok sayıda faaliyet ve işlem girmektedir. İpotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerin sigortalanması, derecelendirilmesi ve yönetilmesi gibi faaliyetler de bu kapsam içindedir. Bu piyasada, bireysel yatırımcıdan kurumsal yatırımcıya, kredi veren kurumlardan sigorta şirketlerine, yatırım bankalarından serbest fonlara kadar çok sayıda aktör yer almaktadır (BDDK, 2008: 3; Hepşen; 2010: 25).

Türkçe karşılığı “tutsat” olarak ifade edilen “mortgage,” esasen ipotek karşılığı konut edinmek anlamına gelmektedir. Gayrimenkul sektörünün artan oranda finansallaşmasına yol açan menkul kıymetleştirmenin temeli büyük oranda ipotekli konut kredilerine dayanmaktadır. Mortgage piyasası, mortgage kredilerinin kullanıldığı birincil piyasalar (primary mortgage market) ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin ihracının gerçekleştirildiği ikincil piyasalardan (secondary mortgage market) oluşmaktadır. Birincil piyasada finansal kurumlar müşterilerine ipotekli konut kredisi arz ederken, birinci piyasaya bağlı olarak gelişen ikinci piyasada menkul kıymetleştirme üzerinden ipotekli krediler satışa sunularak tasarruf sahiplerine yatırım alternatifleri sunularak fon sağlanmaktadır. İkinci el ipotek piyasasının temelini oluşturan menkul kıymetleştirme farklı şekillerde gerçekleştirilmektedir (Hepşen, 2010: 49-77).

Mortgage sisteminin temeli bankalarca açılan konut kredisidir. Konut kredisi talebi karşılığında banka ya da uzman finansal kuruluşlar müşterileri ile ipoteğe dayalı kredi sözleşmesi düzenlemektedir. Bu sözleşmelerin vadesi sermaye piyasalarının gelişkin olduğu ülkelerde 20-30 yılı bulmaktadır. Konut kredileri sabit ya da değişken faizli olarak açılabilmektedir. Sabit faizli ipotekli konut kredisinde borçlanan taraf, belirlenen bir vade içerisinde, kredi borcunun anapara ve faizini taksitler halinde geri ödemektedir. Taksitlerin geri ödeme planı başlangıç aşamalarında faiz kısmını daha çok içermektedir. Bu kredi türünde kredi vadesi boyunca, piyasa faiz oranlarındaki değişimden kaynaklı riskleri kredi veren kurum üstlenmektedir. Borcun erken kapatılmasından dolayı oluşan “erken ödeme riski”ni (*prepayment risk*) kredi açan kurum üstlenmektedir. Ayrıca, kredi veren kurumlar enflasyon ve vade riskiyle karşılaşmaktadır. Sabit faizle ipotekli konut kredisi veren kurumlar topladıkları mevduatların kısa vadeli, açtıkları kredilerin ise uzun vadeli

olmasından dolayı “vade uyumsuzluğu” sorunu ve enflasyonun yükselmesi nedeniyle “kredi geri ödemelerinin değerinin reel olarak düşmesi” sorunuyla karşılaşabilmektedir.

Sabit faizli ipotekli konut kredilerinin risklerini gidermek amacıyla kredi veren kurumlar değişken faizli ipotekli konut kredisi yöntemini geliştirmişlerdir. Yöntem, ilk kez 1981 yılında ABD’de uygulanmıştır. Bu yöntemle kredi veren kurumlar kredi faiz oranı riskini ipotekli konut kredisi borçlusuna aktarmışlardır. Bu kredilerin kredi faiz oranı, kredi vadesi boyunca bir referans endekse bağlanmaktadır. Faiz oranının ayarlama dönemleri ise aylık, üç aylık veya yıllık gibi farklı periyodlara göre belirlenebilmektedir. Kredi veren kurum, değişken faizli kredileri teşvik etmek amacıyla sabit faizli kredilere kıyasla değişken faiz oranlarını başlangıçta daha düşük uygulamaktadır. Değişken faizle kullanılan ipotekli konut kredilerinin çeşitli türleri bulunmaktadır. Ayrıca, sabit ve değişken faizli krediler dışında kredi faizleri sabit ya da değişken olarak ayarlanabilen artan ödemeli, kazanç paylaşımlı, ayarlanabilir faizli, toptan ödemeli, indirimli vb. kredi türleri geliştirilmiştir.

Birinci el ipotek piyasasında tüketicinin konut kredisi talebini karşılayan finansal kurumlar, kullandırmış oldukları uzun vadeli kredileri ipotek ile teminat altına almaktadır. Kredileri geri ödenmesi sürecini ise kredi çeken kişilerin ekonomik gücü ve aylık geliri belirlemektedir. Kredi veren kurum ipotekli konut kredilerinin geri dönüşünü, çeşitli biçimlerde güvence altına almak istemektedir. Bu amaçla kredi açan finansal kurumlar ipotek düzenleme sürecinde LTV (Loan to Value Ratio) veya PTI (Payment to Income Ratio) biçiminde iki temel kriter kullanmaktadır:

$$1- \quad \mathbf{LTV} = \frac{\text{İpotekli Konut Kredisi Tutarı}}{\text{Gayrimenkulün Değeri}}$$

$$2- \quad \mathbf{PTI} = \frac{\text{İpotekli Konut Kredisi Ödemeleri}}{\text{Kişinin Aylık Geliri}}$$

LTV oranının küçük olması kredi veren taraf için kredi riskini düşürmekte ve daha yüksek bir koruma sağlamaktadır. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, LTV oranı genellikle %70-80 civarındadır. PTI oranının ise %30 olması makul görülmektedir. PTI oranına göre kredi kullanan kişilerin aylık gelirlerinin az bir kısmını ipotekli konut kredi borçları için ayırması, borç verenler açısından kredi geri dönme riskini düşürmektedir (Hepşen, 2010: 29-36).

ABD mortgage piyasasının menkul kıymetleştirilmesine yönelik finansal araçların farklı biçimleri türetilmiştir. Farklı vade, risk ve içerikle para ve sermaye piyasalarına satışa sunulan ipotekli konut kredilerine dayalı başlıca menkul kıymet olan **MBS** (Mortgage Backed Securites) türleri şunlardır:

- 1- **MPSS:** Mortgage Pass Through Securities (İpotekli Konut Kredilerine Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler)
- 2- **CMO:** Collateralized Mortgage Obligations (Teminatlı İpotek Yükümlülükleri)
- 3- **SMBs:** Stripped Mortgage Backed Securities (Getirisi Ayrılan İpotekli Konut Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetler)
- 4- **MBB:** Mortgage Backed Bonds, (İpotekli Konut Kredilerine Dayalı Tahviller)

MPSS'ler, ABD'de ilk kez, 1970 yılında, Ginnie Mae garantisi ile ihraç edilmiştir. MPSS'ler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler içerisinde en çok kullanılan menkul kıymet türüdür. MPSS'lerin nakit akımları, faiz ve anapara'nın bir kısmını içeren aylık kredi geri ödemeleri ile erken ödemelerden oluşmaktadır. MPSS sistemiyle menkul kıymetleştirme yönteminde kredi veren kurum, menkul kıymetleştirme işleminde kullanılacak kredilerini bilanço dışına çıkartarak kredilere ilişkin riskleri yatırımcılara transfer etmektedir. Taksitlerin ödenmemesi durumunda yatırımcılar riske girmektedir.

İlk olarak 1983 yılında Freddie Mac tarafından ihraç edilen CMO'lar, MPSS'lerin risklerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. CMO'lar ihraç eden kurumun pasifinde yükümlülük olarak durmaktadır. MPSS'lere kıyasla daha kısa vadeli olmaları, erken ödeme riskine karşı daha korunaklı olmaları ve yüksek kredi derecesi ile ihraç edilmeleri nedeniyle CMO'lar yatırımcılar açısından daha cazip kılınmıştır. Farklı risk/getiri beklentisinde olan yatırımcılara sunulmak üzere, farklı vadelere sahip seriler ("tranche") halinde piyasaya arz edilen CMO'lar, erken ödeme riskini bütünüyle yok edememekte ancak, bu riski farklı seriler arasına yayarak düşürebilmektedir. Standart bir CMO yapısında A, B ve C serileri olarak ifade edilen üç tür tahvil grubu yer almaktadır. Bu grupların anapara ödemelerine en kısa vadeli olanından başlanmaktadır. Bir önceki grup itfa edildikten sonra bir sonraki grup itfa edilecek şekilde sıralı bir ödeme planı uygulanmaktadır. Faiz ödemeleri ise, tüm tahvil gruplarına genellikle aynı oran üzerinden yapılmaktadır. Vade yapısına göre

"abuk", "orta hızlı" ve "yavaş" demeli şeklinde adlandırılan CMO'lar içinde A grubu tahviller genellikle iki ile üç yıl, B grubu tahviller be ile yedi yıl, C grubu tahviller ise on ile on iki yıl arasında değişen vadelere sahiptirler. Uygulamada kullanılan CMO'lar çoğunlukla üç ile on arasında seriye sahiptir. Seri sayısı 50'ye kadar çıkabilmektedir.<sup>18</sup> CMO'lar uygulamaya geçirildikten itibaren hızla piyasa payı artmış, 2009 Temmuz sonu itibariyle Amerikan piyasalarında 965 milyar dolarlık işlem hacmine ulaşmıştır.

SMBs'ler, ipotekli konut kredisinden sağlanan anapara ve faiz ödemelerini, menkul kıymet sahipleri arasında farklı şekilde dağıtma özelliğine sahiptir. Alacak havuzundaki anapara ve faiz gelirlerinin farklı şekillerde dağıtım ilkeleri, ihraç edilen menkul kıymetin satış aşamasında belirlenmektedir. SMBs ile genelde, anapara ve faiz tutarları birbirinden ayrıtırılıp farklı seriler oluşturulmaktadır. Serilerin bir kısmı yalnızca anapara demelerine dayalı olarak ihraç edilmektedir. Serilerin diğer kısmı ise yalnızca faiz demelerine dayandırılmaktadır. Piyasa faiz oranları ve erken ödeme riskine karşı son derece duyarlı olan SMBs'lerin buna bağlı olarak potansiyel risk ve getiri oranları da yüksektir.

MBB'ler ise, klasik bir tahvile benzemektedir. Klasik tahvillerden farklı olarak MBB'ler, ipotek kredilerinden oluşan bir havuzla teminat altına alınmaktadır. Bu yöntemle, ipotek kredileri bilanço dışına ıkartılmayarak aktifteki kredilerin teminatı altında tahvil ihracı gerçekleştirilmektedir. MBB'lerin nakit akımları ile ipotek havuzunun nakit akımları birbirlerinden ayrı olduğu için ipotek kredilerindeki geri ödenmeme ya da erken ödeme riskleri MBB yatırımcılarına yansımamaktadır. MBB'lerin ihraç eden kurum, bunlara ilişkin anapara ve faiz ödemelerini yapamadığı durumda teminat havuzundaki ipotek kredileri satılarak tahvil sahiplerine karşı olan yükümlülükler yerine getirilmektedir. Böylece, tahvillere ilişkin nakit akımları garanti

---

<sup>18</sup> Standart CMO yapısından farklı olarak değişik türlerde CMO yapıları oluşturulmuştur. Bunlar içinde yer alan PAC (Planned Amortization Class Tranches-PAC) ile, mevcut ipotek havuzuna ek olarak bir fon oluşturulmaktadır. Bu fon ile nakit akımları düzenli bir şekilde amortize edilmesi sağlanmaktadır. CMO'ların diğer bir çeşidi değişken faiz oranlı (Floating Rate Tranches) düzenlenmiştir. İlk kez 1986 yılında ihraç edilen bu menkul kıymet türünde, anapara ödemeleri tahvil gruplarına sıra ile yapılmakta, ancak üç ya da altı aylık periyodlarla faiz demeleri "LIBOR" ya da benzeri bir ölçüte göre yeniden ayarlanmaktadır. Faiz biriktirmeli borçlanma senetleri (Z Tranches) CMO'ların diğer bir türüdür. 18 ile 22 yıl arasında değişen vadeye sahiptir. Bunlar, CMO yapısında son tahvil grubu olarak yer almaktadırlar. Bu tahvil grubuna, kendinden önceki grupların itfasından sonra anapara ve biriktirilen faiz ödemelerinde bulunmaktadır. Getirilerinin belirsizliği ve riskinin yüksekliliği nedeniyle tamamen spelatif bir yatırım aracı olan Z grubu tahvilleri, erken ödeme riskini kabul eden yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır.

altına alınmaktadır. MBB'lerin vadeleri 5 ile 12 yıl arasında değişmekte olup, faizleri genellikle 6 aylık dönemlerde; anapara ise vade sonunda ödenmektedir (Hepşen, 2010: 87-95).

ABD konut piyasasına emlak kredilerine dayalı olarak çıkarılan diğer bir tahvil çeşidi ise sentetik CDO'lardır. Sentetik CDO'lar ile batma riskine karşı sigortalanan kredilerin primleri risk gruplarına ayrıştırılarak menkul kıymet biçiminde yatırımcılara sunulmaktadır. Büyük finans kuruluşlarının CDO yatırımlarını fonlamak için sıkça başvurdukları bir diğer yol ise "off-shore"da kanalıyla SIV (structured investment vehicle) oluşturmaktır. SIV'ler ilk olarak 1988 yılında Citibank tarafından oluşturulmuştur. SIV'lerin temel stratejisi, piyasalardan 3 ila 6 aylık kısa vadeli ve düşük faizli borçlar temin edilerek daha uzun vadeli ve yüksek getirili yatırımların fonlanmasıdır (Birdal, 2009: 11-3).

#### **1.1.2.4. Finansal Krizler, Hayali Sermaye ve Konut Balonu**

Kapitalist üretim süreci üretim sermayesi ile birlikte, ticari kredi, bankalar, para piyasası, borsa, merkez bankası katmanları gibi finansal nitelikte toplumsal ilişkiler piramidini açığa çıkarmıştır. Sermaye birikim sürecinde açığa çıkan atıl fonları kapitalist yatırım sürecine kanalize eden finansal kurumlar ve araçlar, üretici güçlerin gelişmesini hızlandırırken, girişimci kapitalistlere üretimlerini kendi öz sermayelerinin ötesinde genişletme, ödünç aldıkları para-sermaye ile birikim yapma olanağı vermektedir. Finansal piyasalar, tasarrufların yatırımlara dönüşmesine, kaynak dağılımında, risk yönetiminde, mal ve hizmetlerin ticaretinde önemli işlevler yüklenirken, sermaye birikimine özgü çelişkileri özellikle krizler biçiminde derinleştirmektedir. Kapitalist üretim sürecinde ekonomik ve finansal krizler, sermaye birikim sürecine içsel bir şekilde açığa çıkmaktadır.

Kredi sistemi ve bankacılık, sermaye birikimiyle açığa çıkan ve durağan durumdaki tüm fonları-tasarrufları toplamakta uzmanlaşarak, özerk bir mekanizmaya dönüşmüştür. Süreç içinde, faaliyetlerini toplumun geneline yaymıştır. Paranın ödeme fonksiyonunu biçimindeki kredi kullanımı, kapitalizm öncesi tarihsel dönemlerde de geçerlidir. Ancak, kapitalist üretim koşullarında faiz getiren sermaye (FGS) biçimindeki kredi para, bir meta olarak ödünç verilen bir sermaye haline

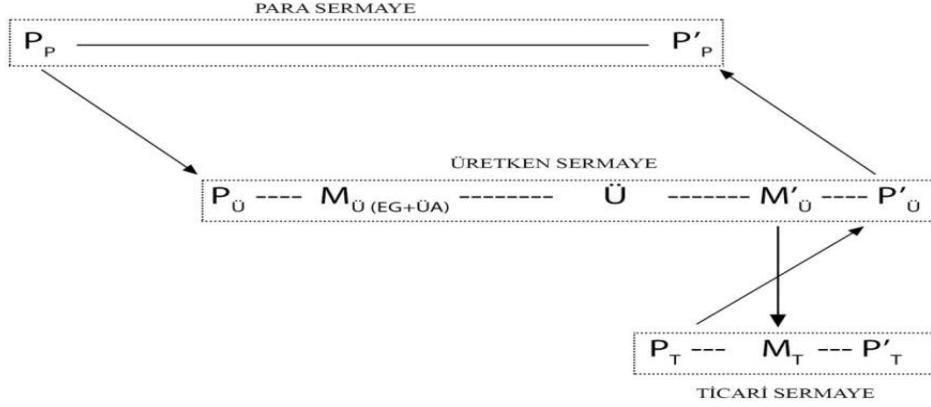
gelmektedir (Itoh ve Lapavitsas, 2008: 75). Kapitalizm öncesi üretim tarzlarını açıklayan basit yeniden üretim sürecinde, Meta-Para-Meta (M-P-M) ilişkisi biçiminde bir döngü söz konusudur.<sup>19</sup> Kapitalizme özgü olan durum, P-M-P' şeklindeki genişleyen yeniden üretim sürecidir. P', sermaye birikiminin kaynağı olmaktadır (Marx, 2008: 267-8). Kapitalist birikim sürecinde “Zorunlu geçerliği olan devlet kâğıt parası, değer alametinin eksiksiz, tam biçimi” olarak ortaya çıkarken, “Kredi parası, toplumsal üretimin daha yüksek bir alanına ait” bir biçimde gelişmekte ve “tamamen başka yasalarla” düzenlenir hale gelmektedir (Marx, 2005: 146-8).

Kapitalizmde sermaye birikim süreci, para sermaye (PS), üretken sermaye (ÜS) ve ticari (meta) sermaye (TS) şeklinde üç temel uğrakta işlevlerini yerine getirmektedir. Sürekli dönüşüm halinde sermayenin toplam toplumsal döngüsü oluşturan bu uğraklar, aynı zamanda kapitalist birikim sürecinde “*para ve metanın alacağı biçimleri daha da doğrusu sosyal ilişkilerin alacağı biçimleri*” belirlemektedir (Ercan, 2005: 497). Kapitalist üretimin üretim ve dolaşım süreçlerinin kapsayan sermayenin birikim sürecindeki üç temel formunu aşağıdaki şekilde göstermek mümkündür.

---

<sup>19</sup> Basit meta üretimi (M-P-M) satışla başlayıp satın almayla son bulurken, paranın sermaye olarak dolaşım süreci (P-M-P), satın almayla başlayıp satışla son bulmaktadır. Sermaye olarak dolaşım sürecinde para, değer büyümeye için başlı başına amaç haline dönüşmektedir. Değer büyümeye yenilenen hareketlerle mümkündür. “Mübadele değeri avcılığı” kapitalist ile geleneksel toplumlarda gömüleyici olan kesimlerin ortak özelliğidir. Ancak, “Gömüleyicinin parayı dolaşımdan kurtararak” varmak istediği değeri çoğaltma hedefine kapitalist, “parayı durmadan yeniden dolaşıma sokarak” ulaşabilmektedir (Marx, 2011: 156-7). Paranın dolaşım alanında sermaye olarak iş gördüğü bu süreçte herhangi bir kapitalist üretim yapmak üzere bir miktar para ile piyasadan üretim araçları (üa) satın alıp, emek-gücü (eg) kiralamaktadır. Ürettiği ürünleri pazarda realize eden kapitalist böylece süreci P' ile tamamlamaktadır. Sürecin sonunda  $P' = P + \Delta P$  olmaktadır. Marx'ın artı-değer olarak değerlendirdiği  $\Delta P$  parayı sermayeye dönüştüren, sermaye birikimini mümkün kılan burjuva üretiminin temelidir. Pahalıya satmak için ucuza satın almak şeklinde de ifade edilen P-M-P' süreci tüccar sermayesine özgü olduğu kadar, meta üretimiyle birlikte sanayi sermayesi ve kapitalizme özgü temel haline gelmiştir. Faiz getiren sermaye (FGS) olarak ise P-P' şeklinde daha özlü biçim almaktadır (Marx, 2011: 149-169; Marx, 2005: 156-7). P-M-P' şeklinde üç devreden geçerek toplumsallaşan sermayenin her bir devresinde, toplam toplumsal sermayenin yeniden üretimi için farklı işlevleri yüklenmiş düzeyler ve işlevler söz konusudur.

**Şekil 1.5:** Mali Sermayenin Biçimsel Döngüsü



**Kaynak:** Thompson, 1977: 249.

Şekilde görüldüğü gibi, PS ÜS'ye, ÜS ise artı-değer yüklü metalara dönüşmektedir. Bu süreçte her döngü, ötekinin temeline dönüşmektedir. PS olarak temsil edilen banka ve kredi sermayesi, kapitalist birikime ivme kattığı kadar, sermaye birikiminin belirli aşamalarında birikimin düğümleri haline dönüşmektedir.<sup>20</sup> Şöyleki; FGS, sermaye birikim devrelerine girip çıkmakta, birikim süreci boyunca açığa çıkan atıl fonları harekete geçirmekte, devrelere ivme kazandırmakta ve atıl kalan fonları bütünleşik sermayeler arasında yeniden dağıtmaktadır. Sürecin sürebilmesi için ortalama kârlar, faiz oranlarından yüksek olması gerekmektedir. Faiz oranı, ortalama kâr oranına üst sınır oluşturmaktadır. Ancak, sermayenin çevrimleri sırasındaki kimi durumlarda faizler, kapitalistlerin kârlarını eriterek sermayelerini tüketiceği seviyelere çıkmaktadır. Dolayısıyla FGS, kimi durumlarda sanayi kapitalistlerinin sermayesini eriterek yıkıcı olabilmektedir. Bu potansiyel yıkıcı rol, FGS'nin görece özerk, toplam toplumsal sermaye karşısındaki görece dışsal konumundan kaynaklanmaktadır (Itoh ve Lapavitsas, 2008:80-2). 1970'lerden sonra

<sup>20</sup> Dolaşım sürecinde para ticareti yapan banka sermayesi, mübadele alanında kalan paranın yönetilmesinde uzmanlaşarak hesapların tutulması, mevduatların korunması, para transferleri, bir ulusal paranın başka biri para birimiyle değiştirilmesi vb. işlem maliyetlerini toplumsal ölçekte azaltmaktadır. Bankacılık ve kredi sistemi kapitalist yeniden üretim sürecinde yaratılan durağan para kümelerini FGS biçiminde harekete geçirmekte, atıl konumdaki bu fonları sermaye birikimine sevk etmektedir. Kredi sistemi, fazla fonların sanayi ve ticari kapitalistleri arasında yeniden dağılımını düzenlerken, faiz ödemeleri artık değeri yeniden bölüştürmektedir. FGS biçiminde kredi sistemi geliştikçe, atıl fonlar sadece reel birikim alanlarına değil, artık-değer üretmeyen faaliyetlere doğru da yönelmekte, görece özerkleşen kredi sistemi finansal istikrarsızlıkları da körükleyerek kapitalist birikime özgü çelişkileri derinleştirmektedir (Itoh ve Lapavitsas, 2008: 71-3).

FGS'nin bu yıkıcı işlevi, aşırı sermaye birikimi ve düşen kâr oranlarının neden olduğu ekonomik durgunluk ortamında, finansal krizlerin daha sık ve yıkıcı bir biçimde yaşanmasına neden olmaktadır.

Finansal krize neden olan göstergeler arasında, kısa vadeli faiz oranları, hisse senedi fiyatları, gayrimenkul, arsa gibi varlık fiyatları, ticari iflaslar vb. değişkenler yer almaktadır. R. W. Goldsmith, finansal krizleri, genel olarak finansal göstergelerin tümü veya çoğunun keskin, kısa ve ultra döngüsel biçimde bozulması şeklinde tanımlanmamıştır (akt. Kaykusuz, 2014: 5). Feldstein (1999) finansal krizleri, "cari hesap krizleri, bilanço krizleri, banka-paniklerinin yol açtığı para krizleri, sirayet ve irrasyonel spekülasyon krizleri" şeklinde dört başlık altında açıklamıştır (akt. Delice, 2003: 61). Radelet ve Sachs (2000)'e göre finansal krizlere, dengesiz makroekonomik politikalar, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinlikler (köpükler) ile ahlaki tehlike yol açmaktadır. IMF'ye göre sektör kaynaklı finansal krizler, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri şeklinde açığa çıkmaktadır (akt. Delice, 2003: 61-2).

Finansal krize dair çok sayıda tanımlama olmakla birlikte, bu tanımlar genel olarak, para, bankacılık, ödemeler dengesi açıkları, kamu ve özel sektör kaynaklı borçlar biçimindeki kredi ve varlık fiyat balonlarını kapsamaktadır.<sup>21</sup> Varlık fiyat balonunun tipik bir örneği olarak 2008 Krizi'ni ve finansal kriz dinamiklerini daha kapsayıcı bir şekilde ortaya koyabilmek amacıyla, öncelikle iktisat teorilerinin kriz açıklamalarına kısaca değinmek faydalı olacaktır.

İktisat okulları içinde klasik ve neo-klasik akımlar finansal krizleri, ekonomik sistemin dışındaki faktörlerle, yani dışsal şoklarla açıklamaktadır.<sup>22</sup> Finansal krizleri

---

<sup>21</sup> Varlık balonu ve finansal krizlerin önemli bir nedeni kredi mekanizmalarının esnetilmesine bağlı olarak kaldıraç-borçlanma oranlarının artışıdır. Varlık balonların oluşumunda kredi hacmine dikkat çekenlerin başında bizzat dünyanın en önemli MB başkanları yer almaktadır. Örneğin, FED başkanlarından J. Yellen'e göre, bankalar kaldıraç oranlarını yükseltip risk üstlendikleri durumda olası bir krizin maliyetleri yükselmektedir (Yellen, 2009). ECB başkanlarından J. C. Trichet, MB para politikasının varlık fiyatlarını hedeflemesine karşı çıkmasına karşın, çok hızlı kredi ve borçlanma artışının varlık fiyatlarında hızlı bir yükselişe, varlık fiyatlarındaki hızlı yükselişe birlikte hızlı kredi genişlemesinin ise ekonomide tahribatlara neden olabileceğini kabul etmektedir (Trichet, 2003).

<sup>22</sup> Ana akım iktisat Say yasası ya da Mahreçler kanununu esas almaktadır. Buna göre, piyasada her arz kendi talebini yaratmaktadır, yani üretimin tamamı bir şekilde bir pazar ya da mahreç bulmaktadır. Malların mallarla değiştirildiği takas ekomosini esas alan Mahreçler kanununa göre piyasanın "doğal dengesi" ancak dışarıdan müdahalelerle sarsılmakta ve kriz arızı bir durum olarak ortaya çıkmaktadır (Aydın, 2015). Klasik, Neo-Klasik iktisatçılara göre,

Marksist iktisatçılar dışında, olgusal düzeyde daha açıklayıcı bir şekilde ele alan iktisatçılar Keynesyenlerdir. Keza, para talebini Klasik ve Neo-Klasik iktisatçılardan daha geniş bir kapsamda ele Keynes'e göre para, işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsüyle talep edilmektedir. Spekülasyon güdüsü ile para talebi, kısa vadeli kârlı yatırımlar peşindeki sermayeyi ifade etmektedir (Kazgan, 2010: 230). Keynesyen temelde geliştirilen finansal kriz teorilerine göre, finansal piyasalarda fiyatların spekülasyona açık yapısı, piyasanın aşırı dalgalanmasına neden olmaktadır. Bu durum aynı zamanda, üretim açısından ekonomiyi verimsiz ve istikrarsız kılmaktadır (Erdem ve Dumrul, 2014: 49).

1970'lerden sonra Keynes'in spekülatif para talebi üzerine inşa edilen Yeni-Keynesyen ve Post-Keynesyen iktisatta finansal istikrarsızlık ve finansal çöküş sürecinde asimetrik bilgilenme temel rol oynamaktadır.<sup>23</sup> Asimetrik bilgilenme, finansal işlem yapan taraflar arasındaki bilgi eşitsizliğini ifade etmektedir. Finansal krizi "fonların en üretken yatırım olanaklarına kanalize edilememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulma" olarak tanımlayan F. S. Mishkin'e göre finansal krizler, asimetrik bilgilenme (asymmetric information) nedeniyle ortaya çıkan ters seçim (adverse selection) ve ahlaki riziko (moral hazard) problemlerinden kaynaklanmaktadır. Ters seçim, finansal kurumların elindeki fonları eksik bilgiden

---

dışsal faktörler olmadığı sürece ekonomi doğal dengesinde seyretmektedir. Temel yaklaşımlarını Klasik, Neo-Klasik iktisada referanslarla oluşturan Monetaristler, Yeni Klasikler, RBC (Real Business Cycle Theory) teorisyenleri de ekonomik krizlerin nedenlerini piyasa ekonomisinin içsel yapısı dışında aramışlardır. Bu yaklaşımlarda yanlış ekonomi politikaları, dışsal arz ve talep şokları, teknolojik gelişmeler krizlere neden olarak gösterilen temel faktörlerdir. Neo-klasik iktisat geleneği içinde olmasına rağmen J. Schumpeter, kapitalizme ve krizlere ilişkin açıklamaları özgün bir niteliğe sahiptir. Kapitalist ekonominin krizlerini azalan kâr haddine bağlayan Schumpeter'e göre, ekonomik sistemi yeniden harekete geçiren iktisadi yeniliklerdir. İktisadi yenilikleri yeni ürün, pazar ve teknolojiler tetiklemektedir (Alkin, 2009: 63-64). Teknolojik gelişmeyi ekonominin motoru olarak ele alan Schumpeter'e göre, krizler kapitalist ekonomik sistemin doğasında vardır. Ayrıca krizler, "yaratıcı yıkım" biçiminde olumlu bir işlev görmektedir (Harvey, 2010: 56). Klasik İktisat içinde kalmasına karşın, ekonomik krizlere farklı yaklaşan bir diğer kişi T. R. Malthus olmuştur. Say kanununu temelsiz bulan Malthus'a göre, sermaye biriktirme gücü ve sermaye biriktirme güdüsü eksik tüketim nedeniyle frenlenmektedir (Malthus, 1836: 218-219). Artan tasarruflar ile birikimin sistemde aşırı üretime neden olduğuna dikkat çeken Malthus, rant geliri elde eden toprak sahibi aristokrat sınıfın lüks ve savurgan harcamalarını kapitalist sisteme istikrar sağlayan bir unsur olarak görmüştür. Bu yönüyle Malthus eksik tüketim ya da aşırı üretimi kriz teorisyenlerinin öncüleri arasında sayılmıştır (Hunt, 2005: 124-126; Öztürk, 2008: 36-37).

<sup>23</sup> Asimetrik enformasyon kavramı G. Akerlof tarafından geliştirilmiştir. Akerlof, Amerika'da kötü durumda olan ikinci el araba pazarı için "limon piyasa" kavramını kullanmıştır. Bu piyasada alıcılar, arabaların durumunu satıcılar kadar iyi bilmedikleri halde satın almak istedikleri bir arabaya ortalama bir fiyat ödemektedir. Arabaları iyi durumdaki satıcılar ise aynı fiyattan, satış işlemini gerçekleştirmek istemediğinden piyasada kötü arabaların satılma ihtimali yükselmektedir. Akerlof'a göre, asimetrik enformasyon olgusu benzer şekilde finansal piyasalarında etkinliğini bozmaktadır (Akerlof, 1970: 488-500).

dolayı yüksek riskli alanlara kaydırmasına neden olmaktadır. Piyasalardan düşük riskli “iyi” finansal varlıkların çekilmesine neden olan bu durum, yüksek riskli “kötü” finansal varlıkların artarak finansal piyasaları işleyemez hale sürüklemektedir. Ahlaki tehlike ise, daha çok yüksek kazanç potansiyeline sahip olması nedeniyle yüksek riskli yatırıma girişenler tarafından tercih edilmektedir. Bu projelerin başarısız olması, kredilerin geri dönme olasılığını düşürmekte ve finansal sistemi krize sürükleyebilmektedir (Mishkin, 1996: 2; Mishkin, 2004; Mishkin: 2007). Yeni-Keynesyenlere göre, banka bilançolarında meydana gelebilecek negatif şokların başlıca nedenleri arasında faiz oranlarındaki artışlar, hisse senedi piyasasındaki çöküşler, gelişmiş ülkelerde enflasyon oranındaki beklenmeyen düşüşler, varlık ve yükümlülükler arasındaki vade uyumsuzluğu, gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarındaki beklenmeyen değer kayıpları vb. nedenler yer almaktadır (Mishkin, 1998: 10-14).

Post-Keynesyenlerin varlık fiyat balonları ve finansal krize dair temel referansı Minsky'e ait finansal istikrarsızlık hipotezine dayanmaktadır. Bu hipoteze göre, karmaşık ve değişken finansal yapılar dolayısı ile kapitalist ekonomiler istikrarsızdır (Minsky, 2013). Finansal ekonominin genişlemesi, ekonomiyi kırılgan hale getirerek kriz eğilimini arttırmaktadır (Apaydın, 2015: 97). Yeni Keynesçiler gibi asimetrik enformasyon üzerinde durmakla birlikte, finansal kırılganlıklar, para arzının içselliği (endojenliği) gibi kavramlarla onlardan farklılaşan Post Keynesyenler, borç veren riskinin yanı sıra, borç alan riskini de göz önünde bulundurmuşlardır (Bilgin, vd. 2002: 19). Post-Keynesyenler para arzını ekonomik sisteme içsel olarak gördüklerinden, Marksist iktisatçılar gibi varlık balonlarını ve finansal krizleri daha açıklayıcı bir şekilde ele alabilmişlerdir. Post-Keynesyen iktisatta para arzının içsel olması, para yaratım süreciyle ilişkilidir. Diğer koşullar sabitken firmaların artan kâr beklentileri, daha fazla finansman ihtiyacını ve kredi talebini artırmaktadır. İyimserliğin hakim olduğu böylesi bir durumda bankalar ise kredi arzını arttırmaktadır. Böylece, yatırım mallarına olan talep efektif talebe dönüşürken, bankalar ve diğer finansal kurumlar tarafından para arzı içsel olarak arttırılmaktadır (Apaydın, 2015: 103-4).

Post-Keynesyenlere göre, işletmelerin finansal sıkıntılarının ne zaman krize dönüşeceği, piyasada şekillenen borç yapısıyla ilişkilidir. Firmaların faaliyet gelirleri ile borç faizi geri ödemesi arasındaki ilişkileri inceleyen H. Minsky, işletmeleri

finansman yapısı yönünden hedge, spekülâtif ve Ponzi<sup>24</sup> olmak üzere üç gruba ayırmıştır. Bir firma, öngörülen faaliyet gelirleri hem faizlerini hem de ana para borçluluk düzeyini azaltacak yeterli ölçünün üzerinde ise hedge finans grubu içindedir ve ödeme güçlüğü yaşamamaktadır. Borç faizlerini ödemeye yeterli bir faaliyet geliri öngören firma ise spekülâtif finans grubundadır. Faaliyet gelirleri borç faizlerini vadesinde ödeyebilmek açısından yetersiz kalan şirketler ise, Ponzi grubu içindedir. Bu firmalar vadesi gelen ödemeleri karşılayabilmek için ya sürekli borçlanarak borç yüklerini arttırmak ya da ellerindeki varlıkları satmak zorundadırlar (Minsky, 1982: 25-32). Bu hipoteze göre, ekonomi yavaşladığında hedge finans grubundaki firmalardan bazıları spekülâtif finans grubuna, spekülâtif finans grubundaki bazı şirketler de Ponzi finans grubuna geçmek durumunda kalmaktadır (Kindleberger ve Aliber, 2014: 46).

Finansal ve ekonomik krizleri, ortaya çıkaran koşulları kapitalist piyasa ekonomisinin dinamikleri ve çelişkilerine bağlı olarak içsel bir şekilde ele alan yaklaşım, Marksist iktisatçılar tarafından sergilenmiştir. Kapitalizmi parasal ekonominin geçerli olduğu bir üretim biçimi olarak ele alan (Foley, 1990: 443) Marx, sermaye birikim süreçlerinin içerdiği çelişkilerin krizleri kaçınılmaz kıldığını ve birikimin krizlerle ilerlediğini belirtmiştir. Kendi döneminde yaşanan buhranlar üzerinden iktisadi hayatın konjonktür tanımına uygun bir şekilde kapitalist birikim süreçlerinin “ortalama faaliyet, refah, aşırı-üretim, buhranlar ve durgunluk” aşamalarından geçtiğini belirten Marx’a göre, üretim güçlerini harekete geçiren ve geliştiren büyüme süreçleri, iktisadî dalgalanmalar ve buhranlarla birlikte sekteye uğramakta, gelişimin önündeki engellere dönüşmektedir (Divitçioğlu, 2013: 5-6).<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Minsky’in kullandığı “Ponzi finans” terimi 1920’lerin başında bir Boston banliyösünde küçük bir tasarruf firması çalıştıran Carlo Ponzi’nin serüvenine gönderme yapmaktadır. Mevduat sahiplerine ayda yüzde 30 faiz vaat eden Ponzi, mali işlemlerini üç ay kadar hiç aksamadan sürdürebilmiştir. Ancak dördüncü ayda yeni mevduat sahiplerinden gelen para girişi eski mevduat sahiplerine ödediği faiz tutarının altında kalınca, Ponzi çok geçmeden hapsi boylamıştır. Ponzi finans terimi, sürdürülmesi mümkün olmayan finans modelleri için kullanılmaktadır. (Kindleberger ve Aliber, 2014: 46).

<sup>25</sup> Marx, sermaye birikimi iş çevrimlerinin sabit sermaye devir süresinin canlanma safhasından krize kadar olan aşamalarını ayrıntılı bir şekilde açıklamıştır. Diğer ülkelerin ekonomilerindeki büyük değişimler, savaş, açlık ve buna benzer dışsal etmenlerin sekteye uğratma ihtimali dışında sabit sermaye yatırımlarının belirlediği bu çevrimler, ortalama 7 ila 10 yıl sürmektedir. Bununla birlikte çevrimlerin kriz ve durgunluk safhalarının süreleri, yıkıcı etkileri sabit sermaye devir süreleri tarafından değil, hükümetlerin, finansal kuruluşların ve sosyal sınıfların öznel politik eylemleri vb. etmenler dahil olmak üzere jeopolitik durum tarafından belirlenmektedir (Brenner, 2012: 46). Marx’ın teorisinde finansal krizler, sermaye birikim sürecinde genel sinai ve ticari krizlerin belli evrelerinin karakteristik özelliği olarak

Marx'ın, Kapital III'de ele aldığı çevrim teorisi, sabit sermaye yatırımları vd. gelişmelerin yanı sıra şirketlere faiz yükü getiren kredilerin artışı, fiktif sermayenin genişlemesini, spekülatif bir çılgınlıkla zirveye yükselen aşırı birikim ve sonunda değerlerin aniden yüksek nitelikli paraya dönmesini ve sermayenin şiddetli değersizleşmesini içermektedir (Brenner, 2012: 44-6).

Marksist perspektiften sınai ve ticari krizleri açıklamaya yönelik genel kabul gören yaklaşım, aşırı sermaye birikimi nedeniyle kâr oranlarının düşme eğilimidir. Birikim süreci krize karşı yönde eğilimlere sahip olmasına rağmen<sup>26</sup>, kimi özgün kriz durumlar dışında sermayenin organik bileşiminin artması, nihai olarak kâr oranlarını düşürüp krizi başlatmaktadır.<sup>27</sup> Kapitalist rekabet dolayısıyla sermayenin organik bileşimi değişmeyen sermayenin lehine artmaktadır. Dolayısıyla bu durumda, kârın kaynağını oluşturan artı-değer azalmaktadır. Artı-değerin azalması ise sistematik olarak kârları düşürmektedir (Bell ve Cleaver, 2002). Sonuçta sermayenin elde ettiği artı-değer, birikim için yeterli olmaktan çıkınca aşırı birikim krizi patlak vermektedir. Krizin patlak vermesiyle bütün süreç boyunca örtülü kalan öteki çelişkiler de ortaya çıkmaktadır (Savran, 2013: 50).

---

ortaya çıkmaktadır. Bu krizlerin özgül özellikleri ise içinde somutlaştıkları tarihi ve kurumsal çerçeve tarafından belirlenmektedir (Itoh ve Lapavistas, 2008: 12).

<sup>26</sup> Marx, sermayenin genişleyen yeniden üretim sürecinde üretim alanındaki çelişkilerden hareketle, sermayenin organik bileşimindeki artışın yol açtığı kâr oranlarının düşme eğilimini (KODE), kapitalist çelişkilerin kriz biçiminde açığa çıkaran en önemli argüman olarak sunmuştur. Bununla birlikte Marx, Kapitalin üç cildi boyunca kapitalist üretimin çelişkileri bağlamında kriz yaratan özgün durumlardan sıkça bahsetmiştir. Dolayısıyla, kapitalizmin bütün krizlerini bu şekilde açıklamak, kriz yaratan özgün durumları gözden kaçırılmasına neden olmaktadır. Marx'ın kendisi, yeterince açmaya vakit bulamamış olsa da, KODE'ye karşı yönde eğilimler olduğunu belirtmiştir: *"emeğin sömürü yoğunluğundaki artış, ücretlerin emek-gücünün değerinin altına düşmesi, değişmeyen sermaye unsurlarının ucuzlaması, nispi aşırı nüfus, dış ticaret, hisse senetli sermayelerin artışı."* Marx'ın belirttiği gibi bu eğilimler, krizi geciktirme ya da etkisini azaltmaktadır, ancak krizi bütünüyle önleme gücüne sahip değildir (Marx, 2003: 206-213).

<sup>27</sup> Marksist analizde bir metanın değeri değişken sermaye (v), değişmeyen sermaye (c) ve artı-değer (s) toplamından oluşmaktadır. Bu durumda bir ürünün toplam değeri = c + v + s kadardır. Üretimde kullanılan malzemeler ve makinelerin kullanılan kısımlarından oluşan c, ürüne üretim sürecinde kaybettiği kadar değer katmaktadır. Üretim sürecinde işgücünü temsil eden v ise, hem kendisine eşit bir değer, hem de s biçiminde bir artı-değer üretmektedir. Kapitalist üretim süreciyle birlikte c+v, c+v+s'ye dönüşmektedir. Emek-gücünün mübadele değeri ile üretim sürecinde onun tarafından yaratılan kullanım değeri arasındaki fark s'yi oluşturmaktadır. Belirli bir dönemin toplumsal emek-zamanının bir sonucu olan c+v+s; toplam gayrisafi ürünü göstermektedir. Marx'ın sermaye birikim analizlerinde artı-değer (sömürü) haddi s'=s/v, kâr haddi p=s/(c+v) ve sermayenin organik bileşimi q=c/(c+v) ile gösterilmektedir. Bu denklemlerden hareketle kâr oranları denklemine ulaşılmaktadır: p= s' (1-q). Buna göre, sermayenin organik bileşimindeki artış kâr oranlarını düşürmektedir. Kâr oranları artı-değer oranıyla doğru, sermayenin organik bileşimi ile ters orantılıdır (Sweezy, 2007: 71-8).

Neoliberalizm döneminde finansal krizlerin önemli bir kısmı, varlık fiyat balonları biçiminde açığa çıkmaktadır. Aşırı sermaye birikimiyle açığa çıkan küresel fonların 1970'lerden sonra en fazla balon oluşturacak biçimde yöneldiği varlıkların başında hisse senetleri ile gayrimenkuller yer almaktadır.

Varlık balonları, herhangi bir varlığın fiyatının hızlı bir şekilde artarak gerçek değerinin çok üzerinde işlem görmesidir.<sup>28</sup> Brunnermeier (2008)'e göre varlık fiyat balonu, gayrimenkul örneğinde olduğu gibi bir varlık grubu fiyatının bu varlık grubuna sahip olanların çok daha yüksek fiyattan satabileceklerini düşünmeleri nedeniyle, asıl fiyatının çok üstünde olması durumudur. Kindleberger (2008), balonu, *"fiyatlar bir kere şiddetle çökmeden önce belli bir müddet boyunca yükselmesi"* olarak tanımlamıştır (Kaykusuz, 2014: 6). Emlak fiyatlarında fiyat kira oranı, hisse senetlerinde temettü oranı gibi referans değerlerden hareketle kimi balonların mevcudiyetini belirlemenin daha kolay olduğuna dikkat çeken Birdal'ın da belirttiği gibi, *"gerçek değer tespiti dönük genel kabul görmüş kriterlerin olmadığı durumlarda"* balonlar, çoğunlukla patladıktan sonra anlaşılabilir. Balonlara yol açan önemli faktörlerin başında parasal genişleme ile birlikte atıl fonların kârlı yatırım arayışı gelmektedir (Birdal, 2018: 40).

19. yüzyıl klasik iktisatçılardan J. S. Mill, balon ve kriz olgusunu ilk ele alan kişilerden biri olmuştur. Politik Ekonominin İlkeleri (1848) adlı çalışmasında ekonomik faaliyetlerin seyri içinde ani düşüş ve yükselişleri balon ve kriz olgusuyla açıklamıştır. Fiyat balonlarının yeni pazarlar gibi dışsal bir "şok" ya da "bir tür kaza" nedeniyle, spekülasyon sonucu oluştuğunu düşünen Mill'e göre, fiyatlar yükseldikçe, diğerlerinin zenginleştiğini gören "çok sayıda taklitçi" harekete geçmektedir. Spekülasyon, esas temellerini aşarak, *"böyle bir yükseliş için hiçbir temeli olmayan mallara da"* uzanmaktadır. Fiyat artışları daha fazla fiyat artışını doğurunca giderek kendi kendine idame ettiren bir süreçle balon şişmektedir. Balon oluşumunda temel rolü ise kredi bolluğuna neden olan kredi mekanizması oynamaktadır. Salgın halinde sürece *"cesur ve maceraperest"* bir havayla kazanç yaratma tutkusu kamçılanırken, bir avuç şirketin beklenmedik batışı piyasada "genel güvensizlik" yaratarak sürecin

---

<sup>28</sup> Balon oluşumuna konu olan varlık, "kimi zaman emlak, hisse senedi, altın ya da geleneksel yatırım araçlarından biri olabileceği gibi lale soğanı ya da kayısı gibi spekülasyon unsuru haline gelen herhangi bir emtia da" olabilmektedir. Tarihte bilinen ilk büyük varlık balonu 1630'larda Hollanda'da yaşanan Lale Balonu'dur. Kasım 1636 ve Şubat 1637 tarihleri arasında lale soğanı fiyatları 20 kat artmış, balonun doruğunda kimi lalelerin fiyatı lüks bir evin değerine ulaşmıştır. Mayıs 1637 itibarıyla süreç tersine dönmüş ve lale fiyatları %99 değer yitirmiştir (Birdal, 2018: 40).

sonunu hazırlamaktadır. Belirsizlik yayılırken kredinin güvence altına alınması neredeyse imkânsız hale gelmektedir. Krediler buharlaştıkça fiyatlar düşmekte ve kriz piyasayı ele geçirmekte, şirket iflasları hızla artmaktadır (Roubini ve Mihm, 2012: 50-1).

Minsky'den hareketle varlık balonlarının oluşumunu açıklayan Kindleberger ve Aliber, finansal krizlerin “doğal” sürecini **çılgınlık, panik** ve **çöküş** olarak ele alırlar. Onlara göre, varlık fiyatı balonlarını besleyen esas süreç kredi mekanizmalarıdır. Ekonomi büyürken kredi arzı hızla yükselmekte, ekonomik büyüme duraklamaya başladığında ise kredilerdeki büyüme temposu çoğunlukla sert bir şekilde yavaşlamaktadır. Finansal kriz öncesinde borçlanma, varlık ya da menkul kıymet fiyat artışlarından daha hızlı artmaktadır. Çılgınlık havası emlak, hisse senedi, döviz ya da emtia fiyatlarında uzak gelecekteki fiyatlarıyla tutarlılık göstermeyen artışlara neden olmaktadır. Fiyatlarda sürekli artış beklentisi, mantıklı coşkuyu mantıksız coşkuya dönüştürmektedir. İş çevriminin genişleme evresinde görülen çılgınlık döneminde emlak, hisse senedi ya da birkaç emtianın fiyatındaki artışlar, tüketim ve yatırım artışını körüklemektedir. Ekonomik büyümeyi hızlanırken, yatırımcılar ve kredi verenlerin sonsuz büyüme iyimserliği varlık fiyatlarını daha da yükseltmekte, kredi bolluğu ortamında sanki paranın “bedava” olduğu havasıyla hareket eden ekonomik birimler, yatırım ve tüketim “cümbüşü” yaratmaktadırlar. Giderek artan sayıda yatırımcı emlak ve hisse sendi fiyatı artışlarından kısa vadeli kazanç peşinde koşmakta, kimisi “ileride bina tamamlandığında”, kimisi ise “daha inşaat bitmeden yüksek kârlarla satmak niyetiyle”, yeni başlayan inşaatların dairelerine yatırım yapmak amacıyla peşinat koymaktadır. Bir süre sonra, bir hükümet politikası değişikliği, ya da başarılı sanılan bir şirketin açıklanamayan iflası gibi önemli bir gelişme varlık fiyatlarındaki artışı sekteye uğratacak ortamı yaratmaktadır. Böyle bir olayla birlikte varlık fiyatlarından kısa süreli kazanç sağlamak isteyen yatırımcılar, büyük ölçüde kredilerle finanse ettikleri alımlarını daha düşük fiyatlarla elden çıkarmak istemektedirler. Özellikle, borç faizlerinin yatırım yaptıkları varlık getirisini aşması nedeniyle borçla finansman sağlayan yatırımcılar, yatırım yaptıkları varlıkların tez elden satışına başlamaktadır. Varlık fiyatlarının sert bir şekilde düşmeye başlamasıyla panik ve çöküş ortamına girilmektedir. Panik havası, bazı varlık fiyatlarının daha da düşeceği endişesi ile finansal sistemi “stres” ortamına sürüklemektedir. Konut, bina, arsa, hisse senedi, bono ve emtia fiyatları zirvedeki fiyatlarının yüzde 30 ile yüzde 40'ına kadar düşerken, iflaslar peşi sıra gelmekte,

kredi muslukları kısılmakta, yatırım ve tüketim harcamaları düşmeye başlamakta, ekonomi yavaşlamakta ve işsizlik tırmanışa geçmektedir (Kindleberger ve Aliber, 2014: 18-22).<sup>29</sup>

Post-Keynesyenler finansal krizle sonuçlanan varlık fiyat balonları sürecini oldukça iyi tarif ediyor olmalarına karşın, bu açıklama tarzında, krize neden olan yapısal koşulların kapitalist üretime içkin çelişkilerden kaynaklandığına dair boyut ihmal edilmektedir.<sup>30</sup> Bu noktada, liberal iktisat akımlarından farklı olarak parasal analizi sermaye birikiminin temel unsuru olarak ele alan Marx'ın yeterince açmaya zaman bulamadığı kavramlardan biri olan hayali sermaye, günümüzdeki varlık fiyat balonlarını ve finansal krizleri açıklama konusunda oldukça işlevseldir. Günümüz iktisadi ve finansal krizlerinin nasıl derinleştiğini yeterince anlayabilmek için, hayali sermaye kavramını açmak gerekmektedir. Keza finansal sektörün unsurları olan hayali sermaye biçimindeki varlık türleri, sermaye birikimine yoğunlaşmasına ve merkezileşmesine ivme kazandırdığı gibi, birikimin krizlerinin daha derin yaşanmasına neden olmaktadır.

Faiz/kâr getirisine sahip olan ve piyasada arz-talep durumuna göre fiyatı değişen değerli kâğıtlara hayali sermaye denilmektedir. Gerçek sermaye, üretim ve dolaşım birliği süreçlerini ifade eden para sermaye, üretken sermaye (üa, eg) ve meta sermaye biçimlerinden oluşurken hayali sermaye, herhangi bir gelir akımı sağlayan değerli kâğıtlar biçiminde sermayeye dönüşmektedir. Paraya hayali sermaye biçimi kazandıran koşulları kapitalist üretim sağlamıştır. Hayali sermaye

---

<sup>29</sup> Post Keynesyen teoriye göre, ekonomik konjonktürün genişleme evresinde artan kârlar ve iyimser beklentiler, yatırımları da hızla arttırmaktadır. Konjonktür genişlemesi tam istihdam sınırına dayanarak durmaya başlamasına karşın, spekülasyon ve borçluluk ile devam etmektedir. Büyük bir spekülâtörün kâr realizasyonuna gitmesi ile birlikte konjonktür aşağıya doğru dönmekte ve faiz oranları hızla artma sürecine girmektedir. Faizlerin artış sürecindeyken asimetrik enformasyon nedeni ile ahlaki risk ve ters seçim problemleri de artmakta, spekülâtif ve ponzi grup içinde yer alan firmalar iflas etmeye başlamaktadır. Kredi tayinlaması ile birlikte, iflaslar daha da hızlanmaktadır. Faiz oranlarının çok hızlı yükselmesi, kredi arzıyla birlikte kredi talebini de hızla daraltmaktadır. Para arzı içsel bir şekilde kredi talebi tarafından belirlendiği için MB'nin müdahalesi finansal kriz sürecini engelleyememektedir (Bilgin, vd. 2002: 19-21).

<sup>30</sup> Post-Keynesyenlerin Marksist iktisatçılarından ayrıldığı temel noktalardan birisi kapitalizmin yapısına dairdir. Savran'ın da belirttiği gibi, Keynes ve takipçileri iktisat, finans dünyası ve beklentiler üzerine önemli tespitlerde bulunmuş olmalarına rağmen, krizleri Marksistlerden farklı olarak kapitalizmin doğası dışında "hayvani içgüdüler"de aramışlardır (Savran, 2013: 47-51). Keza Post-Keynesyenlere göre, kredi mekanizmalarının şişirdiği varlık balonları ve krizler, finansal sektör sıkı bir denetime tabi tutulduğu takdirde önlenebilirler. Oysaki Marksist düşüncülere göre krizler, kapitalist sistemin temel çelişkilerinden kaynaklandığından bir takım önlemlerle etkisi azaltılsa dahi önlenemez niteliktedir.

biçiminde sermayenin dolaysız üretim ile bağlantısı kaybolmaktadır. Gelirlerin kapitalize edilmesi ile meydana gelen hayali sermaye, kendine özgü biçimler olarak bağımsızlaşmıştır. Hayali sermayeyi oluşturan biçimler, hisse senetleri, tahviller, devlet istikraz tahvilleri, ipotekli borç senetleri vb. menkul değerlerdir (Satlıgan, 2012: 192).<sup>31</sup> 1970'lerin finansal serbestlik ortamıyla birlikte riskten korunma ve riski minimize etme (hedge) araçları olarak sermayenin harekete geçirilmesinde kullanılan sentetik türevler, hayali sermayeyi çeşitlendirerek ve spekülasyon alanının genişlemesini yol açmıştır. Hayali sermaye kâğıtları ve finansal türevler finansal piyasalar üzerinden çöküş ve canlanma çevrimlerini de sıklaştırmıştır (Güngen, 2015: 20-2).

Hayali unsurlarıyla birlikte finansal sektör, özellikle konjonktürün genişleme evresinde kredi ve hisse senedi gibi borç ve özsermaye aktarımlarının spekülasyon ve aşırı kâr nedeniyle bazı sektörlerle aşırı yönelmesi sonucunda varlık balonlarının oluşmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede inansallaşmayı fiktif sermayenin birikim sürecinde artan ölçüde kapsam ve hakimiyeti olarak ele alan B. Fine, sermaye birikim sürecinde finans sermayesinin dikey olarak yoğunlaştığını yatay olarak ise genişlediğini belirtir. Bu süreçte her potansiyel gelir ve faaliyetler FGS'nin ağlarına eklemlenirken, FGS'nin yoğunlaştığı alanlar aynı zamanda spekülatif patlamaların kaynağına dönüşmüştür (Fine, 2014). B. Fine dışında hayali sermaye kavramını günümüz iktisadi krizlerini açıklayacak bir şekilde ele alan önemli düşünürler arasında Itoh ve Lapavitsas, Brenner, Foster ve Harvey yer almaktadır. Bu düşünürlerin kapitalist birikime içsel bir şekilde oluşturdukları finansal kriz modellemesi, Marx'ın kendi döneminde yaşanan on yıllık buhranlar üzerinden iktisadi hayatın konjonktür tanımına uygun bir içerikte geliştirilmiştir.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Marx, banka sermayesinin fiktif karakterini üç şekilde açıklamıştır. Birincisi, faiz getiren kâğıtların fiktif olması fiyatlarının temsil ettikleri gerçek sermayeden farklı olarak belirlenmesinden kaynaklanmaktadır. İkincisi, sermaye birikim süreci, FGS'yi artan oranda birikimin dayanağı kılmaktadır. Banka sermayesini fiktif karakterinin üçüncü biçimi ise faiz getiren kâğıtların kazancın artı-değer dışından sağlanması durumudur. Örneğin hazine bonusu karşılığında devlete verilen para harcanmış sermaye biçiminde kendini genişletmemektedir (Sarıtış Oran, 2017: 40-2).

<sup>32</sup> Finansal krizleri tarihsel bir perspektiften ele alan önemli çalışmalardan biri G. Arrighi'ye aittir. Kapitalist birikimin oldukça uzun dalgalarını ele alıp inceleyen Arrighi, sermayenin "sistemik birikim devreleri"nin ortak örüntüleri olduğunu belirtmiştir. Aralarındaki nitel farklılıklara rağmen tüm birikim döngülerin başlangıç evresi olan "maddi genişleme dönemi"nde sermaye, meta ve ticari sermaye formlarına bürünerek genişleyen yeniden üretimi mümkün kılmaktadır. Devamındaki "finansal genişleme dönemi"nde ise artan uluslararası rekabet ve düşük kâr oranları, sermaye birikiminin krize girmesine sebep

Sınai çevrimlerin özellikle canlanma evresinde yoğun kredi kullanımı dışında menkul kıymetleştirme vb. kredi türevlerinin çoğalmasının aşırı birikim ve düşen kâr oranlarından kaynaklandığına dikkat çeken Brenner, sanayi şirketlerinin böylesi bir durumda toplam yatırımlarını her zamankinden daha fazla oranda sermaye ve gayrimenkul piyasalarında spekülasyona yönlendirdiğini belirtir. Çevrimin genişleme evresinin sonlarına doğru kredi talebi faizleri yukarı çekerken, fiktif sermayenin genişleme safhalarında aniden son bulan süreç kredi ve bankacılık krizlerine neden olmaktadır (Brenner, 2012: 45). Sermaye çevrimlerinin canlanma evresinin *spekülatif çılgınlık* safhasında varolan mal ve hizmetlerin içerdiği gerçek değerlerden, daha fazla oranda para ve diğer değer ölçüleri dolaşımda bulunmaktadır. Sahtekârlık, dolandırıcılık ve skandallar bu aşamada çoğalırken, aşırı sermaye birikimiyle açığa çıkan likiditenin devasa miktarları hisse senetlerine, sermaye ihracına, gayrimenkule vb. varlıklara yönlendirilmektedir. Dünya ticaret sistemi ile üretimin iki kesimi arasındaki orantısızlıklar, temel hammadde fiyatlarının artması, rantların yükselmesi, gerçek değerleriyle orantısız miktarlarda dolaşıma sokulan kredi destekli finansal araç kitlesi, hisse senedi fiyatlarını oynaklığı ve faiz oranları üzerine artan kaygılar vb. olgular eşliğinde kredi balonu patlamaya hazırdır. Krizin başlangıcı sadece ortaya çıkış bakımından –paraya hücum, bir bankacılık krizi, bir bankanın çöküşü, borsanın hızla düşmesi vb.- dramatik bir olayla aniden gerçekleşmektedir (Brenner, 2012: 49-51).

1970'li yıllarda yaşanan krizlerin akabinde gerçekleşen neoliberal dönüşüm sürecinde, sermaye üretimden paraya kaçarak, finans alanındaki operasyonlarla beslenmiştir. Paranın üretimden kopmasına neden finansal varlıklarda “şişkinlik”, “hayali sermayenin başdöndürücü” dünyasında finansal çöküş ve depresyonun koşullarını hazırlamıştır (Savran, 2013: 195). Neoliberalizm döneminde, dünya ekonomisinin gerçek tabanının üzerinde, onun hiçbir şekilde taşıyamayacağı devasa bir hayalî sermaye birikimi oluşmuştur. Savran'ın belirttiği gibi, “2000'li yılların ortalarında dünya çapında üretimin toplam yıllık değeri, farklı hesaplama yöntemlerine göre, 50 ilâ 65 trilyon dolar arasında değişirken, sadece yeni finansal araçlardan oluşan türev piyasalarındaki işlemlerin yıllık değeri 650 trilyon dolar

---

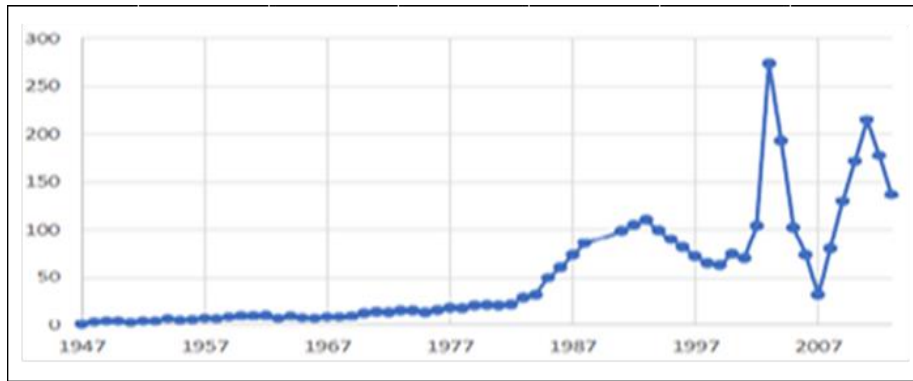
olmaktadır. Maddi ekonomiye yatırım yapmanın riskli hale geldiği bu evrede sermayenin öncelikli tercihi, yatırım tercihi olarak likit varlıklara yönelmektedir. Böylece, finansallaşma, sermayenin spekülatif yatırımlara yönlendirmekte, varlık balonlarını tetiklemektedir. Kapitalizmin tarihsel seyri içinde dünya ölçeğindeki birikimin finansal kriz evresi ise, hegemonyanın el değiştirmesi ile sonuçlanmaktadır (Arrighi, 2000).

*civarına ulaşmıştı!”* Yine Savran’ın deyimiyle, *“Bu ters piramidin sonsuza kadar ayakta kalmasını beklemek gerçekçi değildir”* (Savran, 2013: 106).

Kapitalist birikim sürecinin genişleme aşamasında, esnek kredi mekanizması ile birlikte piyasalardaki iyimser hava, borsada menkul kıymet fiyatlarında balona neden olmaktadır. Yukarı doğru hareket durgunluğa döndüğünde, hava kötümserlikten yana değişerek spekülative balonları patlatmaktadır. Çöküş aşamasında, bankalar, sigorta şirketleri ve bireysel yatırımcıların elindeki finansal aktifler değer kaybına uğrarken, küçük yatırımcılardan daha profesyonel ve büyük yatırımcılara doğru servet transferi gerçekleşmektedir. Bu bağlamda, ABD’de menkul kıymetler borsasında 1987’de, 1999-2000’de ve 2007-2008’de ipotekli konut piyasasında oluşan balonların patlama sürecini yaşatması spekülasyona dayalı kazanç mekanizmasının kontrolden çıkmasının bir sonucudur. Bu yönüyle, sermaye piyasası fiyat istikrarsızlığı, parasal krizler ve endüstriyel iş çevrimlerinin hem içsel bir parçası hem de bundan bağımsız önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Finans sektörü son tahlilde üretken sektörlerdeki tıkanmaların yarattığı çöküşlerin çarpıcı bir şekilde ilk ortaya çıktığı alandır (Ersoy, 2013: 45-6).

Varlık balonlarının çöküş aşamasında açığa çıkan finansal krizler, hayali değerlere geride bıraktıkları enkaz yığını ile birlikte gerçek sınırlarını hatırlatmaktadır. Hayali sermayenin getirisi olarak finansal kârlar, iş çevrimlerinin genişleme safhasının doruğunda spekülative patlamalarla reel kârların çok üzerinde seyrederken, balonların patlamasıyla oluşan iş çevrimlerinin dip aşamasında gerçek sınırlarına çekilmektedir. Aşağıdaki Grafik, hayali sermayenin yükselttiği finansal kârların sınırlarını göstermektedir.

**Grafik 1.1:** Reel Kârların Yüzdesi Olarak Finansal Kârlar (%)



**Kaynak:** (Carchedi, 2017)

Grafikten izlendiği üzere, finansal kârlar 1970'li yıllara kadar gerçek kârların altında seyreden, 1980'den sonra yükselişe geçmiştir. Finansal kârlar, 2000 yılı sonrasında ise reel kârları aşarken, 2001 sonrasında finansal kriz ile birlikte hızla düşüşe geçmiş, ABD'de 2008 Krizi'nin hemen öncesinde reel kârların altına düşmüştür.

Finans sisteminin gayrimenkul piyasasındaki etkisi arttıkça, ekonomi açısından daha riskli ve kırılgan bir yapı ortaya çıkarmıştır (Akçay, 2016: 41). Kentsel mekân üretiminin sektörleşmesi ile birlikte konut vd. gayrimenkul yatırımları, varlık balonu biçiminde ekonomik krizlerin de önemli bir dinamiği olarak ortaya çıkmıştır. Konut arz ve talebinin yatırım saikiyle öne çıkması konut piyasasında aşırı spekülasyonu besleyerek rantların ve dolayısıyla emlak balonlarının şişmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla rant biçiminde getiriye sahip olan toprak, bir meta olarak aynı zamanda hayali sermaye işlevine sahiptir. Bu bağlamda Harvey'in belirttiği gibi toprak, "Gelecekte oluşacak rantın beklentisinden doğan, farazi bir sermayedir" (Harvey, 2013; 72).

17. yüzyıldan günümüze değin yaşanan on büyük finansal krizin çoğunluğunda, gayrimenkul ve hisse senedi balonunu birlikte görülmüştür (Kindleberger ve Aliber, 2014: 17). 1980'den sonra ortaya çıkan finansal krizler içinde gayrimenkul balonlarının ağırlığı daha da artmıştır. Kindleberger ve Aliber'e göre, 1970'lerin başından günümüze değin emtia, kur, gayrimenkul ve hisse senetleri fiyatlarında görülen olağanüstü oynaklıklar, uluslararası ölçekte dört finansal krizi ortaya çıkarmıştır. 1980'lerin başında ortaya çıkan ilk kriz dalgası, Meksika, Brezilya, Arjantin başta olmak üzere on geliştirmekte olan ülkenin dış borçlarını ödeyemez duruma ulaşmasıyla gerçekleşmiştir. İlk kredi dalgası başta Meksika olmak üzere geliştirmekte olan ülke hükümetlerine ve firmalarına verilen borçların on yıl boyunca birikmesinden kaynaklanırken, sonraki kredi balonları daha çok kredi kullanıcılarının ödünç aldıkları parayı genelde konut ve ticari amaçlı gayrimenkul piyasasına aktarmasından kaynaklanmıştır. 1990'ların başında uç veren ikinci dalga, Japonya ile üç Kuzey Avrupa ülkesi olan Finlandiya, Norveç ve İsveç'i içine almıştır. İkinci dalganın merkezi olan Japonya'da gayrimenkul ve hisse fiyatları beş altı kat yükselmiştir. 1997'de patlak veren Asya Finans Krizi üçüncü dalgayı oluşturmuştur. Üçüncü dalga Tayland, Malezya ve Endonezya'dan Güney Kore, Rusya, Brezilya ve Arjantin'e yayılmıştır. Emlak sektöründen başlayarak 2007'de gelen dördüncü dalga ise 1930'ların Büyük Buhran'ından sonra etkileri

itibariyle yaşanan en kapsamlı küresel kriz dalgası olarak tarihe geçmiştir. Dördüncü dalga ABD, İngiltere, İspanya, İrlanda ve İzlanda'da gayrimenkul fiyatlarındaki düşüşle başlayarak, Yunanistan, Portekiz ve İspanya'nın devlet bono fiyatlarının düşüşünü tetiklemiş ve böylece tüm dünya ekonomilerini sarsmıştır. Kindleberger ve Aliber'e göre, *"Bu mali krizler ve banka iflasları varlık fiyatlarındaki balonların patlamasından ve para değerindeki keskin kayıplardan kaynaklandı; birçok örnekte kur krizleri bankacılık krizlerini"* tetiklemiştir (Kindleberger ve Aliber, 2014: 1-6).

1970'lerdeki kriz sonrasında devlet ve finansın neoliberal ittifakıyla kentsel yenilenme yatırımlarının dünya piyasalarına taşındığına dikkat çeken Harvey'e göre, 1997-98 Doğu ve Güneydoğu Asya, 1998 Rusya, 2001 Arjantin vb. krizlerin yaşamasında gayrimenkul balonlarının önemli etkisi olmuştur. Çin gayrimenkul yatırımları özellikle 1997'den sonra inanılmaz bir hız kazanmıştır. Barajlar, karayolları, dev alışveriş merkezleri, bilim parkları, eğlence merkezleri, kültürel ve sportif alanlar, konut alanları vd. küresel sermayenin soğrulduğu yatırım alanlarına dönüştürülmüştür. Çin Merkez Bankası ABD'de ikinci el ipotek piyasasına, Goldman Sachs Mumbai emlak piyasasına, Hong Kong sermayesi Baltimore'a yatırım yapmıştır. Kentsel yeniden yapılaşma furysı, yeni finansman yöntemleri ve araçları eşliğinde Mexico, Santiago (Şili), Taipei, Moskova, başta İspanya olmak üzere Avrupa, Londra, Los Angeles vd. dünyanın tüm metropollerini sarmıştır. Nihayet 2008 Krizi ile ABD'de yeniden patlayan emlak balonu, kentsel büyüme ve emlak spekülasyonların etkisiyle ortaya çıkmıştır (Harvey, 2013: 52-7).

Mera ve Renaud, Güney Kore, Malezya, Tayvan gibi Doğu Asya ülkelerinin yaşadığı finansal krizleri gayrimenkul piyasasındaki kontrolsüz büyümeye ile açıklamaktadırlar. Onlara göre, gayrimenkul balonları finansal krizin tetiklenmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Kriz öncesinde gayrimenunkul faaliyetleri olağanüstü bir hareketliliğe sahipken, gayrimenkul balonu patlamasının ardından inşaat şirketleri iflas etmiş, gökdelenler yarım kalmış, büyük ölçekli projelere finansman sağlayan bankalar batmıştır. Bu tablonun oluşumunda 1980'lerdeki hızlı finansal serbestleşme ve küresel sermaye etkin rol üstlenmiştir. Gerçekçi olmayan kâr beklentilerine dayalı riskli yatırımlar gayrimenkul balonuna yol açarken, "küresel şehir" yarışına giren metropollerde konut ve ofis talebi kontrolsüz bir şekilde artmıştır (Yeşilbağ, 2016: 601-3).

Meksika konut piyasasını inceleyen Soederberg'e göre, mortgage menkul kıymetleştirme örneğinde olduğu gibi gelecekte yaratılacak bir değere karşılık kredinin peşin olarak verildiği her durum, hayali sermayenin temelidir. Mortgage temelli menkul kıymetleştirme yönetiminde, gelir akışlarının dayanağı olan borç çeken kesimlerin düzenli olarak gelir elde edeceği varsayılmaktadır. Burada kumar oynamak gibi yüksek bir risk söz konusudur. Bu tür bir riski mümkün kılan kredi sistemi ise, hem birikimin keskin ucu hem de aşırı sermaye birikimi ve emek fazlası massedilmesinin bir aracı olmaktadır. 2008'deki mali çöküş ve Meksika'daki ekonomik krizlerle bunun kanıtlanmıştır. Soederberg'in de belirttiği gibi, sermayenin öz çabasının bir ürünü olarak gelişen kredi sistemi, kapitalizmin içsel çelişkilerini törpülese de, süreç içinde onların daha da derinleşmesini engelleyememektedir (Soederberg, 2016: 350-1).

Genel olarak hisse senedi balonlarına kıyasla gayrimenkul balonlarının ekonomi üzerindeki etkisi daha yıkıcı ve maliyeti daha yüksektir. Bunun nedeni, hanehalkı varlıklarının büyük bir kısmının gayrimenkullerden oluşması ve de banka kredilerinin büyük bir kısmının gayrimenkul teminatıyla garanti edilmiş olmasıdır. Ülkeye değişmekle birlikte yapılan araştırmalar, genel olarak konut varlık fiyatlarının hisse senedi varlık fiyatlarına göre servet üzerindeki etkisinin 2 kat daha fazla olduğu yönündedir. Konut servetinin tüketici harcamaları üzerindeki etkisini araştıran J. Muellbauer'e göre, kredi vermenin imkânlarının daha esnek ve fazla olduğu ülkelerde servet etkisi pozitifdir. Sonuçta gayrimenkul balonunun yarattığı tahribat da daha büyük olmaktadır (Kansu, 2011: 34-41).

Özetle; neoliberal süreçte varlık balonlarına bağlı olarak finansal krizlerin daha da sıklıkla yaşanıyor olmasının en önemli nedenlerinden biri kapitalist birikimin tüketicileri artan oranda kredi ve borç mekanizmalarına eklemlenmesi ile birlikte, menkul kıymetleştirme işlemlerinin artmasıdır. Bankaların bireysel ve kurumsal müşterilerine sunduğu yatırım ve tüketim kredileri, A.Ş'lerin ihraç ettiği hisse senedi, tahvil, bono gibi finansal araçlar, reel sektörde arz ve talebin kaynağına dönüştüğü kadar, emlak balonu gibi varlık fiyatlarını şişirerek finansal çöktüşlere de sebep olmaktadır. Potansiyel olarak gelir akımları üzerinde hak sahipliğini ifade eden bu finansal araçlar, hayali sermaye unsurları olarak çelişik bir karaktere sahiptir. Kriz durumunda açılan krediler geri dönmeyerek banka sermayesinin kaybına ve iflaslara neden olurken, hisse senedi, tahvil gibi değerli kağıtlar eriyerek tükenmektedir. Başlangıçta "hayaldi gerçek oldu" şeklindeki beklentiler, kriz aşamasında "gerçekti,

hayal oldu”ya dönüşmektedir! Konut üretiminden elde edilen faktör gelirleri kâr, ücret, faiz ve rant biçiminde gerçekleşirken, gayrimenkul piyasasında fetişik karakteriyle rant aynı zamanda varlık fiyat balonunun kaynağına dönüşmektedir. Balon patladığında ise gayrimenkul fiyatları gerçek değerinin bile altına düşerek balon biçimindeki rant olanaklarını büyük oranda tüketmektedir. Öncesi bir yana 2008’de ABD krizi de, böyle bir çerçevede ortaya çıkmıştır.

## 1.2. ABD Konut Piyasasının Finansallaşma Süreci ve 2008 Krizi

Gerek neoliberal finansallaşma sürecinin gerekse onun önemli bir dayanağı olan menkul kıymetleştirme sisteminin öncüsü ABD’dir. ABD ekonomisinin aşırı sermaye birikimi ve düşen kâr oranları sonucunda 1970’lerde yaşadığı krizler, neoliberal politikaların bir çözüm olarak devreye sokulmasına neden olurken, neoliberalizm finansallaşma dinamiklerine güçlendirmiştir. Finansallaşma dinamikleri ABD’den dünya piyasalarına doğru genişlemiştir.<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> ABD konut piyasası, mortgage biçiminde serbest piyasa ekonomisine dayalı bir modelle dünyada en erken finansal mekanizmalara eklenilen sektörlerden biri olmuştur. Engels’in “Konut Sorunu” çalışmasında günümüz “finansal kapitalizmini” oldukça iyi tarif eden bir dipnot dikkat çekicidir. Dipnotta, “*Konut sorununun işçiyi kendi evine bağlayarak çözme yolunun, büyük ya da hızla büyüyen Amerikan kentlerinin yakınlarında, kendiliğinden nasıl doğduğu*”na Eleanor Marx-Aveling’in Indianapolis’ten, 28 Kasım 1886 tarihli bir mektubunda yer alan bir pasajla şöyle değinilmektedir:

*“Kansas City’de, ya da yakınında, herbiri yaklaşık olarak üç oda içeren, hâlâ çölde bulunan bazı sefil, küçük tahta kulübeler gördük; arsa bedeli 600 dolardı ve ancak o küçük evin büyüklüğündeydi; kulübenin bedeli de bir ikinci 600 dolardı, yani birlikte, kentten bir saat uzaklıkta, çamurlu bir çöl içindeki o küçük sefil şey için 4.800 mark.” Bu yolla işçilerin bu meskenleri almak için dahi ağır ipotek borçları altına girmeleri gerekmekte ve böylece işverenlerin açıkça kölesi haline gelmektedirler. Evlerine bağlıdır, uzaklaşamazlar, ve kendilerine sunulan çalışma koşulları ne olursa olsun tahammül etmek zorundadırlar” (Engels, 1992: 33-4).*

### 1.2.1. Neoliberal Finansallaşmanın Öncüsü Olarak ABD Ekonomisi

1970'lerin sonlarından itibaren neoliberal temelde finansallaşmanın en kapsamlı ve derin yaşandığı merkez kapitalist ülke, ABD'dir. Bilindiği üzere 2. Dünya Savaşı'nın ardından dünya ekonomisinin kapitalist bloğuna yön veren öncü güç ABD olmuştur.<sup>34</sup> Faşizm ve dünya savaşı sonrasında Soğuk Savaş'ın etkisiyle "çevre" ülkelerde sanayileşme temelli kalkınma anlayışı gelişirken, "merkez" kapitalist ülkelerde sosyal refah devleti uygulamaları "altın çağ" olarak adlandırılan bir dönemin yaşanmasına olanak tanımıştır. Bu dönem boyunca Fordist üretim olanaklarının mümkün kıldığı kısmi otomasyon sistemleri, yüksek reel ücretler, güçlü sendikal yapılar, kitlesel tüketim ve yaşam tarzı sermaye birikiminin çevrim süreçlerine ivme kazandırmıştır. Dayanıklı tüketim malları, elektrik ve nükleer enerji kullanımı, ilaç, uçak, silah ve uzay sanayisi, vb. sektörler büyük ölçekte ar-ge yatırımlarını mümkün kılarken, sermaye birikimi kapitalist dünyada doğrudan yatırım ve ticaret yolu ile genişlemesini sürdürmüştür. Bu süreçte açığa çıkan sermaye fazlası tasarruflar, büyük oranda militarizm, sosyal devlet ve kamu harcamaları tarafından emilmiştir.

1970'lere gelindiğinde sermaye emme kapasitesi yitirmeye başlanmış, düşen kârlarla birlikte aşırı sermaye birikimi mali bunalımlara yol açmıştır. Dünya ekonomisinin mali buhran ortamında ABD, senyoraj hakkını kullanarak dolar basmış ve krizi daha da derinleştirmiştir. BWS'nin çökmesine ve terk edilmesine neden olan bu koşullar, petrol krizlerinin patlak vermesi eşliğinde petrol fiyatlarının artmasına ve petrodolarların etkin olduğu bir finansal serbestlik ortamına yol açmıştır. Harvey'in

---

<sup>34</sup> 2. Dünya Savaşı sürecinde dünya ekonomisinde ağırlığı artan ABD, bu savaştan sonra kapitalist dünyanın hegemonik gücü olmuştur. 19. Yüzyılın hegemonik gücü olan Britanya İmparatorluğu yüzyılın sonlarında sermaye birikiminin karşılaştığı krizler ve akabinde 1914'te patlak veren 1. Dünya Savaşı, 1929 Krizi ve akabinde 2. Dünya Savaşı sürecinde emperyalist sistemin hakimiyeti konumunu yitirirken, onun boşluğunu ABD doldurmuştur. 2. Dünya Savaşı'nın ardından yıkıma uğrayarak galip çıkan ABD, askeri, politik ve ekonomik güçleriyle tartışmasız lider pozisyonuna yükselmiştir. Marshall planı vb. programlar ve hızlı sermaye akımlarıyla Avrupa'yı restorasyonu ve ekonomisinin canlanmasına katkıda bulunan ABD, dünya burjuvazinin güvencesi olmuştur (Savran, 2013: 52).

de belirttiği gibi ABD, aşırı birikim krizine finansal alandaki hegemonyası ile cevap vermiştir (Harvey, 2008: 49-54).

1970'li yılların ortalarından başlayarak 1980'lerde ve 1990'lar boyunca çok sayıda ülkede sıklıkla görülmeye başlanan krizler sonucunda dünya ekonomisi, IMF, DB, DTÖ, OECD vb. ABD'nin başını çektiği kurumlar öncülüğünde neoliberal temelde dönüştürülmüştür. GOÜ'lerde yaşanan mali ve finansal krizler sonrasında deflasyonist yapısal uyum programları uygulanırken, sermaye birikimine küresel ölçekte ortam sağlanmıştır. Hizmet sektörünün endüstrileşmesi, finans piyasasının derinleşip güçlenmesi, ulaştırma, iletişim, taşıma, pazarlama maliyetlerinin düşmesi, teknoloji sektöründe yeni şirketleşme formları(dot.com şirketleri), üretim coğrafyasının hareketliliği vb. gelişmeler enformasyon, iletişim ve finansallaşmanın iç içe gelişmesini sağlamıştır (Oğuz, 2015: 298-9). 1974'teki kriz süreciyle birlikte ABD'de kapasite kullanım oranları (KKO) gerileyip<sup>35</sup> büyüme rakamları düşerken, finans sektörünün ekonomideki ağırlığı artmaya başlamıştır. ABD finans sektörünün GSYH içindeki payı 1952-1980 arasında % 12 ile % 14 arasında seyrederken, 1980'li yıllarda % 15'in, 2000'lerde ise % 20'nin üzerine çıkmıştır.<sup>36</sup>

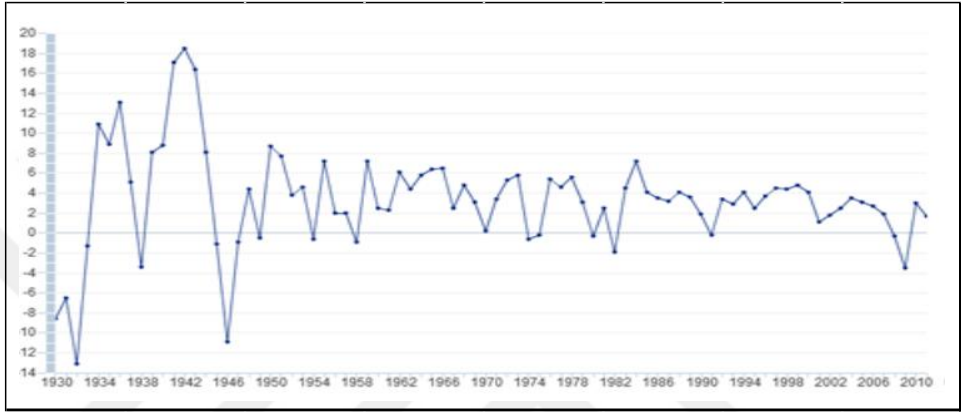
1980'li yılların başlarından itibaren ABD'deki tekelci sermaye grupları üretimlerinin önemli bir bölümünü maliyetlerin daha ucuz olduğu ülkelere kaydırırken neoliberal küreselleşme ve finansallaşma süreci, sermaye birikimine yeni dayanaklar sunmuştur. Ücretler reel değer kaybına uğramış, GSYİH içindeki payı azalmış, teknolojik gelişmeler ve esnek çalışma sistemleri ile verimlilik arttırılmıştır. Bu

<sup>35</sup> ABD'de 1970'ler öncesinde % 80'lerin üstünde hatta % 90'lara yakın seyreden kapasite KKO, 1970 yıllardan itibaren düşmeye başlamıştır. KKO, 1990-2000 arasında % 80-% 85 arasında dalgalanırken, kriz dönemlerinde % 75'lere kadar inmiştir. 2008 krizinde % 70'in de altına düşerek son kırk yıl içerisinde en dip noktayı görmüştür. Kapasite kullanım oranı rakamlarında 2000'lerden krizin olduğu 2008 yılına kadar gözlemlenen kısmi artışta ise, *"konut piyasasındaki büyümenin ekonominin tüm sektörleri üzerindeki kapasite kullanımını arttırıcı etkisi belirleyici etkenlerden biri olmuştur."* (Kahveci, 2012: 84).

<sup>36</sup> ABD'de, 1980'li yılların başından itibaren şirketler yatırımlarını finansal alana kaydırırken, faizlerdeki keskin düşüş, piyasalardaki likidite bolluğu ve deregülasyonlar, finans kesimindeki hızlı büyümeyi desteklemiştir. 1970-2007 yılları arasında finansal olmayan kuruluşların portföy yatırımlarından sağladığı kazançlar toplam kârın %15'inden 2000'lerde %40'ına yükselmiştir. Örneğin otomotiv devi General Motors, 2004'te ana faaliyet alanı olan araç satışlarından ise zarar açıklarken, aynı yıl finansal geliri 2.9 milyar doları bulmuştur. Finansal hizmetlerin GSYH içindeki payı 1950'lerdeki %2.8 seviyesinden 1980'de %4.9'a, 2006 yılındaki zirvesinde ise %8.3'e yükselmiştir. Özellikle menkul kıymetler piyasasında yaşanan büyüme bu sürecin başlıca dinamiğini oluşturmuştur. Menkul kıymetleştirilenin doğuşu, faiz swapleri, kredi temerrüt swapleri gibi yeni araçların piyasaya girişini teşvik etmiş ve işlem hacminin arttırmıştır. Bireysel emekliliğe sunulan vergi avantajları ile yaşanan Amerikan nüfusu birikimlerini menkul kıymetler piyasasına yöneltmesi süreci besleyen dinamikler içinde yer almıştır (Birdal, 2018: 57-9).

süreçte ABD ekonomisi 1970'ler öncesine göre reel olarak büyümede düşüşler yaşamasına karşın, finansal sektörünün ekonomideki ağırlığı ile birlikte reel üretim yapan şirketlerin finansal yatırımlarında artış yaşanmış, finansal kârlar yükselmiştir. Aşağıdaki Grafik 1970 sonrasında bazı istisnalar hariç olmak üzere reel büyüme oranlarının düşüş eğiliminde olduğunu göstermektedir.

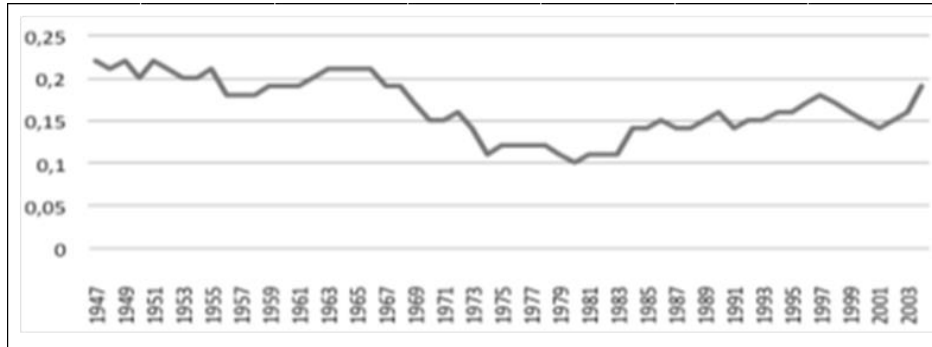
**Grafik 1.2:** ABD Ekonomisinin Uzun Dönem Reel Büyüme Rakamları



**Kaynak:** US Bureau of Economic Analysis

Grafik'te görüldüğü gibi ABD ekonomisinde en yüksek reel büyüme düzeyi 1930'larda gerçekleşmiştir. Kriz döneminde ise büyüme negatife dönmüştür. 2. Dünya Savaşı'ndan sonraki ilk otuz yılda ABD ekonomisi kayda değer bir performans göstermiştir. Büyüme oranı yılda ortalama %4-5 iken işsizlik oranı %5'in üzerine nadiren çıkmıştır. Bu süreçte enflasyon ise % 1-2 düzeylerinde, neredeyse yok denecek düzeyde seyretmiştir. Çalışanların alım gücünün büyük ölçüde geliştiği bu döneme kapitalizmin "Altın Çağı" denilmiştir. 2. Dünya Savaşı'nın ardından yakalanan büyüme rakamları ise 1980 sonrasında birkaç istisna dışında yakalanamamıştır. 2000'li yıllarda büyüme rakamları oldukça düşük seyretmiştir (Kahveci, 2012: 81-2). Aşağıdaki Grafikte ise 1970'ler öncesine göre düşen kâr oranlarını izlemekteyiz.

**Grafik 1.3:** ABD Ekonomisinde Kâr Oranları (1947-2004)

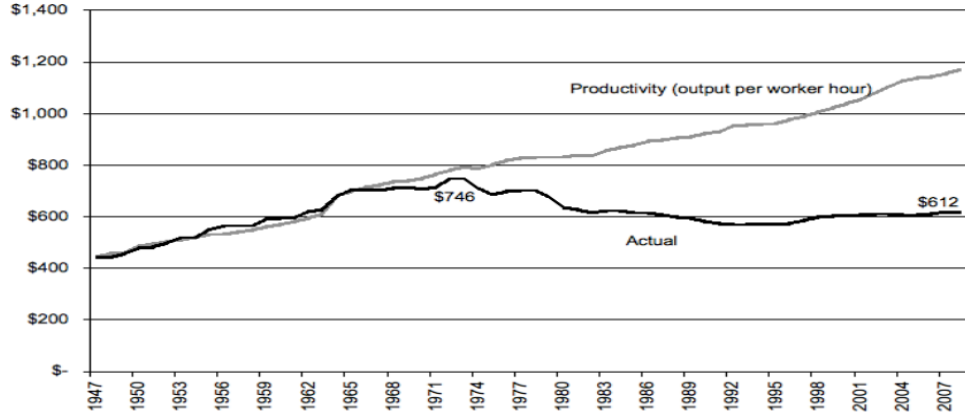


**Kaynak:** Moseley, 2007 (akt. Birdal, 2018: 56).

Grafikten de izlendiği gibi 1947-66 yılları arasında kâr oranları genelde %20'nin üzerinde seyrederken 1960'ların ortasından itibaren gerilemeye başlamış, 1970'lerde dibe oturmuştur. 1965-74 yılları arasında hızla artan maliyetler karşısında sermayenin ilk ve en önemli çabası ücretleri aşağı çekmek olmuştur. 1970'lerin ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik ortamı reel ücretlerin bastırılmasına fırsat sunarken, 1980'lerden itibaren ise ABD başkanı Reagan ile birlikte devreye sokulan emek karşıtı politikalar, işçi sınıfının örgütlü gücünü büyük ölçüde aşındırıp reel ücretleri hızla geriletmiştir. 1990'larda artan oranda deniz aşırı ülkelere kaydırılan üretim, ücretlerdeki erimeyi desteklemiştir.<sup>37</sup> Buna paralel olarak işveren tarafından ödenen sağlık sigortalarının kapsamı daraltılmış, emeklilik ödemelerinde kısıntıya gidilmiştir. Bütün bunlar işgücünün işverene maliyetini aşağıya çekerken, kâr oranlarının artırılması için devreye sokulan bir diğer önemli yöntem ise emek yoğunluğunun artırılması olmuştur. Yani teknolojik gelişmeyle üretim sürecine hız kazandırılmış, işçi başına verimlilik artırılmıştır (Birdal, 2018: 56).

<sup>37</sup> Neoliberal politikalar küresel rekabet dolayısıyla hem gelişmiş hem de GOÜ'lerde ücretleri baskılayan bir rol oynamıştır. Akyüz'ün aktardığına göre, küresel piyasada emek arzı, son kırk yılda (bir tahmine göre) 1,6 milyar yeni emekçinin katılımı ile genişlerken, "Güney" coğrafyasının ortalama ücretleri, böylece, Batı ücret hareketlerini frenleyen hatta aşağı çeken bir "mıknatıs etkisi" yaratmıştır. Neoliberal politikaların ve uluslararası emek piyasasının ikili baskısı Amerikan işçi sınıfının sendikalaşma oranının 2019'da yüzde 10,3 ile, son yarım yüzyılın dip noktasına sürüklemiştir (Akyüz, 2020).

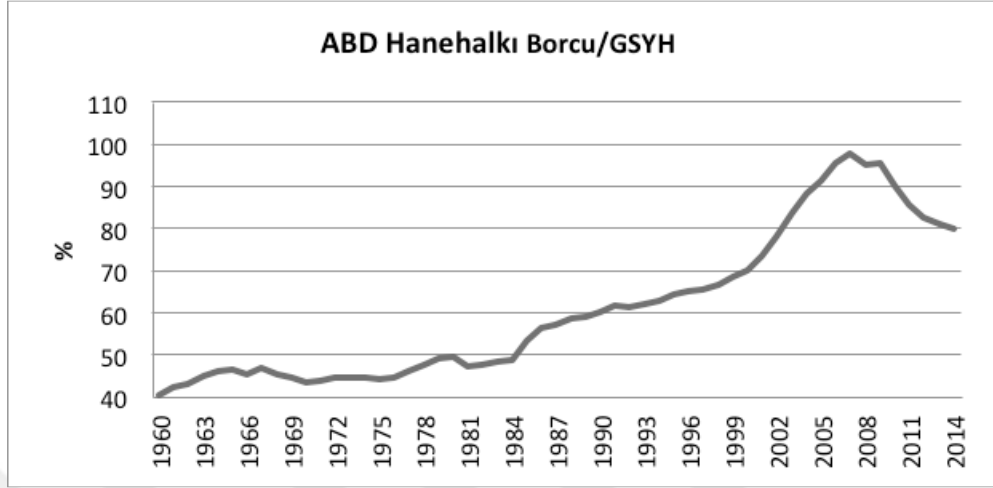
**Grafik 1.4:** ABD’de Arasında Üretkenlik ve Ücretlerin Seyri, (1947-2007)



**Kaynak:** U.S. Bureau of Labor Statistics (akt. Kahveci, 2012: 92).

2. Dünya Savaşı sonrasında uzun bir dönem paralel seyreden üretkenlik ve ücretlerdeki artış, 1970’lerden sonra üretkenlik lehine açılarak devam etmiştir. 1970’lerin sonundan sonra ücretler reel olarak da gerilemeye başlamış, son otuz yılda ise sabit kalmıştır. 1947-1970 arasında verimlilik % 100 düzeyinde artarken ücretler %90 oranında artmıştır. Takip eden kırk yılda ise reel ücretler sadece %13 artarken, verimlilik %154 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Bu durumun etkisiyle ABD’de gelir dağılımı varlıklı kesimlerin lehine değişirken, kâr oranlarının düşüşü verimlilik artışının da etkisiyle durdurulabilmiştir. Reel ücretlerdeki erime ise hane halklarının borç yükü altına sokmuştur (Kahveci, 2012: 92-3). Haliyle, 1970’lerin ikinci yarısından itibaren ABD’de yaşandığı gibi banka kredileri arasında tüketici kredileri ve konut kredilerinin payında önemli artışlar yaşanmıştır. 1970 yılında %43 seviyesinde olan hanehalkı borcu/GSYH oranı 1980 yılında %49, 1990 yılında %60, 2000 yılında %70, 2007 yılında %98’e yükselmiştir. Özellikle, 2001-2007 yılları arasında Fed’in faiz oranlarını aşağı çekmesiyle, hane halkı borç ödemelerinin harcanabilir gelire oranı da daha yükselmiştir. Finansman olanaklarının genişlemesi ve faizlerin gerilemesiyle birlikte kamu borçları ve finansal ve finansal olmayan özel şirket borçları da tırmanışa geçmiştir. 1970’lerde %150’lerde seyreden toplam borcun GSYH’ya oranı 2005 yılında %350’lere yükselmişti. Yükselişin başını çeken kesim ise aynı dönemde toplam borç içerisindeki payı %10’lardan %30’a tırmanan finansal kuruluşlar oldu (Birdal, 2018: 53-4).

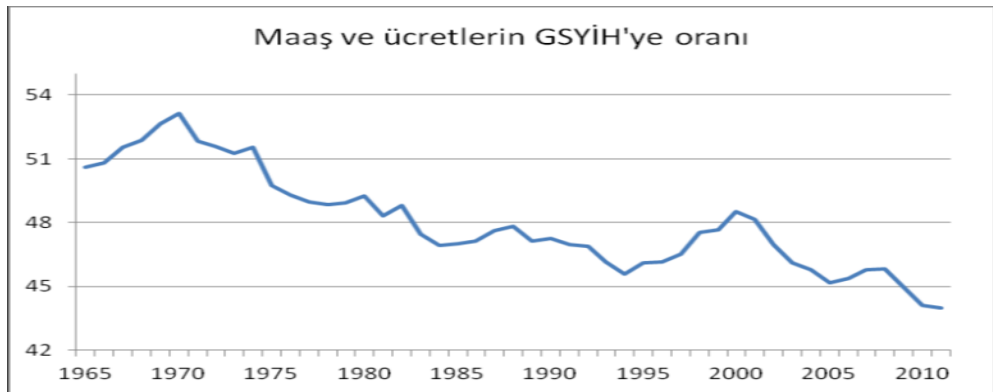
**Grafik 1.5:** ABD Hane halkı Borcu / GSYH (1960-2014)



**Kaynak:** Bank for International Settlements (akt. Birdal, 2018: 53).

ABD’de ve diğer ülkelerde hane halkı borçlanmasının artışında ekonomideki verimlilik artışı ile esnek çalışma sistemlerinin yaygınlaştırılmasının neden olduğu maaş ve çalışanların ücretlerindeki yüksek orandaki düşüşlerin etkili olduğu yadsınamaz. Çalışanlar açısından reel ücretlerin erimesi borçlanarak tüketimi bir zorunluluk haline getirmiştir. Aşağıdaki Grafik ABD’de maaş ve ücretle çalışan kesimin gelirinin GSYH içindeki payında 1970’lerden itibaren kimi istisnalar dışında düşüş yaşandığını göstermektedir.

**Grafik 1.6:** ABD Arasında Maaş ve Ücretlerin GSYH'ye Oranı, (1965-2011)



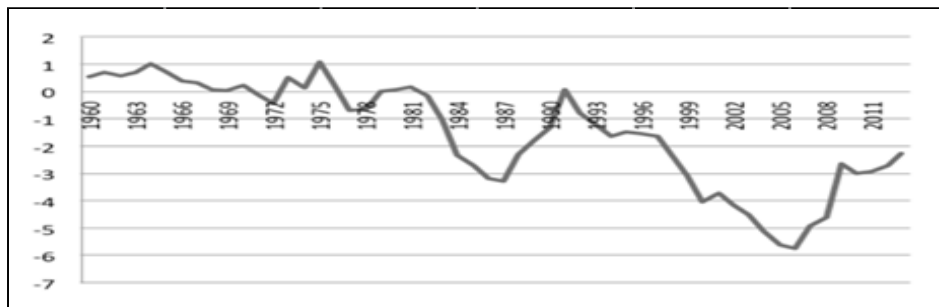
**Kaynak:** Economic Report of President 2012 Tablo B 1 (GSYH), B 29 (Kişisel gelirin kaynakları)

ABD gelişmiş kapitalist ülkeler içinde dış ticaret açığı veren ender ülkelerin başında yer almaktadır. Buna rağmen, finansal piyasaların öncüsü olma konumu ve de doların rezerv para olarak dünya piyasalarında kabul edilmesi, hegemonik gücünü korumasına neden olan ABD'ye özgü bir durumdur. ABD'nin dış ticaret açıklarını ihracat fazlası vererek karşılayan başlıca ülkeler arasında Çin, Almanya ve Japonya bulunmaktadır. ABD'nin dış ticaret açıklarının finansmanında “çevre” ülkelerde uygulamaya geçirilen finansal serbestlik, yapısal dönüşüm ve ekonomik istikrar etkili olmuştur. “Yükselen piyasa” konumundaki çevre ülkelerin MB'lerin, enflasyon karşıtı parasal disiplin ve rezerv biriktirme politikası, dolar cinsinden ABD tahvil ve bonolarına olan talebi artırmış, bu durum ABD'nin cari açıklarının sürdürülebilmesine ve uluslararası finansal piyasalara likidite akışına olanak tanımıştır (Güngen, 2015: 24).

Dış ticaret fazlalarının simetrik uzantısının dış açık veren ekonomiler olduğuna dikkat çeken Akyüz'ün belirttiği gibi dış açıklarını ulusal parası ile ödeme ayrıcalığı ABD'ye özgüdür (Akyüz, 2020). ABD ekonomisinin GSYH'sini aşan dış borçlarını çevirebilme gücü, ABD dolarının dünya parası işlevi görmesinden kaynaklanmaktadır. Ancak, dünya ekonomisinin “ABD'ye açtığı kredi” sonsuz değildir, “bir gün mutlaka sınırlarına gelecektir” (Savran, 2013: 114).

Aşağıdaki Şekil, ABD ekonomisinin düzenli bir biçimde dış açıklarla beslendiğini göstermektedir.

**Grafik 1.7:** ABD Cari Açık / GSYH (1960-2011 / %)



**Kaynak:** FED (akt. Birdal, 2018: 55).

Neoliberal finansallaşma döneminde Amerikan ekonomisini besleyen dayanaklardan biri dış borçlardaki artış olmuştur. Mal ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile NAFTA ve diğer ülkelerle ikili serbest ticaret anlaşmaları,

Amerikan işçi sınıfına darbe vurarak üretimi emeğin daha ucuz olduğu ülkelere kaydırmıştır. ABD’de imalat azalırken, merkezinde finans kuruluşlarının yer aldığı hizmetler sektörü devasa bir şekilde büyümüştür:

*“Bu eğilimin doğal sonucu olarak ABD ekonomisi dünyaya finansal varlık ihraç eden karşılığında mal ithal eden bir ekonomiye dönüştü. Petrolün yanı sıra özellikle otomotiv ve tüketici malları ithalatındaki patlamanın etkisiyle 1970’lere kadar fazla veren cari denge özellikle 70’lerin ikinci yarısından itibaren çarpıcı bir şekilde bozuldu. 1982 yılından itibaren 1991 yılı dışında her yıl açık verdi. Varlık balonunun zirvesinde yani 2006 yılında %5,8 gibi rekor bir seviyeye ulaştı. Kronikleşen cari açık dış alemin tasarruflarıyla finanse edildiği için dış borç oranı hızla tırmandı” (Birdal, 2018: 54).*

1997-2017 yılları arasında cari açık ve cari fazla veren ülkeleri karşılaştıran Bahçe ve Köse’ye göre, küresel düzeyde parasal gelir ile harcama arasındaki dengesizlikler, küresel düzeydeki üretim ile üretilen bu değerlerin gerçekleşme süreçleri arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır. Dünyaya net ihracat yapan Çin gibi toplumlarda üretilen değer gerçekleşmesi, ABD gibi net ithalat yapan toplumların tüketim gücüne bağlıdır. Mekânsal ölçekte bu ayrışmayı sermaye birikiminin küresel mantığıyla birleştiren bağlantı ise “dünya parası dolar ve dolar temelli borçlanma (kredi) sistemidir.” Aşırı finansallaşma ortamı üretilen değer gerçekleşme sorununu, “kurgusal sermaye” ile bütünleştirip, “spekülatif bir içeriğe” dönüştürmüştür (Bahçe ve Köse, 2010: 13).

### **1.2.2. ABD Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşması: Kurum ve Araçlar**

İpotekli karşılığı konut edinim süreci, ABD’de 1800’lü yıllara değin uzanmaktadır. 1970’li yılların ikinci yarısından itibaren finansal alanının deregülasyonu, üretim sistemlerini esnetilmesi ve küreselleşmesi, dünya ticaretinin serbestleştirilmesi vb. yöndeki neoliberal politikaların öncüsü ABD olmuştur. Aynı şekilde, finansallaşma süreçlerini daha da ileri boyutlara taşıyan menkul kıymetleştirme biçimlerinin ve konut piyasasının finansallaşmasının öncüsü de ABD’dir.

### 1.2.2.1. ABD’de Yeni Finansal Mimarinin Köşetaşları

ABD’de neoliberal temelde finansallaşma sürecinin önünün açılmasında 1970’lerdeki kriz ortamı, 1929 Krizi nedeniyle 1933’te çıkarılan Glass-Steagall Yasası’nın süreç içinde adım adım kaldırılması, 1973’de BWS’nin kaldırılarak esnek kurlara geçilmesi ile birlikte yatırım bankacılığı bünyesinde türev ürün piyasasının ve onun bir biçimi olan menkul kıymetleştirmenin önemli rolü olmuştur. Menkul kıymetleştirme sürecinin öncüsü, 1930’larda konut piyasasını düzenlemek üzere ABD devletince kurulan kamusal kuruluşlardır. 1970’lerin sonlarından itibaren neoliberal serbestlik temelinde özel finansal kuruluşlara menkul kıymet ihraç etme hakları tanınmasıyla, özel sektör sürece dahil olmuştur.

Neoliberal finansallaşma eğiliminde önemli bir rolü olan yatırım bankaları ABD ve İngiltere’de gelişmiştir. 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren anonim şirket sermayesinin büyük ölçekte yatırımlarını mümkün kılan hisse senetleri ve diğer menkul kıymetler piyasası, bu işi özel olarak yürüten yatırım bankalarının kurulmasını sağlamıştır. 1850’li yıllarda kurulan ilk yatırım bankaları, daha çok demiryolları yapımına dayanan yatırımlar için menkul kıymet ve devlet kâğıtlarının alım satımı ile uğraşmışlardır. 1873 krizi ile 1929 krizi arasında demir çelik ve petrol başta olmak üzere sanayi şirketlerinin menkul kıymet ihraç işlemlerine yönelerek yön gösterici ve aracı olmuşlardır. 1929 Krizi dolayısıyla 1933 yılında çıkarılan Glass-Steagall Yasası ile yatırım bankacılığı faaliyetlerine sınırlamalar getirilmiştir. Bu Yasa ile, mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığı birbirinden ayrılmıştır. (Akçay ve Gürgen, 2014: 25-28). Böylece, Keynes’in “kumarhane” benzetmesi yaptığı finans piyasalar, denetim altına alınarak sıkı kurallara tabi kılınmıştır. Glass-Steagall Act olarak anılan “1933 Bankacılık Yasası” ile, ayrıca banka mevduatlarının sigortalanması koşulu getirilerek, bu amaçla Federal Deposit Insurance Company (FDIC) kurulmuştur.

ABD’de neoliberal serbestleşme süreci, Glass-Steagall Act’ı geçersiz kılan adımları başlatmıştır. Bu yöndeki düzenlemeler arasında; 1980’de çıkarılan Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, 1982’de Garn-St. Germain Depository Institutions Act ve 1999’da çıkarılan Gramm-Leach-Bliley Act yer almaktadır. Bu yasalar ile Glass-Steagall Act’ın ABD bankacılık sistemi üzerindeki kontrolleri kademeli olarak kaldırılmıştır. Bu yasalar, aynı zamanda

menkul kıymetleştirme biçimindeki neoliberal finansal mimarinin önemli köşetaşlarıdır. 39. ABD Başkanı Jimmy Carter dönemi (1977-1981) ile başlanan finansal deregülasyon süreci, ABD'nin 40'ıncı Başkanı Ronald Reagan (1981-89), 41'inci Başkanı George H. W. Bush (1989-93), 42'nci Başkanı Bill Clinton (1993-2001) ve 43'üncü Başkanı George W. Bush (2001-Ocak 2009) ile daha ileri boyutlara taşınmıştır. ABD'nin finans ve bankacılık sektörlerinde regülasyonlar önemli derecede azaltılırken, ABD başkanları seçimlerde her aileyi konut sahibi yapmayı vaat etmiştir. Regülasyonların azaltılmasında, 1987-2006 arasında 4 farklı Amerikan Başkanı yönetiminde 18,5 yıl görev alan FED Başkanı Alan Greenspan önemli bir rol üstlenmiştir. Regülasyonların gevşetilmesi bankalara daha az yükümlülük ve denetimle faaliyet olanağı sunmuştur (Kahveci, 2012: 46; Riskonomi, 2011).

1980'de çıkarılan ve Glass-Steagall Act'ı geçersiz kılan yasalardan birisi olan Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act ile FED'e finansal sistemi kontrol açısından geniş yetkiler tanınmıştır. Bu yasa ile banka birleşmelerine olanak sağlanırken, kredi birlikleri ve S&L'lere mevduat toplama ve bu mevduatlara istedikleri faizi uygulama yetkisi verilmiştir. Glass-Steagall Act'ı bütünüyle yürürlükten kaldıran Gramm-Leach-Bliley Act'ı ise Kasım 1999'da ABD Başkanı Bill Clinton imzalamıştır. Yasanın yürürlükten kaldırılması ile, başta ABD'nin en büyük aktif büyüklüğüne sahip bankası olan Citigroup olmak üzere birçok önde gelen finansal kuruluşa, yeni finansal türevleri yaratma ve ticaretini yapma olanağı sunulmuştur. Bunların en yaygın olanları olarak bilinen MBS'ler, CDO'lar ve bu menkullerin ticaretini sağlayan SIV'ler piyasalarda işlem görmeye başlamıştır (Boratav, 2010:139; Kahveci, 2012: 43-6).

Deregülasyonist politikalar ABD ekonomisinde finans sektöründeki hızlı büyüme, zamanla bu kesimin siyaset mekanizması üzerindeki etkinliğini arttırmış ve denetimsizliğin derinleşerek sürmesine yol açmıştır (Greenwood ve Scharfstein, 2013'ten akt. Birdal, 2018: 58). FED Başkanı "Volcker'in 1980'lerde izlediği para politikası ile birlikte yükselen faizler tahvil piyasasının yatırımcılar açısından cazibesini" arttırırken, "menkul kıymetleştirmenin doğuşu, faiz swapleri, kredi temerrüt swapleri gibi yeni araçların piyasaya girişi" (Johnson, 2009: 05'ten akt. Birdal, 2018: 58), finansallaşma sürecini beslemiştir.

ABD’de menkul kıymetleştirme kamu kuruluşları öncülüğünde başlatılan bir finansman yöntemi olarak gelişmiştir. 1920’li yıllarda, 2008 Krizi’ne benzer şekilde ipotek karşılığı kredi çekmiş olan çok sayıda aile, mülklerinin haczedilmesi durumuyla karşı karşıya kalmıştır. ABD Hükümeti, emlak sektörünü ve ekonomiyi canlandırmak amacıyla 1933 yılında kurduğu HOLC (Home Owners Loan Corporation) aracılığıyla hükümet garantili tahvil ihraç etmiştir. Sorunlu ipotekleri satın alan HOLC, bunları yeni bir ödeme planına bağlamıştır. Amerikan hükümeti 1934 yılında kurduğu FHA (Federal Housing Administration-Federal Konut idaresi) aracılığı ile sigorta primi karşılığında kredilerin sigortalanması şartı ile birlikte, sigortalanan konut kredilerine üst sınır getirmiştir. Ayrıca, kredi kullanılması belirli bir miktarda peşinat ödenmesi şartına bağlanmıştır. Amerika’da İkinci Dünya Savaşı’ndan dönen gazilere konut edindirmek amacıyla 1944 yılında kurulan VA (Veterans Administration) ise, FHA’ya benzer bir kuruluş olarak tasarlanmıştır. FHA’dan farklı olarak VA’ların sigortalayacağı konut kredilerine üst sınır getirilmemiştir. Ayrıca, krediyi kullandıktan herhangi bir peşinat veya sigorta primi tahsil edilmemiştir. Böylece, FHA ve VA ile birlikte ikinci el ipotek piyasasının temelleri atılmıştır.

2008 Krizi öncesinde, ABD ikinci el ipotek piyasasının önde gelen kuruluşları olan Fannie Mae, Ginnie Mae ve Freddie Mac, devlet eliyle kurulmuş oluşumlardır. 1938 yılında Amerikan Kongresi tarafından kurulan Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), FHA ve VA tarafından sigortalanmış ipotek kredilerini satın almıştır. 1968 yılında Fannie Mae, hisseleri New York Borsası’nda alınıp satılır hale gelen özel bir yönetim yapısına dönüştürülmüştür. 1968’de Amerikan Konut ve Kent Geliştirme Bakanlığı, mortgage piyasasına yönelik ikinci bir organizasyon oluşturmuştur. İpoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) kurulmuştur. Ginnie Mae, 1970 yılında, ilk defa hükümet garantili, ödeme aktarmalı menkul kıymetleri halka arz ederek menkul kıymetleştirme uygulamasını başlatmıştır.

Ginnie Mae’nin FHA ve VA garantili ipotek kredilerini menkul kıymetleştirip satışa sunması, yatırımcıların yoğun talebiyle karşılaşması üzerine Amerikan Kongresi tarafından 1970 yılında, Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) kurulmuştur. 1971 yılında ilk defa, ipotek kredileri ile desteklenmiş katılım sertifikaları (Participation Certificates-PCs) ihraç eden Freddie Mac, FHA ve

VA garantili ipotekler dışında konvansiyonel (geleneksel ya da hükümet garantisi taşımayan) ipoteklerin de menkul kıymetleştirip ikincil piyasada satışa sunmuştur. Böylece, başlangıçta kamu kurumları tarafından ihraç edilen bu menkul kıymetler, kısa zamanda özel sektör tarafından da benimsenmiş ve yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

1977 yılında Salomon Brothers ve Bank of America, konvansiyonel ipotek kredileri ile desteklenmiş ödeme aktarmalı menkul kıymetler ihraç ederek menkul kıymetleştirmeyi özel sektöre taşımıştır. 1980'lerin ortalarından itibaren ipotekli konut kredileri dışında kredi kuruluşlarının aktifindeki otomobil kredileri, finansal kiralama alacakları, kredi kartı alacakları, ihracat kredileri gibi kredi alacakları da menkul kıymetleştirilerek ihraç edilmeye başlanmıştır (Hepşen, 2010: 54-8).

Özel sektör tarafından benimsenen menkul kıymetleştirme biçimlerinin yaygınlaşmasında, geçmişi 1800'lere dayanan ve faaliyet alanı ipotekli konut kredisi ile sınırlandırılmış olan savings and loan associations (S&L)<sup>38</sup> 'lere, 1970'lerin sonlarında tanınan finansal esnekliğin büyük rolü olmuştur. 1930'larda ipotek karşılığı konut edindirme sistemi kamuda olduğu gibi, özel sektör kuruluşlarını da denetim altına almıştır. S&L sektörünün düzenlemesi amacıyla the Federal Savings & Home Loan Banking Board (FSHLB) kurulurken, konut kredisinden yararlanan tasarruf sahiplerini korunması amacıyla bir sigorta kuruluşu niteliğinde Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) kurulmuştur. 1980 öncesinde banka ile kooperatif arasında bir işleyiş biçimine sahip olan S&L'ler, kendi yerel bölgelerinde yaşayanlara konut kredisi vermekteydiler. S&L'lerin fon kaynağı ise kurulu oldukları bölgede yaşayanlar ile diğer bankalardı. Ayrıca, kamu fonlarından da destek alıyorlardı. S&V'ler, 1970'lerin sonlarına kadar ABD kamu yönetimi tarafından sıkı bir şekilde kontrol edilmekteydi. Uyguladıkları faiz oranları bir üst sınıra (tavan) tabiydi. Mevduatları 40 bin \$'a kadar devlet tarafından sigortalanan S&L'lerin kredi tavanı, 1966'dan sonra kredilerinin faiz tavanı %5,5 ile sınırlandırılmıştı.

1979-1987 yılları arasında FED başkanlığı yapan Volcker, çift haneye varan yüksek enflasyonla mücadele etmek amacıyla FED'in gösterge faiz oranını bir ayda yüzde 4 arttırarak yüzde 15,5'e yükseltmişti. Verebilecekleri kredi faizlerinin yasal

---

<sup>38</sup> ABD'de thrifts olarak da bilinen bu kuruluşların Türkçe karşılığı tasarruf ve kredi kurumlarıdır.

sınırlarının çok üstünde seyretmeye başlayan piyasa faiz oranları, S&L'lerin mudi kaybetmelerine neden olmuştu. Bu kuruluşların varlıkları, uzun dönemli ve sabit faizli mortgage kredilerinden oluşmakta idi. Vade uyumsuzluğu nedeniyle S&L'lerin kısa vadeli toplayıp uzun vadeli kredi olarak kullandıkları fonların net değeri erozyona uğruyordu. 1979'daki petrol fiyatları "şoku" enflasyonu ve temel faiz oranlarını daha da yukarı çekince, birçok S&L kuruluşu iflasın eşiğine gelmişti. 1981 yılında 3,800 S&L kuruluşundan 3,300 kadarı zarar etmeye başlamıştı. Bunun üzerine ABD hükümeti ve düzenlemeci otoriteler, durumu düzeltme beklentisiyle S&L'lerin sermaye kısıtlarını kaldırmıştı. 1980 tarihli Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act ile finansal deregülasyon, S&L kuruluşlarını da kapsar hale getirilmişti. Yasa ile faiz oranlarına yönelik tavan uygulaması kaldırılmış ve hesap başına sigorta düzeyi ise 100 bin dolara çıkartılmıştı. Ayrıca, emlak için açılan kredilerin miktarı, emlak değerinin yüzde 70'inden yüzde 100'üne yükseltilmişti. ABD Başkanı R. Reagan döneminde çıkarılan 1982 tarihli Garn-St. Germain Depository Institutions Act yasası ile bu kuruluşların finansal esnekliği daha da arttırılmıştı. Ayrıca, birleşme ve satın alımların önü açılmıştı (Kahveci, 2012: 104-5; Riskonomi, 2011). Böylece S&L'lerin hızla dev finans şirketlerine dönüşmeye başlamış, bazı S&L'lar hızla mevduat toplamaya başlayarak konut piyasasını yeniden ateşlemişti. Her yerde S&L'lerin yarattığı konut kredilerinin hızına yetişmeye çalışan inşaat faaliyetleri sürüyordu. 1980 başlarındaki serbestlik nedeniyle faizlerin tüm dünyada yükseldiği, özellikle Latin Amerika başta olmak üzere azgelişmiş ülkelere verilen borçlardan kaynaklanan zararlardan kurtulma isteğinin de etkisiyle, "1970'lerin yüksek enflasyon döneminde zaten yükselişe geçmiş olan gayrimenkul piyasalarına" yeniden hücum edilmekteydi. Adeta bir "inşaat çılgınlığı meydana gelmişti":

*"Değişim ani ve göz alıcıydı. 1980'ler öncesi ABD bankalarının gayrimenkul kredileri portföylerinin %10'undan daha azken, 1980'lerin ortalarına gelindiğinde bazı bankalar kredi portföylerinin %50-60'ını gayrimenkullere yatırmışlardı. "Gayrimenkulde hareket var" deniyordu. "Finansör varsa inşaatçı da vardı" Gayrimenkul fiyatları hızla yükseldi. Ve bankaların durumu çok iyi gözükmeye başladı" (Seidman, 1996: 58'dan akt. Kahveci, 2012: 104-5).*

1980'lerin başından itibaren "Sektöre esneklik kazandırmak için yapılan" girişimler, ABD'de 1980'ler ve 1990'lar da hüküm süren "Savings and loan krizi"ne

neden olmuştu (Riskonomi, 2011).<sup>39</sup> S&L'lerin kaynağı olan kısa vadeli fonları aktifleştirip uzun vadeli konut kredileri olarak sunmaları, 1980'lerin ikinci yarısında finansal çöküşe zemin hazırlamıştı. Fon kaynaklarının kesintiye uğramasıyla 2008'de olduğu gibi saadet zinciri çökmüştü. 1987'de ABD'deki Dow Jones Borsa Endeksi %23 düşmüş, 1 trilyon dolarlık mali sermaye buharlaşmıştı. Ancak, bu çöküşten kurtulabilmek için finansal kurumlar, kredi riskinden kaçınmak için daha yaygın bir biçimde türev enstrümanlara yöneldiler.<sup>40</sup> Doğrudan kriz nedeniyle 1986-95 arasında batan S&L sayısı 1043 adetti ve bunların varlıkları 500 milyar doları aşılıyordu. Bu krizin maliyeti ise 152 milyar \$'dı. Bunun 29,1 milyar \$'ı S&L'ların kaynaklarından karşılanırken, zararın %81'i yani 123,8 milyar \$'ı ise ABD'li vergi mükellefinin cebinden çıkmıştı (Curry ve Shibut, 2000'dan akt. Kahveci, 2012: 105-6). 2008 Mortgage krizinin sorumluları arasında sayılan A. Greenspan, S&L şirketlerinin batışını şöyle açıklamıştır:

*“Bütün bu bankaların sorunu tıpkı S&L'lar gibi çok fazla spekülâtif kredi vermiş olmalarıydı. 1980'lerin başlarında bu büyük bankalar Latin Amerika borçları üzerinde kumar oynadılar. Ve bu borçlar ödenemeyince bu kez amatör kumarbazlar gibi belki kare ası yakalarız umuduyla bu kez ticari gayrimenkul kredilerine, bütün bir sektörü de beraberlerinde bu tür gayrimenkulün sarhoşluğuna (binge) sürükleyerek, daha da büyük para yatırdılar. Gayrimenkul sektöründeki hızlı büyümenin (boom) kaçınılmaz çöküşü bankaları gerçekten de fena sarstı (Greenspan, 2008:117'den akt. Kahveci, 2012: 106).*

1980'lerden finansal deregülasyona bağlı olarak kredi hacmini genişlemesi menkul kıymetleştirmenin en önemli temeli olmuştur. Kredi hacmi arttıkça menkul kıymet hacmi artmış, menkul kıymet ihraçları ise bankalara yeni krediler için kaynak sağlamıştır. Böylece süreç, birbirini besleyen döngüye dönüşmüştür. Aşağıdaki Tablo ABD ve Avrupa'da 1970'lerden itibaren çeşitli türden gelir akımlarına dayalı ilk

---

<sup>39</sup> 1989 Şubatında seçilerek işbaşına gelen ABD başkanı G. Bush, kamuoyuna sorunlu S&L sektörünü kurtarmak program hazırlayacağını duyurdu. Bu duyuru, malumun ilanı olarak krizin derinliğini gözler önüne sermişti. “1986 ile 1995 arasında fırtına sakinleştiğinde finansal sektörün tamir-bakımının ABD vergi mükellefine 153 milyar dolar düzeyinde olduğu anlaşıldı.” Bu bilanço, “o güne kadar dünyanın gördüğü en pahalı finans sektörü krizi olarak algılanmıştı” (Riskonomi, 2011).

<sup>40</sup> ABD, 1989 tarihli Finansal Kurumlar Reformu, Kurtarma ve İcra Yasası uyarınca, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi şirketlere de ipotek senedi ihtiyacı olan aileleri desteklemek için yetki verildi (Kömürcü, 2018).

menkul kıymet ihraçlarını göstermektedir. Görüldüğü üzere ilk menkul kıymet ihraçları büyük oranda ABD’de gerçekleşmiştir.

**Tablo 1.1: ABD ve Avrupa’da İlk Menkul Kıymet İhraçları**

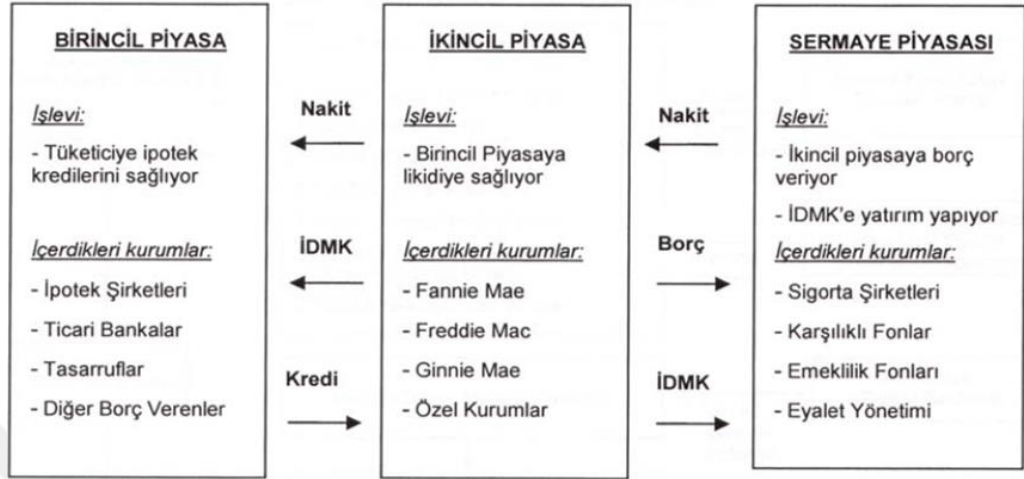
|           |      |                                                                                      |
|-----------|------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| ABD       | 1970 | Hükümet Garantili Ödeme Aktarmalı İlk Menkul Kıymet İhracı                           |
| ABD       | 1977 | Özel Sektör Ödeme Aktarmalı İlk Menkul Kıymeti İhracı                                |
| ABD       | 1985 | Varlığa Dayalı İlk Menkul Kıymet İhracı<br>(Bilgisayar Finansal Kiralama Alacakları) |
| ABD       | 1985 | Otomobil Kredisine Dayalı İlk Menkul Kıymet İhracı                                   |
| ABD       | 1986 | Kredi Kartı Alacaklarına Dayalı İlk Menkul Kıymet İhracı                             |
| İNGİLTERE | 1985 | İpotek Destekli İlk Tahvil İhracı                                                    |
| FRANSA    | 1990 | Tüketici Kredilerine Dayalı İlk Tahvil İhracı                                        |

**Kaynak:** Hepşen, 2010: 58.

#### **1.2.2.2. 2008 Öncesi ABD Mortgage Piyasası**

ABD mortgage sisteminin ayakları olan birinci ve ikinci el konut piyasasında rol oynayan aktörler; temelde oturma amacıyla konut edinmek isteyen hane halkları, spekülasyon saikiyle amacıyla gayrimenkul yatırım yapanlar, konut kredisi veren bankalar, bu kredilerin hacmini arttıran brokerlar, açılan kredileri menkul kıymetleştirme yöntemiyle ikinci el piyasada işlem görmesini sağlayan yatırım bankaları, yatırım fonları, sigorta şirketleri, menkul kıymetleştirilmiş kredilere güvence sağlayan devlet destekli yatırım bankalarıdır. Birinci ve ikinci el ipotek (mortgage) piyasasından oluşan ABD konut finansman sistemindeki temel aktörleri ve sistemin işleyişini aşağıdaki Şekil iyi göstermektedir.

**Şekil 1.6:** ABD Mortgage Piyasası



**Kaynak:** Rosemarie Sabatino, Fannie Mae Direktörü, konferans sunumu metninden akt. Kömürlü ve Önel, 2007, 95.

2008 öncesinde ABD mortgage piyasasının temel aktörleri içinde kamu kuruluşu Ginny Mae, devlet destekli Fannie Mae ve Freddy Mac ile birlikte, Wall Street'in özel yatırım bankaları Bear Sterns, Lehman Brothers, Wells Fargo, Countrywide Special gibi özel kuruluşlar yer almıştır (Birdal, 2009: 7).

ABD'de 1980'den sonra düşen reel ücretler hanıhalkını borçlanarak satın almaya durumunda bırakınca kredi kartları, mortgage kredileri, araba kredileri vb. bankalar bireylerin gündelik yaşamında giderek artan hükmetmeye başlamıştır. Mortgage piyasası bunun en açık ifadesi olmuştur. ABD'de ev kirlarının yüksek olmasından dolayı ipotekli kredi ile ev almak isteyenlere 30 yılı bulan uzun vadeli ve düşük faizli kredi olanakları sunulmaktadır. Mortgage piyasasının arz yönünden en önemli aktörleri, kredi talebini karşılayan bankalar ve kredi kuruluşlarıdır.

ABD konut piyasasında kredi talebi ve dolayısıyla arzın artmasını sağlayan önemli aktörlerden bir diğeri spekülâtörlerdir. 2008 Krizi öncesinde emlak balonunun zirvesinde eve fiyatları kısa bir süre içinde %50'ye oranlarda yükselmiştir. Spekülâtörler özellikle konut piyasasında balon oluşmaya başlamasıyla devreye girmektedir. Emlak fiyatındaki tırmanışın süreceğini düşünen bireyler düşük peşinatlarla, cazip başlangıç faizlerine sahip kredilerden yararlanıp yüksek kaldıraç oranlarıyla ev satın almaya yönelmektedir.

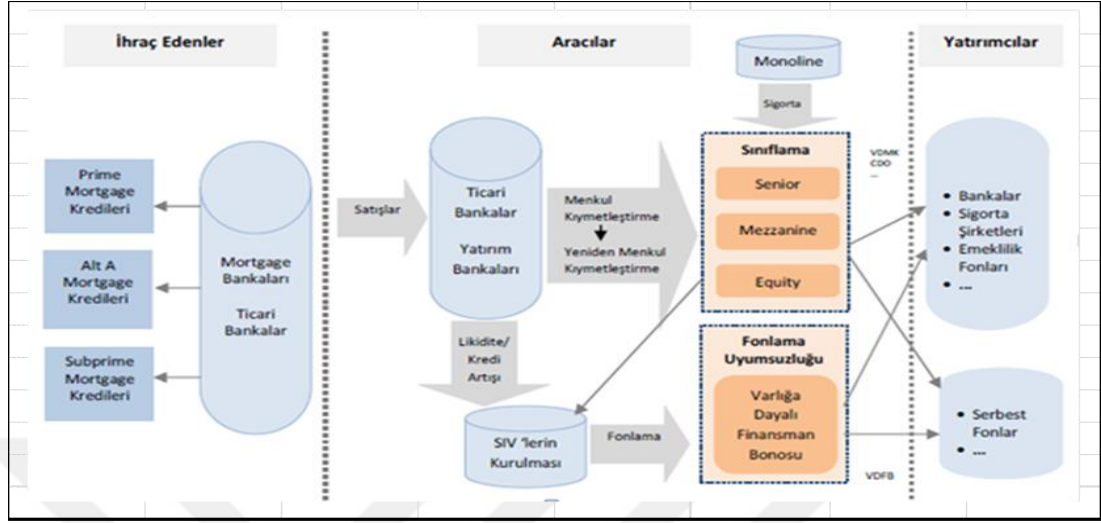
ABD konut piyasasında kredi talebinin artışıını sağlayan önemli bir diğer aktör brokerlardır. ABD’de 2004 yılında kullanılan emlak kredilerinin yaklaşık %70’i brokerlar aracılığıyla kullanılmıştır. ABD’de bireyler konut kredisi için doğrudan bankaya başvurabilecekleri gibi brokerlar üzerinden kredi talebinde bulunabilmektedir. Brokerların ülke çapındaki ya da yerel farklı bankaların e daha cazip alternatif kredi seçeneklerini müşterilerine sunabilmesi, kredi talebinde önemli bir tercih sebebidir (Birdal, 2018: 61-6).

ABD birinci el mortgage piyasasında yukarıda saydığımız hane halkı, bankalar ve brokerlar gibi emlak kredi arz ve talebini arttıran kesimler yer alırken, ikinci el mortgage piyasasında kredi sistemini “derinleştirip” birinci el piyasaya yeni kredi kaynağı sunan aktörler devreye girmektedir. Bu piyasa, spekülâtif yatırımlarla birlikte emlak balonun şişirdiği gibi, sistemin risklerini paket halinde hem iç piyasaya, hem de küresel piyasalara arz etmektedir.

İkincil piyasa işlemleri emlak kredisi veren kurumların bu kredileri paket halinde satışa sunmasıyla başlamaktadır. Paketi hazırlayan kredi kuruluşları bunları satın alan kuruluşlarla kontrat imzalamaktadır. Böylece kredi kurumları, sözleşme dolayısıyla sabit ücret ve genel olarak %0,5-1 dolayında ödenecek faizin bir bölümünden pay alarak, müşterilerine açmış oldukları ipotekli konut kredilerini ikincil piyasada satmış oluyorlar (Birdal, 2018: 67-8).

ABD’de birinci el ipotek piyasasında kredi kurumları müşterilerini gelirleri doğrultusunda gruplara ayırmakta ve ilgili gelir grubuna göre belirlenen faiz oranları üzerinden ipotekli konut kredisi açmaktadır. Konut kredisi talep eden kesim üçe ayrılmaktadır. Alt gelir grubuna subprime, orta gelir grubuna Alt A ve üst gelir grubunu kullandığı kredilere prime denilmektedir. İkinci el ipotek piyasasında ise ipotek karşılığı menkul kıymetleştirme ise açılan bu krediler risk, vade, gelir gibi kriterlere göre yapılandırılıp satışa sunulmaktadır. Bu yapı genel olarak şöyle işlemektedir:

**Şekil 1.7:** Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sürecinin İşleyişi



**Kaynak:** BDDK, 2008.

ABD'de menkul kıymetleştirme ile finansman sağlayan kurumlar arasında ticaret bankaları, finansman şirketleri, uzman konut finansman kurumları, sigorta şirketleri, otomobil imalatı finansman şirketleri, finansal kiralama şirketleri ve sanayi şirketleri yer almaktadır.

İkinci el ipotek piyasasında işlemler, menkul kıymetleştirmeye tabi olan alacakların bir havuzda toplanmasıyla başlamaktadır. Kredi veren kuruluşlar, açmış oldukları veya ikincil piyasalardan satın aldıkları kredilerle alacak havuzu oluşturabilmektedir. İhraç edilen menkul kıymetlerin teminatını oluşturan alacak havuzu, SPV ya da SPE olarak adlandırılan özel amaçlı kuruma devredilmektedir. Kaynak kuruluş yani kredi veren kurum, bu havuzu özel amaçlı kuruluşa devrederken, sağladığı hizmet karşılığında servis ücreti almaktadır.

Özel amaçlı kurumlar, devraldığı alacak havuzunu menkul kıymetleştirip yatırımcılara satışa sunmaktadır. Menkul kıymetlerin bağlı oldukları alacakların anapara ve faizinin zamanında toplanmasından ve ödenmeyen hesapların takibinden sorumludurlar. Bu süreçte rol üstelenen yediemin, yatırımcıların korunması amacıyla alacak havuzunun takibi, güvenliği gibi gereken tedbirlerin alınmasından sorumludur. SPV'ler, alacak havuzunun satın alınması ve bunlara dayalı menkul kıymet ihraç edilmesi işlemlerinin sorumluluğunu yediemine vermektedir. SPV'ler, limited ortaklık, sınırlı sorumlu şirket veya anonim şirket

şeklinde kurulmuş, genellikle kredi veren kurumun bağlı kuruluşu ya da yan kuruluşu olarak çalışmaktadır.

Sistemde yer alan yatırım bankaları, menkul kıymetlerin halka arz yoluyla satışına aracılık yapmaktadır. Sistemde yer alan önemli kuruluş olarak derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen tahvillerin ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin risk ve kalitesi ölçülmekte ve yatırımcılar bu konuda bilgilendirilme sorumludur. Keza, menkul kıymetlere verilen derecelendirme notları yatırımcılar açısından yol gösterici olmaktadır. Risk-getiri düzeyinin göstergesi olarak kredi notları, yatırımcılar için temel referans noktasıdır.

Sisteme olan talebin artırılması, sistemin sağlıklı işlemesi ve de güvenilirlik arz etmesini sağlayan diğer önemli bir unsur ise güvence mekanizmalarıdır. Bu amaçla, içsel ve dışsal güvence mekanizmaları kurulmuştur. İçsel güvence mekanizmaları arasında ödeme öncelikli sistem, fazla teminatlandırma ve marj hesabı uygulamaları yer alırken, dışsal güvence mekanizmaları arasında bankalar, güçlü işletmeler ve sigorta şirketlerince sağlanan destekleme kredisi, satıcı garantisi ve kefalet kredisi yer almaktadır.

İçsel güvence mekanizmaları içinde yer alan ödeme öncelikli sistemde senior ve junior olmak üzere iki sınıf menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmektedir. Böylece tek bir varlık havuzundan farklı vade, faiz ve anapara yapısına sahip birden fazla menkul kıymet türetilmektedir. Genelde AAA notu gibi yüksek kredi derecesine sahip olan senior menkul kıymetler, havuzdan gelen ödemelerden öncelikle yararlanma özelliğine sahiptir. Juniorlar ise ödemede ikinci sırada yer almaktadır. Düşük kredibiliteye sahip Junior sınıfındaki menkul kıymetlere, senior sınıfının ödemeleri tamamlandıktan sonra geçilmektedir. Daha riskli ve daha geç ödeme yapılması Juniorlara daha yüksek kupon getirisi sağlamaktadır. Fazla teminatlandırma yönteminde ihraççı kurum menkul kıymetin nominal değerinden daha fazla teminat bulundurmaktadır. Marj hesap yönteminde ise özel amaçlı kurum menkul kıymetlere yönelik ödemeleri güvenceye almak üzere fon oluşturmaktadır.

Dışsal güvence mekanizması olan destekleme kredisi, bankalar tarafından sağlanmaktadır. Dışsal güvence mekanizmalarından bir diğeri olan satıcı garantisi, mali açıdan güçlü işletmelerce sağlanmaktadır. Dışsal güvence mekanizmalarının en önemlisi olan kefalet senetleri (havuz sigortası) yönteminde ise menkul kıymetleştirmeyi yapan kuruluş, kefalet senetleri karşılığında menkul kıymetin

dayandığı havuzu sigorta ettirmektedir. Böylece, menkul kıymetin teminatı olan alacakların ödenmeme riski, ödenecek primler karşılığında sigorta şirketine aktarılmaktadır. ABD’de sigorta işlevi gören bu kurumlara monoline denilmektedir. Monoline kurumlar verdikleri hizmetle, yatırımcılara ve ihraççılara finansal likidite ve güvence sağlamaktadır. Başlangıçta belediye, hastane ve kâr amacı gütmeyen kamu kuruluşlarının tahvillerinin sigortalanması amacıyla kurulan monolineler, süreç içinde CDO’lar gibi yapılandırılmış ürünler ve varlığa dayalı diğer menkul kıymetler sayesinde olağanüstü bir şekilde büyümüştür. Monoline sigorta şirketleri sermayelerinin yaklaşık 150 katı oranında sigorta sözleşmesi yaparak çok yüksek kaldıraç oranıyla çalışabilmektedir. ABD’de monoline sigortaları, bankalar, tasarruf kuruluşları ve Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet destekli kurumlar tarafından kullanılmaktadır.

Sistemin yatırımcıları içinde yer alan önemli gruptan birisi serbest (hedge) fonlardır. Profesyonel yatırım uzmanlarınca oluşturulan hedge fonlar, hukuki olarak tanımlanmamıştır. En az bir milyon dolar düzeyünde bir gelire sahip olan bireysel ve kurumsal yatırımcıların yer aldığı hedge fonlar, sınırlı ortaklık ya da sınırlı sorumlu şirketler olarak kurulmaktadır. Fon yöneticileri genelde fonda pay sahibidir. Merkezleri çoğunlukla ABD dışındadır. 1949’da ortaya çıkan bu fonlar, bilgisayar teknolojilerin gelişmesi, finansal ürün çeşitliliğinin artması, profesyonel portföy yönetim hizmetlerinin gelişmesi ve küresel piyasalarda yatırımcıların risk iştahının kabarmasına bağlı olarak özellikle, neoliberal dönemle birlikte finansal piyasalara etkileri artmıştır (Hepşen, 2010: 49-77; BDDK, 2008: 3-13).

Kredi kurumları, yatırım bankacılığı, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ve banka kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine yönelik sigortacılığın kendine özgü biçimleri 2008 Balonu ve krize giden kredi cümbüşünün mutlu yollarını açmıştır! 2000’lerden itibaren ipoteğe dayalı varlıkların ABD bankalarının toplam varlıkları içerisindeki oranı hızla tırmanarak 2008 Krizi öncesinde %60’ı aşmıştır (Birdal, 2018: 92). 2008 yılı itibarıyla ABD’deki mortgage piyasası, 14,8 trilyon dolara ulaşmıştır (Birdal, 2018: 60). Aynı şekilde, çok yüksek kaldıraç oranlarıyla sermayelerinin yaklaşık 150 katı oranında sigorta sözleşmesi yaparak faaliyet yürüten monoline kuruluşların 2008 krizi öncesinde sigorta büyüklüğü 2,6 trilyon dolara ulaşmıştır (Crouhy, 2008’den akt. BDDK, 2008: 11-2).

2007'de başlayan 2008'de doruk noktasına ulaşan ABD Mortgage Krizi finansal sektörden başlayarak reel ekonomiyi etkisi altına almış ve tüm dünya ekonomisini sarsmıştır. Küresel finansal piyasalardaki menkul kıymetlerin hacmine bakıldığında, mortgage kredilerinin yarattığı domino etkisi anlaşılır olmaktadır. BDDK'nın aktardığı verilere göre, 2007 yılı itibarıyla menkul kıymet piyasa hacmi 149,1 trilyon dolardır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının %60,8'sini oluşturmuştur. Bu oranın %89,2'si ABD'de ihraç edilmiştir (BDDK, 2008: 8). Keza, 2008 öncesinde konut kredilerine dayalı tahvilleri satın alan yatırımcı kuruluşlar, ellerindeki bu tahvilleri diğer varlığa dayalı tahvillerle birleştirip yeni bir gelir havuzu oluşturmuş ve bu havuza dayalı yeni tahviller piyasaya sürmüştür. Wall Street böylece, yüksek yüksek riskli ipoteğe dayalı tahvilleri uluslararası piyasalardaki geniş bir yatırımcı portföyüne ihraç etmiştir (Muolo ve Padilla, 2008:185'ten akt. Kahveci, 2012: 56).

2008 Krizi öncesinde Ginnie Mae tarafından garanti edilen kredilerin, özel sektör tarafından menkul kıymetleştirilerek toplam içinde piyasaya sürülme oranı düşük kalmıştır. 2006 yılında toplam MBS'lerin %4'ü Ginnie Mae garantili menkul kıymetlerden oluşmuştur. Devlet garantisi bulunan bu MBS'lerin risk oranı ve yatırımcılara getirisi oldukça düşüktür. Freddie Mac ve Fanny Mae'nin 2008 Krizi öncesinde garantilediği MBS'lerin toplam içindeki payı ise %40'ı bulmuştur. Bu iki kurum, birincil piyasadan satın aldıkları kredileri menkul kıymetleştirip doğrudan kendileri piyasaya sürmüştür. Bu iki kurum tarafından alınan krediler, borçlunun kredi skoru, LTV oranı ve kredi tavan gibi kimi standartlarla uyumlu olması gerekmektedir. 2007 verilerine göre MBS'lerin geriye kalan yüzde 56'lık bölümü, özel sektör tarafından piyasaya sürülmüştür. Bunlar standartlarla uyum göstermeyen mortgage kredileri (non-conforming loans) içinde yer almıştır. Özel sektör tarafından piyasaya sürülen MBS'lerin içerisinde Alt-A tipi ve yüksek riskli kredilerin oranı hızla artarak, 1996'da %47 seviyesinden 2007'de %71'e çıkmıştır (Rosen, 2007). Bu kategorideki krediler finansal krizi tetikleyen batık emlak kredilerinin ağırlıklı bölümünü oluşturmuştur.

2005-06 döneminde CDO'ların %80 civarında bir bölümünü ipoteğe dayalı tahviller oluşturmuştur. Bu tahvillerin, %70'lik kısmı batık riski görece yüksek krediler, yarıya yakını ise yüksek riskli kredilerden oluştuğu tahmin edilmektedir (Morris, 2008: 78).

Aşağıdaki Tablo, 2008 Krizi öncesi dönemde ABD konut piyasasında açılan ipotekli konut kredisi miktarını ve bunların menkul kıymetleştirilmesi oranını göstermektedir.

**Tablo 1.2:** ABD Mortgage Piyasası Temel Göstergeler (2001-2006)

| Yıl  | Mortgage Kredileri<br>(milyar dolar) | Menkulleştirme<br>Oranı (%) | Yüksek Riskli<br>Krediler<br>(milyar dolar) | Yüksek Riskli<br>Kredilerin<br>Oranı (%) | Yüksek Riskli Kredilerin<br>Menkul Kıymetleştirme<br>Oranı (%) |
|------|--------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 2001 | 2215                                 | 60.7                        | 160                                         | 7.2                                      | 60                                                             |
| 2002 | 2885                                 | 63                          | 200                                         | 6.9                                      | 61                                                             |
| 2003 | 3945                                 | 67.5                        | 310                                         | 7.9                                      | 65.5                                                           |
| 2004 | 2920                                 | 62.6                        | 530                                         | 18.2                                     | 79.8                                                           |
| 2005 | 3120                                 | 67.7                        | 625                                         | 20                                       | 81.3                                                           |
| 2006 | 2980                                 | 67.6                        | 600                                         | 20.1                                     | 80.5                                                           |

**Kaynak:** Inside Mortgage Finance, Mortgage Origination Indicators(Akt. Birdal, 2018: 60).

“Neoliberal paradoks” döngü süreci, “Aşırı üretim krizi sermayenin finansallaşmasına, finansallaşma borçlanmaya” ve krizlere yol açmaktadır (Bahçe, 2015: 309). Hanehalkı borçlanmasının olağanüstü arttığı ve bu borçların kaynağı olan konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, 2008 Mortgage-Finans Krizi’nin en önemli dinamiklerinden biri olmuştur.

### 1.2.2.3. 2008 Krizi ve Temel Dinamikleri

2008 Krizi öncesinde çok sayıda iktisatçı tarafından uyarılar yapılmasına karşın ana akım iktisatçılar ve de yetkili kurumların başında bulunanlar bu uyarıları kaale almamıştır. Krizin kapıyı çalacağına dair en çarpıcı uyarılardan biri, Nouriel Roubini tarafından yapılmıştır. New York Üniversitesi’nde iktisat profesörü olan Roubini, 2006 yılı Eylül ayında IMF toplantısında, krizin geldiğini belirterek “Amerika, muhtemelen hayatında ilk kez karşılaşacak: konut balonunun sönmesi, petrol şoku, hızla düşen tüketici güveni ve kaçınılmaz derin bir ekonomik durgunluk...” demiştir. Konuşmasının devamında ev sahiplerinin mortgage kredilerini ödeyemedikçe, trilyon dolar değerindeki mortgage destekli teminatların çözülmeye başlayacağını, tüm küresel finans sisteminin sarsılarak durma noktasına geleceğini söylemiştir. Roubini ayrıca, hedge fonlar ve yatırım bankalarıyla birlikte Freddie Mac ve Fannie Mae gibi

devlet destekli finansal devlerin iflasa sürükleyebileceğini belirtmiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 10).

Marksist düşünür J. B. Foster 2008 Krizi'ni 2006'da öngören iktisatçılardan bir diğeridir. Spekülasyon nedeniyle artan kredi hacmi ve konut fiyatlarına dikkat çeken Foster'e göre 2006 son çeyreğinde "kriz çanları" çalıyordu:

*"Konut alanındaki balon, durgunluğun önlenmesinde o kadar önemli, finansallaşma için o kadar temel nitelikte ve A.B.D. hanehalklarının temel refahıyla o kadar yakından ilişkili olmuştur ki, konut piyasasındaki mevcut zayıflık, hem şiddetli bir iktisadi gerilemeye hem de geniş kapsamlı bir finansal karışıklığa yol açabilir. Faiz oranlarının daha da artması, konut fiyatlarının durgunlaşmasının ve hatta düşmesinin ve borç geri ödemelerinin tüketicilerin gelirleri içinde payının yol açtığı, kredi borcunu geri ödeyememe biçiminde bir kısır döngüyü meydana getirme potansiyeline sahiptir. A.B.D.'nin tüketiminin dünya ekonomisinin temel talep kaynağını oluşturması, bunun daha da küreselleşmiş bir krize katkıda bulunma olasılığını arttırmaktadır"* (Foster, 2007).

J. B. Foster, Nisan 2007'de bu satırları yazarken 2008 Mortgage Krizi henüz tam anlamıyla patlak vermemişti. 2008 Krizi ardından yaşananlar ise yukarıdaki yazılanları nerdeyse satırı satırına doğrulamıştır. Konut balonunun şişmesine bağlı olarak ABD'de kriz alarmı 2006 yılından itibaren veriliyor fakat otoriteler bunu görmezden geliyordu.<sup>41</sup> ABD mortgage piyasasında 2006'dan itibaren kredi geri dönüşleri sinyal vermeye ve temerrüt oranları yükselmeye başlamıştı. MBS ve toksik CDO'lar büyük değer kaybına uğrarken, New York borsasında işlem gören yatırım

<sup>41</sup> 2008 Mortgage Krizi öncesinde pek çok ekonomist, ABD'de ekonomisinin riskli gidişatına dair, otoriteleri uyarmak amacıyla krizin neden oluştuğuna dair önemli tespitlerde bulunmuştur. Örneğin, M. Obstfeld ve K. Rogoff (2009) ABD'nin cari açığının sürdürülemez boyutta olduğu uyarısında bulunurken, Financial Times'ın ekonomi editörü M. Wolf 18 Ağustos 2004 tarihli köşe yazısında "ABD şu anda konforlu bir şekilde yıkıma doğru yol almaktadır" şeklinde yazmıştır. Dot.com teknoloji balonunu öngören Robert Shiller, 2005 yılında konut fiyatlarındaki iki haneli artış düzeyinin mantığa aykırı ve kalıcı olmayacağı yönünde uyarılarda bulunmuştur (Kansas, 2009: 41). Bütün bu uyarılar ana akım iktisatçılar tarafından "boş bir çaba" olarak nitelenmiştir. Örneğin, etkin piyasalar hipotezini savunan Nobel ödüllü iktisatçı R. Lucas (2009)'a göre, "Eğer bir iktisatçı finansal krizi bir hafta önceden öngörebilen bir formüle sahip ise bu formül mevcut bilginin bir parçası haline gelecek ve fiyatlar bir hafta önceden düşecektir." Dolayısıyla, "balonları tanıyıp patlatacak merkez bankacılar ve düzenleyiciler bulmaya çalışmanın bir yararı yoktur." (Poyraz, 2019: 82-86). Finansal kriz dinamiklerinin ana akım iktisatçılar tarafından dikkate alınmamasını kullandıkları standart modellerin yapısıyla açıklayan Colander'de aynı şeye dikkat çekmektedir. Ona göre, bu modellerin temelini oluşturan, piyasaların ve ekonomilerin doğaları gereği istikrarlı olduğu ve geçici olarak dengeden sapabileceği şeklindeki zımnî görüş, sistematik krizler konusundaki uyarıların görmezden gelinmesinin temel nedenidir (Colander vd., 2009: 2).

bankalarının hisseleri çakılmaya başlamıştı. 85 yıllık geçmişe sahip olan ABD'nin en büyük beşinci yatırım bankası Bear Stearns, Temmuz 2006'da eşik-altı mortgage yatırım fonları değerinin sıfıra yaklaştığını duyurmuştu. 2007'nin başında 170 dolardan işlem gören Bear Stearns hisseleri, hisse başına 2 dolardan, 16 Mart 2008'de ABD'nin en büyük bankası olan JP Morgan Chase tarafından satın alınmıştı. FED Başkanı Ben Bernanke bunun üzerine, Bear Stearns'in batması halinde bütün Amerikan ekonomisinin zarar göreceğini savunarak kurtarma operasyonuna FED'i dâhil etmişti. FED New York Şubesi Bear Stearns'in satın alımında 30 milyar dolar fonla yardımcı olmuştu.

ABD federal hükümeti, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kurtarmak amacıyla 7 Eylül 2008'de 135 milyar dolar kaynak aktardı. ABD'nin dördüncü büyük bankası konumunda olan Lehman Brothers'in hisseleri 9 Eylül 2008'de %45 ve 11 Eylül'de ise %40 değer kaybetti. Lehman Brothers MBS ve CDO'larda yüksek bir paya sahipti. 15 Eylül 2008'de hisseleri borsada sıfırı gören Lehman Brothers, iflasını açıkladı.<sup>42</sup> Lehman'ın hisselerini batma riski yüksek olan Merrill Lynch ve Bank of America satın almıştı. Panik halindeki yatırımcılar hisselerini satmaya çalışırken, bankalar değersizleşmiş MBS ve toksik CDO'ları satmaya uğraşıyordu. Yaklaşık 440 milyar dolar değerinde MBS ve toksik CDO sigortalamış olan AIG, batmanın eşiğindeydi. FED, 16 Eylül 2008'de "Batamayacak Kadar Büyük" olan AIG'ye 182 milyar dolar kurtarma paketi açıklamıştı. ABD başkanı George W. Bush, 3 Ekim 2008'de TARP (Sorunlu Varlıkları Rahatlatma Programı) açıkladı. Bu kapsamda, ABD hükümeti adına bankalara 700 milyar dolar destek sunuldu. Otomotiv firmaları General Motors, Chrysler ve Ford yardım paketine eklenmişti. Amerikalı MBS ve CDO'larda yüksek düzeyde yatırım yapan ve Amerikan bankalarında hisseleri bulunan ülkelerde sarsılmaya başlamıştı. Bunların başında AB ülkeleri, Çin ve Rusya hükümetleriyle bankaları yer alıyordu. ABD'deki finansal kriz kısa bir sürede küresel piyasalara sıçramıştı. Bank of England tarafından yapılan bir araştırmaya

---

<sup>42</sup> Lehman Brothers'in iflası krizin bütün ülkelere yayılmasını tetikleyen son nokta olmuştu: "Lehman brothers'in iflası ile birlikte ABD'nin ve ileri kapitalist dünyanın bütün finans sistemi uçurumun eşiğine geldi. Bankalar kredi vermeyi durdurmuşlardı. Kimse kimseye güvenmiyordu. Finans piyasaları kilitlenmişti. Dev kuruluşlar, domino taşları gibi, ardı ardına çökmenin eşiğine geldiler. ABD'de mortgage (konut kredisi) piyasasının merkez bankası gibi çalışan Freddie Mac ve Fannie Mae ile dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG bunların en çarpıcıları idi. Britanya'da Northern Rock adlı banka zaten çökmüştü. O aşamada dünyanın en büyük bankası konumunda olan kraliçenin de hissedarı olduğu Royal Bank of Scotland iflasın eşiğine geldi. Kıta Avrupa'sı birçok banka ve finans kurumu aynı duruma düştü. Dünya kapitalizmi tarihinin en büyük finansal çöküşlerinden ("crash") biri ile karşı karşıyaydı" (Savran, 2013: 7).

göre, sadece ABD, Britanya ve euro bölgesinde finansal sistemin kurtarılmasının maliyeti 14 trilyon dolardı (Birdal: 2018: 93-119; Savran, 2013: 11-24; Kaykusuz, 2014:315-25; Sarıtaş, 2011: 56-62; Taşar, 2012: 17-23).

Covid 19 nedeniyle tetiklenen 2020 “Korana Krizi”nin henüz belli olmayan boyutlarını saymazsak eğer, 1929’da gerçekleşen Büyük Buhran’ın ardından en büyük ekonomik kriz olarak tarihe geçen ABD 2008 Mortgage Krizi’nin ABD’ye faturası ağır olmuştur. Kriz sonucunda ABD’nin GSYH yaklaşık 14 trilyon dolar kayba uğrarken, ABD mortgage piyasasında yaklaşık 10,5 trilyon dolar kayıp oluşmuştu. ABD’de %10’un üstüne tırmanan işsizlik oranı ile 9 milyon kişi işini kaybetmişti. İcra takibine düşen 8 milyon konuta bankalar el koymuştu. 2008 Krizi dolayısıyla küresel piyasalarda 20 trilyon dolarlık kayıp oluşmuştur. Zengin ülkelerinin alım gücü düşerken, küresel üretimin motoru olan Çin ekonomisi durgunluğa sürüklenmişti (Hürriyet, 17.12.2008).

ABD Mortgage Krizi, kapitalist birikimin temel çelişkilerinden kaynaklanmakla birlikte krizin daha da derinleşmesini sağlayan dinamikler büyük oranda finansallaşma mekanizmaları tarafından körüklenmiştir. 1980’li yıllardan itibaren sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte finans piyasaları hızla gelişmiş, kâr olanakları artmış, varlık fiyatları hızla tırmanmaya başlamıştır. FED’in 1990’larda ve 2000’lerde faiz oranlarını düşük tutması varlık fiyat artışını desteklemiştir. Bu dönemde hisse senedi ve emlak fiyatlarındaki sert yükselişler *“Amerikalıların kâğıt üzerinde dahi olsa giderek zenginleşmesine neden olurken, tüketimlerinin artmasını olanaklı”* kılmıştır (Birdal, 2018: 57-9).

2008 Krizini başlatan en önemli dinamiklerden biri, neoliberal finansallaşma eğilimidir. ABD’de gayrimenkule yönelik yeni bir iş çevrimi ise 2001 dot-com krizi akabinde başlamıştır. Sermayenin gayrimenkul ve kentsel sektörde yoğunlaşması, süreç içinde arz talep dengesini sarsmış, konut fiyatları spekülâtif talebin sonucunda tavan yapmıştır. Tavan yapma sürecinde finansallaşma mekanizmaları, MB faiz politikaları, asimetrik bilgilenme, sürü psikolojisi ile yatırım güdüsü vb. faktörler etkili olmuştur. Gayrimenkul fiyat balonu sınırlarına ulaştıktan bir süre sonra tepetaklak aşağı doğru sürüklenmiştir. Borçlular, konutlardaki değer kayıpları, artan faiz oranları, krizin tetiklediği işsizlik ve gelir kayıpları vb. nedenlerle borçlarını ödeyememiş, menkul kıymetleştirme ağları ile birbirine sıkı sıkıya bağlanan finansal kuruluşlar çökmeye başlamıştır. Sonuçta bir bütün olarak reel sektör durgunluğa

girmiştir. Spekülasyon nedeniyle balona neden olan aşırı yüksek fiyatlar, kriz sonucunda gerçek değerlerinin altına düşmeye başlamıştır. ABD sermayesinin dünya piyasasında sahip olduğu bağlantılar, AND emlak kredilerine dayalı menkul kıymetlere yönelik küresel sermayenin yatırımları, FED'in tüm dünyanın MB'si gibi çalışması, ABD dolarının kurları ve faiz oranlarını belirleme noktasında sahip olduğu güç, 2008 ABD mortgage krizinin tüm piyasalarına yayılmasında etkili olmuştur. Birdal'ın 2008 Krizi'ne dair yaptığı aşağıdaki tespitleri, emlak balonunun temel dinamiklerini özet halinde kapsamaktadır:

*“2000’lerden itibaren reel sektördeki **kâr oranlarının durağanlaştığı** ve güvenli yatırım aracı olarak görülen ABD hazine tahvillerinin getirisinin hızla gerilediği bir ortamda finans piyasalarında **biriken fonlar** büyük oranda ABD mortgage piyasasına yöneldi. Uluslararası finans sermayesinin bu yöneliminde ‘**menkul kıymetleştirme**’ büyük rol oynarken, böylece ABD emlak piyasasındaki kontratlardan kaynaklanan risk uluslararası piyasalara taşınmaya başladı. Diğer yandan, **Fed’in düşük faiz politikası** kredi talebini körükledi ve **yüksek riskli ve değişken faizli kredilerin** pazardaki payı hızla tırmanmaya başladı. Kredi maliyetlerin benzeri görülmemiş bir oranda ucuzlaması ve emlak talebindeki hızlı artış piyasada **spekülatif bir balonun oluşmasına yol açtı**. Burada kritik bir diğer unsur ise **ev fiyatlarındaki hızlı artışın** özsermaye oranında yarattığı artış dolayısıyla tüketim talebine yönelik ikinci ipoteklerin yaygınlaşması oldu. Böylece ABD ekonomisi emlak fiyatlarındaki artışın beslediği bir **kredi patlamasına** sahne olurken, tüketici talebindeki artış bu yolla kalıcı kılınarak ABD ekonomisinin 1990’ların sonunda içine düştüğü ekonomik duraklama aşılımaya çalışıldı” (Birdal, 2018: 90-1).<sup>43</sup>*

Yukarıdaki tespitlerden ve bu Tez’in “Neoliberalizm ve Finansallaşma” ile “Konut Balonu, Hayali Sermaye ve Finansal Krizler” başlıklarından hareketle, 2008 finansal krizinin temel dinamiklerini başlıklar halinde toplamak mümkündür. İçeriklerini ampirik olarak daha ayrıntılı bir şekilde bu Tez’in üçüncü bölümünde yer alan “2008 Finansal Kriz Dinamikleri Açısından Türkiye-ABD Gayrimenkul Piyasasının Karşılaştırmalı Analizi” başlığında göstermek üzere, 2008 Krizi ve öncesindeki benzer finansal krizleri tetikleyen başlıca dinamikleri birbiriyle ilişkili olarak şöyle sıralayabiliriz:

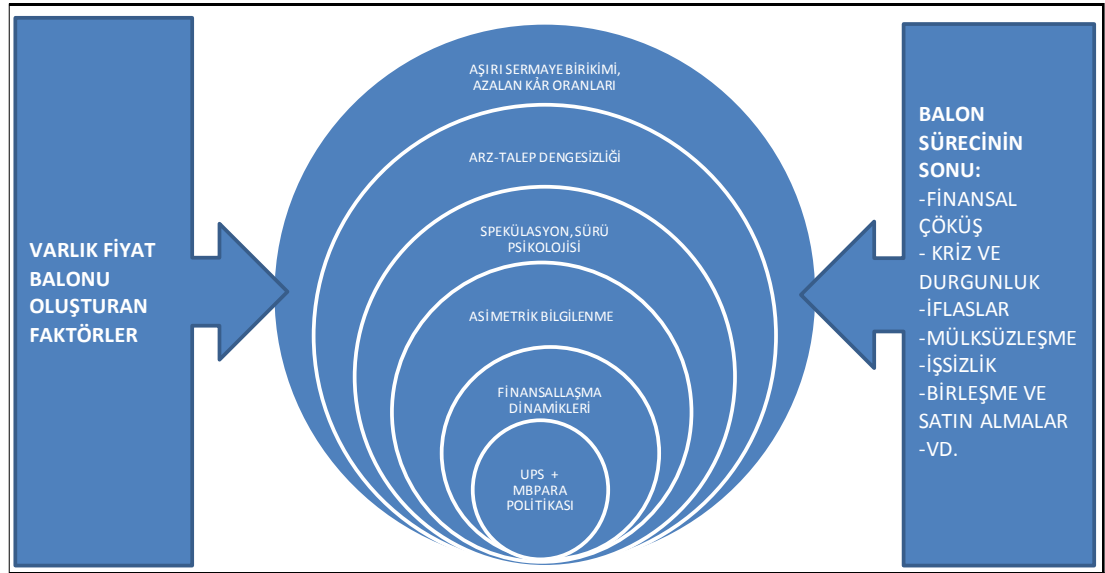
---

<sup>43</sup> Vurgular tarafıma aittir.

- 1- Aşırı Sermaye Birikimi ve Azalan Kâr Oranları
- 2- Uluslararası Para Sistemi (UPS) ve Merkez Bankası (MB) Para Politikası
- 3- Finansallaşma Mekanizmaları: Kredi Arzı, Hayali Sermaye, Gölge Bankacılık, Vd.
- 4- Asimetrik Bilgilenme: Ters Seçim ve Ahlaki Riziko
- 5- Spekülatif Beklentiler ve Sürü Psikolojisi
- 6- Arz –Talep ve Fiyat-Değer Dengesizliği

1970'lerden sonra kapitalist üretim sürecinde açığa çıkan finansal krizlerin bir döngü biçiminde temel dinamiklerini şekil üzerinden aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

**Şekil 1.8:** Varlık Fiyat Balonları ve 2008 Krizinin Temel Dinamikleri



**Kaynak:** Yazar tarafından yapılan araştırma sonucunda oluşturulmuştur.

Karşılıklı etkileşim halinde birbirlerini besleyen bu faktörlerin hepsi, aynı zamanda neoliberal finansallaşmanın dinamikleridir. Genel bir finansal krizin ortaya çıkışını açıklamaya yönelik bu dinamikler, ekonominin önemli bir alanı olarak inşaat ve gayrimenkul sektörünü de kapsamaktadır. Aşırı sermaye birikimi ve azalan kâr oranları bir önceki finansal birikim döngüsünün sonunda yer aldığı gibi aynı zamanda, bir sonrakinin döngünün başlangıcı olmaktadır. Sermayenin birikim mekanizmalarına içkin bir şekilde krizin açığa çıkmasını tetikleyen unsurlar olarak işlev gören bu faktörlerin, nasıl ve ne yönde etkide bulundukları Tez kapsamında,

üçüncü bölümde Türkiye gayrimenkul piyasasının durumu ile karşılaştırmalı olarak daha da ayrıntılı bir biçimde açıklanmıştır.



## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE GAYRİMENKUL PİYASASININ FİNANSALLAŞMASI

Bileşik ve eşitsiz gelişim karakteriyle sermaye birikim mekanizmalarının zaman ve mekânda farklılaşarak egemen hale gelişi özgül kapitalistleşme pratiklerini ortaya çıkarmıştır. ABD, erken kapitalistleşen bir ülke olarak ileri teknoloji ve üstün askeri yeteneklere sahip, dünya kapitalizmine yön veren emperyal bir güç konumunda iken, geç kapitalistleşen bir ülke olarak Türkiye orta gelir grubunda yer alan<sup>44</sup>, enerji ve ileri teknoloji başta olmak birçok alanda bağımlı bir ülke konumundadır. Bu temel özellikler finansal sektör ve gayrimenkul piyasasına da farklı yönleriyle yansımıştır.

1970'li yılların sonlarından itibaren uygulamaya geçirilen neoliberal politikalar eşliğinde konut piyasası dünya genelinde sermayenin önemli yatırım alanlarının başında yer almıştır. Bu süreçte, değişim değeri amacıyla konutun bir meta biçiminde üretimi yaygınlaşmış, gayrimenkul piyasası büyük oranda finansallaşmıştır. ABD'de dünya piyasalarını domine edecek biçimde neoliberal temelde finansallaşma süreci 1970'li yılların sonundan itibaren hızla gelişirken, Türkiye'de finansallaşma süreci 1980'li yılların sonlarından itibaren gelişmiştir. Gayrimenkul piyasasının menkul kıymetleştirme biçimleri üzerinden artan oranda finansallaşması ise, ABD'de özellikle 2000'li yılların başında, Türkiye'de ise özellikle 2013-14 sonrasında hızla pratiğe geçirilmiştir.

Cumhuriyet dönemi Türkiye'sinin başta konut, işyeri ve ulaşım vd. yapıları çevre üretimi ile birlikte mekânın kullanım biçimlerini belirleyen temel faktör kapitalist gelişme ve sermaye birikim koşulları olmuştur. 19. Yüzyıl Osmanlı'sından başlayarak Cumhuriyet dönemi ile "ulusal" bir dönüşüm geçiren sermayenin, para ve ticari formlarının ardından sanayi üretimine girecek bir seviyeye erişmesi 1950'li

---

<sup>44</sup> 1950-2010 dönemini kapsayan araştırmaya göre Türkiye, bu araştırmaya göre 50 sene alt orta gelir grubundadır. Araştırmada, tarihsel olarak gelir geçişleri, süreleri ve büyüme hızlarına göre, 124 ülke dört grup halinde sınıflandırılmıştır. Kişi başına düşen GSYİH 2.000 dolardan az olan ülkeler düşük gelirli kabul edilmiştir. 2.000 ile 7.250 dolar arasında olanlar alt orta gelirli, 7.250 ile 11.750 dolar arasında olanlar üst orta gelirli sayılmıştır. 11.750 dolardan fazla olanlar ise yüksek gelirli ülke grubu olarak sınıflandırılmıştır (Felipe, Abdon ve Kumar, 2012).

yılları bulmuştur.<sup>45</sup> Uluslararası konjonktürün de etkisiyle üretken sermaye yatırımları, 1950'li yıllardan itibaren ulusal pazar içinde kendine uygun bir zemin bulmaya başlamış, ardından devlet öncülüğünde 1963-80 döneminin 5 yıllık kalkınma planlarının karakteristik özelliğine dönüşmüştür. Türkiye sermayesi, 1970'li yılların sonlarında yaşanan krizlerin aşmak ve birikimi sürdürmek amacıyla ihracata dayalı büyüme ve dışa dönük sermaye birikimi modeline geçmiştir. Bu dönüşüm süreci, neoliberalizm temelinde küresel piyasalara entegrasyon ve finansal serbestleşme biçiminde tezahür etmiştir.<sup>46</sup>

Türkiye'nin kuruluş yıllarından bugüne konut arzını üstlenen temel aktörler içinde bireysel konut üretenler, yapı kooperatifleri, yapsatçılar, toplu konut şirketleri, yapı kooperatifleri birlikleri, bireysel ve örgütlenmiş gecekondü üretimi yapanlar ve

---

<sup>45</sup> Kurtuluş Savaşı ardından modernleşme çabası içinde ulus-devlet formu altında kurulan Türkiye Cumhuriyeti, sermaye birikimi açısından yeni bir dönemi temsil etmiştir. Yönetici blok bakımından askeri ve sivil bürokrasisinin ticaret burjuvazisi ve toprak sahibi sınıf ile ittifakına dayanan Cumhuriyet Rejimi, sermaye birikimini "millileştirme" hedefiyle başlangıçta serbest ticaret, 1929 krizinden sonra ise "korumacı" uygulamalarla sürdürmüştür. 1929 kriz koşulları ortamında 1933'te başlatılan Birinci Beş Yıllık Sanayileşme Planı ile devlet öncülüğünde önemli sanayi yatırımları gerçekleşmiştir. 1945 İkinci Dünya Savaşı sonrasında dünya ölçeğinde yeniden yapılandırılan kapitalist üretim ve sermaye birikim rejimi, Keynesyen iktisadın belirlediği bir çerçevede sürdürülmüştür. Bu sürecin en önemli özelliklerinden biri, üretken sermayenin uluslararasılaşmasıdır. Türkiye, kapitalist üretimin uluslararası temel kurallarını belirlemek üzere savaş sonrasında kurulan IMF ve DB'ye 1947'de, OECD'ye ise 1948'de üye olmuştur. 1947'de, Marshall Yardımları'ndan yararlanarak tarımsal üretime ağırlık veren Türkiye'nin, ekonomik alanda yoğunlaştığı diğer faaliyetler ulaşım, inşaat ve madenciliktir. 1950-1960 dönemi, Türkiye'nin iktidar bloğu bileşiminde ve hegomanya biçiminde önemli değişimler yaratmıştır. Ticaret, yeni oluşum aşamasındaki sanayi burjuvazisi ile toprak sahibi sınıfın ileri gelenlerini hegemonik bloğa taşıyan Demokrat Parti (DP) "liberalizm" sloganıyla iktidara gelmiş, 1950'lerin ortalarında beliren kriz karşısında "devletçi" önlemlere başvurmuştur. 27 Mayıs 1960 askeri darbesiyle DP iktidarına son verilirken, yeniden kapitalist blokla uyumlu bir şekilde içe dönük sermaye birikim stratejisi, ithal ikame politikalarıyla ve kalkınma planları eşliğinde sürdürülmüştür.

<sup>46</sup> Türkiye'de, 1960-1980 sürecinin planlama temelli ithal ikameci politikaları sınırlarına ulaşmasının ardından, 1980 sonrasında neoliberal politikalarla ihracata dayalı birikim modeline geçilmiştir. Bu strateji, küresel ve yerli sermayenin çıkarlarının kesiştiği bir hatta adım adım hayata geçirilmiştir. 1980 öncesi belli bir birikim düzeyine erişen Türkiye'deki tekeli sermaye, içerde yaşadığı birikim tıkanıklığını aşmak ve rekabet gücünü arttırmak üzere uluslararası piyasalara açılmak isterken 1980 askeri darbesi, uluslararası sermayenin küresel ölçekte birikim eğilimi ile "ulusal" sermayenin dışa dönük birikim talebinin kesiştiği bir uğrakta gerçekleşmiştir. 12 Eylül 1980 askeri darbesinin esas amacı, yerli ve yabancı tekeli sermayenin neoliberal programı olan 24 Ocak 1980 Kararları'nı uygulamaya geçirmek olmuştur.

Bu paragraftaki kısa özet ve bir önceki dipnot için şu kaynaklardan yararlanılmıştır: Boratav, K. (2005). *Türkiye İktisat Tarihi*, Ankara: İmge Kitabevi; Ercan, F. (2002), *"Çelişkili Bir Süreklilik Olarak Sermaye Birikimi (1)"*, Praksis Dergisi, S. 5, 25-75; *Geçiş Sürecinde Türkiye*, (2006). Derleyenler: Schick, I. C. ve E. A. Tonak, İstanbul: Belge Yayıncılık; Gülalp, H. (1993). *Kapitalizm, Sınıflar ve Devlet*, İstanbul: Belge Yayınları; Keyder, Ç. (2005). *Türkiye'de Devlet ve Sınıflar*, İstanbul: İletişim Yayınları; Türkay, M. (2009). *Sermaye Birikimi, Kalkınma, Azgelişmişlik*, İstanbul: SAV.

kamusal kuruluşlar yer almıştır. Konut üretiminde kamunun etkisi 2002 dönemine kadar oldukça sınırlı kalmıştır. Cumhuriyet'in kuruluşunda 2000'li yılların başlarına kadar Türkiye'de gayrimenkul ve konut piyasasını düzenlemeye yönelik merkezi ve yerel yönetimler dışında önemli rol oynayan kamusal nitelikte başlıca kurum ve kuruluşlar arasında; T. Emlak Bankası, TOKİ, SSK, BAĞ-KUR, OYAK, vd. yer almıştır. Bununla birlikte Emlak Bank, TOKİ ve öteki kamu kuruluşlarının 2000'li yıllara kadar konut üretimine olan destekleri sınırlı düzeyde seyretmiştir. Aşağıdaki tablo bu durumu yansıtmaktadır:

**Tablo 2.1:** 2002 Yılı Öncesinde Türkiye'de Konut Finansmanı Sağlayan Kurumların Konut Üretimi

| Kurumlar                     | Uygulama Dönemi | Konut Sayısı |
|------------------------------|-----------------|--------------|
| T. Emlak Bankası (1926-1998) | 1944-2000       | 90.915       |
| SSK                          | 1962-1987       | 233.289      |
| OYAK                         | 1963-1992       | 55.248       |
| Bayındırlık ve İskan B.      | 1966-1988       | 893.050      |
| BAĞ-KUR                      | 1975-1980       | 7.412        |
| TOKİ                         | 1984-2002       | 43.145       |

**Kaynak:** DPT Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu.

Cumhuriyet tarihi boyunca Türkiye'de konut üretimi büyük oranda piyasa dinamiklerine bırakılmıştır. 1980 sonrasında 2000'li yıllara kadar değişen en önemli nokta ise piyasa temelli çözümün neoliberal bir politika olarak açıkça benimsenmiş olmasıdır. 2002 sonrasında TOKİ örneğinde devletin, toplu konut şirketleri ile yap-satçıların piyasayı belirlediği bir durum söz konusudur. Büyük inşaat şirketlerinin artan etkisi ile birlikte Türkiye ekonomisi, özellikle inşaat yatırımları ve gayrimenkul piyasası üzerinden artan oranda finansal dinamiklerin etkisi altına girmiştir.

## 2.1. Neoliberalizm Sürecinde Gayrimenkul Sektörünün Dönüşümü: İnşaat-Finans Kompleksi

2008 Krizi öncesi ABD’de ekonomisinde olduğu gibi AKP dönemi Türkiye’inde belirginleşen inşaat ekonomisi, neoliberalizmle birlikte tüm dünyaya yayılan finansallaşma yoluyla harekete geçirilen tüketim, kentsel mekânın metalaşması, mekân üretiminin finansal sektör tarafından içerilmesi ve kentleşme yoluyla sermaye birikimi gibi süreçlerin izinden gitmektedir. Bu süreç aynı zamanda Türkiye’nin 24 Ocak Kararları’yla planlanan ve 12 Eylül 1980 askeri darbesi ile önü açılan neoliberalizasyon sürecinin doğal bir uzantısı niteliğindedir.

2000’li yılların 2020’ye Türkiye ekonomisinde büyüme oranı en fazla artış kaydeden sektör, inşaat olmuştur. Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası (İntes) Ağustos 2019 Raporu’na göre, inşaat sektörü Türkiye’de “ekonominin lokomotif” konumundadır. Diğer sektörlerle girdi-çıkı ilişkisi ile birlikte GSMH içindeki payı, yaklaşık %30 seviyesini bulmaktadır. *“İnşaat sektörü, kendisine bağlı 200’den fazla alt sektörün ürettiği mal ve hizmete talep yaratan”* bir konumdadır. Rapor, sektörün siyasal iktidar ve finansal kurumlarla olan sıkı ilişkisi oldukça net bir şekilde ifade etmektedir:

*“İnşaat sektörünün gelişmesinde hükümet politikalarının, uluslararası kredi kuruluşlarının, politika ve ekonomiyi etkileyen kararlarının doğrudan etkisi bulunmaktadır. Yatırım kararını veren ya da onu finanse eden otoritenin tercihi bu alanda faaliyette bulunan firmaları doğrudan etkilemektedir.” (İntes, 2019: 1).*

Türkiye ekonomisinin 1980’den 2002’ye uzanan aralığında neoliberal temelde yaşanan dönüşümün önemli bir özelliklerinden birisi, finansal serbestleşme süreciyle birlikte finansal piyasaların artan etkinliğidir. Eşitsiz ve bileşik bir süreç olarak finansallaşma, neoliberal dönem boyunca çevre ülkelerde de kurumlar, aktörler ve güdüler olarak önem kazanmıştır. Güngen’in dikkat çektiği gibi, neoliberal dönüşüm sürecinde Türkiye vb. GOÜ’lerde dış kaynak ihtiyacına bağlı olarak finansal derinleşme süreci yaşanmıştır. Bu kapsamda, çok sayıda yeni finansal yatırım araçlarıyla kamu, özel sektör ve hane halkı borçları ile gelecekteki gelir akımı ve artı-değerin el değiştirilmesine olanak tanıyan finansal araçlar geliştirilmiştir (Güngen, 2015: 19-20).

1980 sonrası konut piyasasında neoliberal dönüşümün en önemli dayanağı, 1981’de çıkarıldıktan sonra 1983’te yürürlükten kaldırılan 2487 sayılı Toplu Konut Yasası<sup>47</sup> yerine 1984 yılında çıkarılan 2985 sayılı Toplu Konut Yasası olmuştur. Özel sektörün taleplerinin ağır bastığı 2985 sayılı Yasa’nın önceki yasaya göre belirgin değişiklik, özel kesimdeki toplu konut üretimi yapan kuruluşların Toplu Konut Fonu’ndan yararlanmasını yönünde düzenlemelerdir. Toplu Konut Fonu’ndan “ferdi kredi” (bireysel kredi) açma olanağıyla özel kesime kaynak aktarım yolu açılmıştır. Yasa’nın uygulanmasına dair çıkarılan Tüzük’te bireysel krediler konut alıcıları ve konut yapımcıları olarak belirtilmiştir. Böylece özel kesimdeki toplu konut firmaları da konut kuruluşu kavramına dahil edilerek büyük holdingler ve konut yapım ortaklıkları kamu kaynaklarından yararlanması sağlanmıştır (Keleş, 2012; 477-480).

1984 yılından itibaren Türkiye konut piyasasında finansal içerilme mekanizmalarını geliştirecek şekilde piyasa temelli çözüm açıkça benimsenmiştir. Bunu en açık şekilde gördüğümüz metinlerden biri 1996’da İstanbul’da yapılan Habitat II (İnsan Yerleşmeleri) Konferansı’dır. Konferansta kabul edilen İstanbul Deklarasyonu Küresel Eylem Planı’na göre, konut sektörü “üretken bir sektördür”, *“diğer şeylerin yanı sıra ticari finansman sağlayabilmesi”* gerekmektedir. *“Uluslararası, bölgesel, ulusal ve yerel düzeylerde kamu, özel, çok-taraflı ve iki-taraflı çeşitli finans kaynakları, ek kaynakları harekete geçirecek olan parasal kaynaklar, mikrokredi ilişkisi yürüten yerel kurumlar, yoksulları konutlandırma konusunda en büyük potansiyele”* sahiptir. Bu kaynaklar verimli, etkin ve sorumluluk duygusuyla tahsis edilmeli ve yönetilmelidir (ÇSB, 1996).<sup>48</sup> Habitat II, mekân

---

<sup>47</sup> Temmuz 1981’de çıkarılan 2487 sayılı Toplu Konut Yasası ile küçük ölçekte üretim yapan yap-satçılık yerine, toplumsal konut üretimi amaçlanmıştır. Yasa’da, toplu konut kuruluşları olarak yalnızca yapı kooperatifleri, kooperatif birlikleri ve toplumsal güvenlik kuruluşları yer alırken belediyelere bu kuruluşlara öncülük etmek ve/veya onlara katılmak şeklinde bir rol biçilmiştir. Bu Yasa ile konut üretiminde ilk kez konut kooperatiflerine devlet desteğinden öncelikle yararlanma olanağı sunulurken, özel kesim dışarıda bırakılmıştır. Ayrıca büyük kentlerde yığılmayı önlemeyi amaçlayan Yasa ile, bu nedenle nüfusu yarım milyonu aşan kentlerde Kamu Konut Fonu’ndan yararlanmak isteyenlere diğer kentlere göre daha yüksek faiz oranları içeren caydırıcı koşullarda kredi sağlanması öngörülmüştür. Yasa finansman sisteminin daha etkin bir yapıya kavuşturulması amacıyla Türkiye Emlak Kredi Bankası bünyesinde “Kamu Konut Fonu” adı ile bir fon kurulmuştur. Toplu konut yapımında kamu kesimine daha fazla rol biçen Yasa, ekonominin içinde bulunduğu kriz koşulları ve piyasa dinamiklerinin yoğun muhalefeti sonucunda Mart 1984 tarihinde yürürlükten kaldırılarak yerine 2985 sayılı Toplu Konut Yasası getirilmiştir (2487 Sayılı Toplu Konut Kanunu; Keleş, 2012; 466-474).

<sup>48</sup> Konut piyasasına yönelik mevcut finansal mekanizmaları geliştirmeyi ve bu kapsamda yeni yaklaşımları gerekli bulan Habitat II Gündemi, şunları amaç olarak sıralamıştır;

üzerinden sermaye birikimini işaret eden amaç ve hedefler ortaya koymuştur. Türkiye'nin toplu konut üretimine dair politikaları da büyük oranda bu doğrultuda şekillenmiştir.

Neoliberal politikalar, kalkınma planlarında da benimsenmiştir. Örneğin, 1985-1989 dönemi için hazırlanan 5. Kalkınma Planı'nda konut sorununa dair piyasa temelli çözüm açıkça ifade edilmiştir. Söz konusu Plan'da ekonomik yatırımlar, sanayileşme ve kentleşme bir bütün olarak ele alınırken, konut sorunun çözümünde özel sektör ve finansal kurumların rolü özellikle vurgulanmıştır. Kamunun rolü ise yönlendirme ile sınırlı tutulmuştur. Plan'a göre, *"konut sektörünün ekonomiyi canlandırıcı ve istihdam yaratıcı özelliğinden de azamî faydanın temin edilebilmesi için ihtiyaç sahipleri bankalar sistemi aracılığıyla tasarrufa"* yönlendirilmesi gerekir. Bu amaçla Toplu Konut Fonu; *"banka sistemi yoluyla konuta yönlendirilecek kaynakların desteklenmesi ve kredilerin faiz, vade ve miktar bakımından alıcılar için makul seviyelerde tutulmasını temin edecek tarzda"* kullanılmalıdır (DPT, 1984: 166-8). Yedinci Kalkınma Planı'nda konut üretiminde kaynak sağlanması için *"küçük tasarrufların kullanılmasına ve sermaye piyasasının geliştirilmesine yönelik kurumsal düzenlemelerin yapılması"* gerektiği belirtilmiştir (DPT, 1995: 174).

---

*"(a) Yerli ve yabancı finansal kaynakları ve özel yatırımları çekecek, istihdam yaratacak ve gelirleri arttıracak olan ekonomik gelişmenin, sosyal gelişmenin ve çevre korumanın özendirilmesi suretiyle, ulusal ve yerel ekonomileri canlandırmak, böylece yeterli konut sağlanmasına ve sürdürülebilir insan yerleşmelerinin geliştirilmesine destek olacak daha güçlü bir finansal taban sağlamak;*

*(b) Gelir kaynaklarını tam olarak geliştirmek için, her düzeyde para ve finansman yönetimi kapasitesini arttırmak;*

*(c) Sürdürülebilir insan yerleşimlerinin geliştirilmesine dolaysız destek sağlamak amacıyla çevreye zarar vermeyen uygulamalara yardımcı olan vergi enstrümanlarını kullanarak kamu gelirlerini arttırmak;*

*(d) Piyasaları işleyebilir kılan, piyasanın aksamalarını aşabilen, bağımsız inisiyatif ve yaratıcılık gösterilmesini kolaylaştıran ve ayrıca yerel topluluklarda, yerel topluluklarla ortaklık ilişkisi içinde yapılacak sosyal ve çevresel açıdan sorumlu şirket yatırımlarını ve yenilenen yatırımları özendiren, konut yapımını ve insan yerleşimlerinin geliştirilmesini finanse edecek çok çeşitli başka ortaklıkları teşvik eden düzenleyici ve yasal çerçeveleri kuvvetlendirmek;*

*(e) Herkesin kredilerden eşit yararlanabilmesini teşvik etmek;*

*(f) Kaynakların farklı hükümet düzeyleri ve çeşitli aktörler arasında tahsis edilmesi için şeffaf, zamanlı, öngörülebilir ve performansa esaslı mekanizmaları benimsemek; ve*

*(g) Daha az örgütlü ve daha az bilgilenmiş olan ya da diğer şekillerde katılımdan dışlanan insanların, gerektiğinde sübvansiyonlar sağlayarak ve gereksinimlerini karşılayacak uygun kredi mekanizmalarını ve diğer enstrümanları özendirerek, pazara erişebilirliklerini geliştirmek."* (CSB, 1996).

Türkiye’de 1979 yılında, 7129 sayılı Bankalar Yasası’nın 50. Maddesi değiştirilerek ilk kez bankalara toplu ve sosyal konut yapacak gerçek ve tüzel kişilere kredi açabilme olanağı tanınmıştır. 1980’li yıllarda bütün bankaların konut kredisi vermesinin önü açılmıştır (Keleş, 2012; 440). İpotekli konut kredisi Türkiye’de 1950’li yılların başından 1984’e değin Türkiye Emlak Bankası öncülüğünde uygulanmıştır. Aydın’ın belirttiğine göre, *“1947’den 1988 sonuna kadar uzun vadeli düşük faizli konut kredisi”* açan Emlak Bankası, *“1988’den sonra lüks konut üretimi ile bu tür konutların varsıl alıcılarına yüksek faiz ve kısa vadeli kredi vermeyi”* tercih etmiştir (Aydın, 2003: 85). Türkiye’de 1988 yılında tüm bankalarca 2.194.613 milyon lira olarak kullandırılan gayrimenkul kredilerinin %89’u Emlak Bankası’nca verilmiştir (T.C. Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, 1990: 116).

1980’den itibaren Türkiye’de serbestleşme sürecinin finansal piyasalardaki en önemli adımlarından biri 11.08.1989 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkında 32 Sayılı Karar’dır. Bu Kanun ile kambiyo rejimi esnetilerek sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir.<sup>49</sup> Balaban’ın da ifade ettiği gibi 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 nolu karar ile birlikte Türkiye’de finansal piyasanın uluslararası finansal sistemle serbestleşme temelinde entegrasyonu amaçlanmıştır. Böylece ülke içi ve dışına sermaye hareketlerine tam serbestlik sağlanmış (Balaban, 2016: 23), tüketici kredileri bu dönemde yaygınlaşmıştır (Aydın, 2003: 161).

Yukarıda aktardığımız bilgilerden de anlaşıldığı gibi Türkiye’de 1980 askeri darbesi ardından uygulamaya geçirilen neoliberal politikalar, çok geçmeden gayrimenkul ve konut piyasası için de belirgin kılınmıştır. 1980’li yılların sonlarına doğru konut üretim süreci hızlanmış, endüstriyel bir nitelik kazanarak uydu kentlerin yaratılması sürecine girilmiştir.<sup>50</sup> Kentsel alanlar bir sektöre dönüşerek Harvey’in kapitalist kentleşmeyi anlattığı gibi, sermayenin birikim alanı ve ikinci döngüsü olarak desteklenmiştir. Sanayide düşen kârlılık oranları finans ve hizmet sektörünün artan ağırlığıyla birlikte kentsel gelişme sektörünü öne çıkarmıştır. Kent merkezinde ofislerinin bulunduğu gökdelenler, alış-veriş merkezleri, lüks otel ve konutların inşası

<sup>49</sup> Bkz. 1989 tarihli Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar. 11.8.1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. (<https://www.borsaistanbul.com>)

<sup>50</sup> Kentsel yatırımların bir sektöre dönüştüğü 1980 sonrası dönemin önemli özelliklerinden biri şehirleşme hızına bağlı olarak Türkiye tarihinde ilk defa kentsel nüfusun kırsal nüfusu aşmış olmasıdır. 1990’da yıllık ortalama nüfus artış hızı % 5 iken, 2000’de % 4,7’ye düşmüştür. Aynı yıllarda kent nüfusunun ülke nüfusu içindeki payı ise % 54’den, % 70,6’ya yükselmiştir (DPT, 1995: 182).

ile mülkiyet el değiştirmeye başlamıştır. Kentlerin çeperlerinde araziler “büyük toplu konut projeleri, alışveriş merkezleri ve bazı kentsel fonksiyonların desantralizasyonu” amacıyla hızla imara açılmıştır. Bu projeler için gerekli arazi ise hazine ya da geniş özel mülk çiftliklerin satın alınması ve kamulaştırılması yöntemiyle sağlanmıştır. Bu dönemde Emlak Bank kredileriyle desteklenen büyük projelerin yapımı<sup>51</sup> büyük sermaye gruplarına ihale edilerek TOKİ üzerinden devlet eliyle gerçekleştirilen geniş çaplı toplu konut projeleri ile, büyük sermayeli kent yatırımcısına birikim olanakları sunulmuştur. Benzer şekilde patronaj ilişkisi temelinde belediyelerin imar kararları üzerinde etkide bulunan çevrelere rant ve birikim olanağı sunulmuştur. 1980 öncesinde olduğu gibi kentin imarsız arazileri üzerinde düşük maliyetle kaçak konut yapımı ise sürdürülmüştür (Kurtuluş, 2000: 62-5).

Konut ihtiyacına bağlı olarak 1980 sonrasında toplam yatırımlar içinde konut yatırımlarının payı da giderek artmıştır. 1980 öncesi planlı dönemde toplam yatırımlar içinde yüzde 20 civarlarında tutulan konut yatırımları 1990'larda yüzde 30'ları aşmıştır (DPT, 1995: 173). 1980 sonrasında ilki 1980'lerde, ikincisi ise 2000'lerde olmak üzere inşaat sektörü ve yapıli çevre üretiminde kayda değer bir artış gözlemlenmiştir. İlk büyüme dönemi 1982'den 1988'e kadar sürmüştür. Bu dönemde yapımına başlanan yeni bina sayısı, ülke genelinde 54.361'den, 139.995'e yükselmiştir. İnşaat sektörünün GSMH içindeki payı 1982'de %5,2'den 1987'de %7,3 ile zirve yapmıştır (Balaban, 2016: 23-4). 1984 yılından 2001 yılı Ağustos sonuna kadar kredi açılan konut sayısı 1.043.847 adettir. Bunlardan 995.816'sı tamamlanmıştır. Ocak 1984 – Haziran 2000 döneminde, Toplu Konut İdaresi arsaları üzerinde finansman sağlanan konut sayısı 43.181 olup, bunun 34.527'si tamamlanmıştır (DPT, 2001: 266-7).

---

<sup>51</sup> 1988 sonrasında “özel sektör inşaat şirketi gibi kendi adına lüks” yerleşime yönelen Emlak Bankası, “büyük projeleri kendi şirketleri ile değil, özel kesimin büyük inşaat şirketleriyle oluşturduğu ortak girişimler eliyle” yürütmüştür. Banka bu dönemde, “MESA, Nuroi, Bayındır, Tekfen, Süzer gibi holdingleşmiş toplu konut yapım şirketleriyle ortak girişimler kurarak, dev projelere” ortak olmuştur (Güvenç ve Işık, 1999: 287).

### **2.1.1. 2002 Sonrasında Gayrimenkul Mevzuatında Kentsel Dönüşüm: Metalaştırma, Finansallaştırma ve Mutenalaştırma**

Türkiye’de, 2002 sonrasında değişen imar mevzuatının önemli bir kısmı kamu arazilerinin metalaştırılmasının önünü açan uygulamalarla birlikte, “deprem ve doğal afet” nedeniyle kentsel alanların yeniden düzenlenerek inşaat sektörünün kullanımına açılmasına yöneliktir. Kent merkezindeki araziler, mutenalaştırma biçiminde daha “değerli” hale getirilirken, bu kapsamda kentteki önemli bölgeler finans, otel, AVM vb. amaçlarla büyük inşaat şirketlerine kullanımına açılmakta, geçmişte hazine arazileri üzerine gecekondulu ya da müstakil evler yaparak barınma ihtiyacını gidermiş “alt sınıf” mensubu toplumsal kesimler ise çevreye doğru itilmektedir. Metalaştırma, mutenalaştırma ile birlikte değişen mevzuatın en önemli boyutlarından bir diğeri ise kentsel dönüşüm projelerinin finansmana yönelik tüm kredi kapılarının açılması, aynı zamanda dönüşüme tabi tutulan gayrimenkullerin sertifikalandırma ile mülkiyet haklarının devrinin daha da kolaylaştırılması ve de kaçak yapıların yasal bir statü kazandırılarak ipotek karşılığı finansmanın dayanakları haline getirilmesidir.

Türkiye’nin 2002 sonrasında inşaat ve gayrimenkul odaklı sermaye birikim sürecinin önemli bir dayanağı kentsel dönüşüm projeleridir. Kentsel dönüşüm (urban transformation) toplumsal, ekonomik, kültürel, siyasal vb. amaçlarla kentsel alanların kullanım biçimlerine dışarıdan müdahale ile yeniden yapılandırma sürecini ifade etmektedir. Kentsel dönüşüm kapsamında dönüştürmeye konu edilen alanlar arasında; gecekondulu bölgeleri, yüksek yoğunluklu kaçak apartmanların bulunduğu bölgeler, doğal yıkım riski yüksek alanlar, kent öteklerindeki çöküntü alanlar, tarihsel kent çekirdekleri ve ekonomik ömrünü doldurmuş görünen kent bölgeleri yer almaktadır (Keleş, 2012: 386-9). Türkiye’de kentsel dönüşümün en önemli gerekçesi ise deprem ve doğal afet riski olmuştur.<sup>52</sup> Bu kapsamda imar mevzuatı, büyük

---

<sup>52</sup> Deprem riski açısından dünyanın önde gelen ülkelerinden biri olan Türkiye topraklarının %92’si ve nüfusun %95’i deprem kuşağında bulunmaktadır. Türkiye “yüzölçümünün %42’si birinci derece deprem kuşağı üzerindedir”. Ayrıca, “jeolojik ve topografik yapısı ve iklim özelliklerinden dolayı sık sık doğal afet olaylarına maruz kalmaktadır”. Plansız ve rant odaklı kentleşme pratiği, Türkiye’de yaşanan depremler ve doğal afetlerin can ve mal kayıpları şeklindeki faturasını daha da ağırlaştırmıştır. 17 Ağustos 1999 Marmara depreminde bu sorun daha şiddetli, trajik ve travmatik sonuçlarıyla açığa

oranda kentsel dönüşüm üzerinden yeni alanlarda kentsel arazi stoku yaratılması, mevcut kentsel dokunun hızla yenilenmesi, arsa payları ve mülkiyet haklarının sertifikalandırılması, kentlerin inşaat şirketlerinin bir şantiyesine dönüştürülmesi vb. biçimde yenilenmiştir. Kentsel dönüşüme giren alanlarda mekân sahiplerine dönüşüm kapsamında ellerindeki gayri mülkü menkul kıymete dönüştürme imkânları tanınırken, bu gayri mülkleri finans sektörünün kredi mekanizmalarına dayanak kılmaları yönünde düzenlemeler yapılmıştır.

2002 sonrasının Türkiye'si'nde kentsel mekânların yeniden üretimi, neoliberal mantığa uygun bir temelde kentsel politikaların belirlendiği ve kamu hizmetlerinin piyasa koşullarında ticari bir mal gibi üretildiği bir dönüşüme tabi tutulmuştur. 2002 sonrasında çıkarılarak yürürlüğe konulan “5216 sayılı Büyükşehir Belediye Yasası”, “5393 sayılı Belediye Yasası”, “5302 sayılı İl Özel Yönetim Yasası” ve “5355 sayılı Mahalli İdare Birlikleri Yasası”, “5449 sayılı Kalkınma Ajanslarının Kuruluş Yasası” vd. yerel yönetimler ile ilgili yasalarda bu yönde düzenlemelere gidilmiştir. Tümtaş'ın da belirttiği gibi, uygulamaya geçirilen bu yasalar ile sermayeye kamusal politikalarda başrol verilmiştir. Kamu-özel sektör ortaklığı ya da “*piyasadan satın alma biçiminde hizmet*” sunum biçimleriyle yerel yönetimler, kentsel kamusal hizmetleri piyasaya ihale eden kurumlara dönüşmüştür. Kamu hizmet mantığı bütünüyle kârlılık ve verimlilik esasına göre düzenlenmiştir (Tümtaş, 2008: 57). Keza, bu dönüşümün mantığı Cumhurbaşkanı R. Tayyip Erdoğan tarafından “devletin bir şirket gibi yönetilmesi” gerektiği biçiminde sıklıkla dile getirilmiştir.<sup>53</sup>

Türkiye'de konut mevzuatının inşaat-finans odaklı gelişeceğine dair güçlü bir işaret, 1999 Marmara Depremi sonrasında 8. Kalkınma Planı (2001-2005) kapsamında hazırlanan Konut İhtisas Raporu ile verilmiştir. Rapora göre, aşırı kentleşme süreciyle kontrol edilemeyen kentsel rantlar, çeşitli çıkar gruplarının ortaya çıkışı, arsa spekülasyonu, hızlı göç olgusu, gecekondulaşma ve kaçak yapılaşma kentleri her yönüyle derinden etkilemiş, deprem riski başta olmak üzere

---

çıkmıştır. 7.4 büyüklüğündeki Marmara Depremi ile merkez üssü Kocaeli olmak üzere, Sakarya, Yalova, Gölçük, Düzce ile İstanbul Avcılar'da büyük hasarlar oluşmuş, 20 bine yakın insan hayatını kaybetmiştir. Deprem yüksek sayıdaki ölüm, yüzbinlerce yaralı sayısı ve on binlerce açıkta kalan ailenin yanısıra, katrilyonlarla ifade edilen ekonomik kayıplar ortaya çıkarmıştır (DPT, 2001: 138-9).

<sup>53</sup> Mart 2015'da Balıkesir Ekonomi Ödülleri dolayısıyla yaptığı konuşmada Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan, ‘yeni Türkiye’nin, sivil toplum örgütleri ve “iş adamlarının ellerinde” gelişeceğini belirterek “Sizler bir iş adamı gibi bu ülkenin yönetilmesini istemez misiniz? Benim derdim ne biliyor musunuz? Bir anonim şirket nasıl yönetiliyorsa Türkiye de öyle yönetilmelidir” demiştir (Milliyet, 16.03.2015).

her türlü afete karşı toplumu korunmasız bırakmıştır. Türkiye gibi kentleşme sürecinin hızlı olduğu ülkelerde, *“ihtiyacı aşan ve giderek tüm piyasa sistemini de yönlendirici bir yatırım aracı olma özelliğiyle”*, ailelerin güncel ve gelecekteki gereksinimlerini aşan sayıda yoğunluklara ulaşmıştır (DPT, 2001: 138-9). Konut ihtiyacı ve açığının piyasa dinamikleri ile çözüleceği belirten 8. Plan'a göre, kamu-özel finans sistemi alt yapı ve konut ihtiyacını karşılayacak şekilde yeniden düzenlenmeli, ayrıca, kamu finans kaynakları alt yapı arsa üretimine yönlendirilmelidir. Belediyeler yeni yerleri imara açmalı ve altyapı hazırlamalıdır (DPT, 2001: 266-7).

3 Kasım 2002 seçimi sonucunda hükümet olan AKP'nin öncelikli gündemlerinden biri kentsel dönüşüm olmuştur. 1956 çıkarılan 6785 sayılı İmar Kanunu yerini 1985'de 3194 sayılı İmar Kanunu'na bırakırken, 3194 sayılı İmar Kanunu da özellikle 2002 AKP iktidarı ile birlikte baştan aşağı değişime uğratılmıştır. İmar Kanunu başta olmak üzere yapılan değişikliklerle kentlerin yeniden yapılandırılmasında büyük oranda Cumhurbaşkanlığı, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı (Haziran 2011 öncesi İmar ve İskan Bakanlığı) ve TOKİ'nin belirleyici olduğu bir yapı ortaya çıkarılmıştır. Bütün bu yapının merkezinde ise kentsel dönüşüm süreci ve TOKİ yer almaktadır. Kentsel dönüşüm sürecinde imar ve yerel yönetim kanunlarında yapılan değişikliklerle TOKİ'nin konut piyasasındaki tekeli rolü perçinlenmiştir. 2002 sonrasında merkezi yönetimin yetkileri TOKİ üzerinden artarken, yerel yönetimlerin konut üretimine dair fonksiyonu ise büyük ölçüde imarlı arsa üretmekle sınırlandırılmıştır. İmar ve İskan Bakanlığı'nın bünyesinde yer alan Arsa Genel Müdürlüğü 1984'de Maliye ve Gümrük Bakanlığı'na, 2004 ise 5273 sayılı Yasa ile TOKİ'ye devredilmiştir. 2007'de Mesken Daire Başkanlığı TOKİ'ye bağlanırken, *“5609 sayılı Yasa”* ile Mart 2007'de *“775 sayılı Gecekondu Yasası”*nın Bayındırlık ve İskan Bakanlığı'na vermiş olduğu yetkiler TOKİ'ye devredilmiştir (Keleş, 2012: 404). AKP'nin ilk kez iktidar olduğu 58. Hükümet döneminde yürürlüğe konulan *Acil Eylem Planı* çerçevesinde *“Planlı Kentleşme ve Konut Seferberliği”* ile *“doğal afetlerden zarar gören bölgelerde konut, altyapı ve kamu hizmetleri planlama, inşa etme, yenileme”* gibi çalışmalarda TOKİ'ye öncü rol verilmiştir (TOKİ, 2019).

2002 sonrasında kentsel dönüşümüne yönelik doğrudan iki yasa ve çok sayıda yönetmelik çıkarılmıştır. Kentsel dönüşüm kapsamında çıkarılan yasalardan biri Haziran 2005 tarihli *“5366 sayılı Yıpranan Tarihi ve Kültürel Taşınmaz Varlıkların*

*Yenilenerek Korunması Ve Yaşatılarak Kullanılması Hakkında Kanun*<sup>54</sup>, bir diğeri de 2012 tarihli 6306 sayılı *“Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkında Kanun*”dur. 6306 Kanunun amacı *“afet riski altındaki alanlar ile bu alanlar dışındaki riskli yapıların bulunduğu arsa ve arazilerde, fen ve sanat norm ve standartlarına uygun, sağlıklı ve güvenli yaşama çevrelerini teşkil etmek üzere iyileştirme, tasfiye ve yenilemeler”* olarak belirlenmiştir. Söz konusu Kanun’da riskli alanlar, *“Zemin yapısı veya üzerindeki yapılaşma sebebiyle can ve mal kaybına yol açma riski taşıyan, Cumhurbaşkanınca kararlaştırılan alan”* şeklinde tanımlanmıştır. Kentsel dönüşümün icra edileceği rezerv yapı alanı, *“yeni yerleşim alanı olarak kullanılmak üzere, TOKİ’nin veya İdarenin<sup>55</sup> talebine bağlı olarak veya resen Bakanlıkça belirlenen alanlar”* olduğu belirtilmiştir. 5366 sayılı Kanun’da olduğu gibi Kanun kapsamında yapılacak işler, kamu ihale yasasının (2886 sayılı Devlet İhale Kanunu) dışında (istisna) tutulmuştur.

6306 sayılı Kanun kapsamında yapılan düzenlemelerin dikkat çekici yönlerinden biri devlete ait hazine arazilerinin inşaat ve konut piyasasına transferini kolaylaştırmaya ve menkul kıymetleştirmeye yönelik adımlardır. Kanun’a göre, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı’nın talebi üzerine, *“riskli alanlarda ve rezerv yapı alanlarında olup Hazinesin özel mülkiyetinde bulunan taşınmazlardan; a) Kamu idarelerine tahsisli olanlar Cumhurbaşkanınca kararıyla, b) Kamu idarelerine tahsisli olmayanlar, ilgili kamu idaresinin görüşü alınarak, Bakanlığa tahsis edilmekte veya Bakanlığın talebi üzerine TOKİ’ye ve İdareye bedelsiz olarak”* devredilebilmektedir. Ayrıca, *“uygulamada bulunulan alanlarda yer alan tescil dışı alanlar, tapuda Hazine*

<sup>54</sup> 5366 sayılı Kanun, *“her düzeydeki belediye ve il özel idarelerinin yetki alanı kapsamında olan, sit alanları dahil tarihi, kültürel ve taşınmaz varlıkların restore edilerek ve yenilenerek ticaret, kültür, turizm ve sosyal donatı olarak kullanılması”* amacıyla çıkarılmıştır. Söz konusu kanunda 2008, 2012 ve 2018’de yapılan değişikliklerle Cumhurbaşkanlığı’na özel yetkiler tanınmıştır. Kanun’un 4. Madde’sine 2008’de eklenen ek bir fıkra ile *“Yenileme alanında kalan Hazineye ait taşınmazlar”* bir kısmı hariç *“Cumhurbaşkanı kararı ile projeyi yürüten il özel idaresine veya belediyeye bedelsiz olarak”* devredilmektedir. Kanun kapsamında yenilemeye dair yapım işleri Kamu İhale Yasası dışında tutulmuştur. Kanun 4. Maddesi’ne göre, *“yenileme alanlarında bulunan yapıların boşaltılması, yıkımı ve kamulaştırılmasında anlaşma sağlanamayan hallerde gerçek ve özel hukuk tüzel kişilerinin mülkiyetinde bulunan taşınmazlar ilgili il özel idaresi ve belediye tarafından”* kamulaştırılabilmektedir. *“İl özel idareleri ve belediyeler taşınmaz mülkiyetinin kamulaştırılması yerine, uygun gördükleri takdirde satın alma, kat karşılığı ve 4721 sayılı Türk Medeni Kanununun ilgili maddelerinde düzenlenen intifa hakkı veya üst hakkı kurulması yolu ile sınırlı aynî hak tesis”* edebilmektedir (5366 Sayılı Kanun).

<sup>55</sup> Kanun’da geçen İdare kavramı ile *“belediye ve mücavir alan sınırları içinde belediyeleri, bu sınırlar dışında il özel idarelerini, büyükşehirlerde büyükşehir belediyelerini ve Bakanlık tarafından yetkilendirilmesi hâlinde büyükşehir belediyesi sınırları içindeki ilçe belediyeleri”* kast edilmektedir (6306 Sayılı Kanun).

*adına tescil edildikten sonra Bakanlığa tahsis edilerek tasarrufuna bırakılmakta veya Bakanlığın talebi üzerine TOKİ'ye ve İdareye bedelsiz olarak*” devredilebilmektedir (6306 Sayılı Kanun).<sup>56</sup>

6306 Kanun'un dikkat çeken yönlerinden birisi kentsel dönüşüm kapsamında gayrimenkul biçimindeki mülkiyet haklarının kredi ve menkul kıymetleştirme biçiminde finansal alanla olan bağının geliştirilmesidir. Kanun'un 6. Maddesi'ne göre, *“üzerindeki bina yıkılmış olan arsanın maliklerine yapılan tebligatı takip eden otuz gün içinde en az üçte iki çoğunluk ile anlaşma sağlanamaması hâlinde, gerçek kişilerin veya özel hukuk tüzel kişilerinin mülkiyetindeki taşınmazlar için Bakanlık, TOKİ veya İdare tarafından acele kamulaştırma”* kararı alınabilmektedir. *“Anlaşma ile tahliye edilen, yıktırılan veya kamulaştırılan yapıların maliklerine ve malik olmasalar bile bu yapılarda kiracı veya sınırlı ayni hak sahibi olarak en az bir yıldır ikamet ettiği veya bunlarda işyeri bulunduğu tespit edilenlere konut, işyeri, arsa veya dönüşüm projeleri özel hesabından kredi veya mülkiyet ya da sınırlı ayni hak sağlayan ve usul ve esasları Bakanlıkça belirlenen **konut sertifikası**”*<sup>57</sup> verilebilmektedir. Dönüşüm kapsamında *“konutunu ve işyerini kendi imkânları ile yapmak veya edinmek isteyenlere de **kredi**”* verilebilmektedir (6306 Sayılı Kanun).

6306 sayılı Kanun kapsamında yukarıda değinilen kimi hükümlerden de anlaşılacağı gibi kentsel dönüşümle rızası olmadığı halde mülk sahibi olan kesimlerin mülküne devlet tarafından zorunlu kamulaştırma ile el konulabilmektedir. Dönüşüme tabi tutulan riskli alanlar ve yapılar sertifikalandırma biçiminde mülkiyet haklarının devri kolaylaştırılmaktadır. Öte yandan dönüşüme gücü yetmeyen kesimler borç ve kredi mekanizmalarına tabi kılınmaktadır. Bu yasalarda kent merkezlerinde arsa üretmek için gündeme getirilen imar hakkı transferi kamu otoritelerine, vatandaşları imar hakkının bulunduğu yerden başka bir yere kaydırmasını ya da imar hakkını para karşılığında devrini mümkün kılmaktadır. İmar haklarına dair yapılan düzenlemeler ile bu hakların hisse biçiminde ayrılması ya da birleştirilmesine olanak sağlanmıştır. Bir parsel üzerindeki imar hakkına sahip olan malikler, menkulleştirme yöntemi ile bu imar haklarını başka alanlara transfer edebiliyor ya da satarak paraya dönüştürebilmektedir. *“İmar hakkı transferi parseller*

---

<sup>56</sup> Yine Kanuna göre, *“uygulamada bulunan alanlarda yer alan tescil dışı alanlar, tapuda Hazine adına tescil edildikten sonra Bakanlığa tahsis edilerek tasarrufuna bırakılmakta veya Bakanlığın talebi üzerine TOKİ'ye ve İdareye bedelsiz olarak*” devredilebilmektedir (6306 Sayılı Kanun).

<sup>57</sup> Vurgular tarafıma aittir.

arası, tasarlanan bölgeler arası, kırsal alan ile kentsel alan arası ya da yerleşmeler arası” yapılabilmektedir. Keleş’in belirttiği gibi, imar haklarının aktarılmasıyla, var olan ya da imar baskısı altında oluşabilecek imar hakları başka bir projeye aktarılmakta ya da “taşınabilir bir değere” dönüştürülmektedir (Keleş, 2012: 386-9).

Türkiye’de 2002 sonrasında kentsel dönüşümün önemli bir boyutu mutenalaştırmadır. Mutenalaştırma, “eşitsiz gelişim ve kentsel mekân ve arsaların büyük çaplı yeniden yapılandırılması bağlamına konut piyasasında işleyen” bir süreci ifade etmektedir. Oxford American sözlüğüne göre mutenalaştırma, “orta sınıf ailelerin kentsel alanlara taşınması sonucunda konut değerlerinin yükselmesi ve bunun sonucunda daha düşük gelirli ailelerin bu alanlardan sürülmesi” şeklinde tanımlanmıştır. Smith ve Williams’a göre, mutenalaştırma, “kentsel kıyı alanlarının, sanat ve eğlence yaşamına uygun bir biçimde yeniden geliştirilmesi, merkezde kalan imalathanelerin kapatılması, buralara otellerin, kongre merkezlerinin ve şirket ofislerinin inşa edilmesi ve buna ek olarak modern ve ‘revaçta’ olan markaların ve restoran zincirlerinin buraya gelmesiyle yakından ilişkilidir.” (Smith ve Williams, 2015: 11-4). İktisadi genişleme günümüzde, “mutlak coğrafi genişlemeye değil, coğrafi mekânın kendi içinde farklılaşmasıyla” gerçekleşmektedir. Bu yönüyle mutenalaştırma, “kentsel yenileme ve kentsel yeniden yapılanmanın daha geniş, daha karmaşık süreçlerinin tümü, coğrafi mekânın kentsel ölçekte farklılaşmasının parçası” olmuştur (Smith ve Williams, 2015: 33).

Mutenalaştırma, kentsel dönüşüm kapsamında 2002 sonrasında Türkiye imar mevzuatında yapılan değişimlerin önemli bir kısmını ifade etmektedir. Kentsel dönüşüm kapsamında mülkiyet halklarının devri yoluyla kent merkezinde yaşayan insanların çevreye doğru itilmesi ve özellikle de “yatay mimariye geçiş” söylemiyle pratiğe geçirilmekte ve geçirilmek istenmektedir. AKP döneminde dikey yapılaşmanın sınırlarına ulaşılması ve dikey manzaranın yarattığı çirkin görüntü ve sebep olduğu sorunlarla birlikte yeni kentsel dönüşümün “yatay mimariye geçiş” sürdürüleceği söylemleri bizzat süreci yöneten kadrolar tarafından dile getirilmiştir. Bu yöndeki ilk “özeleştir” önceki dönemlerin ekonomi bakanı Ali Babacan’dan gelmişti. Babacan, AKP’nin inşaata ağırlık vermesinin nedenlerini 2 Eylül 2014 tarihinde bir canlı yayında şöyle dile getirmiştir:

“Bugün bir sanayi yatırımı dediğinizde, bunun planlanması, yatırımı, üretimi ve nihayetinde para kazanması 6-7 seneden önce mümkün değildi. Ama

*bir rezidans, bir lüks konut, bir AVM projesi işte başlıyorsunuz en fazla iki-üç senede bitiyor, proje belli, koyduğunuz para belli, hele bir de imar değişikliği gibi bazı yollarla ilave rant da oluşuyorsa zaten fazla ince hesap kitaba da gerek yok... Ama bakıyorsunuz, işte 4-5 katlı apartmanların olduğu bir semtte, hatta bir metre çatıyı yüksek yaptın diye belediyenin ceza kestiği bir semtte... Bakıyorsunuz 30 katlı, 40 katlı bir şey dikiliveriyor ortaya... Yani bu hem şehirlerimizi çirkinleştiriyor, hem kolay, hızlı para kazanma kapısı açıyor ve rantın da adil dağıtımını konusunda da bizde kuşkular uyandırıyor.” (Babacan, Cnbc-E/Ntv Ortak Canlı Yayını, 02.09.2014).*

“Üretmeden çok lüks binalar yapan, taşa, toprağa para harcayan bir ekonominin” inşa ettiklerini söyleyen Babacan, konuşmasını şöyle sürdürüyor:

*“Mesela Türkiye dünyanın en büyük hurda demir ithalatçısı, dünyanın en büyük hurda demir ithalatçısıyız 10 milyar doların üzerinde ve bunun çoğu yuvarlak inşaat demiri. Yani niye o hurdayı ithal ediyoruz? İşte bina, inşaat yapmak için.” (Babacan, Cnbc-E/Ntv Ortak Canlı Yayını, 02.09.2014).*

Bu “özeleştir” dalgasına AKP’li Cumhurbaşkanı Tayyip Erdoğan 2017 sonra katılmıştır. Aşağıdaki pasajlar Erdoğan’ın farklı tarih ve yerlerde yaptığı konuşmalardan kesitlerdir:

*“İstanbul’a çok yanlışlar yaptık. Onu da söyleyeyim. Ucube inşaatlar yaptık. Bu ucube inşaatlarla maalesef İstanbul’umuzun o güzelliğine bizler yanlışlık yaptık...” (Milliyet, 02.07.2016).*

*“İnsanların şehirler üzerinde hakkı varsa şehirlerin de insanlar üzerinde hakkı var. Ben dikey değil yatay mimariden yanayım. İnsan toprağa yakın yaşamalıdır...” (Sözcü, 27.01.2017).*

*“Öyle 50 kat, 60 kat, 70 kat bir mimari, aslında bizim medeniyet ruhumuza da uygun bir mimari değildir...” (Haberler, com., 03.02.1029).*

Yatay mimari söylemiyle kentsel mekânların dönüşümüne ve inşaat odaklı sermaye birikim sürecinin tikanıklarına yeni çözümler aranıyor, lakin yukarıdaki açıklamalar ise şöyle bir sorguyu haklı kılmaktadır: “Son 15 yıldır bu binaları kim dikeyiyor acaba? İnşaat lobileri siyasal iktidarın üstünde mi?” (Araman, 2019).<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> 24 Haziran 2018 seçimleri öncesinde “Ruhsuz kentler” yapıldığını belirterek AKP’nin kent politikalarını muhafazakâr bir kulvardan eleştiren Yeni Şafak Gazetesi’nin köşe yazarı

Yatay mimari söyleminin işaret ettiği durumu, hukukçu Özlüer oldukça iyi belirtmektedir. Özlüer'e göre, kentsel dönüşüm kapsamında yeni imar düzenlemeleri "hak sahiplerinin" yerinde iskânını kural olmaktan çıkarmaktadır. Onlara *"haklarının eş değeri bir sertifika verilerek"*, kent çeperlerine itilmelerinin önü açılmıştır. Kentsel dönüşümün ilan edildiği bölgelerde mesken tutmuş olan yoksulların arazileri kentin çeperindeki Hazine arazileri ile takas edilip, merkezdeki araziler daha yüksek bir değerle başta AVM ve ticari amaçlı yapılaşmalara konu edilerek büyük şirketlere devredilecektir. Bu uygulamalarla kent merkezinde yoğun bir arsa stoku yeniden üretilecektir. Şehir merkezinin *"ticaret-finans odağı haline getirmek için"* dillendirilen *"yatay mimari söylemi"*, *"yüksek bloklar yerine, daha lüks, daha engin ve daha pahalı konutlar veya benzeri mekânlar üretmek"* için daha kârlı olmaktadır. *"Türk ailesine uygun konut"* vurgusuyla yatay yapılaşma söylemi tüketim malzemesi haline getirilerek, mekânın sembolik dili ön plana çıkartılmaktadır. Kentsel dönüşüm kapsamında 2010 sonrasında yapılan düzenlemeler, Özlüer'in de belirttiği gibi, *"Türkiye'nin inşaat odaklı yukarıdan aşağıya dizaynında yeni bir evreye"* işaret etmektedir. *"Yeni imar düzeniyle, kent merkezleri göreceli olarak, ticaret ve finans merkezi haline getirilirken"*, kırsal alanların önemli bir kısmı kentsel araziye çevrilmektedir. Kentin merkezi, konut alanı olmaktan çıkarılıp, gayrimenkuller bütünüyle bir yatırım aracına ve borsaya dönüştürülmektedir (Özlüer, 2015).

Özlüer'in vurguladığı eksende dönemin Çevre ve Şehircilik Bakanı İdris Güllüce, kentsel dönüşüm kapsamında imar hakkı transferlerinin anlamını oldukça net ortaya koymuştur. 1 Ekim 2014 tarihli Milliyet Gazetesi'nde yer alan habere göre, imar hakkı transferi malikler, taşınmazlar üzerindeki haklarını, imar hakkı sertifikaları üzerinden başka alanda kullanabilir veya satarak nakde çevirebilirler. Bu *"imar hakkını satın alan girişimciler"* ise ek imar haklarına ve yatırım potansiyeline sahip olabilir. Böylece, *"koruma alanlarında ya da afet riski taşıyan alanlarda kısıtlanan gelişme potansiyeli"*, imar hakkı transferiyle giderilmektedir! Çıkartılacak sertifika miktarı, *"inşaat alanlarının hesaplanması ve ikincil finans piyasalarının oluşturulması"* gibi konular açısından önem arz etmektedir. Güllüce'ye göre, *"imar hakkı transferi arsaları bloke olmuş vatandaşların işini"* kolaylaştırmaktadır. Vatandaş, imar hakkını

---

Yusuf Kaplan, *"Erdoğan'a 20 öneri"* başlıklı köşe yazısındaki 7. önerisi şöyle; *"Medeniyetler tarihinin en güzel, en estetik, en âdil örneklerini oluşturan Osmanlı şehirlerini yok ettik; bu güzelim şehirlerimiz Balkanlar'da, Kuzey Afrika'da ve Arap dünyasında yaşıyor artık."* Kaplan, 7. önerisini şöyle bitiriyor; *"TOKİ Canavarı yok edilmeli, ŞİİR-ŞEHİRLERİMİZ diriltilmeli!"* (Yeni Şafak, 29.06.2018).

istendiği takdirde “*ticari bir meta*” ya da “*başka bir yerde arazi ile takas edilebilecek*”tir. Ayrıca, bu sertifikalarla “*ilgili bir de borsa*” oluşması sağlanacaktır (Milliyet, 01.10. 2014).

Mayıs 2018’de ilan edilen “İmar Barışı” kentsel dönüşüm kapsamında inşaat sektörünü canlandırmaya yönelik en önemli hamlelerden biri olarak gündeme gelmiştir. “İmar Barışı” olarak adlandırılan Yasa ile AKP Hükümeti, “*1950’lerde başlayarak devam edegelen kaçak yapılaşma sorununa ‘neşter vuracağını’ ve vatandaşından devletine, inşaat sektöründen finans sektörüne herkesin bu süreçten kazançlı çıkacağını*” savunmuştur. Dönemin Çevre ve Şehircilik Bakanı olan Mehmet Özhaseki, “*bu yasa ile 40-50 milyar TL değerinde kaynak sağlayacaklarını, bu kaynağın kentsel dönüşüm projelerinde kullanılacağını ve ardından kentsel dönüşümü kolaylaştıracak yasaların geleceğini belirtmiştir.*”<sup>59</sup> İmar mevzuatına aykırı yapıların büyük bir çoğunluğunun 1950-2000 döneminde inşa edildiğini kaydeden Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Türkiye’de imara aykırı yapıların %50’nin üzerinde olduğunu belirtmektedir. Bu yapılar, yaklaşık 13 milyon bağımsız birimden oluşmaktadır.

“İmar Barışı” broşüründe, “fabrika ve konut yapıların imar mevzuatına aykırı haliyle ticari piyasalarda ipotek veya *teminat olarak gösterilemediği ve ekonomik bir değer ifade etmediği*” belirtilerek, bu duruma son verilmek istendiği ifade edilmiştir. Yasa altına alınan yapılar için bankalardan kredi çekimi, ipotekle biçiminde “*ekonomik bir değere*” dönüştürülmesi özellikle vurgulanmıştır. Ayrıca, “İmar Barışı” ile verilen kat mülkiyeti izinleri, kat karşılığı inşaat projeleri ile kentsel dönüşümün sürdürülmesi hedeflenmiştir (ÇSB, 2018; Araman, 2018). “İmar Barışı” ile ilgili Haziran 2019’da açıklama yapan Çevre ve Şehircilik Bakanı Murat Kurum, sürecin 15 Haziran’da tamamlandığını hatırlatarak yaklaşık 10 milyon 350 bin kişinin

---

<sup>59</sup> Çevre ve Şehircilik Bakanlığı’nın yaptığı açıklamaya göre, İmar Barışı kapsamında “*yapı ruhsatı alıp da yapı kullanma izin belgesi alamamış veya yapı ruhsatı bulunmayan yapılarda, yapı kayıt belgesinin ve maliklerin tamamının muvafakatinin bulunması ve imar planında umumi hizmet alanlarına denk gelen alanların terk edilmesi halinde, yapı kullanma izin belgesi aranmaksızın cins değişikliği ve kat mülkiyeti tesis*” edilebilecektir. “*Kat irtifakı ve kat mülkiyeti kurulduğu için bina; teminat, ipotek veya her türlü bankacılık işlemlerinde değerlendirilmeye*” tabi tutulabilecektir. Aynı şekilde, “*Hazine taşınmazı üzerindeki yapılara da yapı kayıt belgesi verilebilecektir.*” Hazine arazileri üzerindeki yapı sahipleri “*yapı kayıt belgesi aldıktan sonra yapının bulunduğu arsayı*” rayiç bedel üzerinden satın alma hakkına da sahiptir. Deprem riski bakımından malikler “her türlü tedbiri” almak şartıyla “*yapı kayıt belgesi alan binalar için*” bu endişeden kurtulabilecektir. Yapı kayıt belgesi, yapının yeniden yapılmasına veya kentsel dönüşüm uygulamasına kadar geçerli kılınmıştır (CSB, 2018).

başvuruda bulunduğunu belirtmiştir. İmar barışının “çok önemli bir düzenleme” olduğunu söyleyen Kurum’a göre, imar barışıyla kaçak yapı sahiplerine mevcut bina ve konutlarını “*ipotek edebilmelerine ve teminat gösterebilmelerine imkan*” tanınmıştır (Bursa Haber, 21.06.2019).

Kentsel dönüşüm sürecinin menkul kıymetleştirilmesine dair en önemli girişimlerden biri gayrimenkul sertifikaları (GS)’lere dair Mart 2017’de yapılan değişiklikle gerçekleşmiştir. Yapılan değişiklikle kentsel dönüşüm süreci, GS biçiminde menkul kıymetleştirme sürecine eklemlenmiştir. Buna göre, kentsel dönüşüm kapsamındaki projeler için GS ihraç edilebilmektedir. Bu durum, kentsel dönüşüm sürecinde kaynak yarıtlması adına artan oranda finansallaşmaya tabi tutulacağını göstermektedir. Konunun biraz daha ayrıntısına bu Tez’in ilerleyen bölümünde yer alan “Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Yoluyla Finansman (Securitization) Biçimleri” başlığında değinilmiştir.

Türkiye’de 1950’lerde başlayan gecekondu dalgası, özellikle 1980 sonrasında kentsel rantların ve ticarileşmenin bir dayanağı kılınmıştır. Gecekondu aflarına yönelik 1983’te 2805, 1984’de 2981, 1986’da 3290, 1987’de 3366, 1988’de 3414 sayılı yasalar ile, “gecekonduların ticarileşmesi” amacı güdülmüştür. Geçmişte yaşanan kentleşme pratiklerinde, kentsel topraklarda kullanım ve mülkiyet hakları, farklı olanak ve biçimlerle sosyal sınıflar arasında göreceli olarak paylaştırılmıştır. Yani, hazine arazileri hem gecekonduya hem de sermayenin olanaklarına sunulmuştur. Günümüzde ise kentsel dönüşüm projeleri ile kent yoksulları yaşadıkları yerlerden başka bir yere sürülürken, değerli araziler inşaat/yapı sektörünün hizmetine sunulmaktadır. İstanbul’da Balat, Cihangir, Tarlabası, Sulukule vb. yerler ile, Ankara’da Dikmen Vadisi, portakal Çiçeği Vadisi vb. yerler öne çıkan örnekler olmuştur. Sosyal içerikli olarak uygulandığı iddia edilen bu uygulamalar, hemen her yerde soylulaştırma/seçkinleştirme (mutenalaştırma) ile sonuçlanmaktadır (Tümtaş, 2008: 56-61).

Kentsel dönüşüm uygulamaları özel sektör-kamu ortaklıkları, proje ortaklığı vb. yöntemlerle, merkezi ve yerel otoriteler, büyük inşaat firmaları ve bunlara kredi sağlayan finansal kurumlarınca rant arayışına sürüklenmektedir. Kentin “çöküntü” alanlardaki ofis ve prestijli konutlara doğru şekillenen mekânsal dönüşüm, yaşadıkları yerdeki nüfusun problemlerini çözüm bulmak ya da bu alanları ıslah

etmek yerine, kentsel arazi rantının en iyi şekilde faydalanmaya dönüşmektedir (Dündar, 2006'dan akt. Tümtaş, 2008: 61).

2002 sonrasında imar mevzuatında kentsel dönüşüm merkezli yapılan değişikliklerle inşaat sektörüne hazine arazilerinin transferi ve finansal kaynak sağlama yönünde muazzam bir alan açılmıştır. Mevzuattaki değişimin öne çıkan bir özelliği de gayrimülklerin finansallaştırılması yönündeki adımlardır. Kentsel dönüşüm üzerinden konut sahibi olacak kişilere, kredi çekme, ellerindeki gayri mülkleri sertifika biçiminde likit değere dönüştürme alternatifleri neredeyse bir zorunluluk gibi sunulmuştur. Türkiye'de finansallaşma ve inşaat odaklı ekonomik büyüme süreci bu temelde sürdürülmüştür.

### **2.1.2. 2002 Sonrasında Türkiye Ekonomisi: İnşaat ve Borç Odaklı Birikim**

*“Eski olan daha fazla ayakta kalamazdı, fakat yeni olan da göze fazlasıyla berbat, ruhsuz ve bomboş görünüyordu” (Harvey, 2013: 30).*

Neoliberal politikalarla birlikte yerli ve yabancı sermaye gruplarının yöneldiği başlıca yatırım alanlarından biri inşaat ve gayrimenkul sektörü olmuştur. Japonya, ABD, İspanya ve daha birçok ülkede emlak balonları ve ekonomik krizleri de açığa çıkaran benzer bir süreç, Türkiye'de büyük ölçekli “mega projeler” ve kentsel dönüşüm projeleri ile birlikte 2002 sonrasında yaşanmış/yaşanmaktadır. Türkiye'de konut üretiminin metalaşması sürecinin en önemli safhalarından birisi 1955'de geçilen kat mülkiyeti sistemidir.<sup>60</sup> Bu sistemle yap-satçılık yapan müteahhitler

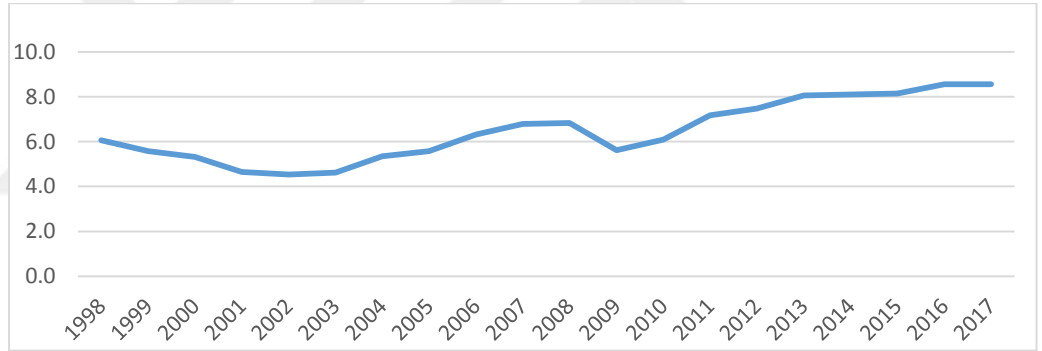
---

<sup>60</sup> Türkiye'de konutun değişim değeri amacıyla meta şeklinde üretiminde en önemli kavşaklardan biri kat mülkiyeti ve yap-sat modeline geçiştir. 1954 yılında Tapu Kanunu'nun 26. Maddesinde yapılan değişikliklerle kat mülkiyetine imkân tanınmış, 1965 yılında ise kat mülkiyeti kanunu çıkarılmıştır. 1950 sonrasında kentsel nüfusun artış hızı bireysel konut üretiminin yanı sıra kat mülkiyeti sistemini gerekli kılmıştır. Bu dönemde arsa spekülasyonları eşliğinde arsa mülkiyeti aynı zamanda toplumun yarattığı değer artışlarına bir el koyma ve birikim aracına dönüşürken, imar planlarında kat mülkiyetine olanak tanıyan 1955 yılındaki düzenlemelerle birlikte yap-satçılık ve kooperatif sistemiyle apartman tipi toplu konut üretimi olanaklı kılınmıştır. Orta sınıfların, tek parsel üstünde tek başına ev sahibi yapma olanaklarının zayıfladığı bir ortamda kat mülkiyetiyle birlikte yap-satçılık, şehir merkezlerinde apartman tipi konut üretimini geliştirmiştir. Arsa mülkiyeti ile konut girişimciliğinin ayrılmasına olanak tanıyan kat mülkiyeti kurumu, “kat karşılığı” arsa satın almayı yaygınlaştırmıştır. Öncesinde konut yapan ve bunu piyasada satan girişimci arsanın sahibi olduktan sonra girişimini gerçekleştirirken, kat mülkiyeti ile bu zorunluluk kalkmıştır. Böylece, konut

apartman tipi konut üretimini yaygınlaştırmıştır. Konut üretiminin değişim değeri amacıyla üretildiği ikinci önemli süreç 1980 sonrasıdır. 2000'lerden sonra ise sermayenin tüm döngüleri ile kendi kendini besleyen bir sektöre dönüşmüştür.

2002 sonrasında Türkiye ekonomisinde inşaat sektörünün artan ağırlığını makro verilerle görebilmekteyiz. İnşaata dayalı ekonomik büyümeyin en açık göstergelerinden biri inşaatın GSMH içindeki payıdır. Bu oran 2004'te %3,8 iken, 2017'de %9'a yakın gerçekleşmiştir. İleri ve geri bağlantıları ve yan iş kollarıyla birlikte inşaat sektörünün GSYH içindeki payı, %20-25'ler arasında seyretmektedir. Aşağıdaki iki grafikten birincisi, inşaatın 2002'den itibaren GSYH içindeki artan payını, ikincisi ise inşaat sektörünün ekonominin ortalamasından daha yüksek oranda büyüme kaydettiğini göstermektedir.

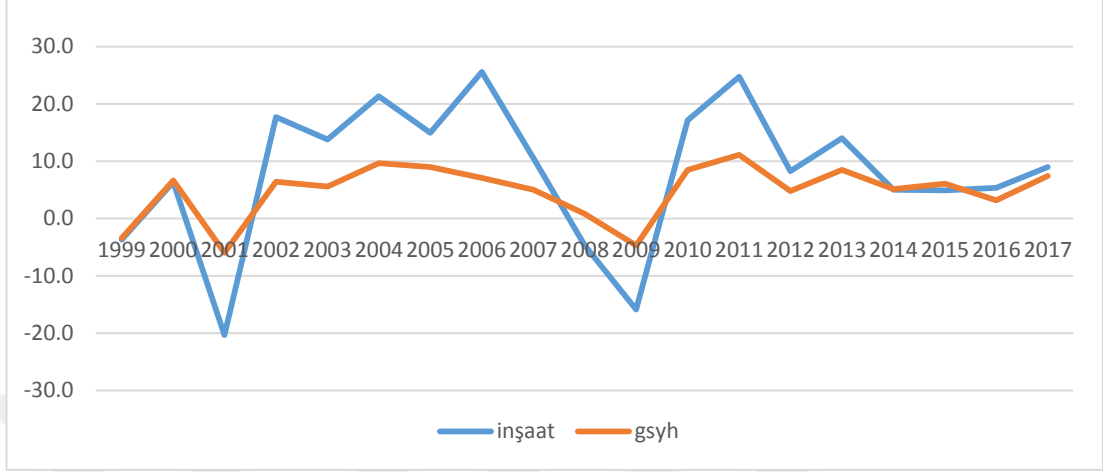
**Grafik 2.1:** Türkiye'de İnşaat Sektörünün GSYH İçindeki Payı (1998-2017 / %)



**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı

piyasasında aktif olan çok sayıda küçük girişimci yükselen arsa değerleri karşısında, düşük sermaye ile iş yapabilme olanağına kavuşmuştur. Üst ve orta sınıflar kat mülkiyeti sisteminden hareketle apartman tipi konut üretiminden yararlanırken, bu süreçte dar gelirli kesimler ile göç sonucu kırdan kente gelmek durumunda kalan kalabalıkların büyük bir kısmı ise konut sorununu gecekondu yapım yoluyla çözmüştür. Kalkınma amacıyla sanayileşmeye öncülük eden devlet ve ucuz işgücüne duyduğu ihtiyaç nedeniyle sanayi burjuvazisi, emeğin yeniden üretiminde gecekondulaşmayı bir politika aracı olarak işlevsel kılmıştır. Kat mülkiyeti kentsel arsa üzerinde daha yoğun bir taleple birlikte arsa spekülasyonlarını da artmıştır (Tekeli, 2010: 164-6).

**Grafik 2.2:** Türkiye’de GSHY ile İnşaat Sektörünün Büyüme Oranları  
(1999-2017)

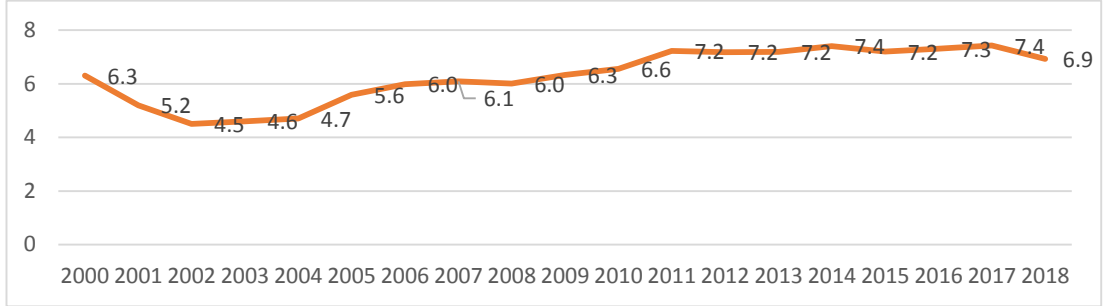


**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı

Türkiye ekonomisinde inşaat sektörünün artan ağırlığını sektörün büyüme hızından net olarak görmekteyiz. Yukarıdaki grafikten görüleceği gibi 2002’den itibaren inşaat sektörü, durgunluk ve kriz yılları olan 2008-2009 dönemi dışta tutulursa GSYH’den daha yüksek oranlarda büyüme kaydetmiştir. Bu dönemde en fazla büyüyen sektöre inşaat olmuştur. GSYH 2002-2014 arasında yıllık ortalama %4,9 büyürken, inşaat sektörü %6,5 oranına büyümüştür. 2008 ve 2009 yılları hariç GSYH yıllık ortalama %6,2 oranında büyürken, inşaattaki büyüme %9,9 olarak gerçekleşmiştir. GSYH 2008 ve 2009 yıllarında ortalama %4,2 küçülürken, inşaat sektörü ortalama %12,1 oranında küçülmüştür. Normal dönemlerde ortalama ekonomik büyümenin üstünde büyüme kaydeden inşaat sektörü, kriz döneminde ise ortalamadan daha fazla küçülmüştür.

İnşaat sektörünün milli gelir içindeki payı 2000’lerden günümüze %6 ile %10 arasında değişirken ekonomiyi de hızlı bir büyüme trendine sevk etmiş, iç tüketimi tetiklemiş, kriz ortamında rekor düzeylere yükselmiş olan işsizliği soğurmuştur. 2002 yılından itibaren inşaatın toplam istihdam içindeki payı artmıştır.

**Grafik 2.3:** Türkiye’de İnşaatın İstihdam İçindeki Payı (2000-2018)



**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı (2019)

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi 2002 yılında sektörün toplam istihdam içindeki payı %4,5 iken, 2011 itibaren %7'nin üzerinde seyretmiştir. Kriz emarelerinin belirginleştiği 2018 yılından itibaren ise inşaatın büyüme oranı ve toplam istihdam payı düşmüştür.

Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası (İntes)'in 2019 Ağustos İnşaat Sektörü Raporu'nda yer alan aşağıdaki Tablo'ya göz attığımızda, inşaat sektörünün tarım dışı istihdam içindeki payı ile birlikte inşaat sektörünün istihdam rakamlarını daha ayrıntılı bir şekilde görebilmekteyiz. Tablo'ya göre inşaat sektöründe tarım dışı istihdam 2005 1 milyon 171 bin kişiden, 2018 Nisan ayında 2 milyon 155 bin kişi ile zirve yapmıştır. Nisan 2019'a gelindiğinde ise bu rakam, 544 bin azalışla 1 milyon 611 bine düşmüştür. 2018 Nisan'ında tarım dışı istihdam içindeki %9,09 olan oran, yaklaşık %2,2 bir oranda azalarak Nisan 2019 itibarıyla %6,93'e düşmüştür (İntes, 2019: 10).

**Tablo 2.2:** Türkiye Toplam İstihdam ve İnşaat Sektörü Verileri  
(2005- Nisan 2019)

| Yıllar     | Tarım Dışı İstihdam/kişi | İnşaat Sektörü/ kişi | İnşaat Sektörü/Tarım Dışı İstihdam |
|------------|--------------------------|----------------------|------------------------------------|
| 2005       | 15.553.000               | 1.171.000            | 7,53%                              |
| 2006       | 15.241.000               | 1.189.000            | 7,80%                              |
| 2007       | 15.588.000               | 1.224.000            | 7,85%                              |
| 2008       | 15.959.000               | 1.125.000            | 7,00%                              |
| 2009       | 16.324.000               | 1.297.000            | 7,94%                              |
| 2010       | 17.082.000               | 1.442.000            | 8,44%                              |
| 2011       | 18.079.000               | 1.512.000            | 8,36%                              |
| 2012       | 19.080.000               | 1.647.000            | 8,63%                              |
| 2013       | 19.755.000               | 1.753.000            | 8,87%                              |
| 2014       | 20.632.000               | 1.829.000            | 8,86%                              |
| 2014       | 20.632.000               | 1.829.000            | 8,86%                              |
| 2015       | 21.445.000               | 1.878.000            | 8,75%                              |
| 2016       | 24.833.000               | 1.836.000            | 7,39%                              |
| 2017       | 23.118.000               | 2.057.000            | 8,89%                              |
| 2018       | 22.860.000               | 1.615.000            | 7,06%                              |
| 2018 Nisan | 23.704.000               | 2.155.000            | 9,09%                              |
| 2019 Nisan | 23.223.000               | 1.611.000            | 6,93%                              |

**Kaynak:** İntes, İnşaat Sektörü Raporu, 2019: 110.

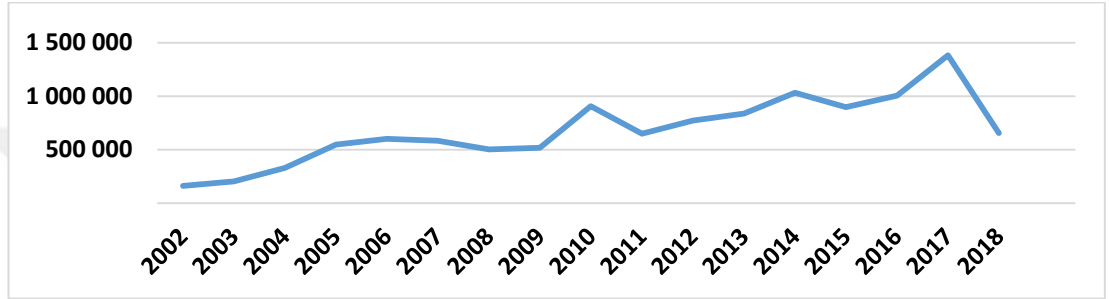
Bina inşaatı alt sektörü, *“inşaat faaliyetlerindeki büyümenin lokomotifi”* olmuştur. Karaçimen ve Çelik’e göre, geri bağlantıları oluşturan çimento, metal, ağaç, cam gibi çok sayıda sanayi kolları ile, bankacılık, sigortacılık, emlakçılık, dayanıklı tüketim eşyaları gibi ileri iş bağlantılarını oluşturan sektörler birlikte düşünüldüğünde, inşaat sektörünün Türkiye GSYH içindeki payı %20-25’ler arasında seyretmektedir. Dış kaynak girişine bağlı olan büyüme sürecinde ileri ve geri bağlantıları ile birlikte inşaat sektörü sermaye birikiminde önemli bir yer edinmiştir (Karaçimen ve Çelik, 2017: 83-101).

Türkiye’deki inşaat sektörünün yaklaşık %65’inden fazlası konut üretimine yöneliktir. Konut yatırımları dışında inşaat sektörünün yoğunlaştığı alanlar içinde ulaşım ve lojistiğe yönelik kamusal projeler ile ticari gayrimenkul yatırımları yer almaktadır. Ticari gayrimenkuller içinde yer alan AVM’lerin toplam cirosu, 2017 sonu itibarıyla 110 milyar TL olarak tahmin edilmiştir. 2015 ve 2016’da ofis inşaatında hızlı bir büyüme yaşanmıştır. Büyük ölçekli firmalar tarafından gerçekleştirilen marka

projeler ile karma projeler, “ev-ofis yaşam alanlarına bütünleşik alışveriş ve eğlence merkezi” trendi yaygınlaşmıştır (Sezgin, 2018: 5).

İnşaat sektörüne stratejik yoğunlaşmaya işaret eden diğer bir gösterge, yapı ruhsat izinleridir. Aşağıdaki Tablo’dan görüldüğü gibi 2002 yılında 200 bin olan yapı izin sayısı, 4 kat artarak 2017’de 1 milyon 400 bine ulaşmıştır.

**Grafik 2.4:** Türkiye’de Yapı İzin İstatistikleri (2002-2018)



**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı

İnşaat ve gayrimenkul odaklı ekonomik büyüme sürecini konut satışlarının artan miktarı üzerinden de görmek mümkündür. TÜİK verilerinden derlenerek hazırlanan aşağıdaki Tablo ve Grafik özellikle 2013’ten itibaren konut satışlarındaki yüksek düzeyde artışı göstermektedir. Konut satışlarında 2012 yılı haricinde 2018’e kadar sürekli bir artış kaydedelmiştir. Satışlar, 2018’de düşüşe geçmiştir.

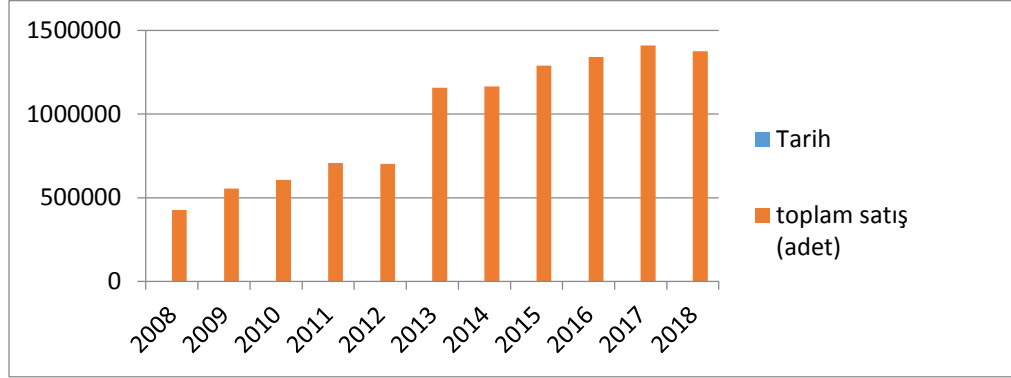
**Tablo 2.3: Türkiye Konut Satış İstatistiği, (2008-2018)**

| Tarih | TOPLAM SATIŞ |             | İPOTEKLİ SATIŞ |             |                                  |
|-------|--------------|-------------|----------------|-------------|----------------------------------|
|       | Toplam Satış | Üç Büyük İl | İpotekli Satış | Üç Büyük İl | İpotekli Satış /<br>Toplam Satış |
|       | (adet)       | (%)         | (adet)         | (%)         | (%)                              |
| 2008  | 427.105      | 51          |                |             | Veri Yok                         |
| 2009  | 555.184      | 50          | 22.726         | 59          | 4                                |
| 2010  | 607.098      | 49          | 246.741        | 57          | 41                               |
| 2011  | 708.275      | 47          | 289.275        | 54          | 41                               |
| 2012  | 701.621      | 46          | 270.136        | 53          | 39                               |
| 2013  | 1.157.190    | 38          | 460.112        | 44          | 40                               |
| 2014  | 1.165.381    | 37          | 389.689        | 42          | 33                               |
| 2015  | 1.289.320    | 36          | 434.388        | 41          | 34                               |
| 2016  | 1.341.453    | 34          | 449.508        | 39          | 34                               |
| 2017  | 1.409.314    | 34          | 473.099        | 37          | 34                               |
| 2018  | 1.375.398    | 32          | 276.820        | 36          | 20                               |

**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı

Tablo'da görüldüğü gibi 2008'den itibaren konut satışları düzenli bir şekilde artış kaydetmiştir. Bu artış içinde konut kredisine dayalı ipotekli satışların oranı belirgin bir düzeye ulaşmıştır. 2008'de toplam satışlar içinde %4'e tekabül eden ipotekli konut satışı, 2017'de %34'e yükselmiştir. 2018'de ise %20'ye gerilemiştir. Bu gerilemede enflasyonun hızla yükselerek ekonomik gidişata yönelik güven kaybına yol açmasıdır. Yukarıdaki Tablo'dan aynı zamanda, Türkiye'nin üç büyük ili olan İstanbul, Ankara ve İzmir'de konut satışlarının Türkiye geneliyle paralel bir şekilde artış kaydetmiş olmasına karşın, toplam satışlar içindeki payının giderek azaldığını görmekteyiz. Bu durum konut piyasasının yurt genelinde genişlediğini, inşaat odaklı ekonomik büyüme modelinin ülke sathına yayıldığını göstermektedir.

**Grafik 2.5: Türkiye Konut Satış İstatistiği, (2008-2018)**



**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı

2002 sonrası Türkiye gayrimenkul piyasasında gözlemlenen en önemli olgulardan birisi, büyüyen inşaat şirketleridir. Büyük ölçekte üretim tekelleşme eğilimleri güçlendirmiştir. Türkiye’de holdingleşme<sup>61</sup> sürecine 1970’li yıllarda girmiş olan büyük sermaye gruplarının önemli bir kısmı 2000 sonrasında inşaat sektörüne yönelirken, geçmişten bu yana inşaat sektöründe faaliyet yürüten şirketlerin önemli bir kısmı ise yatırımlarını çeşitlendirmek üzere gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Büyük ölçekte projelere imza atan sermaye gruplarının önemli bir kısmı da devletin kaynak ve rant dağıtımından yararlanarak büyüme olanağı bulmuştur. Kamunun büyük altyapı projeleri, kentsel dönüşüm projeleri ile yurt dışı müteahhitlik işleri, şirketlerin önemli büyüme dayanağı olmuştur. Sektörün yükselen kâr oranları ve rant olanakları, konut piyasasına ayrıca ivme kazandırıp inşaat şirketlerinin büyümesine katkı sunmuştur. İnşaat şirketlerinin büyük ölçekte toplu konut üretimi, önemli bir oaranda bankalardan kredi borcu şeklinde finanse edilmektedir. Diğer bir finansman kaynağı ise borç ya da özkaynak biçimindeki menkul kıymet ihraçlarıdır. Sermaye piyasası aracı olan bu menkul kıymet ihraçları

<sup>61</sup> 1964-80 döneminde gerçekleşen içe dönük birikim sürecinde sanayiye yönelik üretken sermaye yatırımları toplumsal yapıda önemli değişimlere neden olmuştur. Birikim olanaklarını arttıran Türkiye burjuvazisi, eriştiği tekel gücünü holdingleşme biçiminde yapılandırmıştır. Az sayıda büyük firmanın egemenliğine yol açan holdingleşme eğiliminin öncüsü, Koç Aile Şirketi olmuştur. 1963'te Koç Holding A.Ş.'ye dönüşen aile şirketi, 1976 yılında Garanti Bankası'nın hisselerinin büyük bir kısmını satın almıştır. Böylece, ticaret, sanayi ve bankacılık işlevlerini kendi bünyesinde toplamıştır. Holdingleşmenin bir sonraki adımı sermayenin tekelci gücünün tek çatı altında toplamak olmuştur. 1971'de Türkiye Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) 12 Mart 1971 askeri darbesinin hemen ardından kurulmuştur. Egemen sınıfın çıkarlarını temsil eden ve bu amaçla devlet yönetimine de ağırlığını koyan TÜSİAD üzerinden tekelci büyük sermaye, "politik süreçlere direkt müdahale olanağını elde etmiştir" (Ercan, 2002: 63-4).

ile tasarruf sahiplerinden doğrudan finansman sağlanmaktadır. Türkiye bu kapsamda 2002 sonrası dönemde inşaat ve gayrimenkul projelerinin finansmanına yönelik çok sayıda yasal mevzuat hazırlanarak yürürlüğe konulmuştur.

2002 sonrası dönemde inşaat şirketlerinin büyümesini uluslararası alana da yansıtmıştır. 2017’de yayımlanan “*Dünyanın En Büyük 250 Uluslararası Müteahhidi*” listesine göre, Türkiye 46 müteahhitlik firması ile Çin’in ardından önceki yıl olduğu gibi ikinciliğini sürdürmüştür (Hürriyet, 23.08.2018). Uluslararası inşaat sektörü dergisi Engineering News Record (ENR)’nin yayınladığı verilere göre, 2018’de “*Dünyanın En Büyük 250 Uluslararası Müteahhidi*” listesine Türkiye’den 17 inşaat şirketi girmiştir. 2018 yılı itibarıyla Türkiye’den listeye giren bir şirketlerin isimleri ve sırası aşağıda verildiği gibidir.

**Tablo 2.4: Türkiye’nin En Büyük 17 İnşaat Şirketi**

| ŞİRKET ADI                | 2018 YILI SIRASI | 2017 YILI SIRASI |
|---------------------------|------------------|------------------|
| Rönesans Holding          | 76               | 82               |
| Alarko Holding            | 110              | 108              |
| Limak İnşaat              | 121              | 142              |
| Kolin İnşaat              | 152              | 176              |
| TAV Havalimanları Holding | 153              | 151              |
| Cengiz İnşaat             | 161              | 160              |
| Gap İnşaat                | 163              | 229              |
| Tekfen İnşaat             | 170              | 213              |
| Mapa İnşaat               | 179              | 187              |
| Enka İnşaat               | 185              | 156              |
| Yapı Merkezi              | 190              | 172              |
| Nuroİ İnşaat              | 206              | 186              |
| Ant Yapı                  | 207              | 209              |
| İçtaş İnşaat              | 211              | 217              |
| Bayburt Grup              | 231              | 243              |
| Makyol İnşaat             | 233              | 207              |
| GAMA İnşaat               | 246              | 238              |

**Kaynak:** ENR top100 400 500 survey (enr.com).

Yukarıdaki tablonun dikkat çekici özelliklerden biri listede yer alan bu şirketlerin büyük bir kısmının 2010 sonrası hem altyapı-inşaat hem de enerji alanında yapılan büyük ölçekteki kamusal projelerin ihalelerini üstlenen şirketler olmasıdır.<sup>62</sup> Dikkat çekici bir diğer özellik ise 2017’de dünyanın ilk 250 büyük

<sup>62</sup> İntes 2019 Raporu’na göre, Türkiye’de “1986 yılından başlamak üzere 2018 yılı Eylül ayı itibarıyla 239 Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) projesi için uygulama sözleşmesi imzalanmıştır. 90 projeye ilk sırada yer alan enerji sektörünü, 42 karayolu projesi, 22 liman projesi, 19 havaalanı projesi, 21 sağlık projesi, 17 yat limanı projesi, 16 Gümrük tesisi, KÖİ uygulaması ile gerçekleşmiştir. İşletme Hakkı Devri- İHD modeli ile yürütülenler hariç olmak üzere, uygulama sözleşmesi imzalanan projelerin toplam yatırım büyüklüğü 2017 yılı fiyatlarıyla 63,6 milyar dolara ulaşmaktadır.” (İntes, 2019: 27).

müteahhitlik firması içinde Türkiye’den 46 şirket yer alırken bu rakam 2018 yılında yayınlanan verilere göre 17’ye düşmüştür.<sup>63</sup>

Türkiye inşaat sektörünün şekillenmesinde devletin belirleyici bir rolü söz konusudur. Kamu ihaleleri üzerinden inşaat şirketlerine kaynak aktarımı sağlanırken, devlet adına inşaata ve finansmana yönelik kamu kuruluşları ayrıca üretim, finansman ve pazarlamaya yönelik bir piyasa aktörü gibi işlev görmektedir. Bu kapsamda TOKİ’ye önemli roller biçilmiştir. TOKİ, aynı zamanda 2002 AKP döneminde kamunun konut piyasasındaki yerini en fazla sembolize eden kurumdur.<sup>64</sup> TOKİ, dönemin başbakanı Turgut Özal zamanında *“1984 yılında yürürlüğe giren 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu ile özerk Toplu Konut Fonu’na haiz, Genel İdare dışında Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı adı ile kurulmuştur. 1993 yılında Toplu Konut Fonu’nun Genel Bütçe kapsamına alınması”* nedeniyle konut üretiminden uzaklaşmıştır. AKP’nin ilk kez iktidar olduğu 58. Hükümet döneminde TOKİ’ye, yeni bir vizyon biçilmiş, kurumsal yapısı yenilenmiş, yetkileri genişletilmiştir (TOKİ, 2019).<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Türkiye Müteahhitler Birliği (TMB) Başkanı Mithat Yenigün, Temmuz 2019’da yaptığı açıklamada, yurt dışı müteahhitlik hizmetlerinin 2002-2003 döneminde yıllık 4-5 milyar dolar civarından, 2012-2013 yıllarında 30 milyar dolarla en yüksek noktaya ulaştığını belirtmektedir. 2013’ten sonra yurt dışındaki inşaat çalışmalarında düşüş yaşandığına dikkat çeken Yenigün’a göre, emtia fiyatları ile iş yapılan bazı ülkelerdeki savaşlar bu düşüşte etkili olmuştur. İnşaat işleri, yurt dışıyla 2018’de imzalanan 20-21 milyar dolarlık sözleşme ile tekrar yükselişe geçmiştir. Yenigün’e göre, inşaat sektöründe siyasi ilişkiler, yurtiçinde olduğu gibi yurtdışında da oldukça önemli (Dünya Gazetesi, 18, 07, 2019).

<sup>64</sup> Türkiye konut piyasasının 2002 sonrasının hem finansman hem de üretim yönünden en önemli aktörü TOKİ olmuştur. Konut piyasasının en büyük şirketi ise hisselerinin neredeyse yarısına devlet adına TOKİ’nin sahip olduğu Emlak GYO’dur. İkisi de Emlak Bankası’nın mirası üzerinden şekillenmiştir. *“2001 yılında T. Emlak Bankası’nın bankacılık faaliyetleri Ziraatbank ve Halkbank’a”* aktarılırken, *“bankacılık faaliyetleriyle ilgisiz olan aktif ve gayrimenkulleri TOKİ’ye aktarılmıştır.”* Emlak Bankası’ndan TOKİ’ye lüks ve pahalı özelliğe sahip olan 2050 konut ve 132 işyeri, 7.800.000 metre kare arsa devredilmiştir. Arsa Ofisi’nin görev ve sorumluluklarının TOKİ’ye devredilmesiyle 64,5 milyon m<sup>2</sup> arsa Aralık 2004’te TOKİ mülkiyetine geçirilmiştir (<http://www.toki.gov.tr>; <http://i.toki.gov.tr>).

<sup>65</sup> TOKİ’nin kaynaklarının kullanım amaçları, 31.07.2003’te yapılan değişiklikle şöyle belirlenmiştir:

*a) Ferdi ve toplu konut kredisi verilmesi, köy mimarisinin geliştirilmesine, gecekonduların dönüşümüne, tarihi doku ve yöresel mimarinin korunup, yenilenmesine yönelik projelere kredi verilmesi ve kredilerde faiz sübvansiyonu yapılması.*

*b) Toplu konut alanlarına arsa temin edilmesi.*

*c) Araştırma, turizm alt yapıları, konut alt yapıları, okul, karakol, ibadethane, sağlık tesisleri, spor tesisleri, postane, çocuk parkları, benzeri tesisler ve konut sektörü sanayiini teşvik için yatırım ve işletme kredisi verilmesi.*

TOKİ, 2003'ten 2016'ya yaklaşık 30 adet kanun ve kanun hükmünde kararname ile Türkiye'nin en güçlü arsa üreticisi, müteahhidi ve yatırımcısı olmuştur. Konut politikaları ile ilişkili olan yerel yönetimler, valilikler, İmar ve İskan Bakanlığı gibi tüm kurumların üstünde bir konum edinmiştir. TOKİ, tıpkı özel sektör gibi verimlilik, hız ve rekabet kuralları ile yönetilen, konutta “kapasite artırıcı” ve de devletin etkinliğinin otoriter bir şekilde mümkün kılan bir oluşuma dönüşmüştür (Doğru, 2016: 221).<sup>66</sup>

Özel sektörün önünü açan ortak projeler geliştiren TOKİ, Kaynak Geliştirme ve Gelir Paylaşımı Projeleri yöntemiyle sahip olduğu ya da çeşitli biçimlerde kamusallaştırdığı arsaları proje kapsamında işbirliği yaptığı özel firmalara devretmektedir. Bu modelde TOKİ, *“yatırımın tüm finansmanını karşılamayı, arsanın inşaatı hazır hale getirilmesi ile ilgili tüm fiziksel ve yasal işlemleri tamamlamayı ve en kısa sürede inşaatı başlayıp bitirmeyi”* yüklenici firmaya bıraktığını belirtmektedir (TOKİ, 2020).

TOKİ, kurulduğu yıldan 2002 yılına kadar geçen 19 yıl zarfında 43.145 konut üretiminde rol üstlenirken, 2003'ten 2015'e ise 703.532 konutun üretimini sağlamıştır. Eylül 2016'da 737.136 konut yapımına başlanmıştır. 2023'e kadar 1 milyon 200 bin konutu tamamlamayı hedeflemektedir. TOKİ'nin *“doğrudan ve/veya dolaylı olarak”* sağladığı *“istihdam potansiyeli ise yaklaşık 900.000 kişidir”*. TOKİ, 2003'den 2016'ya 81 ilde, 3.613 şantiyede 837 bin konut, 14.351 sosyal yaşam projesi, 104,7 milyar yatırım gerçekleştirmiştir. TOKİ'nin üretimleri arasında, 1.055 okul, 928 ticaret

---

d) İş ve istihdam yaratmak üzere esnaf ve sanatkarlara ait işyerleri ve küçük sanayi teşebbüslerinin kredi yoluyla desteklenmesi.

e) Afet mahallerinde konut yapımının teşvik ve desteklenmesi” (www.mevzuat.gov.tr).

<sup>66</sup> TOKİ'nin halihazırda iştirak ettiği 7 şirket bulunmaktadır. Proje yönetimi, gayrimenkul pazarlama, taahhüt, yönetim hizmetleri, gayrimenkul değerlendirme, restorasyon finansmanı, ticaret ve danışmanlığı alanlarında hizmet sunan bu iştirakler; Emlak Planlama İnşaat Proje Yönetimi ve Tic. A.Ş., Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Vakıf İnşaat Restorasyon ve Tic. A.Ş., GEDAŞ Gayrimenkul Değerleme A.Ş., TOBAŞ (TOKİ Büyükşehir Belediyesi İnşaat Emlak ve Proje A.Ş.), Boğaziçi Konut Hizmet Yönetim İşletmeciliği ve Tic. A.Ş. ve Emlak Konut GYO'dan oluşmaktadır (<http://i.toki.gov.tr>). TOKİ'nin başlıca gelirler kaynakları; konut, işyeri, arsa satış ve kira gelirlerinden, kredi geri dönüşlerinden, faiz gelirlerinden, bütçe kanunları ile tahsis edilen ödenek ve yurtdışı çıkış harçlarından, kamu kurumları adına yapılan inşaatlar için inşaat bedelinin %3-10'u arasında ilgili kurum ve kuruluşlardan alınacak hizmet payından oluşmaktadır. Gerektiği durumlarda kamu ve özel bankalarından borçlanma yapabilmektedir. TOKİ'nin harcamaları esas itibarıyla arsa geliştirme ve konut inşaatına yöneliktir. Bu kalemler 2013 yılındaki toplam giderlerin %91'ini oluşturmıştır (<http://i.toki.gov.tr>).

merkezi, 704 cami, 226 hastane, 96 sağlık ocağı, 198 kamu hizmet binası, 19 üniversite, 19 stadyum, 189 yurt pansiyon, 993 spor salonu, 42 kütüphane vb. toplamda 14.351 sosyal donatı merkezi bulunmaktadır (TOKİ, 2016).

TOKİ'nin gerçekleştirdiklerini *“Türkiye'nin başarı hikâyesi”* şeklinde değerlendiren TOKİ Başkanı Mehmet Ergün Turan'ın 3 Mart 2016'da yaptığı açıklamalara göre, TOKİ yılda yaklaşık 8-10 milyar TL'lik yatırım yapmaktadır. Günlük ortalama 250 konut inşa etme gücü ve birikimine sahiptir. TOKİ tarafından her ay ortalama 5 bin konut yapılmaktadır. Turan'a göre, 2023'e gelindiğinde *“Türkiye'deki toplam nüfusun asgari 5 ile 6 milyonu”* TOKİ'nin yaptığı konutlarda yaşayacaktır. Türkiye'de yıllık konut üretiminin yaklaşık %7 ile %8'i arası TOKİ tarafından üretilmektedir (İHA, 2016).<sup>67</sup>

TOKİ ile birlikte gayrimenkul piyasasını yönlendiren kuruluşlardan diğeri, sermayesinin yarısına yakını TOKİ'ye ait olan Emlak Konut GYO'dur. Emlak Konut GYO, devlet elinde bulunan arazileri TOKİ'den satın alarak ya da devralarak, arazileri inşaat üretim sürecine yönlendirmektedir. Emlak Konut'un 2003-2018 yılları arasındaki arsa satın alımlarının %94'ü kamuya aittir. *“Arsa satış karşılığı hasılat paylaşım modeli”* ile yapılan gayrimenkul ve inşaat projelerine ortak olan Emlak Konut, bu model ile asgari bir geliri ve ihaledeki şirket payını garanti altına almaktadır. Emlak GYO faaliyet raporlarını inceleyen Alabeyoğlu, gelir ortaklığı modeli ile gerçekleşen projelerden öngörülenden daha fazla gelir elde edildiğini belirtmektedir. Örneğin, 2011 yılı içinde hasılat paylaşım modeli ile ihale değerinin 2,6 kat üstünde bir gelir elde edilmiştir. Emlak GYO'nun 2018 yılına kadar olan tüm projeleri ele alındığında ise ihaleye temel alınan değerin yaklaşık olarak 14 katı gelir elde edilmiştir (Alaybeyoğlu, 2018: 157-9).

TOKİ ve Emlak Konut GYO'nun, 2002 sonrasında Türkiye konut piyasasının olağanüstü yetkilerle donatılmış, tekel niteliğinde ekonomik gücün merkezileştiği en temel aktörleri olduğunu söylemek mümkündür. TOKİ Başkanı M. Ergün Turan, 3

---

<sup>67</sup> TOKİ Başkanı Turan'ın alt ve orta gelir grubuna yönelik sosyal konut oranına %90 demesine karşın TOKİ verilerine göre, *“1 Eylül 2016 itibarıyla, sosyal konut projelerinin %43,14'sini dar ve orta gelir”* grubuna aittir. *“Projelerin %20,61'lik kısmını ise (en alt %20-%40'lık gelir dilimi) alt gelir grubuna yönelik”* gerçekleştirmiştir (<http://i.toki.gov.tr>). Keleş'e göre, 2002 sonrası AKP Hükümetleri döneminde TOKİ, belediye ve kooperatif üçlünün işbirliğine dayanan 20 yıllık model terk edilerek, TOKİ'nin çok geniş yetkilerle donatıldığı tekel niteliğinde bir model geliştirilmiştir. Bunun sonucunda eldeki kaynakların TOKİ tarafından kooperatifler eliyle dar gelirli ailelere kullandırılan payı % 20'lere kadar düşmüştür (Keleş, 2012; 429).

Mart 2016'da yaptığı bir açıklamada TOKİ'nin bu gücünün sırrını *“büyüyen bir ekonomi”, “güçlü bir irade”, “güçlü bir hükümet ve onun başı”* şeklinde ifade etmektedir (İHA, 2016).<sup>68</sup>

Türkiye’de inşaat sektörü, konut üretimi yanında ağırlığını lojistik, savunma ve enerji sektörlerinin oluşturduğu “mega” projeler ile büyümüştür. “Mega” projelerin *“mali büyüklüğü 130 ülkenin milli gelirini geride bırakmıştır.”* Bu projelere kredi desteği sunan kamu destekli bankalar içinde yer alan Halkbank’ın aktardığı bilgilere göre, *“son yıllarda ulaşım, altyapı, enerji ve savunma alanlarında”* gerçekleştirilen 21 “mega proje”nin mali büyüklüğü 138 milyar dolardır. Bahsi geçen 21 mega proje ve maliyetleri şunlardır:

**Tablo 2.5: Türkiye’de Büyük Ölçekli “Mega” Projeler**

|    | MEGA PROJELER                  | MALİYET (\$)     |
|----|--------------------------------|------------------|
| 1  | Sinop Nükleer Santrali         | 22 milyar dolar  |
| 2  | Akkuyu Nükleer Santrali        | 20 milyar dolar  |
| 3  | İstanbul-İzmir Otoyolu Projesi | 16 milyar dolar  |
| 4  | Müşterek Taarruz Uçağı (JSF)   | 16 milyar dolar  |
| 5  | Kanal İstanbul                 | 15 milyar dolar  |
| 6  | İstanbul 3. Havalimanı         | 10 milyar dolar  |
| 7  | Marmaray                       | 5 milyar dolar   |
| 8  | Haydarpaşa Liman Projesi       | 5 milyar dolar   |
| 9  | Ankara-İstanbul YHT            | 4 milyar dolar   |
| 10 | Sivas-Kars YHT                 | 4 milyar dolar   |
| 11 | Ankara-İzmir YHT               | 4 milyar dolar   |
| 12 | Yavuz Sultan Selim Köprüsü:    | 3,5 milyar dolar |
| 13 | ATAK Helikopteri               | 3,3 milyar dolar |
| 14 | Yeni Tip Denizaltı             | 2,7 milyar dolar |
| 15 | Ankara-Sivas YHT               | 2,5 milyar dolar |
| 16 | A400M Ulaştırma Uçağı          | 1,7 milyar dolar |
| 17 | Avrasya Tüneli                 | 1,3 milyar dolar |
| 18 | M60 Tan Modernizasyonu         | 687 milyon dolar |
| 19 | Mayın Avlama Gemisi            | 625 milyon dolar |
| 20 | Sea Hawk Deniz Helikopteri     | 557 milyon dolar |
| 21 | ALTAY Milli Tankı              | 500 milyon dolar |

**Kaynak:** Halkbank, 2015.

<sup>68</sup> TOKİ'nin konut piyasasındaki rolü, *piyasa merkezci kurumsalcıların* tezleriyle büyük oranda örtüşmesine karşın, bu yaklaşımın hem övgülerine hem de yergilerine mazhar olmuştur. 2012 DB konferansında TOKİ geliştirmekte olan ülkelere konut sektöründe ölçek büyütmek için model olarak gösterilmiştir. OECD'nin 2010 Türkiye Raporu'nda kurumsal yapısı, hızlı ve etki yönlerini geniş olmasıyla övülmesine karşın, finansal yönden şeffaf olmadığı yönünde eleştiriler yapılmıştır. DB'de iktisatçı olarak çalışmış olan İzak Atıyas 2001 sonrası AKP döneminde kurumsal yeniden yapılanmayı etkin devlet oluşumu için yararlı bulmuş ancak inşaat sektörü açısından bu durumun geçerli olmadığını ileri sürmüştür (Doğru, 2016: 216-9). Gerçekte ise Doğru'nun belirttiği gibi TOKİ özelinde somutlanmış olan neoliberal otoriter devlet, bir sapmadan ziyade son dönemde sermaye birikiminin aldığı politik bir formun yansımasıdır. Kapitalist devletin aldığı yeni demokratik form olan otoriter devlet bir teknik hata ya da arızalı bir durumdan ziyade kurumsal bir gerçekliktir (Doğru, 2016: 210-6).

Kaynak dağıtımı ve rant paylaşımı devletin ihale ettiği büyük projeler üzerinden kamu özel sektör işbirliği (KÖİ)'nin bir biçimi olan YİD modeliyle<sup>69</sup> hayata geçirilmiştir. YİD yöntemiyle ihaleleri kazanan sermaye gruplarına başta arazi temini olmak üzere, Hazine garantili uygun kredi koşulları, 20-30 vb. uzun yılları kapsayan gelir kazancı vb. avantajlarla kaynak aktarımı sağlanırken, devlet ciddi yüklenim altına girmiştir. Bu kapsamda 3. Boğaz Köprüsü ve 3. Havalimanı, Kuzey Marmara Otoyolu gibi AKP döneminde İstanbul'da hayata geçirilen büyük ölçekli projelerle uluslararası ve ulusal sermaye gruplarına önemli kaynak aktarımı gerçekleştirmiştir. Büyük ölçekte projeler, inşaat faaliyetlerinin mega projelerin yapıldığı bölgelere odaklanmasına yol açarak çekim alanı oluşturmaktadır. Örneğin, İstanbul'un nefes borusu olan Kuzey Ormanları'nın yok edilmesi pahasına<sup>70</sup> bu projelerin yapıldığı alanların yapılı çevreye dönüşerek yeni kentsel arazi ve rantlar oluşturulmuş, inşaat şirketlerine konut üretimi alanında yeni yatırım alanları sunulmuştur.<sup>71</sup>

Türkiye 2015 yılında toplam değeri 44,7 milyar \$'ı bulan 7 KÖİ projesi ile, KÖİ modeliyle dünyada en çok yatırım yapan ülke olmuştur. 2015 yılında dünya genelinde bu türden yatırımlar içindeki toplam payı yaklaşık %40'ı bulmuştur. Türkiye'nin 2015 yılında toplamda gerçekleştirdiği 44,7 milyar \$ KÖİ projesi tutarı, 11,8 milyar \$ ile ikinci sırada yer alan Kolombiya'nın 4 katı, 4,5 milyar \$ ile beşinci

---

<sup>69</sup> KÖİ, bir biçimi olan YİD modeliyle maliyeti oldukça yüksek olan otoyol, metro, köprü, baraj, tünel gibi altyapı projeleri, kamu tarafından özel şirketlere kamu ihale edilmektedir. Kamu ve özel bankaların kredi desteğinden yararlanan üstlenici firmalar, yapımı bitirdiği projeyi sözleşmede belirtilen süre dâhilinde işletmektedir. Bu süre bittikten sonra ise projenin mülkiyeti devlete devredilmektedir. Projenin kullanım süresi boyunca üstlenici firmalar, maliyetleri kurtarıp belli bir miktarda kâr elde etmeyi hedeflemektedir. Bu modelde ayrıca, projeyi üstlenen firmaya ya da konsorsiyuma devlet, işletme süresi boyunca sağlanacak kazanca dair asgari bir düzeyde garanti vermektedir. Örneğin, bu kapsamda yapılan ulaşım projelerinde, belirlenmiş yıllar boyunca her yıl için belirli bir yolcu sayısı için de devlet garantisi sunulmaktadır. Her yıl garanti edilen yolcu sayısından az yolcu çıkmışsa, aradaki fark hazineden görevli şirkete ödenmektedir. Dolayısıyla maliyetler projenin faydasından yararlanmayanlar da dahil bütün tüm toplumsal kesimlere yüklenmektedir (Başar, 2003; Kılıçaslan, 2016).

<sup>70</sup> Bu konuda bkz. Kuzey Ormanları Savunması, 3. Havalimanı Projesi Raporu [https://kuzeyormanlari.org/wpcontent/uploads/2015/04/Yasam\\_Doga\\_Cevre\\_Insan\\_ve\\_Huku\\_k\\_Karsisinda\\_3\\_Havalimani\\_Projesi.pdf](https://kuzeyormanlari.org/wpcontent/uploads/2015/04/Yasam_Doga_Cevre_Insan_ve_Huku_k_Karsisinda_3_Havalimani_Projesi.pdf)

<sup>71</sup> YİD modeliyle şirketlere kaynak aktarımı yapılarak projelerin maliyetleri halka fatura edilirken, öte yandan 2010 yılında bazı şirketlere vergi afları getirilerek de maliyetler halka yüklenmiştir. Gazeteci Fatih Yağmur'un yayımladığı belgelere göre, 2010 yılında çeşitli şirketlere ait 3 milyar 31 milyon 485 bin liralık vergi borcu silinirken, bunlar arasında inşaat şirketleri ve GYO'lar dikkat çekmiştir. Maliye Bakanlığı Ankara Merkezi Uzlaşma Komisyonu tutanaklarına göre 2010'da, Emlak Konut G.Y.O. A.Ş.'nin 335 milyon borcunun yüzde 99.7'si, Akfen G.Y.O. A.Ş.'nin 20 milyon borcunun yüzde 98'i, Albayrak G.Y.O. A.Ş.'nin 56 milyon borcunun yüzde 97,8'i, Cengiz İnşaat San.Tic. A.Ş.'nin 422 milyonluk borcunun yüzde 100'ü uzlaşma yoluyla silinmiştir (<https://sendika63.org>, 2015).

sırada yer alan Brezilya'nın 10 katıdır. Aynı yıl Türkiye'nin proje başına ortalama yatırım tutarı (6,3 milyar \$) ile dünyada aynı türden toplam 300 projenin ortalama yatırım tutarının (372 milyon \$) 17 katı olmuştur (Kılıçaslan, 2016: 393-4).

İnşaat şirketlerine yönelik kaynak transferi kamu ihaleleri üzerinden gerçekleşirken, AKP iktidarları dönemince belirli şirketler bu ihalelerde öne çıkmıştır. ENR'nin 2015-2019 yıllarını kapsayan araştırma sonuçlarına göre, Türkiye'de son beş içinde açılan 100 milyon lira ve üstündeki inşaat ihalelerini alan 300 şirket içindeki ilk 20 şirket, toplam ihale değerinin yarısının almıştır. Aşağıdaki Tablo son beş yılda en fazla alan ilk 20 şirket ve aldıkları ihalelerin toplam değerini göstermektedir.<sup>72</sup>

**Tablo 2.6:** En Fazla İhale Alan 20 Şirket ve İhalelerin Toplam Değeri, (2015-2019)

| Sıralama | Firma Adı            | Toplam Sözleşme Bedeli (TL) | Sözleşme Sayısı |
|----------|----------------------|-----------------------------|-----------------|
| 1        | KALYON İNŞAAT        | 23.509.223.229              | 18              |
| 2        | KOLİN İNŞAAT         | 20.632.621.250              | 13              |
| 3        | CENGİZ İNŞAAT        | 19.183.215.882              | 15              |
| 4        | MAKYOL İNŞAAT        | 12.983.622.628              | 15              |
| 5        | ÖZGÜN YAPI           | 12.410.541.397              | 14              |
| 6        | İC İCTAS İNŞAAT      | 6.616.323.551               | 4               |
| 7        | GÜLERMAK AĞIR SANAYİ | 5.883.690.423               | 7               |
| 8        | ASTUR İNŞAAT         | 5.823.454.471               | 3               |
| 9        | ÖZALTIN İNŞAAT       | 5.728.682.438               | 8               |
| 10       | YSE YAPI             | 5.701.799.532               | 7               |
| 11       | ATİS ASFALT          | 5.114.054.418               | 6               |
| 12       | DOĞUŞ İNŞAAT         | 5.045.818.505               | 6               |
| 13       | AGA ENERJİ           | 5.025.485.326               | 9               |
| 14       | MET-GÜN İNŞAAT       | 4.972.387.116               | 5               |
| 15       | İZBETON              | 4.772.174.408               | 6               |
| 16       | ŞENBAY MADENCİLİK    | 4.361.800.141               | 6               |
| 17       | YAPI VE YAPI İNŞAAT  | 4.139.141.807               | 8               |
| 18       | REC ULUSLARARASI     | 3.975.228.000               | 4               |
| 19       | SÖĞÜT İNŞAAT         | 3.934.908.959               | 5               |
| 20       | NUROL İNŞAAT         | 3.639.630.184               | 4               |

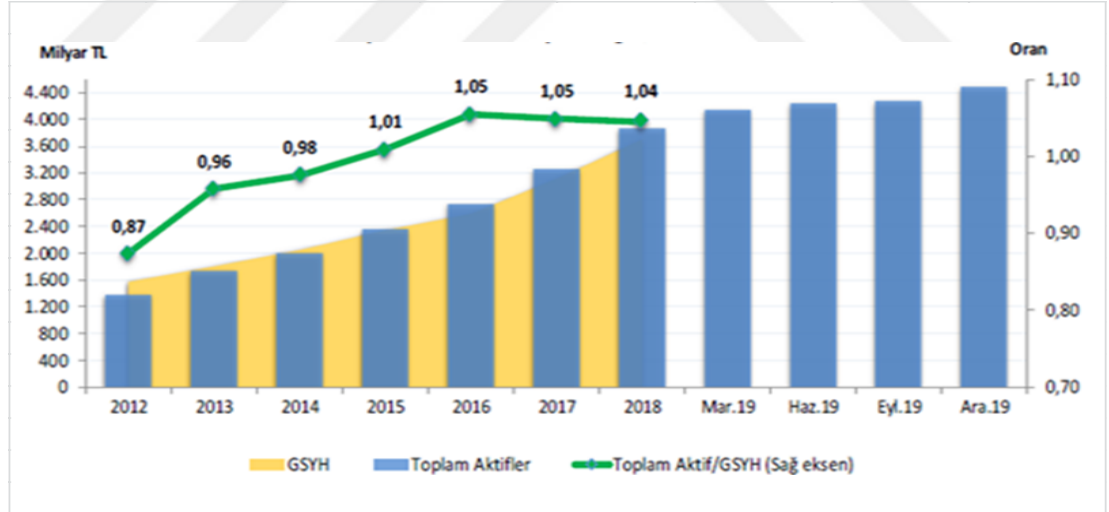
**Kaynak:** ENR top300 (enrturkiye.com)

<sup>72</sup> Sektörde “arazi tahsisi ve ihale alma aşamalarında” bazı şirketlerin kayırılarak palazlandığına dikkat çeken Sönmez ve Yeşilbaş’a göre, AKP döneminde “Kamu İhale Yasası”nda 32 kez değişiklik yapılmış olması, “kamu ihalelerinde ortaya çıkan rantı kendisine yakın sermaye gruplarına dağıtabilmek için özel bir çaba içerisinde” olduğunu göstermektedir. Büyük ölçekteki projelerle sermaye kaynak transferi sağlanırken, yapılan ihalelerde devletin toplum adına girdiği yükümlülükler şeffaflıktan uzak tutulmuştur. Keza, “Hazine Müsteşarlığı, değeri 1 milyar TL'nin üzerindeki kamu-özel sektör işbirliğiyle yapılan projelerde şirketin çekilmesi durumunda dış borcun % 85'inin kamu tarafından üstlenilebileceğini, ancak hangi projenin hazine garantisinden yararlandığının kamuya açıklanmayacağını karara bağlamıştır.” TOKİ ve Emlak Konut üzerinden en prestijli arsalarla lüks konut üretimi büyük oranda Ağaoğlu, Aşçıoğlu, Varyap, İhlas, Torunlar, Kuzu, Egeyapı inşaat gruplarına paslanırken, KÖİ'ye “dayanan büyük ölçekli projelerde ve TOKİ ihalelerinde ise Limak, Ağaoğlu, Varyap, Kalyon, Gap gibi benzer nitelikteki firmaların” belirgin bir ağırlığa sahip olmuştur (Sönmez, 2015: 31-2; Yeşilbaş, 2016: 618-622).

ENR'nin 300 şirkete dair toplam verilere göre, 2015 ve 2019 dahil son beş yılda imzalanan 761 sözleşmenin toplam parasal değeri ise 327 milyar 800 milyon TL değerindedir. Bu yıllar içinde en çok ihale alan ilk 20 şirket bu değer yaklaşık 163 milyar 454 milyon TL'sini yani %49,86'sını alırken, ilk 10 şirket ise 118 milyar 175 milyon TL ile %36,14'ünü almış durumdadır. Bu şirketler içinde ilk sırada Kalyon yer alırken, onu Kolin, Cengiz, Makyol, Özgün, IC İçtaş, Gülermak, Astur, Özaltın vd. takip etmiştir. Türkiye'de son beş yıl (2015-2019) içinde kamudan ihaleleri alan ilk 10 şirketin 300 şirket içinde payı %36, ilk 20 şirketin payı ise %50 düzeyindedir (ENR, 2019).

Türkiye'de borç ve inşaat odaklı büyüme sürecinde finansal kurumların ekonomi içindeki ağırlığı artmıştır. Aşağıdaki Grafik, Türkiye'de finansallaşma eğiliminin göstergesi olarak bankaların artan aktif büyüklüğünün, ilk kez 2018 yılsonu itibarıyla GSYH'yi 1,04 oranı ile aştığını göstermektedir.

**Grafik 2.6:** Türkiye'de Bankaların Toplam Aktif Büyüklüğü / GSYH, (2012-2019)



**Kaynak:** BDDK, 2019 Aralık Raporu.

Yukarıdaki çeşitli boyutlarıyla ana hatlarını koyduğumuz tablonun ardından aşağıda TÜİK ve TCMB verilerinden derlenerek hazırlanan Tablo 9, neoliberal finansallaşma eğilimi ile birlikte Türkiye'nin inşaatı dayalı büyüme sürecinin özet bilançosunu yansıtmaktadır.

**Tablo 2.7: Türkiye Ekonomisi-Makro Veriler, (2000-2019)**

| Yıllar | Büyüme Oranı | İşsizlik Oranı | TÜFE | Cari Denge/GSYH (%) | Bütçe Dengesi/GSYH (%) | Dış Borçlar (Milyar \$) | GSYH (Milyar \$) | Dış Borçlar / GSYH (%) |
|--------|--------------|----------------|------|---------------------|------------------------|-------------------------|------------------|------------------------|
| 2000   | 6,6          | 6,5            | 39,0 | -3,7                | -11,9                  | 118,6                   | 265              | 44,75                  |
| 2001   | -6,0         | 8,4            | 68,5 | 1,9                 | -16,8                  | 113,6                   | 197              | 57,66                  |
| 2002   | 6,4          | 10,3           | 29,8 | -0,3                | -15,9                  | 129,6                   | 238              | 54,45                  |
| 2003   | 5,6          | 10,1           | 18,4 | -2,5                | -11,1                  | 144,1                   | 312              | 46,19                  |
| 2004   | 9,6          | 10,8           | 9,3  | -3,7                | -6,4                   | 161,0                   | 404              | 39,85                  |
| 2005   | 9,0          | 10,6           | 7,7  | -4,6                | -1,7                   | 170,0                   | 499              | 34,07                  |
| 2006   | 7,1          | 10,2           | 9,6  | -6,1                | -0,6                   | 207,7                   | 548              | 37,90                  |
| 2007   | 5,0          | 10,3           | 8,4  | -5,9                | -1,8                   | 249,5                   | 677              | 36,85                  |
| 2008   | 0,8          | 11,0           | 10,1 | -5,7                | -1,8                   | 280,4                   | 663              | 42,29                  |
| 2009   | -4,7         | 14,0           | 6,8  | -2,2                | -5,5                   | 268,4                   | 645              | 41,61                  |
| 2010   | 8,5          | 11,9           | 6,4  | -6,2                | -3,6                   | 292,0                   | 748              | 39,04                  |
| 2011   | 11,1         | 9,8            | 10,5 | -9,7                | -1,3                   | 304,0                   | 730              | 41,64                  |
| 2012   | 4,8          | 9,2            | 6,2  | -6,1                | -2,2                   | 339,0                   | 877              | 38,65                  |
| 2013   | 8,5          | 9,7            | 7,4  | -6,8                | -1,0                   | 392,3                   | 951              | 41,25                  |
| 2014   | 5,2          | 9,9            | 8,2  | -5,0                | -1,1                   | 405,1                   | 934              | 43,37                  |
| 2015   | 6,1          | 10,3           | 8,8  | -3,8                | -1,0                   | 399,4                   | 855              | 46,71                  |
| 2016   | 3,2          | 10,9           | 8,5  | -3,8                | -1,1                   | 408,2                   | 861              | 47,41                  |
| 2017   | 7,5          | 10,9           | 11,9 | -5,5                | -1,5                   | 453,3                   | 851              | 53,27                  |
| 2018   | 2,8          | 12,3           | 20,3 | -3,5                | -1,9                   | 446,0                   | 789              | 56,53                  |
| 2019   | 0,5          | 13,5           | 11,5 | 1,0                 | -2,9                   | 445,0                   | 749              | 59,41                  |

**Kaynak:** TÜİK, TCMB Veri Tabanı (2020)

Yukarıdaki Tablo'da konumuz açısından en çarpıcı olgulardan birisi Türkiye ekonomisinin dış borca dayalı olarak büyümesidir. 2000 yılında dış borçların GSYH'ye oranı %44,7'den 2019 yılı itibariyle %59,4'e yükselmiştir. Bu durum inşaat odaklı ekonomik büyüme sürecinin dış kaynağa bağımlı olduğunu göstermektedir. İnşaat sektörünün ağırlığını oluşturan konut üretimi ile büyük ölçekli projelerin, yerli ve yabancı bankalardan çekilen kredilerle finanse edildiği bilinmektedir. Ayrıca, konut arz ve talebi kredi mekanizması ile desteklenmektedir. Dolayısıyla, dış borçlanmanın önemli oranda inşaat sektörüne aktığı rahatlıkla söylenebilir.

Tablo 9'da görüldüğü gibi, Türkiye'nin inşaat odaklı büyüme sürecinde cari açık ve brüt dış borç stokunda muazzam artışlar yaşanmıştır. Türkiye ekonomisi muazzam bir dış borç stoku ile büyümektedir. Böylesi bir borç stokunun kriz ortamında faturası ağır olacaktır. Tablo'da yer verdiğimiz dış borç miktarındaki artışı aşağıdaki Grafik'te daha net bir şekilde izleyebiliriz.

**Grafik 2.7:** Türkiye Brüt Dış Borç Stoku, (Ekim 1989-Ekim 2019)



Kaynak: TCMB EVDS.

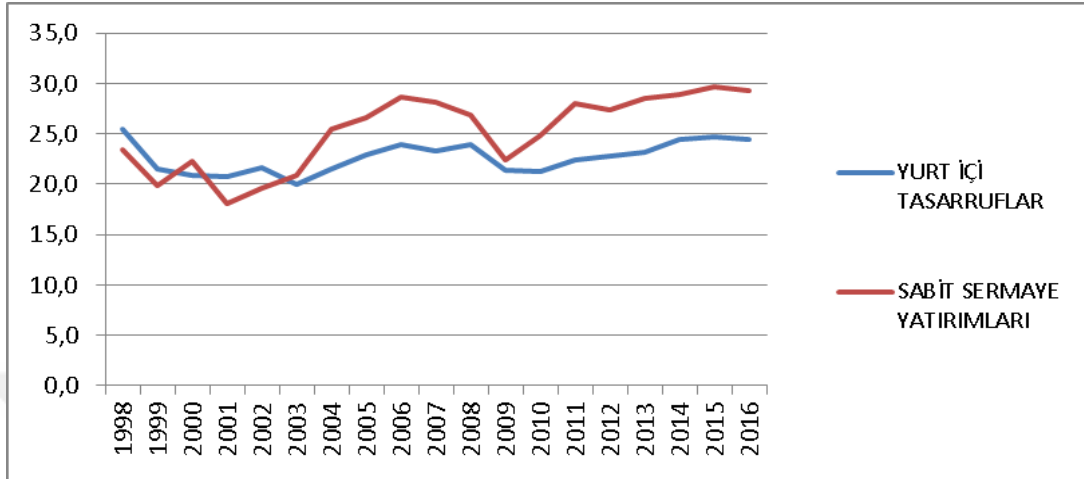
Aşağıdaki Tablo ve Grafik'te görüldüğü gibi, Türkiye'de 2002 sonrası dönemde, krize işaret eden yıllar dışında, yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar arasındaki açık gittikçe artmıştır. Bu durum, Türkiye'de dış borç oranındaki artışların sabit sermaye (SS) yatırımlarının önemli bir finansman kaynağı olduğunu göstermektedir.

**Tablo 2.8:** Yurtiçi Tasarrufların Ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYH İçindeki Payı, (1998-2016 / %)

| YIL  | KAMU TASARRUFU | ÖZEL TASARRUF | YURT İÇİ TASARRUFLAR | KAMU SS.YATIRIMLARI | ÖZEL S.S. YATIRIMLARI | SABİT SERMAYE YATIRIMLARI |
|------|----------------|---------------|----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------|
| 1998 | -1,4           | 26,9          | 25,5                 | 4,7                 | 18,8                  | 23,5                      |
| 1999 | -4,9           | 26,4          | 21,5                 | 4,8                 | 15,1                  | 19,9                      |
| 2000 | -3,4           | 24,2          | 20,9                 | 5,0                 | 17,3                  | 22,3                      |
| 2001 | -7,0           | 27,7          | 20,7                 | 4,6                 | 13,5                  | 18,1                      |
| 2002 | -4,7           | 26,4          | 21,7                 | 4,8                 | 14,8                  | 19,6                      |
| 2003 | -4,0           | 24,0          | 19,9                 | 3,7                 | 17,2                  | 20,8                      |
| 2004 | -0,9           | 22,4          | 21,5                 | 3,1                 | 22,3                  | 25,4                      |
| 2005 | 2,7            | 20,2          | 22,9                 | 3,6                 | 23,0                  | 26,7                      |
| 2006 | 4,0            | 20,0          | 24,0                 | 3,6                 | 25,1                  | 28,7                      |
| 2007 | 2,3            | 21,0          | 23,3                 | 3,7                 | 24,4                  | 28,1                      |
| 2008 | 1,6            | 22,3          | 24,0                 | 3,9                 | 22,9                  | 26,8                      |
| 2009 | -0,8           | 22,2          | 21,4                 | 3,9                 | 18,5                  | 22,4                      |
| 2010 | 1,5            | 19,8          | 21,3                 | 4,1                 | 20,8                  | 24,9                      |
| 2011 | 3,4            | 19,0          | 22,5                 | 3,8                 | 24,2                  | 28,1                      |
| 2012 | 2,6            | 20,1          | 22,8                 | 3,8                 | 23,5                  | 27,3                      |
| 2013 | 2,9            | 20,2          | 23,2                 | 4,3                 | 24,2                  | 28,5                      |
| 2014 | 2,7            | 21,8          | 24,4                 | 3,9                 | 25,0                  | 28,9                      |
| 2015 | 3,6            | 21,1          | 24,8                 | 4,1                 | 25,6                  | 29,7                      |
| 2016 | 2,7            | 21,7          | 24,5                 | 4,1                 | 25,3                  | 29,3                      |

Kaynak: Strateji ve Bütçe Başkanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

**Grafik 2.8:** Yurtiçi Tasarrufların Ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYH İçindeki Payı (1998-2016 / %)



**Kaynak:** Strateji ve Bütçe Başkanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

Tablo 2.8’de görüldüğü üzere 2005 öncesinde kamu tasarrufları sürekli açık verirken, 2005 sonrasında 2009 yılı hariç sürekli fazla vermiştir. Buna rağmen, kamu tasarrufları sürekli bir biçimde kamu yatırımlarının altında seyretmiştir. Örneğin, 2016’de %2,7 kamu tasarruf oranına karşın, kamu SS yatırımları %4,1’dir. Özel tasarruflar ise 2005 öncesinde özel yatırımların üstünde seyrederken, 2005’ten sonra 2009 yılı haricinde, sürekli bir şekilde özel yatırımların altında kalmıştır. 2016 yılı itibariyle özel SS yatırımları %25,3 iken, özel tasarruf oranı %21,7 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıl itibariyle toplam SS yatırımları %29,3 iken, yurtiçi tasarruf oranı toplamda %24,5’tir. 2002’de tasarruflar (%21,7) SS yatırımlarının (%19,6) yaklaşık %2 üstündeyken, 2016’da tasarruflar yatırımların yaklaşık %5 altına düşmüştür.

Türkiye ekonomisinin 2002 sonrasında finansallaşma ve inşaat odaklı, istihdam yaratmayan büyüme sürecinin dış kaynak bağımlılığını, dış alemle olan ekonomik ilişkileri gösteren ödemeler bilançosu tablosundan daha net izleyebilmekteyiz. Gerek tasarruf oranlarının düşüklüğü, gerekse yatırım malları ve enerji bağımlılığı gibi yapısal sorunlara sahip olan Türkiye ekonomisi, kriz dönemleri haricinde sürekli bir biçimde dış ticaretten kaynaklı cari açık vermektedir. Bu açıklar, aşağıdaki Tablo’da görüleceği gibi, 2002 sonrasında artarak devam etmiştir.

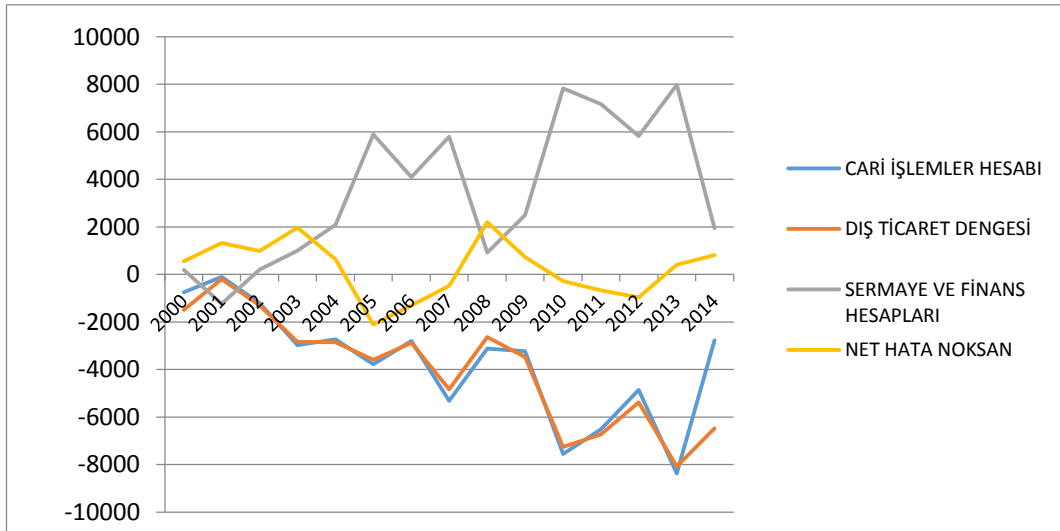
**Tablo 2.9: Türkiye Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6. El Kitabı)**  
(2000-2020 / Milyon ABD Doları)

| YILLAR | A.CARİ<br>İŞLEMLER<br>HESABI | A.1.İhracat | A.2.İthalat | İhracatın<br>İthalatı<br>Karşılama<br>Oranı | B.SERMAYE<br>HESABI | C.FİNANS<br>HESABI | D.NET<br>HATA VE<br>NOKSAN | E.REZERV<br>VARLIKLAR |
|--------|------------------------------|-------------|-------------|---------------------------------------------|---------------------|--------------------|----------------------------|-----------------------|
| 2000   | -9.920,00                    | 30.923,00   | 52.882,00   | 0,58                                        | 0,00                | -9.584,00          | -2.661,00                  | -2.997,00             |
| 2001   | 3.760,00                     | 34.810,00   | 38.092,00   | 0,91                                        | 0,00                | 14.557,00          | -2.127,00                  | -12.924,00            |
| 2002   | -626,00                      | 40.705,00   | 47.109,00   | 0,86                                        | 0,00                | -1.172,00          | -758,00                    | -212,00               |
| 2003   | -7.554,00                    | 52.472,00   | 65.883,00   | 0,80                                        | 0,00                | -7.162,00          | 4.489,00                   | 4.097,00              |
| 2004   | -14.198,00                   | 68.833,00   | 91.271,00   | 0,75                                        | 0,00                | -17.702,00         | 838,00                     | 4.342,00              |
| 2005   | -20.980,00                   | 78.509,00   | 111.445,00  | 0,70                                        | 0,00                | -42.685,00         | 1.495,00                   | 23.200,00             |
| 2006   | -31.161,00                   | 93.778,00   | 134.672,00  | 0,70                                        | 0,00                | -42.689,00         | -903,00                    | 10.625,00             |
| 2007   | -36.946,00                   | 115.379,00  | 162.210,00  | 0,71                                        | -8,00               | -49.287,00         | -318,00                    | 12.015,00             |
| 2008   | -39.425,00                   | 140.906,00  | 193.823,00  | 0,73                                        | -61,00              | -34.761,00         | 1.966,00                   | -2.759,00             |
| 2009   | -11.360,00                   | 109.732,00  | 134.494,00  | 0,82                                        | -43,00              | -9.879,00          | 2.316,00                   | 792,00                |
| 2010   | -44.620,00                   | 120.992,00  | 177.317,00  | 0,68                                        | -51,00              | -60.099,00         | -460,00                    | 14.968,00             |
| 2011   | -74.402,00                   | 142.392,00  | 231.552,00  | 0,61                                        | -25,00              | -67.146,00         | 8.295,00                   | 1.014,00              |
| 2012   | -47.960,00                   | 161.948,00  | 227.315,00  | 0,71                                        | -58,00              | -72.666,00         | -1.827,00                  | 22.821,00             |
| 2013   | -55.858,00                   | 167.397,00  | 249.282,00  | 0,67                                        | -96,00              | -75.561,00         | -8.844,00                  | 10.763,00             |
| 2014   | -38.848,00                   | 173.293,00  | 239.865,00  | 0,72                                        | -70,00              | -41.929,00         | -3.479,00                  | -468,00               |
| 2015   | -27.314,00                   | 154.865,00  | 203.874,00  | 0,76                                        | -21,00              | -9.380,00          | 6.124,00                   | -11.831,00            |
| 2016   | -26.849,00                   | 152.645,00  | 192.568,00  | 0,79                                        | 23,00               | -22.544,00         | 5.095,00                   | 813,00                |
| 2017   | -40.584,00                   | 169.214,00  | 227.789,00  | 0,74                                        | 15,00               | -38.630,00         | -6.268,00                  | -8.207,00             |
| 2018   | -20.745,00                   | 178.909,00  | 219.676,00  | 0,81                                        | 62,00               | -526,00            | 9.780,00                   | -10.377,00            |
| 2019   | 8.691,00                     | 182.284,00  | 198.926,00  | 0,92                                        | 34,00               | -5.767,00          | -8.168,00                  | 6.324,00              |
| 2020   | -7.644,00                    | 43.042,00   | 52.534,00   | 0,82                                        | -13,00              | 5.993,00           | -2.873,00                  | -16.523,00            |

Kaynak: TCMB EVDS

Türkiye'nin 2000-2014 yılları ödemeler dengesini kapsayan aşağıdaki Grafik, yabancı sermaye akımlarına bağlı olan Türkiye ekonomisinin kırılgan yapısına daha da iyi ayna tutmaktadır.

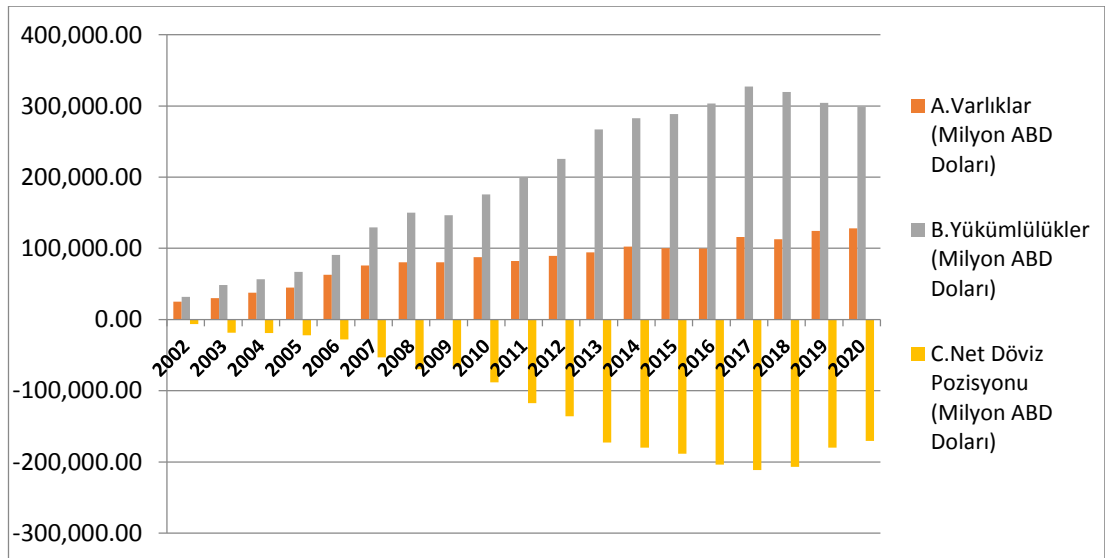
**Grafik 2.9: Türkiye Ödemeler Bilançosu, (2000-2014 / Milyon ABD Doları)**



Kaynak: TCMB EVDS.

Grafik 2.9’da, Türkiye ekonomisinde yatırımların olduğu gibi, cari açığında finansmanında yabancı sermaye girişlerinin önemli rol üstlendiğini göstermektedir. Türkiye’nin otomotiv, tekstil, elektronik ürün vb. imalata sanayi ihracat mallarının üretiminde kullanılan girdiler ve enerji kaynağı, ekonominin döviz ihtiyacını arttırmaktadır.<sup>73</sup> Serbest dış ticaret ve esnek kur ortamında, kısa ve uzun vadeli yatırımlar biçiminde ülkeye yoğun sermaye girişi, döviz kurunu düşürüp yerli paranın değer kazanmasına neden olmakta, dış ticarete konu olan malların ucuz kredi ile finansmanı bir yandan ihracatı arttırırken, diğer yandan ucuzlayan ithalatı daha da fazla arttırmaktadır. Dolayısıyla, dış ticaret açıkları büyümektedir. Sıcak paranın çıkış yaptığı, 2001, 2008 ve 2014 kriz dönemlerinde ise düşen ithalat nedeniyle cari açık düşmekte, sermaye ve finans hesabı ile cari işlemler hesabı arasındaki makas, Grafik’te görüldüğü azalmaktadır. Dış kaynağa bağımlı üretim yapısını aşağıdaki finansal olmayan kurumların döviz varlık ve yükümlülüklerini gösteren Tablo ve Grafik’ten daha da iyi görebiliriz. Aşağıda görüldüğü gibi, döviz varlık ve yükümlülükler arasındaki net döviz pozisyonu, 2005’ten sonra olağanüstü boyutlarda artarak açık vermeye başlamıştır. Bu açık pozisyon 2017, 2018 ve 2019 yıllarında 200 milyar ABD dolarını aşmıştır.

**Grafik 2.10:** Türkiye’de Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri, (2002-2020)

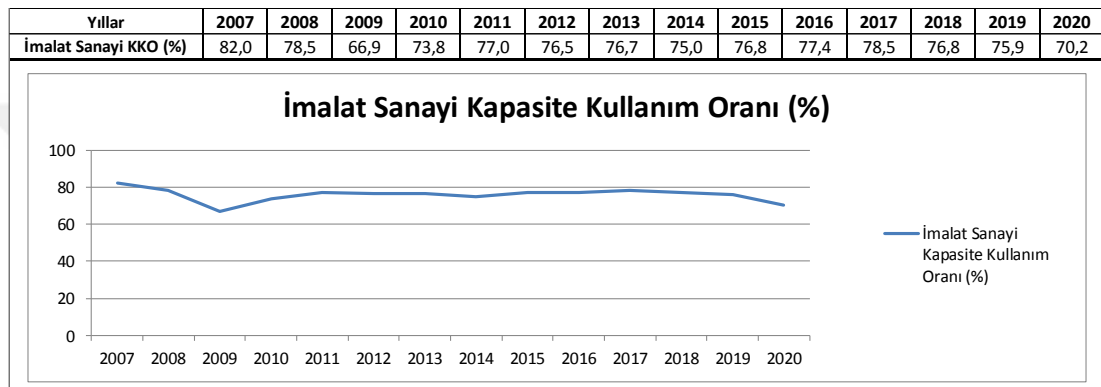


**Kaynak:** TCMB EVDS.

<sup>73</sup> Bkz. Bu Tez’in Üçüncü Bölüm kısmında yer alan “Neoliberal Dönemde Türkiye Ekonomisinin Krizleri” başlığı altında değinilmiştir.

Türkiye ekonomisinin 2002 sonrasında finansallaşma ve inşaat temelindeki büyüme sürecinde imalat sanayi kapasite kullanım oranı (KKO) düşme eğilimine girmiştir. Aşağıdaki Grafik bu düşme eğilimini net olarak göstermektedir. 2007’de %82 olan KKO, 2009’da dip yaparak %66,9’a düşmüş, kriz sonrasında tekrar yükselişe geçmesine rağmen %80’lerin altında seyretmiştir. 2019’da %75,9’a düşmüştür.

**Grafik 2.11: Türkiye İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (2007-2020)**



**Kaynak:** TCMB EVDS.

Türkiye’nin eski Hazine Müsteşarı ve ekonomi yorumcusu Mahfi Eğilmez, AKP iktidarının 17 yılını değerlendirmek amacıyla 2002–2018 ile 1985–2001 arası dönemi karşılaştırmalı bir biçimde masaya yatırmıştır. Eğilmez’in çıkardığı sonuçlara göre, AKP döneminde (2002-2019) “dolar cinsinden GSYH” 3,1 kat artarken, 1985 – 2001 döneminde GSYH’deki artış 3,4 kat olmuştur. GSYH büyüklüğü sıralamasında, 2000 yılında dünyada 17’nci sırada bulunan Türkiye, 2018 yılında 19’uncu sıraya gerilemiştir. 1985–2001 arası döneminde ortalama %8 olan işsizlik oranı, AKP döneminde ortalama %10,9’a çıkmıştır.<sup>74</sup> AKP iktidarı öncesindeki 17 yılda ortalama %66,5 olan enflasyon, AKP döneminde %11,1’e düşmüştür. Ancak, bu dönemde dünya ortalaması da %11,1’dir. Önceki 17 yılda, yıllık ortalama %6,2 açık veren bütçe, AKP döneminde yılda ortalama %3,5’a düşerek açık vermiştir. Bütçe

<sup>74</sup> 2014’de değiştirilen işsizlik hesaplama yöntemine göre, “son 3 ayda işsiz olup da başvuruda bulunanlar yerine son bir ayda işsiz olup da başvuruda bulunanlar işsiz sayılmaya başlanmıştır.” Eğilmez, AKP dönemindeki işsizlik artış oranının “eski yöntemle daha yüksek oranlara denk geldiğine” dikkat çekmektedir (Eğilmez, 2020). İşsizlik oranı 2019’da % 13,5 olarak gerçekleşmiştir (TÜİK, 2019).

açıklarının düşmesinde “*bedelli askerlik, imar affı, varlık barışı gibi bir sefere özgü*” gelirler etkili olmuştur.<sup>75</sup>

Eğilmez’in dikkat çektiği gibi, AKP iktidarı döneminde cari açık hızla büyümüştür. AKP iktidarı öncesi 17 yıllık süreçte yıllık ortalama %0,7 (binde 7) cari açık veren Türkiye ekonomisi, AKP yönetiminin 17 yıllık döneminde yıllık ortalama %4,8 oranında cari açık vermiştir. Eğilmez’e göre, “*bu açık artışı bu dönemdeki büyümenin temelini oluşturmuştur.*” Türkiye ekonomisi 2001 krizi öncesinde bütçe açıklarıyla büyür iken, AKP iktidarı döneminde cari açığı artırarak büyüme yoluna gitmiştir. Bu durumun sonucunda ise dış borç stoku aşırı artmıştır. AKP iktidarı öncesinde 17 yıllık dış borç stoku 2,1 kat artarken, AKP iktidarı döneminde 61 milyar dolarlık özelleştirme gelirine karşın, dış borç stoku 3,4 kat artmıştır (Eğilmez, 2020).<sup>76</sup>

Türkiye’de inşaat sektörünün “*2001 krizi sonrası dönemin acil ihtiyaçlarına cevap verecek özellikler*” taşıdığına dikkat çeken Yeşilbağ’ın da belirttiği gibi, AKP döneminde “*inşaat sektörü stratejik bir tercih olarak öne çıkarken*”, 2008 krizi sonrasında söz konusu tercih daha belirgin hale gelmiştir. 2008 yılında dünya piyasalarını sarsan “*kriz ortamında zorlaşan rekabet şartları ve daralan pazar imkânları*” Türkiye ekonomisinde ihracat yerine, “*iç talep odaklı büyüme*” modelini uyarımıştır. AKP hükümeti iç talebi teşvik etmek için inşaat sektörüne yönelirken, Türkiye’de 1990’lı yıllardan “*düşe kalka ilerleyen neoliberal birikim rejimi*” yeni bir “hegemonya projesi” çerçevesinde sürdürülmüştür. Finansallaşma-kredi mekanizmaları üzerinden gerçekleşen konut edindirme süreci aynı zamanda AKP iktidarının siyasal-kültürel bir hegemonya aracına ve toplumsal rıza üretme mekanizmasına dönüşmüştür (Yeşilbağ, 2016: 613-9).<sup>77</sup>

<sup>75</sup> 2019’da bir seferlik gelir aktarımı kapsamında Merkez Bankası’nın yedek akçesi (46 milyar TL) bütçeye aktarılmıştır (Eğilmez, 2020).

<sup>76</sup> Bütün bu verilerden hareketle Eğilmez, Türkiye Cumhuriyeti tarihinde hiçbir siyasal partinin bu kadar uzun süre iktidarda tek başına kalamadığına dikkat çekerek, “*tek başına iktidar istikrar demektir ve dolayısıyla ekonominin de istikrarlı olmasını sağlar*” şeklindeki yaygın inancın doğru olmadığına dikkat çekmektedir (Eğilmez, 2020).

<sup>77</sup> 2002 sonrasında yaşanan dönüşümü “Türkiye’de Yeni Kapitalizm” olarak niteleyen Buğra ve Savaşkan’a göre, neoliberal dönemle uyumlu bir şekilde dini kimlik etrafında örülen siyasal ve ekonomik çıkar ağlarının “bir ilişki sermayesi” olarak da kullanıldığı AKP döneminde, iktidar tarafından kimi ekonomik aktörler içerilirken diğerleri dışlanmıştır. AKP iktidarında, “Muhafazakâr Müslüman burjuvazi” ve onların oluşturduğu girişimci örgütler ile üyeler arasında güçlü bağlar örülürken, iş dünyası dışında diğer İslami karakterli gönüllü kuruluşlarla işbirliği sağlanmış, ekonomi ve ekonomi dışı çıkarların bir arada savunulduğu karşılıklı ilişki ağları geliştirilmiştir. Özellikle kamu ihaleleri üzerinden desteklenen sermaye

İnşaat odaklı ekonomik gelişmeyi neoliberal otoriter devlet kapsamında ele alan Doğru'nun belirttiği gibi Türkiye'de, Osmanlı'dan kalan toprak mirasıyla devletin elindeki kentsel arsa stoku, rant ve kaynak transferi, konut piyasasında devlet ve sermaye arasındaki ilişkiler ile kurumsal ve yapısal mekanizmaların şekillenmesinde etkili olmuştur. Geline aşamada konut üretimi bir sektöre dönüşürken, Türkiye'nin tarihi, insani, doğal ve kültürel değerlerine inşaat şirketleri ve şantiyelerin kâr ve rant peşindeki "hünerli" elleri değmiştir. Konut kullanım değerinden soyutlanarak değişim değeri amacıyla üretilen bir metaya indirgenmiştir. Türkiye konut sektöründe "birikim yoluyla birikim" şeklinde sermaye döngüleri oluşturulurken, konut talep edenler borçlandırma ve kredi mekanizmalarıyla para-sermaye döngüsüne devlet eliyle entegre edilmiştir (Doğru, 2016: 213-6).

Türkiye'de inşaat ve gayrimenkul sektörü, 1980 sonrası finansallaşma ve neoliberal politikaların bir uzantısı olarak ekonominin temel dinamiği ya da lokomotif olarak işlevsel kılınırken, inşaat odaklı sermaye birikimi, 2001 kriziyle sarsılan Türkiye ekonomisinin dönemsel ihtiyaçlarına da denk düşmüştür. Kriz sonrasında finansal sektör yeniden düzenlenirken, yatırımların aktarıldığı alan olarak inşaat öne çıkmıştır. İnşaat ve gayrimenkul sektörüne yönelik yatırımlar, finansallaşmanın da temel dayanağı kılınmıştır.

---

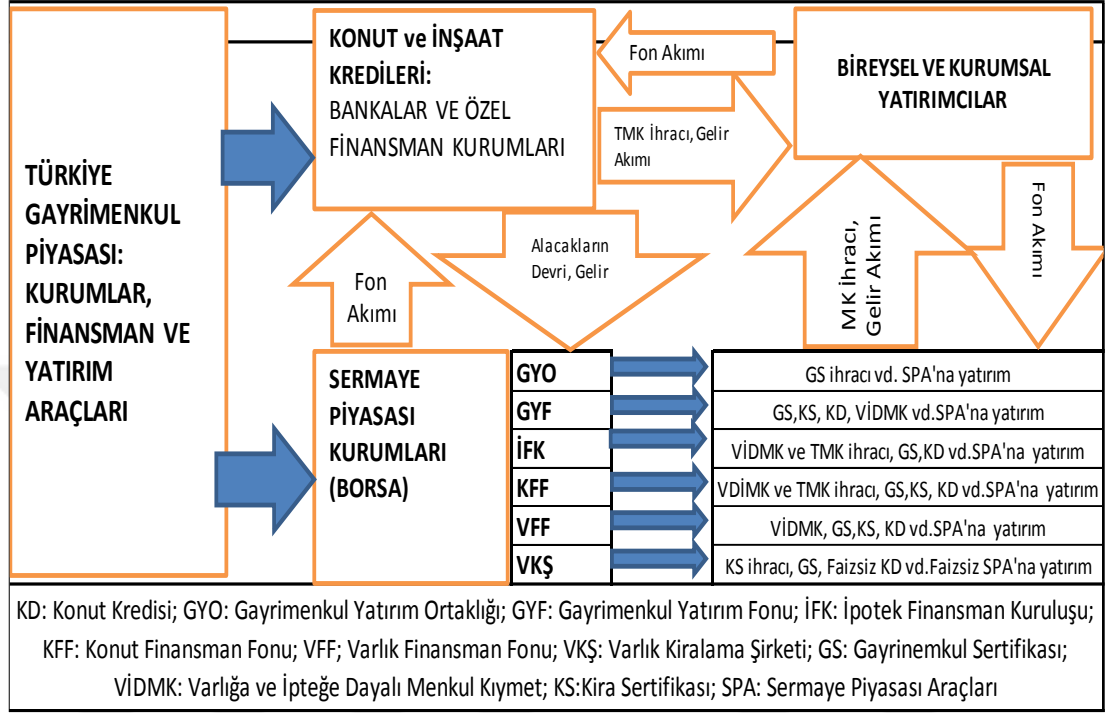
grupları olağanüstü bir şekilde büyümüş, bu şirketlerin sahipleri dünyanın varlıklı kişileri listesine girmiştir. Enerji, inşaat, maden, sağlık, turizm, perakende, medya vd. alanlarda serpilen bu sermaye gruplarının ortak özelliği siyasal iktidarla yakın temas içinde kamu ihalelerinden en fazla nemalanan sermaye grupları olmalarıdır. Partikülerist temelde büyümesini sürdüren başlıca sermaye grupları ve sermayedarlar arasında şunlar yer almıştır; Çalık Holding, İÇ Holding, Cengiz Grubu, Kiler Grubu, Kalyon Grubu, Kuzu Ailesi, Ethem Sancak, Fettah Tamince, Cihan Kamer, Akın İpek vd. (Buğra ve Savaşkan, 2015: 38-47). Türkiye'de kentsel dönüşüm merkezli ekonomik gelişmeyi, Demiröz'ün tabiriyle "*Alaturka Kapitalizm*"e sevk eden en önemli yanlılardan birisi dengesiz şehircilik politikası" olmuştur. Keza, "Dünya'nın hiçbir yerinde bir şehrin marka değeri ne kadar yüksek gökdelenlere sahip olduğuyla ölçülemez." (Demiröz, 2013: 64).

## **2.2. Türkiye Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşması: Kurum ve Araçlar**

2002 sonrasında Türkiye konut piyasasının arz-üretim yapısına paralel bir şekilde finansman yapısı da değişmiştir. Yaşanan değişimin temel niteliklerinden biri finansallaşma yönündedir. Bu entegrasyon çeşitli biçimlerde gerçekleşmiş ve gerçekleşmektedir. Büyük ölçekte inşaat projeleriyle büyüyen inşaat şirketleri, finansal piyasalara artan oranda entegre olurken, aynı şekilde konut edinmek isteyenlerde artan oranda banka kredilerine yönelmiştir. Ayrıca, 2010 yılından bu yana sermaye piyasası aracı niteliğinde çok sayıda yeni finansal varlık türü ve yatırım kuruluşuna dair mevzuat düzenlenmiştir.

İnşaat sektörünün finansmanına yönelik sermaye piyasası kuruluşları içinde ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), gayrimenkul yatırım fonları (GYF), ipotek finansman kuruluşları (İFK), varlık kiralama şirketleri (VKŞ), konut finansman fonları (KFF) ile varlık finansman fonları (VFF) yer almaktadır. Banka kredileri dışında inşaat şirketlerinin tasarruf sahiplerinden daha ucuz maliyetle doğrudan finansman sağlama amacına yönelik yeni finansal araçlar içinde ise gayrimenkul sertifikaları (GS), kira sertifikaları (KS) ve varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler (VİDMK) ile varlık ve ipotek teminatlı menkul kıymetler (VİTMK) yer almaktadır. Aşağıdaki Tablo Türkiye gayrimenkul piyasasında rol oynayan finansal kuruluşlarla birlikte yatırım ve finansman araçlarını toplu olarak göstermektedir.

**Şekil 2.1:** Türkiye Gayrimenkul Piyasasına Yönelik Finansal Kurumlar Ve Araçlar



**Kaynak:** Yazar tarafından yapılan araştırma sonucunda oluşturulmuştur.

İlerleyen başlıklarda, gayrimenkul sektörünün artan oranda finansallaşma biçimlerine açıklamalarla birlikte bu finansallaşma biçimlerine dair istatistiklere yer verilmiştir.

### 2.2.1. İnşaat ve Konut Kredileri

Konut piyasasının en önemli finansman kaynaklarından biri konut talep eden kişilerin yaptığı ödemelerdir. Konut talep edenlerin büyük çoğunluğu ise fiyatların oldukça yüksek olmasından dolayı satın almak istedikleri konutları peşin karşılama olanağından mahrumdur. Dolayısıyla bankalardan kredi çekmek zorunlu hale gelmektedir. Türkiye'deki mevzuata göre konut kredisi, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılmasına yönelik finansal bir işlemdir. İpotek karşılığı konut kredisi ile ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçları da konut kredisi kapsamına

girmektedir.<sup>78</sup> Konut alımına yönelik krediler tüketiciye ve konut üretimine yönelik krediler ise üretici firmalara açıldığından konuyu talep ve arzı ilgilendiren her iki yönden incelemek gerekir.

Türkiye “*hanehalkı borcunun harcanabilir gelirin oranı*” 2003’te %7,5 iken, 2007’de %22,7’e, 2015’te %52’ye çıkmıştır. Bankaların açmış olduğu toplam krediler içinde bireysel kredilerin oranı 2002’de %13,8 iken (Güngen, 2017: 29), 2012’de %33, 2015’te %26, Aralık 2019 itibarıyla %22 olarak gerçekleşmiştir (BDDK 2019). Türkiye’de finans sektörünün sağladığı kredilerin GSYH’ya oranı 1960 yılında %24,27 iken, bu oran 2017 yılında %80,84’e yükselmiştir (WorldBank, 2019).

---

<sup>78</sup> 30 Aralık 2012’de Resmi Gazete’ de yayımlanarak yürürlüğe giren “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu”na göre konut finansmanı, “konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması ve bu kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kredi kullandırılması” şeklinde tanımlanmıştır. Kanuna göre, “konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanı fonları ve ipotek finansmanı kuruluşlarının bu kredilere ve alacaklara dayalı veya bunların teminatı altındaki işlemleri de bu kapsamdadır.” Türkiye’de “konut finansmanı yapabilecek kuruluşlar ise, konut finansmanı kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile BDDK tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri” olarak belirlenmiştir (6362 Sayılı Kanun).

**Tablo 2.10:** Türkiye’de Mevduat Bankalarının Açılan Toplam Kredi Miktarı  
(Bin TL)

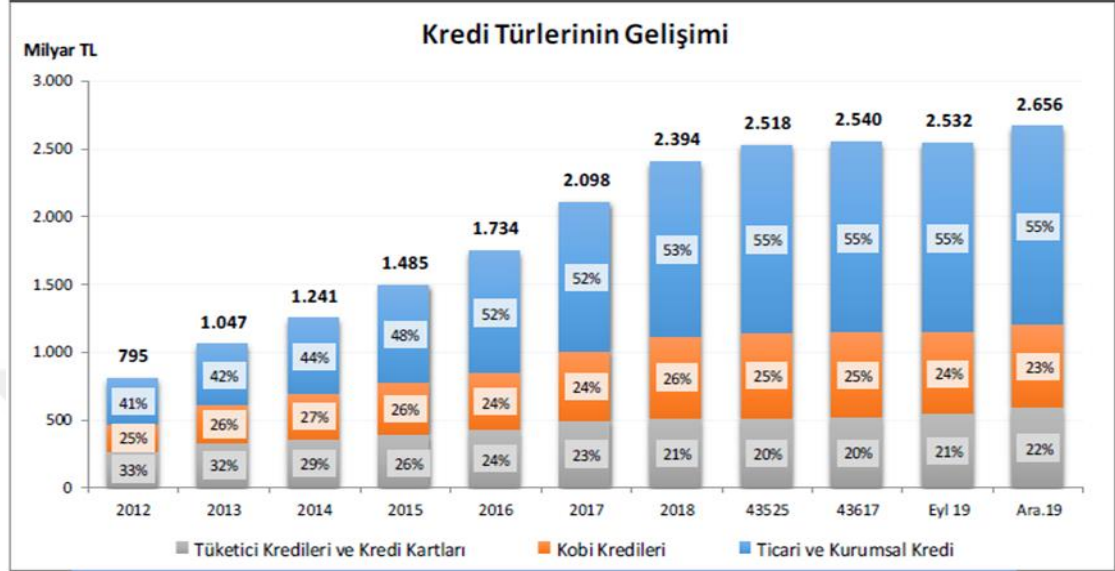
| Yıllar | Hanehalkına Açılan Toplam Kredi | Özel Sektöre Açılan Toplam Kredi | Hanehalkı / Özel Sektör (%) |
|--------|---------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| 1990   | 619                             | 69.287                           | 1%                          |
| 1991   | 884                             | 106.491                          | 1%                          |
| 1992   | 2.280                           | 195.182                          | 1%                          |
| 1993   | 46.795                          | 363.026                          | 13%                         |
| 1994   | 38.163                          | 630.583                          | 6%                          |
| 1995   | 95.126                          | 1.433.121                        | 7%                          |
| 1996   | 262.394                         | 3.261.926                        | 8%                          |
| 1997   | 779.345                         | 7.549.472                        | 10%                         |
| 1998   | 1.484.125                       | 11.717.970                       | 13%                         |
| 1999   | 2.222.896                       | 16.967.066                       | 13%                         |
| 2000   | 6.855.284                       | 27.372.173                       | 25%                         |
| 2001   | 4.939.445                       | 33.952.167                       | 15%                         |
| 2002   | 6.638.109                       | 34.474.675                       | 19%                         |
| 2003   | 12.994.916                      | 52.354.591                       | 25%                         |
| 2004   | 26.433.935                      | 80.684.830                       | 33%                         |
| 2005   | 45.497.474                      | 122.411.778                      | 37%                         |
| 2006   | 67.116.845                      | 172.115.810                      | 39%                         |
| 2007   | 92.287.258                      | 219.504.491                      | 42%                         |
| 2008   | 114.342.351                     | 270.445.648                      | 42%                         |
| 2009   | 126.318.028                     | 299.405.686                      | 42%                         |
| 2010   | 167.876.337                     | 433.249.361                      | 39%                         |
| 2011   | 216.562.598                     | 573.492.989                      | 38%                         |
| 2012   | 256.285.277                     | 678.232.946                      | 38%                         |
| 2013   | 318.096.923                     | 904.469.812                      | 35%                         |
| 2014   | 341.305.729                     | 1.085.786.676                    | 31%                         |
| 2015   | 368.246.642                     | 1.300.441.416                    | 28%                         |
| 2016   | 404.363.312                     | 1.503.912.948                    | 27%                         |
| 2017   | 471.306.246                     | 1.809.410.378                    | 26%                         |

**Kaynak:** Strateji ve Bütçe Başkanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler.

Yukarıdaki Tablo’dan görüldüğü gibi mevduat bankalarının özel sektöre açılan toplam krediler içinde hanehalkı borçlanma oranı 1990’lı yılların başlarında %1 dolayında iken, bu oran 1990’lı yılların ortalarından itibaren hızla artmaya başlamıştır. 2000’e kadar en yüksek düzey olan %25’i krizin ardından 2003’de yeniden yakalamış, 2007-2008-2009 yıllarından %42’yi bulmuştur. 2008 krizinin etkisiyle sonraki yıllarda azalan bu oran 2015 yılı öncesine kadar %30’ların üstünde gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki Grafik’te mevduat, katılım ve de kalkınma ve yatırım bankaları olmak üzere tüm bankaların Türkiye’de açmış olduğu kredilerin dağılımını görmektedir. Kredi dağılımında tüketicilere nazaran firmalara açılan ticari ve kurumsal kredilerin ağırlığı daha yüksektir. Kobilerle birlikte ele alındığından 2012’de %66’dan 2019’da %78’e yükselmiştir. 2012’de %33 olan tüketici kredileri ise 2019’da % 22’ye düşmüştür. Bu durum Türkiye ekonomisinin üretim yönünden kredi bağımlılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

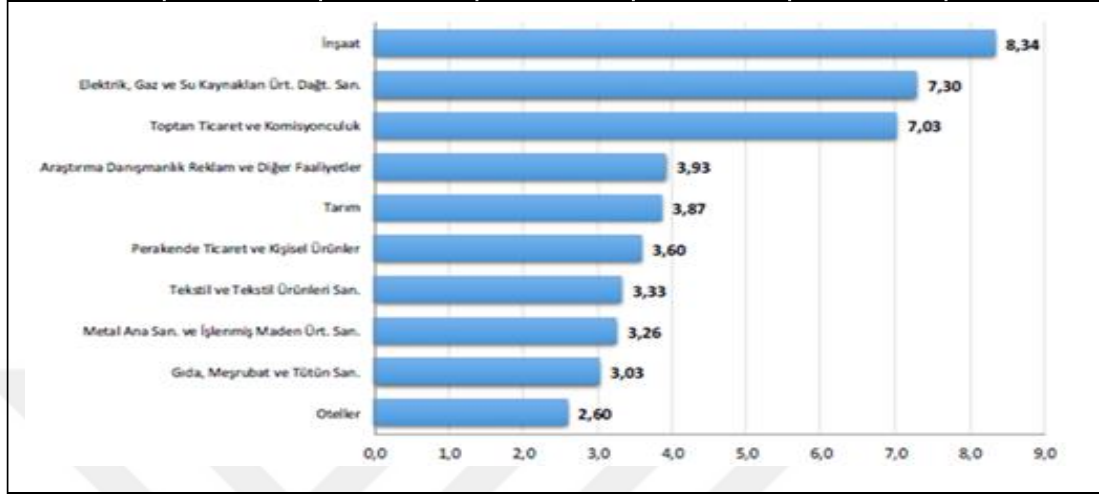
**Grafik 2.12:** Türkiye’de Bankaların Kullandığı Kredi Türlerinin Dağılımı  
(2012-2019)



**Kaynak:** BDDK, 2019 Aralık Raporu.

BDDK 2019 Aralık Raporu’na göre, “Aralık 2019 döneminde 2.657 milyar TL olan toplam kredi tutarının 1.642 milyar TL’si Türk parası kredilerden, 1.015 milyar TL’si yabancı para kredilerden” oluşmaktadır. “Kredilerin içerisinde ticari ve kurumsal kredilerin payı %55, KOBİ kredilerinin payı %23 ve tüketici kredilerinin (kredi kartları dâhil) payı %22” olarak gerçekleşmiştir. Toplam krediler içerisinde inşaat sektörü birinci sırada yer almıştır. Buna göre “inşaat sektörünün payı %8,37; elektrik, gaz ve su kaynakları üretim dağıtım sanayi sektörünün payı %7,29’dur” (BDDK 2019).

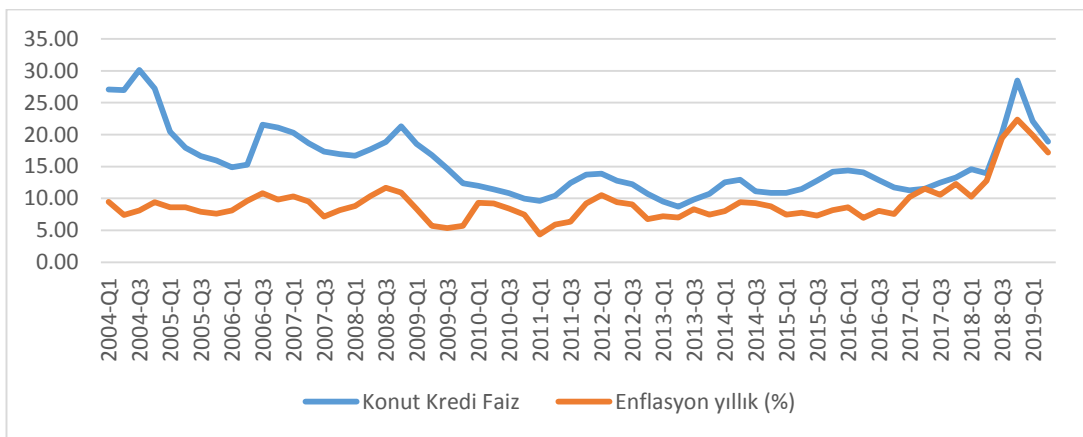
**Grafik 2.13:** Türkiye’de Seçilmiş Sektörlerin Toplam Krediler İçindeki Payı (2019)



**Kaynak:** BDDK, 2019 Aralık Raporu.

2002 sonrasında düşen enflasyon ve faiz oranları, Türkiye’de konut sektörünün ivme kazanmasında oldukça önemli bir rol üstlenmiştir. Aşağıdaki Grafik’ten Türkiye’de 2004 yılından itibaren gerek enflasyonda gerekse konut kredisi faiz oranlarında kayda değer bir düşüş yaşandığını görmekteyiz.

**Grafik 2.14:** Türkiye’de Enflasyon Ve Faiz Oranları, (2004-2019)



**Kaynak:** TCMB EVDS.

Birkaç yılı saymazsak, 2005’ten 2017’ye kadar enflasyon oranı %5 ile %10 arasında, konut kredisi faiz oranları ise bu yıllar arasında %10 ile %20 arasında seyretmiştir. Enflasyon ve konut kredisi arasındaki makasın daralması hanehalkını

konut kredisi almaya teşvik etmiştir. Türkiye’de inşaat sektörünün büyümesine paralel bir şekilde, bir yandan konut kredisi faiz oranları düşerken diğer yandan konut kredilerinde vadeler uzatılmıştır. Bankaların açtığı konut kredilerinde 2000 öncesi dönemde 10 yılı bulan vadeler 2006’dan sonra 20 yıl hatta 30 yıla kadar uzatılmıştır. 2006’da bankalara “konut ipoteği yoluyla uzun dönemli düşük faizli konut kredisi verme hakkı” tanınmıştır (Yeşilbağ, 2016: 612).

2002 sonrası, AKP döneminde inşaat sektöründeki büyümenin önemli özelliklerinden biri borca dayalı olmasıdır. Türkiye konut piyasasında artan finansallaşmayı tüketici kredilerinin seyrinden net bir şekilde izleyebilmekteyiz.

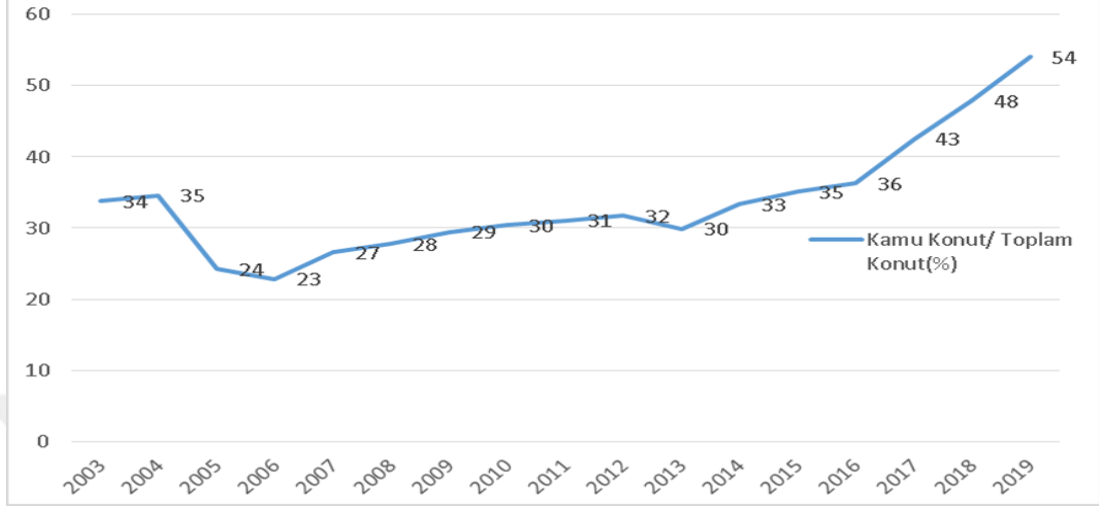
**Tablo 2.11: Türkiye’de Toplam Tüketici Kredisi – Konut Kredisi (2003-2018)**

| YIL      | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TÜKETİCİ | 2.165,87   | 8.521,33   | 16.133,47  | 34.960,60  | 48.069,74  | 69.953,11  | 77.949,67  | 96.842,16  |
| KONUT    | 240,9      | 1.209,11   | 3.712,58   | 16.556,08  | 22.230,91  | 32.065,10  | 34.395,78  | 44.392,72  |
| YIL      | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       |
| TÜKETİCİ | 138.725,90 | 166.074,85 | 200.847,00 | 241.684,86 | 280.733,16 | 295.579,35 | 341.212,49 | 392.429,72 |
| KONUT    | 61.688,47  | 69.797,16  | 85.871,31  | 102.762,08 | 122.047,69 | 135.544,33 | 163.582,77 | 180.410,29 |

**Kaynak:** BDDK Aylık Bankacılık Sektörü Veriler

Yukarıdaki Tablo’dan görüldüğü üzere 2003 yılında konut kredisinin toplam tüketici kredilerine oranı yaklaşık %11, 2004’te yaklaşık %14 düzeyinden 2010’da %45’e, 2017 ise yaklaşık %48’e yükselmiştir. 2018’de yaklaşık %46 düzeyindedir. 2002’den 2019’a net olarak görülen olgu, tüketicilere yönelik konut kredisinin toplam tüketici kredileri içindeki payının artarak %10’lardan %50’ye yaklaşmasıdır. Konut kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payı yaklaşık 5 kat artarak toplam açılan kredilerin yarısını oluşturmuştur. Yukarıdaki verilerden hareketle düzenlenen aşağıdaki Grafik ise bize kamu bankalarınca açılan konut kredilerin toplam konut kredileri içindeki payının seyrini göstermektedir.

**Grafik 2.15: Türkiye’de Toplam Konut Kredisi İçinde Kamunun Payı**  
(2003-2019)

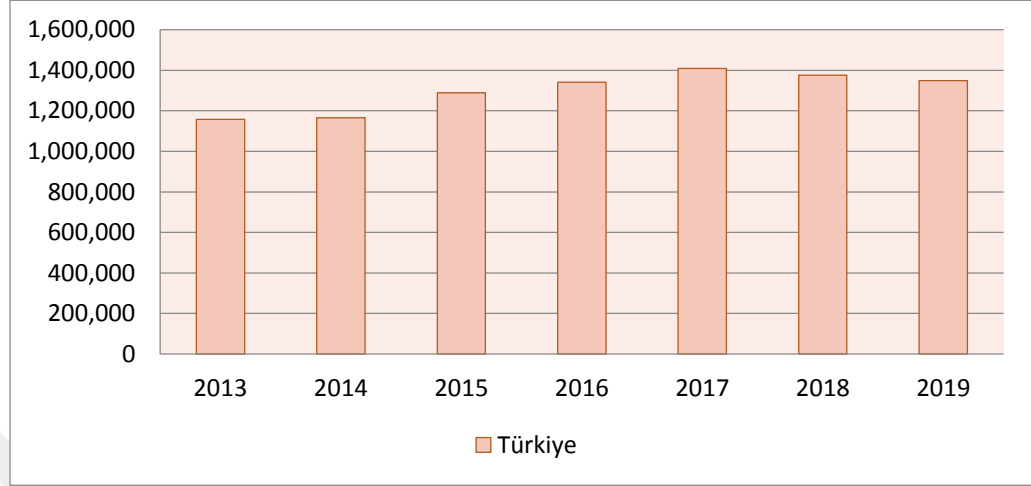


**Kaynak:** BDDK Aylık Bankacılık Sektörü Veriler.

Grafikten net olarak görüldüğü gibi kamu bankalarınca açılan konut kredilerinin toplam konut kredisi içindeki payında 2017’den itibaren belirgin bir artış yaşanmıştır. 2018 yılı öncesine kadar özel sektör tarafından açılan konut kredileri, kamu tarafından açılan konut kredilerinin üstündedir. Kamu bankalarının açtığı toplam konut kredisinin 2017’den bu yana hızla yükselerek 2019 yılı itibarıyla %54 gibi bir oranla özel bankaların açtığı konut kredilerinin üstüne çıkması, genel olarak ekonomide ve özel olarak gayrimenkulde yaşanan kriz koşullarını aşma noktasında devletin çabasına işaret etmektedir.

Türkiye’de konut sektöründeki borçla finansman yöntemi konut satış rakamlarına dikkat çekici bir artış şeklinde yansımıştır. Ancak, aşağıdaki Grafik’te görüldüğü gibi, Türkiye genelinde satışlar sürekli artış kaydederken, 2018’den sonra düşüşe geçmiştir.

**Grafik 2.16:** Türkiye’de Toplam Konut Satışları (2013-2019)



**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri Veri Tabanı.

BDDK verilerinden derlenen aşağıdaki Tablo’da 2005-2018 yılları itibariyle finansal kurumlar tarafından sektörlere açılan toplam kredi miktarı ile inşaat sektörüne açılan toplam kredi miktarları ve de bu krediler içinde kamunun payları gösterilmektedir. Tablo’da görüldüğü gibi 2005 yılında verilen toplam kredinin yaklaşık %4’ü inşaat-gayrimenkul sektörüne yöneliktir. Bu oran 2019 yılı itibariyle %9’un üstüne çıkmıştır. Toplam krediler içinde kamu bankalarınca açılan kredilerin oranında 2005’ten 2019’a kadar önemli bir artış yaşanmıştır. İnşaat sektörüne yönelik artış %13,5’tan %38,2’ye çıkmıştır.

**Tablo 2.12:** Türkiye’de Sektörlere Verilen Nakdi Krediler, (2005-2019)

| YILLAR | İNŞAAT   |                    | TOPLAM   |                    | YÜZDE %<br>İNŞAAT/<br>İŞLETME<br>KREDİ |
|--------|----------|--------------------|----------|--------------------|----------------------------------------|
|        | KAMU (%) | SEKTÖR<br>(BİN TL) | KAMU (%) | SEKTÖR<br>(BİN TL) |                                        |
| 2005   | 13,55    | 4.855.691          | 21,14    | 124.716.578        | 3,89                                   |
| 2006   | 17,92    | 7.490.732          | 19,67    | 184.460.538        | 4,06                                   |
| 2007   | 19,43    | 10.432.628         | 20,65    | 248.693.759        | 4,19                                   |
| 2008   | 16,26    | 17.703.514         | 21,82    | 340.314.035        | 5,2                                    |
| 2009   | 17,71    | 22.263.723         | 23,88    | 383.627.910        | 5,8                                    |
| 2010   | 14,5     | 26.941.569         | 25,47    | 449.295.687        | 6                                      |
| 2011   | 15,96    | 34.996.096         | 26,53    | 607.425.995        | 5,76                                   |
| 2012   | 17,56    | 43.286.968         | 25,2     | 754.145.949        | 5,74                                   |
| 2013   | 20,1     | 54.253.974         | 24,83    | 897.033.705        | 6,05                                   |
| 2014   | 22,36    | 78.255.118         | 26,24    | 1.146.061.374      | 6,83                                   |
| 2015   | 24,53    | 98.696.005         | 28,27    | 1.395.083.754      | 7,07                                   |
| 2016   | 25,92    | 120.593.083        | 29,24    | 1.567.116.694      | 7,7                                    |
| 2017   | 26,56    | 156.682.095        | 30,96    | 1.918.341.308      | 8,17                                   |
| 2018   | 29,94    | 201.834.867        | 32,53    | 2.305.555.517      | 8,75                                   |
| 2019   | 38,29    | 245.220.796        | 35,54    | 2.671.217.806      | 9,18                                   |

**Kaynak:** BDDK Aylık Bankacılık Sektörü Veriler.

TÜİK verilerinden hareketle Sezgin, 2013-2017 döneminde yıllık konut satışlarında “%0,7-10 bandında artışlar” gerçekleştiğini belirtmektedir. Aynı dönemde yabancılara yönelik konut satışlarında 2016 yılı haricinde yıllık “%20-56 bandında” bir artış gerçekleşmiştir. Yabancılara yönelik satışlardaki artışta, döviz kurunun artmasına bağlı olarak TL bazında konut fiyatlarının ucuzlamasının yanı sıra, 2012’de yabancılara konut alımlarında mütekabiliyet şartının kaldırılması etkili olmuştur. Ayrıca, “*yabancılara ve yurt dışında yaşayan Türk vatandaşlarına yönelik konut satışlarına tanınan KDV istisnası, 2017’de belirli koşulları sağlamak kaydıyla Türkiye’de konut satın alan kişilere vatandaşlık hakkı tanınması ile jeopolitik gelişmeler kaynaklı göç vb. faktörler*” etkili olmuştur. 2017 yılında yabancılara konut alımında İstanbul %37’lik payıyla ilk sırada yer almıştır. İstanbul’u Antalya, Bursa, Yalova ve Trabzon izlemiştir. Yabancılara yapılan konut satışlarının, toplam satışlar içinde %1,6 ile oldukça düşük bir oranda gerçekleşmiştir. Sezgin, yabancılara konut alımının düşük olmasına karşın, yönedikleri illerin talep ve fiyat değişimlerinde etkili olduğuna dikkat çekmektedir (Sezgin, 2018: 18-9).

Bu başlığın genel bir değerlendirmesini yapacak olursak; 2002 yılından itibaren Türkiye’de tüketici kredilerinin harcanabilir gelire oranı artarken, aynı şekilde tüketici kredilerinin GSYH içindeki toplam payı artmıştır. Konut kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payı ise %50’yi aşmıştır. Dolayısıyla konut kredisi kullanan tüketiciler, konut satış istatistiklerindeki artışın kaynağı olmuştur. Yabancılar özellikle döviz kurunun etkisiyle 2017 yılından itibaren Türkiye’den konut satın alımını arttırmıştır. İnşaat ekonomisi konut üreten firmaları da artan oranda işletme kredilerine yönlendirmiştir. Bütün bunlar, Türkiye gayrimenkul piyasasında finansallaşma eğiliminin 2008 öncesi dönemde ABD mortgage piyasasında olduğu gibi borç-kredi mekanizmaları üzerinden bariz bir şekilde güçlendiğini göstermektedir. İlerleyen başlıklarda sunulan veriler de bu tespiti destekler niteliktedir.

### **2.2.2. Tasarrufa Dayalı Faizsiz Finansman Sistemi (TDFS)**

2002 sonrasında Türkiye’ye özgün gayrimenkul ve konut finansmanında ortaya çıkan finansman yöntemlerinden birisi, sektör içinde henüz pek ağırlığı olmasa da faizsiz finansman yöntemidir. Faizsiz finansman yöntemleri birinci el

konut piyasasında tasarrufa dayalı faizsiz finansman sistemi (TDFS) şeklinde gelişirken, sermaye piyasasında GS ve KS biçiminde gelişmiştir. Yatırımcılarına faiz getirisi dışında getiri vadeden kimi GYF da bunlar arasındadır. GS, KS ve GYF'lere ile bir sonraki başlıkta değinilmiştir. Bu başlıkta ABD'den farklı olarak Türkiye'ye özgün olan konut piyasasının bir finansallaşma biçimi olarak TDFS'nin neyi amaçladığı ve piyasa içindeki payı belirtilecektir.

Geçmiş 1983 yılına kadar uzanan Türkiye'de faizsiz finans sistemiyle ilgili ilk yasal düzenleme 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile gerçekleştirilmiştir. Bu yasal alt yapı ile o dönemki adı Özel Finans Kurumu (ÖFK) olan bu günkü adı Katılım Bankaları (KB) olan İslami Bankacılık sistemi faaliyetine başlamıştır (Görmüş ve Yabancı, 2019: 124) Fon arz ve talebini "faiz olmadan" gerçekleştirme üzerine kurulu bu sistemde riskin fon arz ve talep edenlerce paylaştırılması amaçlanmıştır. Sistemin Türkiye finans piyasasındaki aktif büyüklüğü, 2017 yılında toplam aktiflerin yaklaşık olarak %5'i kadardır (Kanbir, Kayhan ve Kutval, 2018: 420).

1990'lı yılların başında yeni bir finansman yöntemi olarak ortaya çıkan TDFS sistemi, ilk başlarda otomobil satışlarının finansmanında kullanılmıştır. 2000'li yılların ortalarından itibaren konut finansmanına uyarlanmıştır. Sistemi, faiz kullanmama ve riski paylaşma anlayışı temelinde bir İslami finans yöntemi olarak değerlendirilebileceğini söyleyen Çekin'e göre, bu sistemde sağlanan finansman, faizli kredi niteliğinde bir borçlanma olmadığı için temelde bir faizsiz finansman özelliği taşımaktadır. Her müşterinin tasarruf etme ve finansman sağlama dönemleri gözetilerek, grup üyeleri birbirlerini finanse etmesi üzerine kurulu bu yapıda organizasyonu yapan firma müşteriye sağlanan finansmana göre oransal olarak bir ücret tahsil etmektedir. Finanse edilen varlıklar, araç, konut gibi üzerine ipotek konulabilen varlıklardır (Çekin, 2018: 51-5).

TDFS kapsamında ilk firma olan Eminotomotiv 1991 yılında otomobil satın alınmasının finansmanı amacıyla kurulmuştur. 2005 yılında şirket konut finansmanı işine de girerek Eminevim adıyla el birliği sistemi adını verdiği sistemin çalışma alanını genişletmiştir (Eminevim, 2020). Emin şirketler grubunun dışında sektörün belli başlı firmalarından biri olan Fuzul Otomotiv 1992 yılında kurulmuş ve 2000 yılında inşaat sektöründe faaliyete geçmiştir (Fuzuloto, 2020). Sistemde yer alan firma sayısı 2019 sonu itibarıyla 17 adettir. Şekil...de bu TDFS yöntemiyle Türkiye

konut piyasasında yer alan belli başlı şirketler bu firmaların kuruluş yılları gösterilmiştir.

**Şekil 2.2:** Türkiye’de TDFS Firmalarının Kuruluş Yılları (1951-2019)



**Kaynak:** Dinç, vd., 2019:36

TDFS geleneksel finanstan farklı olarak fon arz eden kesim yoktur. Sisteme katılan herkes fon talep edenlerden oluşmaktadır. Katılımcılar kendi finansmanlarını kendileri sağlamaktadır. Sistemde yalnızca iki kesim vardır. Biri fon talep edenler, diğeri ise organizasyonu yapan aracı firmadır (Okur ve Çatıkkaş, 2018: 393). Sisteme dahil olan müşteriler sadece kendi kaynaklarını kullanarak ev sahibi olmaktadır. Firma yaptığı iş karşılığında bir hizmet bedeli olarak organizasyon ücreti almaktadır (Ergüven ve Kaya 2016: 25). Sistemde müşterilerin kendi finansal güçleri, kendi konut ihtiyaçları için kullanılmaktadır. Tasarruf temelli finans şirketleri, kişisel tasarruf kapasitelerine göre katılımcılar için kişiselleştirilmiş tasarruf planı sunmaktadır. Tüm dönem boyunca katılımcılara, tasarruf planları tarafından rehberlik edilmektedir (Dinç, vd. 2019: 35). Bu sistemi organize eden şirket, sözleşmede önceden kararlaştırıldığı şekilde, belirlenen toplam süre içinde katılımcılara kabul edilen toplam tutarı dağıtmaktadır. Satın alınan konutlar müşterilerin kendi tercih ettiği konutlardır. Satınalma maliyeti içerisinde sadece organizasyon ücreti bulunduğu için banka kredisi kaynaklı veya mortgage kaynaklı konut finansmanı ile karşılaştırıldığında daha düşük maliyetli bir finansman söz konusu olduğu savunulmaktadır.

Sistemde, çekiliş seçeneği, vade ortası seçenek ve peşinatlı seçenek şeklinde üç tür konut finansmanı yöntemi bulunmaktadır. Bu seçeneklere göre müşterinin ev satın almak için istediği finansmanın teslim edilme zamanı değişmektedir. Müşterinin seçtiği taksit sayısı, içinde bulunduğu grupta yer alan katılımcı sayısını aşmamaktadır. Sistemde biriken fonlar ile her ay bir konut parası temin edilmektedir. Sistemde taksitlerin ödeme zamanı ve miktarına göre avantajların dengelemesi amaçlanmaktadır. Örneğin çekiliş ile evini erken alan bir kişi avantajlı konuma geçmiş iken, evini son aylarda alan bir kişi dezavantajlı bir konuma geçmesinin önünü almak için, evini erken alan katılımcılar daha sonradan ev alacak olan kişiler için bir miktar kira yardımında bulunmaktadır (Ergüven ve Kaya, 2016: 26). TDFS sisteminde fon arz edenler ile talep edenlerin aynı kişiler olmasından dolayı risklerin sisteme katılan tüm üyeler arasında eşit düzeyde paylaştırıldığı düşünülmektedir. Dolayısıyla sistemde bir risk transferi durumu da söz konusu olmadığı savunulmaktadır (Okur ve Çatıkkaş, 2018: 394).

Türkiye’de TDFS olarak konut sektöründe yer alan firma sayısının, özellikle 2016-2019 yılları arasında hızlı bir şekilde arttığı gözlenmektedir. Bunun nedeni, sistemin BDDK’ca yasal altyapısının düzenlenmesi ile getirilecek olan hukuki disiplin altına girilmeden önce faaliyete başlamış olmak ve pazardan pay almak olarak ifade edilmektedir (Katılım Gündemi, 2020). Kanımızca faiz oranlarının yükselmesinin de etkisi bulunmaktadır.

2019 yılı verilerine göre bu firmaların konut satışı finansmanı açısından bakıldığında piyasadaki payı %5 düzeylerindedir. Sistemden faydalanan insan sayısı ise iki yüz bin kişiye ulaşmıştır (Kavcıoğlu, 2019). 2019 üçüncü çeyrek sonundaki verilere bakıldığında, konut ve araçla ilgili toplam ciro 13,5 milyar TL ve teslimat 4,1 milyar TL’ye ulaşmıştır. Bu arada, toplam ciro oranı konut için %70 ve araç için %30 düzeyinde gerçekleşmiştir. Toplam teslimat oranı ise ev için %86 ve konut için %14 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem sonu itibarıyla yapılan toplam sözleşme sayısı ise konut için 110.955 ve araç için 28.618’e ulaşmıştır (Dinç vd. 2019: 37-8).

### 2.2.3. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Yoluyla Finansman (Securitization) Biçimleri

Türkiye’de 2002 sonrasında inşaat odaklı birikim sürecinin ortaya çıkardığı sonuçlardan biri, inşaat sektörünün finansmanını çeşitlendirmek amacıyla yeni menkul kıymet türleri ve bu menkul kıymetleri ihraç etmek üzere bu alanda uzmanlaşmaya yönelik yeni kuruluşların ortaya çıkmasıdır. Buna yönelik uygulamalar özellikle 2010 sonrasında gerçekleştirilmiştir. Başta gayrimenkul piyasası olmak üzere reel yatırım ve varlıkların artan oranda finansal piyasalara entegre edildiği bu süreç, ilk bölümde değindiğimiz D. Harvey ve C. Lapavitsas’ın belirtmiş olduğu neoliberal finansallaşmanın kuramsal çerçevesine uygun bir zeminde gelişim arz etmektedir.

ABD mortgage piyasasının benzerleri şeklinde Türkiye sermaye piyasasına uyarlanmış menkul kıymet türleri varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler (VDİMK) ile varlık ve ipotek teminatlı menkul kıymetler (TMK)’lerdir. Doğrudan bu alana yönelik faaliyette bulunmak üzere kuruluşuna izin verilen sermaye piyasası kurumları içinde ise İpotek Finansman Kuruluşları (İFK), Varlık Finansman Fonları (VFF), Konut Finansman Fonları (KFF) ile Gayrimenkul Yatırım Fonları (GYF) yer almaktadır. Finansal araçlar içinde yer alan gayrimenkul sertifikaları (GS) ve kira sertifikaları (KS) inşaat şirketlerine doğrudan finansman sağlamaya yönelik faizsiz sermaye piyasası araçları olarak işlev görürken, VDİMK ile VİTMK’ler ABD’deki mortgage piyasasının üretim ve işlem hacmini arttırmaya yönelik finansal kuruluşlarca ihraç edilebilen sermaye piyasası araçları niteliğindedir. Aşağıdaki Tablo Türkiye’de gayrimenkul finansmanına yönelik menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan finansal kurumlar ve araçlar gösterilmiştir.

**Tablo 2.13:** Türkiye’de Kredilerin ve Gayrimenkullerin Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri: Kurum ve Araçlar

| ARAÇLAR             | KURUMLAR |
|---------------------|----------|
| VDİMK               | GYO      |
| VİTMK               | İFK      |
| GS                  | KFF      |
| FON KATILIM PAYLARI | VFF      |
| KS                  | GYF      |
|                     | VKŞ      |

**Kaynak:** Yazar tarafından yapılan araştırma sonucunda oluşturulmuştur.

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), ilk kez 31/7/1992’de varlığa dayalı menkul kıymetlere dair esasları belirlenmiştir. 6/3/2007’de ise *“Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun”* ile birlikte ipotekli konut kredileri sistemine dair yeni düzenlemelere gidilmiştir. Kanun’la birlikte VDMK’ler yeniden düzenlemeye tabi tutulurken, TMK, İFK, VKŞ, VFF, KFF, GYO, GYF gibi sermaye piyasası araç ve kurumları ile gayrimenkul ve inşaat sektörüne yeni finansman olanakları yaratılmak istenmiştir. VDMK ve TMK dışında Türkiye’de gayrimenkule yatırım yapılmasına olanak tanıyan sermaye piyasası araçları içinde ayrıca GYF’larca ihraç edilebilen GYF Katılım Payları, faizsiz finansman araçları olarak düşünülen GS ve KS’ler yer almaktadır. Türkiye’de konut finansmanı sisteminin işlemesine, sisteme finansman olanakları sağlanmasına ve bu kapsamda sektöre yatırım yapmak isteyen kesimlere alternatifler sunulmasına yönelik kuruluşuna izin verilen ve teşvik edilen yapılar içinde ise GYO, VKŞ, İFK ve GYF’lar yer almaktadır.

SPK tarafından 4/8/2007’de KFF ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK), 27/8/2008’de ise VFF ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)’ye ilişkin esaslar hakkında yeni tebliğler yayımlanmıştır. Bahsi geçen tebliğler 2014’te yürürlükten kaldırılarak bunların yerine her ikisini kapsayan yeni bir Tebliğ düzenlenmiştir. VDMK’lerin nitelikleri ve ihracı ile VFF ve KFF’lerin kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esasları belirleyen SPK’nın 09/01/2014 tarihli III-58.1 sayılı yayınladığı Tebliğ’e göre, VDMK’ler Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ile İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (İDMK)’lerden oluşmaktadır.

Türkiye’de konut finansmanında önemli rol biçilen finansal kurumlar içinde GYO’lar dışında özellikle İFK’lar yer almaktadır. SPK, 17.07.2014 tarihinde III-60.1 sayılı Tebliğ ile Türkiye’de ilk defa İFK’ları yasal mevzuatını oluşturmuştur. Buna göre İFK, *“konut ve varlık finansmanı kapsamında, varlıkların devralınması, devredilmesi, devralınan varlıkların yönetimi ve varlıkların teminat olarak alınarak faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla kurulan anonim ortaklık”* olarak tanımlanmıştır. Konut finansmanı kuruluşları, geniş yetkili aracı kurumlar, VKŞ’ler, TOKİ vb. kuruluşlar ile SPK’nın uygun gördüğü diğer kurum ve kuruluşlar İFK kurabilmektedir. Gayrimenkul sektörüne kaynak transferi sağlamak ve tasarruf sahiplerine yatırım alternatifi sunmak amacıyla kurulan İFK’lar, *“devraldığı veya teminat olarak aldığı kredi ve alacaklar karşılığında sermaye piyasası aracı ihraç edebilen”* ikincil piyasa kuruluşudur. ABD’deki yatırım bankaları gibi İFK’lar, finansal

kuruluşların alacaklarını nakde dönüştürüp sermaye piyasalarına dönük likidite sağlamak ve menkul kıymetleştirme ile tasarruf sahiplerine yatırım tercihi sunmak üzere iki temel işleve sahiptir. Kaynak kuruluş alacaklarını İFK'ya devrederek nakit sağlamaktadır. İFK'lar ise, *“devraldıkları konut kredilerine dayalı olarak, konut finansmanı fonu kurmak suretiyle veya kurmaksızın ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir.”* İFK'lar bu alacaklar karşılığında doğrudan ya da VFF ve KFF kurarak, fon kapsamında tasarruf sahiplerine VDMK, TMK gibi menkul kıymet türleri ihraç edebilmektedir. Ayrıca VKŞ kurarak KS ihraç edebilmektedir.

Sermaye piyasası kuruluşları içinde yer alan VFF, KFF ve GYF'ler spesifik fon türleridir. Türkiye'de portföy yönetim şirketlerince ve SPK'nın izin verdiği diğer kurum ve kuruluşlarca kurulabilen yatırım fonlarının ihraç ettiği katılım belgeleri/payları birer sermaye piyasası aracıdır. GYF ve KFF, konut finansmanına yönelik fon türleri iken VFF, konut finansmanına kapsayan, daha geniş bir portföye yatırım yapma olanağı sunan bir fon türüdür. Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilen GYF kurucuları arasında; SPK'dan *“faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri”* yer almaktadır.<sup>79</sup> VFF oluşturmaya yetkili kuruluşlar; *“bankalar, finansal kiralama ve finansman şirketleri, İFK'lar ve geniş yetkili aracı kurumlardır.”* KFF oluşturmaya yetkili kuruluşlar ise *“bankalar, finansman şirketleri, İFK'lar ve gerekli şartları taşıyan aracı kurumlardır.”*<sup>80</sup> (SPK, 2018; BİST 2018).

VDMK, *“KFF'nin veya İFK'nın devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymet türüdür.”* VDMK

<sup>79</sup> GYF'lere ilişkin yasal çerçeve, 2014 yılı Ocak ayında belirlenmiştir. Aralık 2018'de Tebliğ'de değişiklik yapılmıştır. Buna göre, *“Fon kurucusu ve portföy yöneticisi, fon adına alım satım karı veya kira geliri elde etmek amacıyla; arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulü satın alma, satma, kiralama, kiraya verme, satın alma veya satma”* işlemlerini yapabilmektedir. *“GYF'lerinin toplam değerinin en az %80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması şartıyla Fon kapsamında çok sayıda varlık türüne yatırım yapılabilir”* (SPK, II-52.3 sayılı Tebliğ, 2014). GYF'lara önemli vergi avantajları sunulmuştur. GYF kurum kazancı, kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur (<https://medium.com>).

<sup>80</sup> VFF portföyüne; bankaların ve finansman şirketlerinin, tüketici kredileri ile ticari kredilerinden kaynaklanan alacaklarından finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacaklardan finansal kuruluşlar hariç mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim ortaklıkların müşterilerine yaptıkları faturalı satışlardan kaynaklanan senede veya teminata bağlanmış ticari alacaklara kadar çok sayıda varlık alınabilmektedir. KFF portföyüne ise finansal kuruluşlara ait olan ve karşılığında ipotek tesis edilmiş çok sayıda alacak dahil edilebilmektedir (SPK, 2018).

ise, “VFF’nin veya İFK’nın devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymet” türüdür. VİDMK ihracın fon tarafından yapılacak olması halinde, VDMK ihracı için VFF, İDMK ihracı için KFF kurulması zorunludur. Fonlar, süreli veya süresiz bir şekilde kurulabilmektedir. Sabit veya değişken faizli olarak, farklı fiyat ve vadelerde ihraç edilebilmektedirler. Finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri tarafından kurulan fonlar, yalnızca kurucularının aktiflerindeki varlıkları devralmak suretiyle VİDMK ihraç edebilmektedir. Banka, İFK ve geniş yetkili aracı kurum tarafından kurulan fonlar ise kurucularının yanı sıra diğer kaynak kuruluşların aktiflerindeki varlıkları devralmak suretiyle VİDMK ihraç edebilmektedirler (SPK, III-58.1 Sayılı Tebliğ, 2014). Aşağıdaki şekil VİDMK’lerin işleyişini göstermektedir;

**Şekil 2.3: VİDMK’lerin İşleyişi**



**Kaynak:** Halk Yatırım, 2018.

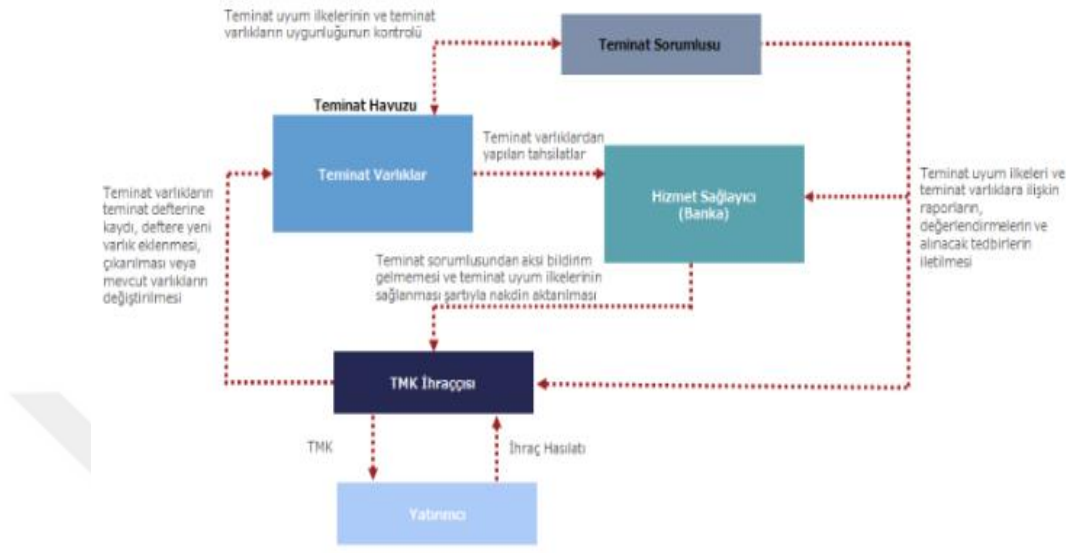
Şekil’de de görüleceği üzere VİDMK ihracını takiben kaynak kuruluşun bilançosundaki alacaklar fona devredilerek fon portföyü oluşturulmaktadır. Fona devredilen varlıklardan elde edilen nakit akımları, VİDMK’leri satın alan yatırımcılara yapılacak dönemsel kupon ödemeleri ve anapara ödemesinde kullanılmaktadır. Kaynak kuruluşun alacaklarının bilanço dışına çıkarılarak menkul kıymetleştirilmesi suretiyle ihraç edilen bir sermaye piyasası aracı olarak VİDMK, kaynak kuruluşa alacaklarını vadesinden önce nakde çevirme olanağı sunmaktadır. İlgili kuruluşun bir kredi kurumu olması halinde böylelikle kaynak kuruluşa yeni krediler açabilmesi için fon olanağı da sağlanmış olmaktadır. (Halk Yatırım, 2018).

Menkul kıymetleştirmenin diğer türü VİTMK ya da daha kısa biçimiyle TMK’lerdir. TMK, “ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma aracı niteliğinde bir sermaye piyasası

aracıdır.” Varlık Teminatlı Menkul Kıymet (VTMK) ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymet (İTMK) iki türden düzenlenebilir. TMK’ların VDİMK’lerden en önemli farkı bilanço içi bir işlem olma özelliği taşıyor olmasıdır. Böylece kaynak kuruluş, alacaklarını teminat olarak gösterip kendi adına doğrudan menkul kıymet ihraç edebilmektedir. SPK, İTMK’ya dair ilk düzenlemeyi 04/08/ 2007’de, VTMK’lar hakkında ise ilk düzenlemeyi 12/09/2009’da yapmış ve borsada işlem görmesine izin vermiştir. 21.01.2014 tarihinde yayımlanan III-59.1 sayılı “Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği” ile 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na uyum kapsamında VTMK ve İTMK’lere ilişkin düzenlemeler tek bir yapıda birleştirilmiştir.

TMK’lar, VDİMK’ler gibi “halka arz edilerek ve halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılmak suretiyle veya birim nominal değeri asgari 100.000 TL olmak kaydıyla tahsisli olarak” satışa sunulabilmektedir. Halka arz yoluyla ihraçlarda borsada işlem görmesi zorunludur. VTMK ihraç edebilen kuruluşlar arasında; “bankalar, İFK’lar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, GYO’lar, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ile nitelikleri Kurulca belirlenecek diğer kuruluşlar” yer almaktadır. İTMK’lar ise yalnızca KFK ile İFK tarafından ihraç edilebilmektedir. TMK ihraçlarında ihraççıların teminat defteri oluşturması zorunludur. Teminat defteri, “teminat varlıkların, ihraççının diğer malvarlığından ayrıştırılması amacıyla yazılı veya elektronik olarak takip edildiği” bir kayıt sistemidir. Teminat sorumlusu ise, “teminat defteri ve teminat varlıkların kontrolünden sorumlu olan, sermaye piyasasında bilgi sistemleri bağımsız denetim faaliyetinde bulunmakla yetkili bağımsız denetim kuruluşu” olarak belirlenmiştir (SPK, III-59.1 sayılı Tebliğ, 2014). TMK’ların işleyişi aşağıdaki şekilde gösterildiği gibidir:

**Şekil 2.4: TMK'ların İşleyişi**



**Kaynak:** Halk Yatırım, 2018.

VDMK'ler 1992'den beri Türkiye sermaye piyasasında (İMKB-BİST) işlem görmeye başlayan bir menkul kıymet türü iken, TMK'ların 2007'den itibaren ihraç edilmesine izin verilmiştir. Aşağıdaki Tablo, VDMK ve TMK'ların uzun bir süreci kapsayan ihraç değerleri ile aynı süreçteki tüm sermaye piyasası araçlarının toplam ihraç değerlerini karşılaştırmalı olarak göstermektedir. Tablo'dan görüldüğü gibi VDMK'ler ilk kez piyasaya sürüldüğü 1992 yılından itibaren 1999 yılına kadar yoğun bir talep görmüştür. 1992'de satışa sunulan tüm sermaye piyasası araçlarının toplam değerinin %64,5'u, 1993 ise %79,1'i VDMK'ten oluşmuştur. Giderek azalan oranda ihraç edilen VDMK'lerin 1998'te satışa sunulan değeri toplamda %1,3'e düşmüştür. Ekonomik krizin yaşandığı 1999 yılında ihraçlar durmuştur. Bu durgunluk 2011'e kadar devam etmiştir. SPK verilerine bakıldığı zaman aynı yıllar içinde kamu ve özel sektör borçlanma araçlarında da benzer bir durum görülmektedir. Bu yıllar arasında şirketler daha çok özsermaye ile finansman yöntemi olan hisse senedi ihracına yönelmiştir.

**Tablo 2.14:** SPK Tarafından İzahname/İhraç Belgesi Onaylanan Sermaye Piyasası Araçları, (1992-2019 / Bin TL)

| YILLAR                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | VDMK      |                       | VTMK       |                       |              | TOPLAM           |        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------------------|------------|-----------------------|--------------|------------------|--------|
| Years                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | ABS       |                       | ABS        |                       |              | Total            |        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Halka Arz | Halka Arzedilmeksizin | Halka Arz  | Halka Arzedilmeksizin | Toplam       |                  | %      |
| 1992                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 14.480,59 |                       |            |                       | 14.480,59    | 22.436,94        | 64,54% |
| 1993                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 52.756,39 |                       |            |                       | 52.756,39    | 66.637,96        | 79,17% |
| 1994                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 42.299,37 |                       |            |                       | 42.299,37    | 82.524,56        | 51,26% |
| 1996                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 41.628,50 |                       |            |                       | 41.628,50    | 153.016,10       | 27,21% |
| 1997                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 23.000,00 |                       |            |                       | 23.000,00    | 342.362,03       | 6,72%  |
| 1998                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 11.000,00 |                       |            |                       | 11.000,00    | 841.777,83       | 1,31%  |
| 1999                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 855.544,62       | 0,00%  |
| 2000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 5.788.353,16     | 0,00%  |
| 2001                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 5.663.073,16     | 0,00%  |
| 2002                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 4.086.276,48     | 0,00%  |
| 2003                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 7.868.289,62     | 0,00%  |
| 2004                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 10.696.891,24    | 0,00%  |
| 2005                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 7.384.712,01     | 0,00%  |
| 2006                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 20.304.112,35    | 0,00%  |
| 2007                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 10.542.283,05    | 0,00%  |
| 2008                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 27.349.685,27    | 0,00%  |
| 2009                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 42.348.587,83    | 0,00%  |
| 2010                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      |                       |            |                       | 0,00         | 42.945.860,98    | 0,00%  |
| 2011                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 191.807,49            | 0,00       | 421.602,50            | 613.409,99   | 108.963.565,75   | 0,56%  |
| 2012                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 697.650,00            | 0,00       | 699.630,00            | 1.397.280,00 | 131.204.274,27   | 1,06%  |
| 2013                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 816.600,00            | 0,00       | 1.029.796,48          | 1.846.396,48 | 488.584.087,86   | 0,38%  |
| 2014                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 200.000,00            | 0,00       | 750.000,00            | 950.000,00   | 390.591.883,22   | 0,24%  |
| 2015                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 0,00                  | 0,00       | 1.000.000,00          | 1.000.000,00 | 254.471.116,20   | 0,39%  |
| 2016                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 375.000,00            | 0,00       | 0,00                  | 375.000,00   | 572.962.860,99   | 0,07%  |
| 2017                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 1.500.000,00          | 0,00       | 1.800.000,00          | 3.300.000,00 | 1.091.770.395,60 | 0,30%  |
| 2018                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 5.102.000,00          | 500.000,00 | 0,00                  | 5.602.000,00 | 1.485.935.239,12 | 0,38%  |
| 2019                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00      | 1.000.000,00          | 0,00       | 0,00                  | 1.000.000,00 | 293.275.756,91   | 0,34%  |
| <b>VDMK:</b> VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |           |                       |            |                       |              |                  |        |
| <b>ABS:</b> Asset Backed Securities                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |           |                       |            |                       |              |                  |        |
| <b>VTMK:</b> VARLIK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |           |                       |            |                       |              |                  |        |
| <b>TOPLAM:</b> Paylar, Borçlanma Araçları, Banka ve Banka Garantili Bonolar, Finansman Bonosu, VDMK, VTMK, Gayrimenkul ve Kira Sertifikaları, Kar ve Zarar Orataklığı Belgesi (KZOB), Menkul Kıymet Yatırım Fonları Katılım Belgesi (MKYF-KB), Emeklilik Yatırım Fonları Katılım Belgesi (EF-KB), Yabancı Yatırım Fonu Katılım Belgesi (YYF-KB) ve Varantlardan oluşmaktadır. |           |                       |            |                       |              |                  |        |

**Kaynak:** SPK, Aylık İstatistik Bültenleri.

Kemer sıkma politikaları, sıkı para politikası ve de düşük enflasyon hedeflemesi ve finansal sektöre yönelik yeni düzenlemeler eşliğinde sermayenin lehine kriz etkilerinin atlatılmasıyla birlikte, tahvil ve bonoların piyasası 2005-06 yıllarından itibaren, VDMK ihraçlarının ise 2011 yılından itibaren yeniden canlanmıştır. İlk kez 2007’de düzenlenen VTMK piyasası ise inşaat sektörünün giderek ekonomi içindeki ağırlığının arttığı 2011 yılına tekabül etmiştir. Öyle ki; bu tarihten itibaren 2018 yılı hariç, ihraç edilen VTMK’lerin toplam değeri VDMK’lerin

toplam değerini aşmıştır. SPK 2018 Faaliyet Raporu'nda yer alan aşağıdaki Tablo ise 2016, 2017 ve 2018 yıllarında satışı gerçekleşen sermaye piyasası araçlarının toplam değerlerini göstermektedir:

**Tablo 2.15: BİST'te Satılan Sermaye Piyasası Araçları Tutarları,**  
(2016-2018 / Bin TL)

| YILLAR | PAY(*)    | VDMK      | VTMK/<br>İTMK (VİTMK) | Borçlanma<br>Araçları | Kira<br>Sertifika(KS) | Yatırım Kuruluşu<br>Varant/Sertifika/<br>Senetleri | Toplam      | (VDMK+VİTMK+<br>KS) / Toplam (%) |
|--------|-----------|-----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------------------------------------|-------------|----------------------------------|
| 2016   | 1.683.130 | 375.000   | 2.038.300             | 116.411.625           | 3.433.614             | 122.335                                            | 124.064.004 | 4,71%                            |
| 2017   | 4.947.162 | 997.650   | 7.859.298             | 163.660.886           | 8.353.887             | 425.000                                            | 186.243.883 | 9,24%                            |
| 2018   | 9.901.530 | 4.204.400 | 4.813.138             | 182.581.911           | 24.481.244            | 331.200                                            | 226.313.423 | 14,80%                           |

(\*) Onaylanan izahname/ihraç belgeleri kapsamında nakit karşılığı (iç kaynaklardan/kar payından ve birleşme/bölünme ile ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımı kapsamında ihraç edilen paylar hariç) gerçekleştirilen pay satışlarından sağlanan fon tutarı (halka açık ortaklıkların ortak satışları dahil değildir)

**Kaynak:** SPK 2018 Faaliyet Raporu.

Tablo'ya göre de VTMK/İTMK (TMK)'lar, VDMK'lere nazaran artan oranda ilgi görmüş, daha fazla satış gerçekleşmiştir. SPK 2018 Faaliyet Raporu'na göre 2018 yılında Yurt Dışına ihraç edilen VTMK miktarı 4,2 milyar TL'dir. Yurt İçine ihraç edilen VDMK miktarı ise 331,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. VDMK, VİTMK ve KS'lerin toplam sermaye piyasası aracı ihracına oranı 2016'da %4,7'den, 2018'de %14,8'e yükselmiştir (SPK Aylık İstatistik Bültenleri, 2019).

2014 yılında ihracına izin verilen GYF'ler, inşaat sektörünün finansmanın yönelik diğer enstrüman türüdür. Konut sektörüne yatırım yapılmasına olanak tanıyan fon, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilmektedir. Portföy yönetim şirketi katılım payları karşılığında topladığı fonları arsa, arazi, konut, alışveriş merkezi, otel, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkulün alım-satım ve kiralama faaliyetlerine yatırabilmektedir. Fona, ipotekli gayrimenkuller dahil edilebilmektedir. Fonlar, kuruluş tarihi yeni olmasına rağmen inşaat ve gayrimenkulün ülke ekonomisinde artan ağırlığına paralel bir şekilde hızla ilgi görmeye başlamıştır. SPK 2018 Yıllık Faaliyet Raporu'na göre, 2017 yılı sonu itibariyle 13 adet olan gayrimenkul fonu blunmakta ve bunların toplam değeri 2.177 milyon (2,1 milyar) TL'dir. 2018 yılı sonu itibariyle 32'ye çıkan gayrimenkul yatırım fonunun toplam değeri ise 3.565,5 milyon (3,5 milyar) TL'dir. 2018'de yatırım fonları toplam net varlık büyüklüğü 48,2 milyar TL olduğu düşünüldüğünde, 2018 yılı itibariyle gayrimenkul

fonlarının toplam fonlar içindeki payı üç dört yıl içinde yaklaşık %7 gibi yüksek bir orana ulaşmıştır (SPK, 2019).

2002 sonrasındaki “inşaata dayalı birikim” sürecinde gayrimenkul piyasasının finansallaşmasına yönelik yenilikler arasında faizsiz finansmana yönelik sermaye piyasası araçları eklenmiştir. Türkiye’de faizsiz finansman araçlarına yönelik yasal mevzuat 2012 yılının son gününde yürürlüğe giren 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve buna mukabil 2013 yılından itibaren yapılan ikincil düzenlemelerle büyük ölçüde hayata geçirilmiştir. Bu düzenlemeler büyük oranda büyük ölçekli alt yapı yatırımlarına, inşaat ve gayrimenkul sektörüne yeni finansman olanakları sağlamaya ve de birikim sahibi kesimlere yeni yatırım olanakları sunmaya yöneliktir.<sup>81</sup>

Türkiye’de, yasal altyapısı ilk kez Temmuz 2013’de düzenlenen gayrimenkul sertifikaları (GS), inşaat ve gayrimenkul sektörüne yönelik, “İslami esaslara uygun” faizsiz finansman ve yatırım aracı olarak kurgulanan önemli bir menkul kıymet türü olarak öne çıkmaktadır. GS’ler, inşaat sektörüne organize konut ve işyeri üretimine kaynak yaratılmasına imkân sunduğu gibi, birikim sahiplerine borsa üzerinden sektörün gelirlerine ortak olma olanağı tanımaktadır. GS, SPK’ca *“İhraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracı”* olarak tanımlanmıştır. GS ihraççısı<sup>82</sup>, gayrimenkul sertifikası ihraç

<sup>81</sup> “Dünya Bankası Küresel İslami Finans Geliştirme Merkezi” ve BİST işbirliği ile 18-19 Kasım 2015 tarihlerinde İstanbul’da düzenlenen “Uzun Dönemli Yatırımların Finansmanı İçin İslami Finans Harekete Geçirme” konulu konferansta konuşan SPK Başkanı Vahdettin Ertaş’a göre “son dönemde global düzeyde yüksek borçluluk oranları ve yeni Basel kuralları ile uzun vadeli yatırımların finansmanında” bankaların rolü azalmaktadır. Buna mukabil, “uzun vadeli finansmanda hem sermaye piyasalarının hem de İslami finansal araçların” ağırlığı ve önemi artmaktadır. Türkiye’de yapılan “3. Havaalanı, İstanbul-İzmir Oto yolu, Nükleer santraller gibi büyük ölçekli alt yapı yatırımlarının finansmanında” banka kaynakları ile sermaye piyasası araçları ve İslami finansal ürünler birlikte kullanılmalıdır. Bu kapsamda, “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu sonrasında sermaye piyasası mevzuatına kazandırılan altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kira sertifikaları, girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul sertifikası gibi sermaye piyasası araçlarının uzun vadeli yatırımların finansmanında önemli role sahiptir” (<http://www.spk.gov.tr>).

<sup>82</sup> GS ihraç etmek isteyen ihraççılar, “gayrimenkul projesinin satış değerinin en az yarısı büyüklüğünde satış değerine sahip bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak SPK’ya başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış veya ihraççının gayrimenkul yatırım ortaklığı olması durumunda aynı şartlardaki bir projeyi tamamlamış olması” gerekmektedir. İhraççılardan istenen şartlardan bir diğeri, “gayrimenkul projesinin gerçekleştirileceği arsanın mülkiyetine münferiden sahip olması ve arsa tapusunun kat irtifakı

eden veya ihraç etmek üzere SPK'ya başvuruda bulunan anonim ortaklıklar ile kendi mevzuatları uyarınca sermaye piyasası aracı ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşlarından oluşmaktadır. Örneğin GYO'lar, GS ihraç etmeye yetkilidir (SPK, 2018; BİST, 2018).

GS ihraç tutarı, Temmuz 2013 tarihli Tebliğ'e göre, banka garantili ihraçlar hariç, gayrimenkul projesindeki tüm bağımsız bölümlerin gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarınca konut ve ticari alanlar için ayrı ayrı hazırlanarak belirlenmiş satış değerlerinin yüzde ellisini aşamazken, Mart 2017'de Tebliğ'de yapılan yeni düzenleme ile bu sınır kaldırılmıştır. Yeni durumda, *"gayrimenkul sertifikası ihraç tutarı, ihraca konu bağımsız bölümler için değerlendirme raporunda takdir edilen değer referans alınmak suretiyle ihraççı tarafından"* belirlenmektedir (SPK, VII-128.2 sayılı Tebliğ, 2017).

GS, varlığa dayalı bir yatırım aracıdır. Her bir sertifika belirli bir alan birimini veya parasal bir birimi (1 TL, 10 TL, 100 TL vb.) temsil etmektedir. Böylece konut projelerinde yer alan yüksek fiyatlı gayrimenkuller sertifikalara bölünerek, tasarruf sahibi tüm kesimlerin birikimleri yatırım aracı biçiminde gayrimenkul projesi finansmanına çekilmektedir. Yeterli sayıda sertifika satın alan kişiler tapu devri yoluyla bağımsız bölümün sahibi olabilirken, yeterince sertifikası olmayanlar ise muhtemel değer artışından yararlanmak için yatırım yapmak istemektedir. GS'ler yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış suretiyle veya yurt dışında ihraç edilebilmektedir. Sertifikalar asli edim ve tali edim şeklinde itfa edilebilmektedir (SPK, VII-128.2 Sayılı Tebliğ, 2013; SPK, 2018; BİST, 2018).<sup>83</sup>

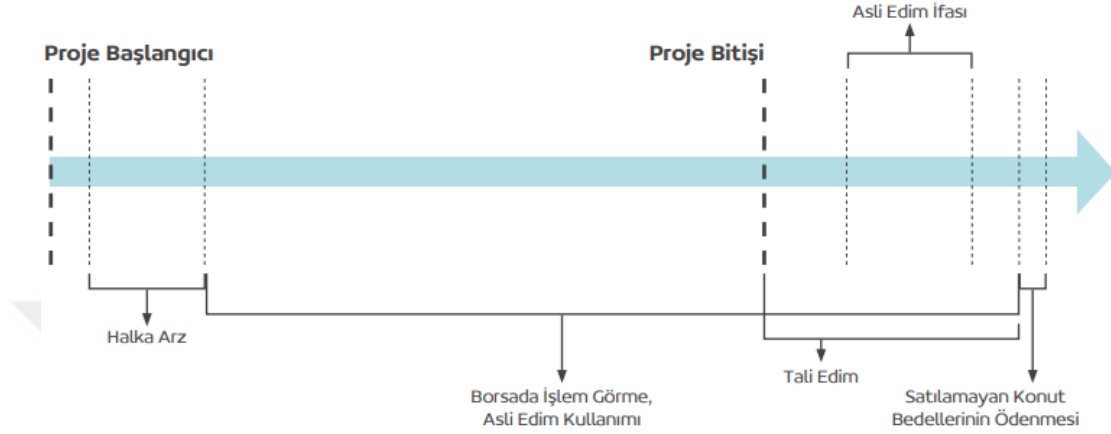
---

*tapusuna çevrilmesi veya arsa üzerinde ihraççı lehine kat irtifakı tesis edilmiş*" olmasıdır. "TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda" ise bu şartlar aranmamaktadır. Ayrıca, *"sermayelerinin veya toplam oy haklarının % 51 veya daha fazlası doğrudan veya dolaylı olarak kamuya ait olan ihraççılarca gerçekleştirilecek gayrimenkul sertifikası ihraçları için"* talep edilmesi halinde SPK tarafından muafiyet verilebilmektedir (SPK, 2018).

<sup>83</sup> GS'de asli edim, *"ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, ihraççı tarafından gayrimenkul sertifikası sahipleri adına kat mülkiyetinin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesini"* ifade etmektedir. Tali edim ise, *"ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde ihraççı tarafından tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve elde edilen satış tutarının gayrimenkul sertifikası sahiplerine, sahip oldukları gayrimenkul sertifikaları oranında dağıtılmasını"* ifade etmektedir. GS ihraç edenlerin, *"gayrimenkul sertifikaları halka arzlarında asli ve tali edimlerin yerine getirilmesi için banka garantisi sağlamaları zorunludur."* Bununla birlikte, "TOKİ, İller Bankası

Aşağıdaki şekilde gayrimenkul sertifikalarının ihraç edilmesi ve karşılıklarının ödenmesine dair süreç gösterilmektedir.

**Şekil 2.5:** Gayrimenkul Sertifikası Zaman Çizelgesi Örneği



**Kaynak:** BİST.

GS'ler sadece devam eden veya başlayacak projelere yönelik olarak ihraç edilebilmektedir. BİST'te işlem görmesi esas olan ve vadeli bir yatırım aracı olan GS'lerin değeri, piyasada arz ve talebe göre değişmektedir. GS sahipleri istedikleri takdirde, proje süresince sertifikalarını borsada diğer yatırımcılara satarak nakde dönüştürebilirler. GS'ler, hisse senetlerinde olduğu gibi spekülasyona ve manipülasyona açık bir menkul kıymet türü olarak borsada işlem görmektedir. Örneğin sertifikasını 100 TL'den alan bir yatırımcı proje süreci içinde herhangi bir sebeple talebe bağlı olarak olası değer artışlarından sertifikasını satarak sermaye kazancı sağlayabileceği gibi, başlangıçta yatırdığı sertifika başına 100 TL'lik sermayesi projenin ve sertifikaların değer kaybı nedeniyle zarara uğrayabilecektir. Yani 100 TL'den alınan bir sertifika %50 bir değer artışıyla 150 TL ve üstüne çıkabileceği gibi %50 bir değer azalışıyla 50 TL ve altına düşme olasılığına da sahiptir. Dolayısıyla bu sertifikaların yaygınlaşması inşaat şirketlerine daha avantajlı finansman olanakları sunduğu gibi, spekülasyon ve manipülasyon durumlarının yaygın olduğu etkinlik gücü zayıf piyasalarda hem yatırımcıları, hem inşaat şirketlerini hem de garantör olan finansal kurumları büyük kayıplarla maruz

*Anonim Şirketi ve bunların bağlı ortaklıklarınca ihraç edilecek veya bunlara ait arsalar üzerinde gerçekleştirilecek gayrimenkul projelerinin finansmanı için yükleniciler tarafından yapılacak ihraçlarda banka garantisi zorunluluğu" kaldırılmıştır (SPK VII-128.2 Sayılı Tebliğ, 2013).*

bırakacak bir özelliğe sahiptir. Dolayısıyla sertifikalar, ekonomik konjonktüre ve sektörün durumuna bağlı olarak piyasa fiyatları değişmektedir. Olası bir kriz durumunda yatırımcıları olağanüstü sermaye kayıplarına uğratma riskine sahiptir. Kriz durumunda inşaat şirketleri yükümlülüklerini yerine getirme noktasında, garantörlük yapan finansal kurumlar ise yatırımcıya olan taahhütlerini karşılamada sorun yaşama ihtimalleri yüksektir.

Türkiye’de ilk GS ihracı, 29-30-31 Mart 2017’de Park Maveria 3 Projesi üzerinden gerçekleştirilmiştir. *“İstanbul Başakşehir’de inşa edilen Park Maveria 3, TOKİ ve Makro İnşaat’ın gelir paylaşımı ortaklık modeli ile”* yürütülen bir inşaat projesidir. TOKİ desteğiyle gerçekleştirilen halka ilk GS arzında, toplam 143.242.425 TL değerinde 3.370.410 adet sertifika satılmıştır. Sertifikaların her biri 42,5 TL’den işlem görmüştür. Satışın %52,7’si yurt içi bireysel yatırımcılara, %47,3’ü yurt içi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmiştir (Hürriyet, 3.4.2017). Sertifikalar Mart ayında 42,5 TL’den işlem görürken, Nisan ayı içinde 37,22 TL seviyesine kadar düşmüştür (Kandemir ve Karakaya, 2017).<sup>84</sup>

Mart 2017’de yapılan kapsamlı yeniliklerle kentsel dönüşüm projeleri GS biçiminde menkul kıymetleştirme sürecine eklenmiştir. Buna göre kentsel dönüşüm kapsamındaki projeler için GS ihraç edilebilmektedir. Kentsel dönüşüm amaçlı projeler kapsamında; *“İller Bankası Anonim Şirketi ve TOKİ veya bunlar tarafından anlaşma suretiyle belirlenecek tüzel kişiler, belediyeler ile bağlı ortaklıkları ve iştirakleri, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından anlaşma suretiyle belirlenecek tüzel kişiler”* vd. GS ihraç edilebilmektedir. Söz konusu projelerde ilgili hak sahibi olarak belirlenen kişilere anlaşma sağlanması şartıyla ihraç edilecek GS’lerden verilebilmektedir. İzahname veya ihraç belgesinde belirtilmek şartıyla gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümleri hak sahiplerine tahsis

---

<sup>84</sup> 2018’de Sanayi ve Teknoloji Bakan Yardımcılığına atanan ve geçmişte İMKB Risk Yönetim Müdürlüğü’nde çalışmış olan Durmaz,, yatırımcıların ilk halka arzda uğradıkları değer kaybının güven kaybına dönüşmemesi için GS gibi yeni ürünlerin desteklenmesi amacıyla vergi avantajı sağlanmasını önermektedir. Sertifika alım satımından elde edilen kazançların gerçek kişiler için % 10 stopaja tabi olduğunu hatırlatan Durmaz’a göre, *“bunun kesinlikle sıfır olması”* gereklidir. GS ihraçları gayrimenkul sektörünün satış ve finansman sorununun *“sermaye piyasası kanalıyla çözülmüş”* olduğunu belirten Durmaz’a göre, *“sertifikaları ihraçtan satın alan yatırımcıların düşük fiyattan alması lazım ki kar etsinler, kar etsinler ki bir sonraki ihraçta da istekli olsunlar”* (Durmaz, 2017). Durmaz’ın ihmal ettiği nokta ise ekonomik krizle birlikte gayrimenkul balonlarının patlaması halinde sertifikaların piyasa değerlerinin hisse senetleri gibi tepetaklak çakılma ihtimalidir!

edilebilmektedir. *“Yatırımcılar projeden sertifika edinen hak sahipleri ile eşit şartlar altında, eşit haklara”* sahip tutulmuştur (SPK, VII-128.2b Sayılı Tebliğ, 2017).

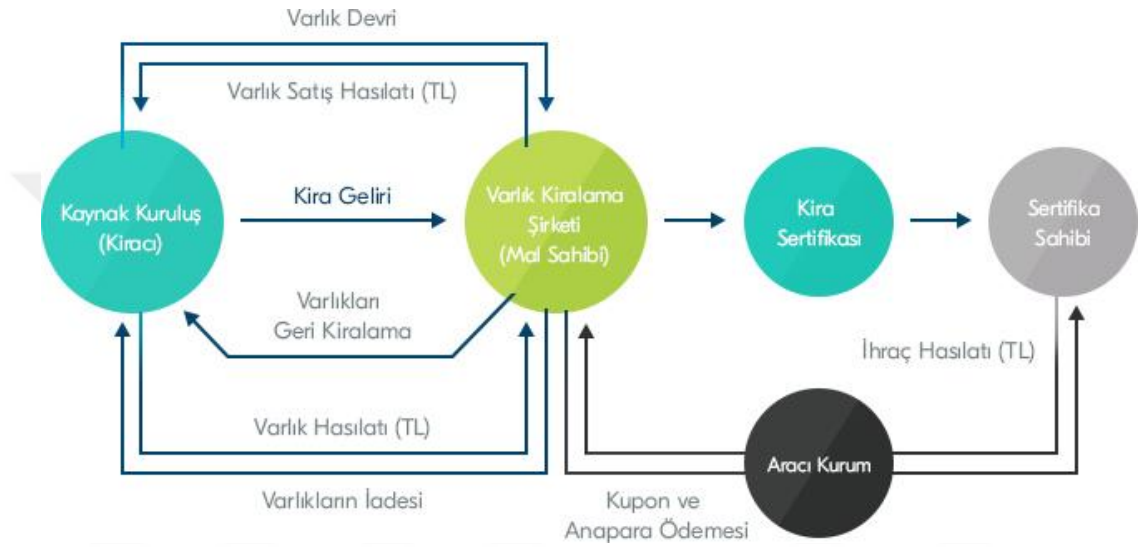
Türkiye’de gayrimenkule yönelik oldukça yeni bir yatırım ve finansman aracı olarak GS’ler dair halihazırdaki rakamlar, GS’lerin artan oranda ilgi gördüğüne işaret etmektedir. SPK 2018 Yıllık Faaliyet Raporu’na göre 2017’de 118 milyon TL gayrimenkul sertifikası ihraç edilirken, 2018’de 9,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (SPK, 2019; BİST 2018).

Gayrimenkul yatırımları dahil sermaye piyasalarına yönelik yatırım yapmak amacıyla çıkarılan faizsiz finansman araçlarından bir diğeri ise KS’lerdir. VKŞ tarafından ihraç edilebilen KS’ler, gayrimenkul alım satımı dahil çok sayıda varlık alım satımını, girişim sermayesi olarak büyüme potansiyeli olan firmalara ve de çok sayıda faaliyet gelirlerine ortak olmayı sağlayan bir sermaye piyasası aracıdır. *“7/06/2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Tebliğ”*e göre KS, *“her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla VKŞ tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan”* sermaye piyasası aracı niteliğinde bir menkul kıymet türüdür. Tanımda yer alan hak; *“KS ihracına dayanak her türlü hakkı”*, varlık ise KS *“ihracına dayanak haklar dışındaki her türlü varlığı”* ifade etmektedir. KS’lere dayanak olarak gösterilen varlık ve haklar içinde gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar da bulunabildiği gibi, özellikle eser sözleşmesine dayalı KS’ler baraj, yol, köprü gibi büyük ölçekte projelerin finansmanında kullanılmaya yönelik bir sertifika türüdür. *“Halka arz edilmek suretiyle veya tahsisli olarak ya da nitelikli yatırımcılara”* satışı mümkün olan KS’ler, yalnızca VKŞ’lerce çıkarılıp ihraç edilebilmektedir. VKŞ; *“aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşları tarafından, KS ihraç etmek üzere kurulmuş olan, sermaye piyasası kurumu niteliğinde bir anonim şirkettir.”* (SPK, III-61.1 sayılı Tebliğ, 2013).

VKŞ tarafında ihraç edilen KS, *“BİST Borçlanma Araçları Piyasası”*nda işlem görmektedir. Dolayısıyla faizsiz tahvil benzeri bir finansal araç olan KS, varlık piyasasına ikinci el piyasa işlemleri aracılığıyla likidite imkânı sunmaktadır. Yatırımcılar istedikleri takdirde vadesinden önce KS’leri satışa sunarak *“tamamen ya da kısmen nakde çevirebilmektedir.”* KS sistemi *“temel olarak, kaynak kuruluşun VKŞ’ye devrettiği varlıkları daha sonra geri kiralaması suretiyle fon temin etmesi üzerine”* kuruludur. VKŞ ilk aşamada *“devraldığı bu varlıkların finansmanını ihraç*

edeceği KS ile” karşılamaktadır. Bu amaçla ihraç edilen sertifikaların geri ödemeleri ise “kaynak kuruluştan gelen dönemsel kira gelirleri” ile gerçekleştirmektedir. “Vade sonunda kaynak kuruluşa geri devredilen söz konusu varlıklardan elde edilen gelir”, KS sahiplerine payları oranında dağıtılmaktadır. Böylece, KS’ler itfa edilmektedir (SPK, 2019; BİST, 2018). KS’lerin işleyiş tarzı şekil itibarıyla aşağıdaki gibidir:

**Şekil 2.6: KS (Sukuk) Genel Yapısı**



**Kaynak:** Türkiye Finans.

KS'lere dair yasal mevzuatın oluşturulması ile birlikte Türkiye'de Kurulu bulunan yerli ve yabancı bankaların büyük bir kısmı VKŞ kurma yoluna giderek KS ihraç etmeye başlamıştır. Bankalar ayrıca, kurmuş oldukları portföy yönetim şirketleri aracılığıyla KS'den oluşan yatırım fonu oluşturup müşterilerine bir yatırım tercihi olarak sunmaktadır.<sup>85</sup>

KS'lerin yasal mevzuatı ile birlikte başta büyük ölçekli kamusal projeler ile birlikte devlete ait kurum ve kuruluşların gelirlerine ortak etme ve kamuya kaynak sağlama amacıyla AKP Hükümeti, KS ihraç etme yoluna gitmiştir. Bu kapsamda, “Devlet Kira Sertifikaları (DKS); T.C. Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim

<sup>85</sup> Örneğin, TF Varlık Kiralama A.Ş. “tarafından, satın alıp kiralamak suretiyle devralınan veya adına yönetilen varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla ihraç edilen” KS’ler, KS sahiplerine payları oranında kira geliri elde etme olanağı sunmaktadır (Türkiye Finans, 2019). Bir başka örnek olarak, Ziraat Portföy Kısa Vadeli KS Katılım Fonu, aylık ağırlıklı ortalama vadesinin 25-90 gün olarak belirlendiği “fon portföyünün en az %80’ni devamlı olarak yerli kamu ve özel sektör kira sertifikalarına” yatırılmaktadır. Fonun halka arz tarihi 5 Haziran 2017, fon toplam değeri ise 125.883.447,22 TL olarak belirtilmiştir (Ziraat Portföy, 2019).

Şirketi (HMKVŞ) tarafından, satın almak veya kiralamak suretiyle devralınan varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla ihraç edilen” bir menkul kıymet türü olarak çıkarılmıştır. HMKVŞ'nin ihraç ettiği DKS, "sahiplerinin payları oranında kira geliri elde etmesini" sağlamaktadır. T.C. Hazine Müsteşarlığı güvencesi altında olan DKS'ler, BİST'te işlem gördüğü için yatırımcıya vadesinden önce kısmen veya tamamen nakde dönüştürme imkânı sunmaktadır (Türkiye Finans, 2019).

Aşağıdaki Tablo 2011'den 2019'a ihraç edilen GS ve KS'lerin miktarını göstermektedir.

**Tablo 2.16:** Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından İzahname/İhraç Belgesi Onaylanan Sermaye Piyasası Araçları, (2011-2019 / Bin TL)

| YILLAR                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | KİRA, GAYRİMENKUL SERTİFİKASI |                       |               | TOPLAM           |       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------|---------------|------------------|-------|
| Years                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                               |                       |               | Total            |       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Halka arz                     | Halka Arzedilmeksizin | Toplam        |                  | %     |
| 2011                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00                          | 641.095,00            | 641.095,00    | 108.963.565,75   | 0,59% |
| 2012                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 0,00                          | 0,00                  | 0,00          | 131.204.274,27   | 0,00% |
| 2013                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 425.000,00                    | 2.484.137,60          | 2.909.137,60  | 488.584.087,86   | 0,60% |
| 2014                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 1.250.000,00                  | 9.540.270,00          | 10.790.270,00 | 390.591.883,22   | 2,76% |
| 2015                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2.500.000,00                  | 2.878.984,00          | 5.378.984,00  | 254.471.116,20   | 2,11% |
| 2016                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 3.850.000,00                  | 5.158.908,00          | 9.008.908,00  | 572.962.860,99   | 1,57% |
| 2017                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 7.000.000,00                  | 11.100.682,09         | 18.100.682,09 | 1.091.770.395,60 | 1,66% |
| 2018                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 7.000.000,00                  | 38.304.270,00         | 45.304.270,00 | 1.485.935.239,12 | 3,05% |
| 2019/4                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 5.300.000,00                  | 9.600.000,00          | 14.900.000,00 | 293.275.756,91   | 5,08% |
| <b>TOPLAM:</b> Paylar, Borçlanma Araçları, Banka ve Banka Garantili Bonolar, Finansman Bonosu, VDMK, VTMK, Gayrimenkul ve Kira Sertifikaları, Kar ve Zarar Orantılığı Belgesi (KZOB), Menkul Kıymet Yatırım Fonları Katılım Belgesi (MKYF-KB), Emeklilik Yatırım Fonları Katılım Belgesi (EF-KB), Yabancı Yatırım Fonu Katılım Belgesi (YYF-KB) ve Varantlardan oluşmaktadır. |                               |                       |               |                  |       |

**Kaynak:** SPK, Aylık İstatistik Bültenleri.

2013'te mevzuatı düzenlenerek ihracına izin verilen GS ve KS'ler, GYF Katılım Payları gibi oldukça yeni sermaye piyasası araçlarıdır. Böyle olmasına karşın yukarıdaki Tablo'dan görüleceği gibi, 2013 yılından itibaren satışa sunulan GS ve KS'lerin toplam değeri, aynı yıllarda satışa sunulan tüm sermaye piyasası araçlarının toplam değeri içindeki payı giderek artmıştır. 2013 yılı itibarıyla halka arz edilerek ve edilmeksizin satışa sunulan GS ve KS miktarının toplam değeri, tüm ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının toplam değerinin %0,6'sına tekabül ederken, bu oran 2018'de %3,5'e, 2019'un ilk 4 ayı itibarıyla %5,08'e yükselmiştir. SPK 2018 Yıllık Faaliyet Raporu'na göre 2018'de 90 milyon ABD doları değerinde yurt içi kira sertifikası ihracı gerçekleşmiştir (SPK, 2019).

## 2.2.4. Türkiye Gayrimenkul Piyasasının Finansallaşmasının Bir Aracı Olarak GYO'lar

İnşaat şirketlerinin büyümesinin sonuçlarından biri finansal mekanizmalara artan oranda eklemenecek bir şekilde sermaye piyasalarına açılmaları olmuştur. Türkiye’de bu dönüşüm, GYO’lar ve gayrimenkul yatırımlarının çeşitli biçimlerde menkul kıymetleştirilmesi yöntemleriyle gerçekleşmiştir. GYO’lar ile inşaat şirketlerinin hisselerini satın alarak onları kendi bünyelerine dahil edebilmektedirler. Böylece reel üretim yapan inşaat şirketleri GYO’lar üzerinden sermaye piyasasına entegrasyonu sağlanmaktadır.

Bir yatırım ortaklığı türü olan GYO’ların amacı, *“getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım”* yapılması, portföye alınan *“gayrimenkullerden kira geliri”* ve de *“gayrimenkul alım satımından kazanç”* sağlamaktır. Bu kazançlar, ortaklıkta payı bulunan hissedarlara payları oranında dağıtılmaktadır. Türkiye’de GYO’lara dair ilk yasal düzenleme, 22 Temmuz 1995’de yapılmıştır. *“SPK’nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”*ne göre GYO’lar, *“sermaye piyasası mevzuatının belirlediği usul ve esaslar dahilinde başta gayrimenkul yatırımları olmak üzere portföy oluşturup yönetmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kayıtlı sermaye esasına göre kurulan anonim şirket niteliğinde sermaye piyasası kurumudur”*. GYO’lar, *“gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklara yatırım yaparak portföy”* oluşturup yönetmektedir (SPK, 2013).

2004’te GYO’lara Kurumlar Vergisi’nden muafiyet getirilmiş ve yatırım alanları genişletilmiştir. 2011’de GYO’ların zorunlu halka arz oranı %49’dan %25’e indirilmiştir. Özellikle 2010 yılı sonrasında, *“öncesinde küçük ölçekli ve yerel müteahhitlerin hakim olduğu inşaat sektörü”* GYO biçiminde örgütlenerek *“arkasında büyük sermaye gruplarının bulunduğu”* bir yapıya evrilmiştir (Yeşilbağ, 2016: 613).

2013’ün başında yürürlüğe giren *“6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu”*na uyum kapsamında GYO’ların sermaye piyasalarına açılma, farklı alanlara yatırım yapma ve finansman sağlama olanakları daha da kolaylaştırılmıştır. Bu kapsamda; *“GYO’ların aktif toplamının asgari %51’inin gayrimenkul yatırımlarından*

*oluşturulması” yeterli görülmüştür. “GYO’ların gayrimenkul sertifikası ihraç edebilmesine imkân tanınarak finansman kaynakları” genişletilmiştir. GYO’ların faaliyet kapsamına, 23 Ocak 2014 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan değişiklik ile altyapı yatırım ve hizmetleri de dahil edilmiştir.*

İnşaat işlerini kendileri üstlenemeyen ve proje yürütemeyen GYO’lar, inşaatını başka şirketlerin gerçekleştirdiği *“iş merkezleri veya alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkul projelere”* finansman sağlayabilmektedir. Bu yönüyle halktan pay (hisse) karşılığında toplanacak paralarla GYO’lar, kendi özkaynakları yetersiz olan şirketlere kaynak temin etmiş olmaktadır. SPK’ya göre *“yatırımcılar açısından, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı”* yatırımlar, *“psikolojik bir güven unsuru”* olmaktadır. Ayrıca, GYO’lar üzerinden *“çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılabilmesi, yatırımın borçlanma ile finanse edilebilmesi ve amortisman ayrılabilmesi gibi hususlar”* gayrimenkul yatırımını cazip kılmaktadır. Bu şirketlere yatırım yapan uluslararası kuruluşlar ise *“gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul getirilerinden faydalanmak amacıyla, organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih”* etmektedirler (SPK, 2013).

GYO’lar üzerinden, özkaynak ve banka kredileri ile finansman olanakları bulunan gayrimenkul sektöründeki şirketlere sermaye piyasası araçları ile yeni finansman kanalı sunulmuştur. GYO’lar ayrıca, inşaat sermayesinin diğer sektörlerdeki firmaların sermayeleri ile eklemlenmesinin yolunu açmaktadır. Borsaya açılarak sermayesi halka arz edilmiş olan GYO’lar, piyasadan topladıkları fonlar aracılığıyla büyük ölçekli inşaat projelerine yatırım yapma olanağına kavuşurken, GYO’lar üzerinden tasarruf sahiplerine hisse senedi satın alarak büyük oranda inşaat sektörüne yönelik yatırımlara ortak olunmasının yolu açılmaktadır. İnşaat üretimi yapan müteahhitlere ise büyük ölçekli projeleri organize etme olanağı sunulmaktadır.

Türkiye’de 2002 yılından itibaren inşaat sektörünün büyümesine paralel bir şekilde GYO’ların sayı ve piyasa değeri sürekli artış kaydederken, MKYO’ların<sup>86</sup> sayısı ve piyasa değeri ise azalmıştır. 2002 yılı itibariyle Türkiye’de toplam portföy değeri 1.03 katrilyon TL ve piyasa değeri 338.7 trilyon TL olan 9 gayrimenkul yatırım

---

<sup>86</sup> Sermaye piyasalarına yönelik yatırım yapan kuruluşlardan bir diğeri olan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (MKYO)’lar ağırlıklı olarak hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlere yatırım yapmaktır (<http://www.spk.gov.tr>).

ortaklığı faaliyet göstermektedir. Aynı tarihte, 138.9 trilyon Türk lirası portföy değeri ve 71.4 trilyon Türk lirası piyasa değeri bulunan 22 adet A tipi yatırım ortaklığı (MKYO) faaliyet göstermektedir. İMKB'ye kote olan bu GYO'ların portföylerinin %72,8'ini bina, arsa ve araziler, %23,1'ini ise gayrimenkule dayalı projeler oluştururken, MKYO portföylerinin %47,1'ini hisse senedi, %32,1'ini devlet tahvili ve hazine bonusu, %20,5'ini de ters repo işlemleri oluşturmaktadır (SPK, 2019).

SPK 2018 Yılı Faaliyet Raporu'na göre Borsa İstanbul (BİST)'te işlem toplam 49 yatırım ortaklığının 33'ü yani %67'si gayrimenkul yatırım ortaklığından oluşmaktadır. Bu yatırım ortaklıklarının büyük bir kısmı 2002 ve 2010'dan itibaren kurulmuştur (SPK, 2019).<sup>87</sup>

**Tablo 2.17: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İle Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Portföy Değeri**

| GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PORTFÖY DEĞERİ |        |                               |            | MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI NET AKTİF DEĞERLERİ |        |                                         |            |
|-------------------------------------------------|--------|-------------------------------|------------|--------------------------------------------------------|--------|-----------------------------------------|------------|
| Yıl                                             | Sayısı | Piyasa Değeri<br>Market Value |            | Yıl                                                    | Sayısı | Net Aktif Değerleri<br>Net Assets Value |            |
| Year                                            | Number | Bin TL                        | Milyon \$  | Year                                                   | Number | Bin TL                                  | Milyon \$  |
|                                                 |        | Thousand TR                   | Million \$ |                                                        |        | Thousand TR                             | Million \$ |
| 2011/12                                         | 23     | 11.708.492                    | 6.224      | 2006                                                   | 30     | 539.906                                 | 382        |
| 2012/12                                         | 25     | 15.781.822                    | 8.857      | 2007                                                   | 33     | 688.549                                 | 591        |
| 2013/12                                         | 30     | 18.632.452                    | 8.730      | 2008                                                   | 34     | 552.782                                 | 360        |
| 2014/12                                         | 31     | 21.981.323                    | 9.462      | 2009                                                   | 33     | 712.027                                 | 479        |
| 2015/12                                         | 31     | 21.279.729                    | 7.279      | 2010                                                   | 31     | 750.002                                 | 488        |
| 2016/12                                         | 31     | 24.961.535                    | 7.080      | 2011                                                   | 26     | 689.270                                 | 366        |
| 2017/12                                         | 31     | 26.924.062                    | 7.125      | 2012                                                   | 18     | 721.264                                 | 405        |
| 2018/12                                         | 33     | 19.362.622                    | 3.660      | 2013                                                   | 13     | 492.445                                 | 231        |
| 2019/03                                         | 33     | 18.680.395                    | 3.313      | 2014                                                   | 9      | 448.765                                 | 193        |
|                                                 |        |                               |            | 2015                                                   | 9      | 429.659                                 | 145        |
|                                                 |        |                               |            | 2016                                                   | 9      | 442.140                                 | 126        |
|                                                 |        |                               |            | 2017                                                   | 9      | 479.084                                 | 127        |
|                                                 |        |                               |            | 2018/12                                                | 9      | 480.167                                 | 91         |
|                                                 |        |                               |            | 2019/04                                                | 9      | 489.254                                 | 82         |

**Kaynak:** SPK, Aylık İstatistik Bültenleri.

Tablo'dan görüldüğü gibi 2008 yılı itibariyle 34 olan MKYO sayısı 2019 yılı itibariyle 9'a düşmüş, 2011'de 23 olan GYO sayısı 2019 yılı itibariyle 33'e çıkmıştır.

<sup>87</sup> Örneğin, Körfez GYO 2014, Panora GYO 2013, Servet GYO 2013, Halk GYO 2013, Özak GYO 2012, Akfen GYO A.Ş. 2011, Kiler GYO A.Ş. 2011, Torunlar GYO A.Ş. 2010, Martı GYO A.Ş. 2010, Emlak Konut GYO A.Ş. 2010, REYSAŞ GYO A.Ş. 2010, İDEALİST GYO A.Ş. 2010, TSKB GYO A.Ş. 2010, SAĞLAM GYO A.Ş. 2007, SİNPAŞ GYO A.Ş. 2007, HEDEF MKYO A.Ş. 2005, AKMERKEZ GYO A.Ş. 2005, İNFO MKYO A.Ş. 2004, ATA KULE GMYO A.Ş. 2002 yılında kurulan GYO'lar arasındadır. İHLAS GMYO A.Ş. 1999, NUROL GMYO A.Ş. 1999, EGS GMYO A.Ş. 1998, YAPI KREDİ KORAY GMYO 1998, ALARKO GMYO A.Ş. 1996, VAKIF GMYO A.Ş. ise 1996 yılında kurulan GYO'lardır. (<http://www.spk.gov.tr>).

GYO'ların portföy ve piyasa değerleri MKYO'ların portföy ve piyasa değerini kat ve kat aşmıştır. Örneğin, 2002 yılı itibariyle GYO'ların piyasa değeri (338.714.325 TL), MKYO'ların piyasa değerinin (71.413.233 TL) yaklaşık 4,7 kat üstündeyken, GYO'ların 2017 yılı sonu piyasa değeri (26.924.062.000 TL) MKYO'ların 2017 yılsonu piyasa değerinin (429.084.000 TL) 62,7 katına çıkmıştır. Bu durum inşaat ve gayrimenkul sektörünün büyük oranda finansal piyasaya eklemlendiğini gösteren önemli bir veridir. Ayrıca SPK verilerine göre 2011 ve 2019 yıllarını kapsayan 9 yılda GYO'lar portföylerinin ortalama olarak yaklaşık %72'sini gayrimenkul ile gayrimenkule dayalı proje ve haklara yatırmıştır (SPK 2019; SPK 2020; BİST 2018). Aşağıdaki Tablo bir bütün olarak GYO'lar hakkında daha detaylı bilgiler sunmaktadır.

**Tablo 2.18:** Şirket Bazında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Genel Bilgileri, (2019 1. Çeyrek)

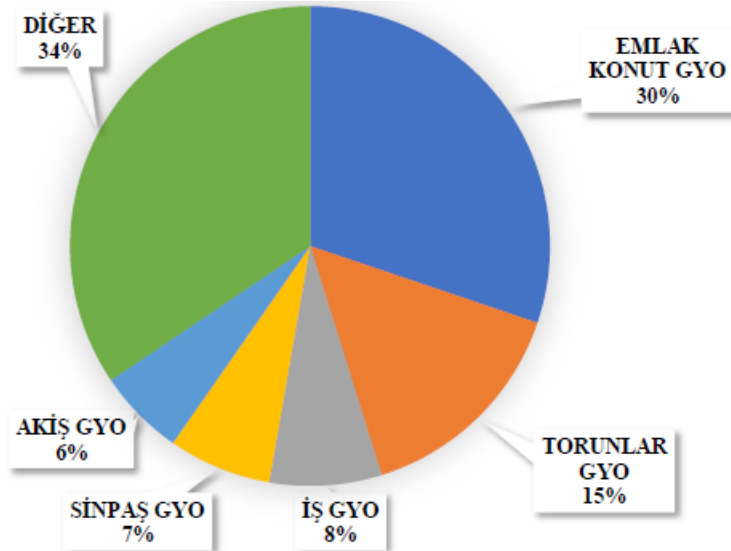
| Ortaklığın Unvanı               | Çıkarılmış Sermaye | Hisse Sayısı  | Gayrimenkul Yatırımları | Hisse Fiyatı | Piyasa Değeri | Konsolide Olmayan Aktif Toplamı |
|---------------------------------|--------------------|---------------|-------------------------|--------------|---------------|---------------------------------|
|                                 | (TL)               |               | (TL)                    | (TL)         | (TL)          | (TL)                            |
| Name of Company                 | Paid in Capital    | Number Of     | Real Estate             | Stock Price  | Market Value  | Total Assets                    |
|                                 | (TRY)              | Shares        | Investments             | (TRY)        | (TRY)         | (TRY)                           |
| 1 AKFEN GAYRİMENKUL Y.O.        | 184.000.000        | 184.000.000   | 74,91                   | 1,440000     | 264.960.000   | 1.565.321.599                   |
| 2 AKİŞ GAYRİMENKUL Y.O.         | 430.091.850        | 430.091.850   | 93,41                   | 2,620000     | 1.126.840.647 | 5.599.210.005                   |
| 3 AKMERKEZ GAYRİMENKUL Y.O.     | 37.264.000         | 37.264.000    | 64,28                   | 17,960000    | 669.261.440   | 290.242.031                     |
| 4 ALARKO GAYRİMENKUL Y.O.       | 10.650.794         | 10.650.794    | 50,05                   | 41,860000    | 445.842.237   | 1.199.487.359                   |
| 5 ATA GAYRİMENKUL Y.O.          | 23.750.000         | 23.750.000    | 90,40                   | 3,850000     | 91.437.500    | 96.622.599                      |
| 6 ATA KULE GAYRİMENKUL Y.O.     | 231.000.000        | 231.000.000   | 87,05                   | 1,160000     | 267.960.000   | 488.736.261                     |
| 7 AVRASYA GAYRİMENKUL Y.O.      | 72.000.000         | 72.000.000    | 72,18                   | 1,150000     | 82.800.000    | 172.962.692                     |
| 8 DENİZ GAYRİMENKUL Y.O.        | 50.000.000         | 50.000.000    | 77,67                   | 3,030000     | 151.500.000   | 597.858.163                     |
| 9 DOĞUŞ GAYRİMENKUL Y.O.        | 332.007.786        | 332.007.786   | 96,52                   | 2,150000     | 713.816.740   | 1.839.778.202                   |
| 10 EMLAK KONUT GAYRİMENKUL Y.O. | 3.800.000.000      | 3.800.000.000 | 64,50                   | 1,530000     | 5.814.000.000 | 22.951.803.000                  |
| 11 HALK GAYRİMENKUL Y.O.        | 858.000.000        | 858.000.000   | 91,04                   | 0,740000     | 634.920.000   | 2.650.969.552                   |
| 12 İDEALİST GAYRİMENKUL Y.O.    | 10.000.000         | 10.000.000    | 80,02                   | 1,530000     | 15.300.000    | 9.855.392                       |
| 13 İŞ GAYRİMENKUL Y.O.          | 958.750.000        | 958.750.000   | 93,47                   | 0,940000     | 901.225.000   | 5.212.423.127                   |
| 14 KİLER GAYRİMENKUL Y.O.       | 124.000.000        | 124.000.000   | 67,74                   | 2,140000     | 265.360.000   | 2.206.179.000                   |
| 15 KÖRFEZ GAYRİMENKUL Y.O.      | 66.000.000         | 66.000.000    | 78,37                   | 1,130000     | 74.580.000    | 102.630.147                     |
| 16 MARTI GAYRİMENKUL Y.O.       | 110.000.000        | 110.000.000   | 78,38                   | 0,610000     | 67.100.000    | 591.996.367                     |
| 17 MİSTRAL GAYRİMENKUL Y.O.     | 134.219.462        | 134.219.462   | 96,24                   | 1,200000     | 161.063.354   | 229.742.576                     |
| 18 NURUL GAYRİMENKUL Y.O.       | 80.000.000         | 80.000.000    | 81,46                   | 2,130000     | 170.400.000   | 1.797.544.931                   |
| 19 ÖZAK GAYRİMENKUL Y.O.        | 250.000.000        | 250.000.000   | 74,10                   | 2,160000     | 540.000.000   | 3.838.759.393                   |
| 20 ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL Y.O.    | 250.000.000        | 250.000.000   | 92,24                   | 0,830000     | 207.500.000   | 580.099.741                     |
| 21 PANORA GAYRİMENKUL Y.O.      | 87.000.000         | 87.000.000    | 96,78                   | 4,180000     | 363.660.000   | 928.063.493                     |
| 22 PEKER GAYRİMENKUL Y.O.       | 73.100.000         | 73.100.000    | 45,70                   | 3,770000     | 275.587.000   | 536.012.450                     |
| 23 PERA GAYRİMENKUL Y.O.        | 89.100.000         | 89.100.000    | 93,71                   | 0,510000     | 45.441.000    | 133.225.113                     |
| 24 REYSAŞ GAYRİMENKUL Y.O.      | 246.000.001        | 246.000.001   | 87,59                   | 0,870000     | 214.020.001   | 2.253.236.752                   |
| 25 SERVET GAYRİMENKUL Y.O.      | 52.000.000         | 52.000.000    | 71,01                   | 4,440000     | 230.880.000   | 559.169.602                     |
| 26 SİNPAŞ GAYRİMENKUL Y.O.      | 873.193.431        | 873.193.431   | 78,74                   | 0,400000     | 349.277.373   | 5.085.772.924                   |
| 27 TORUNLAR GAYRİMENKUL Y.O.    | 1.000.000.000      | 1.000.000.000 | 91,66                   | 2,300000     | 2.300.000.000 | 12.478.234.000                  |
| 28 TREND GAYRİMENKUL Y.O.       | 30.000.000         | 30.000.000    | 88,17                   | 1,340000     | 40.200.000    | 108.753.905                     |
| 29 TSKB GAYRİMENKUL Y.O.        | 300.000.000        | 300.000.000   | 97,06                   | 0,730000     | 219.000.000   | 502.423.136                     |
| 30 VAKIF GAYRİMENKUL Y.O.       | 225.000.000        | 225.000.000   | 67,96                   | 1,800000     | 405.000.000   | 1.600.964.073                   |
| 31 YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL | 40.000.000         | 40.000.000    | 82,34                   | 1,430000     | 57.200.000    | 86.676.160                      |
| 32 YENİ GİMAT GAYRİMENKUL Y.O.  | 161.280.000        | 161.280.000   | 83,16                   | 9,010000     | 1.453.132.800 | 2.167.279.767                   |
| 33 YEŞİL GAYRİMENKUL Y.O.       | 235.115.706        | 235.115.706   | 61,34                   | 0,260000     | 61.130.084    | 2.108.769.873                   |

**Kaynak:**SPK, Aylık İstatistik Bültenleri.

Yaklaşık 5,8 milyar TL piyasa değeri en büyük olan GYO paylarının %49,6'sı devlete ait olan Emlak Konut GYO'dur. Onu 2,3 milyar TL piyasa değeri ile Torunlar GYO, yaklaşık 1,5 milyar TL ile Yeni Gimat GYO, 1,1 milyar TL ile AKİŞ izlemektedir. İlk 4 sıradaki GYO'nun hiçbiri 2002 döneminde henüz kurulmamıştır. Konsolide olmayan aktif toplamlarına göre ilk 16 GYO'nun aktif toplamı toplam büyüklüğün %90'ını aşmaktadır. Bu firmalar içinde Emlak Konut GYO, Torunlar GYO, İŞ GYO, SİNPAŞ GYO ve AKİŞ GYO ön sıralarda yer almaktadır. 2018'de Yatırım Ortaklıkları toplam aktif büyüklüğü 84,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam Türkiye'nin 2018 yılı GSYH'si 3 trilyon 700 milyar TL'nin yaklaşık %2,2'sine tekabül etmektedir. Bu oran, GSYH içinde %10'lar düzeyinde payı olan inşaat sektörünün sermaye piyasalarına entegrasyon düzeyine ilişkin önemli bir veri sunmaktadır (SPK 2019; SPK 2020; BİST 2018).

Aşağıdaki Grafik ise başta Emlak Konut GYO olmak üzere ilk beş şirketin piyasanın toplam %66'sını kontrol ettiğini göstermektedir.

**Grafik 2.17:** Türkiye'de GYO'ların Büyüklük Dağılımları (%)



**Kaynak:** SPK, Aylık İstatistik Bültenleri.

Yukarıdaki Şekil'de görüldüğü gibi, 2018 yılı itibarıyla GYO'lar içerisinde Emlak Konut GYO %30 ile en büyük ortaklıktır. Emlak GYO'yu %15 ile Torunlar GYO, %8 ile İŞ GYO, %7 ile SİNPAŞ GYO ve %6 ile AKİŞ GYO izlemektedir. Bu beş GYO'nun

Türkiye’de GYO’ların toplam büyüklüğü içinde yüzde payı ise %66’dır. Sektörün yaklaşık %45’ine Emlak Konut GYO ve Torunlar GYO hâkim durumdadır. Dolayısıyla, tablo sektördeki tekelleşme eğilimini çok net olarak göstermektedir.

Sektöre yönelik sermayenin yoğunlaşması ve merkezileşmesi çeşitli biçimlerde gerçekleşmektedir. 1980 öncesinde holding şeklinde örgütlenmiş bazı sermaye grupları 2000’li yıllardan itibaren inşaaata yönelirken, geçmişi müteahhitlik ve inşaat işlerine dayanan kimi firmalar ise GYO biçiminde örgütlenip inşaat şirketlerinin hisselerini satın alarak büyümüşlerdir. Örneğin, Türkiye’de ilk kurulan GYO olan Alarko GYO, kuruluş yılı olan 1996’dan bir yıl sonra halka açılmıştır. Tekstil, enerji, beyaz eşya, telekomünikasyon, elektronik, maden ve metalürji alanlarında faaliyet gösteren Zorlu Holding, 2006 yılında gayrimenkul sektöründe de faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu grubun, 2018 yılı itibariyle toplam 49,3 milyar TL olan aktif büyüklüğünün 8,4 milyar TL’sini gayrimenkul sektöründen oluşmuştur (Alaybeyoğlu, 2019: 150).<sup>88</sup>

Emlak Konut GYO, 2019 yılı itibariyle piyasa değeri 5,8 milyar TL olan devlet destekli en büyük gayrimenkul ortaklığıdır. Sektörün en büyüğü konumunda yer alan Emlak Konut GYO sermayesinin %49.37’si TOKİ’ye aittir. Emlak GYO, 2018 yılı faaliyet raporuna göre, GYO’lar içinde dünyada 88. sırada yer almaktadır. Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ülkeleri bazında ise 4. büyük GYO’dur. Emlak Konut GYO, devlet elinde bulunan arazileri TOKİ’den satın alarak ya da devralarak, gelir ortaklığı modeli ile arazileri inşaat üretim sürecine yönlendirmektedir (Emlak Konut, 2019).<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> Türkiye’nin 2. büyüğü Torunlar GYO örneğinde görülen 2002 sonrasında AKP döneminde GYO’lar içinde en çok büyüme kaydeden bir sermaye grubu oluşudur. 1960’lı yıllarda bakkal işletmekle ticaretle başlayan, sonra gıda üretimi ve ihracı ile devam eden, sonrasında ise enerji ve inşaaata yönelimle birlikte borsa kanalıyla yatırımlarını finansal alanda sürdüren Torunlar, 1980’li yıllarda toptancılık ve küçük çapta inşaat işlerine girmiştir. 1986 yılında toptancılık ve inşaat işlerini Torunlar Gıda A.Ş. ve Torunlar İnşaat A.Ş. bünyesinde sürdüren grup, 1997 yılı sonrasında ticaret üzerinden biriktirdikleri sermayeyi yoğun bir şekilde inşaat sektörüne yönlendirmiştir. 1997’de Toray İnşaat’ı kuran Torunlar, aynı yıl Yeni Gimat A.Ş.’yi şirket bünyesine katmıştır. Yeni Gimat A.Ş. 1999 yılında anonim şirkete dönüştürülmüş, 2013 yılında ise SPK’dan alınan izinle Yeni Gimat GYO olmuştur. Yeni Gimat GYO, Torunlar GYO’dan sonra şirketin ikinci GYO firmasıdır. Torunlar GYO, arazinin büyük bir kısmını TOKİ veya belediyelerden ucuz maliyetle almaktadır. Torunlar Grubun 2018 yılı itibariyle toplam varlıklarının dağılımında %66.4 gayrimenkul, %18.5 enerji, %15.2 gıda sektörü yer almaktadır (Torunlar GYO, 2019; Alaybeyoğlu, 2019: 159-160).

<sup>89</sup> Emlak Bankası bünyesinde yer alan Emlak Yapı A.Ş.’nin mirası üzerinden şekillenen Emlak Konut’un geçmişi, 1953 yılında Ankara İmar Ltd. Şti. unvanıyla kurulan şirkete dayanmaktadır. 1987 yılında TİMLO ile birleşerek İnşaat ve İmar A.Ş. adını almıştır. Bakanlar Kurulu’nun 26.12.1990 tarihinde aldığı karar ile Emlak Yapı A.Ş. ile İnşaat ve İmar

TOKİ ile birlikte düşünüldüğünde Türkiye’de devlet, inşaat odaklı birikim sürecine TOKİ ve Emlak Konut GYO üzerinden üretim, finansman, kaynak tahsisi, pazarlama vb. biçimlerde yön vermektedir.

GYO’lar içine 3. Sırada yer alan İş GYO, finansal bir kurum olarak bankanın reel sektörü içermesi biçiminde bir örnektir.<sup>90</sup> Türkiye İş Bankası A.Ş. bir iştiraki olan İş GYO’nun çoğunluğu ticari gayrimenkul olmak üzere İstanbul kent merkezlerinde yoğunlaşan ve firmaya kira geliri sağlayan projeleri arasında İstanbul Kanyon AVM, İstanbul İş Kuleleri Kompleksi, İstanbul Marmara Park AVM ve İstanbul Finans Merkezi vd. yer almaktadır. İş GYO’nun 2018 yılı içerisinde elde ettiği kira geliri, 217 milyon TL, satış geliri ise 1 milyar 98 milyon TL’dir. İş GYO örneğinde görülen temel eğilim, inşaat üretim faaliyetlerini iştirakleri nezdinde yürütmektense, gayrimenkul sürecine doğrudan para ve ticari sermaye işlevleri ile dahil oluşlarıdır (Alaybeyoğlu, 2019: 160-1).

Alaybeyoğlu’nun dikkat çektiği gibi GYO’ların yatırımları büyük oranda toplumun barınma ihtiyacından ziyade, ileri gelir gruplarının sahip olabileceği, getirisi yüksek ve spekülasyona açık lüks “yaşam alanlarına” veya AVM, ticaret merkezleri, plazalar vs. yöneliktir. Emlak Konut GYO, TOKİ’den ucuza devraldığı daha çok kent merkezindeki kamu arazilerini gelir ortaklığı modeliyle özel şirketlere transfer ederek inşaaata yönelik sermaye birikimine açmaktadır (Alaybeyoğlu, 2019: 163).<sup>91</sup>

---

A.Ş. birleştirilerek Türkiye Emlak Bankası A.Ş. (Konut Bank)’nin bağlı ortaklığı yapılmıştır. Ağustos 1999’da Şirketin GYO’ya dönüştürülmesine karar verilmiştir. Emlak Konut A.Ş., 2001’de alınan kararlarla KİT rejiminden çıkarılarak özel hukuk hükümlerine tabi kılınmıştır. Temmuz 2002’de ise SPK’nın denetimine tabi “Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.”ye dönüşmüştür. 28.02.2006 tarihinde unvan değişikliğine gidilerek Emlak Konut GYO A.Ş. yapılmıştır. Kuruluşundan bu yana yaklaşık 135 proje yürüten devlet sermayeli ortaklık, 2010 yılında borsaya açılmıştır. 2018 yıl sonu kârı 1,26 milyar TL iken, ihale edilen arsaların toplam portföy değeri ise 3,9 milyar TL ve henüz ihale edilmemiş arsa stokunun ekspertiz değeri ise 4 milyar TL’dir (Emlak Konut, 2019).

<sup>90</sup> Cumhuriyetin ilk ulusal bankası olarak 1924 tarihinde kurulan Türkiye İş Bankası, 1930’lu yıllarda madencilik, ormancılık, gıda, basın, liman işletmeciliği, tekstil, turizm, ulaştırma gibi birçok alanda doğrudan yatırım yapmıştır. 1945’ten 1960’a kadar iştiraklerinde altı kat artış kaydeden Banka, bu dönemde yirmiyeye yakın çimento fabrikasının kurulması için destek vermiş, bu fabrikaların bir kısmına ortak olmuştur. 1990’lı yıllarda Türkiye İş Bankası eş anlı biçimde finans ve inşaat sektörüne yönelmiştir. 1994 yılında kurulan Tuba Sim İnşaat Konsorsiyumu A.Ş., 1996 yılında kurulan Soyak Turizm İnşaat ve 1999 yılında kurulan İş GYO inşaat ve finans alanında yapılan yatırımlardır. 2000’li yıllarda inşaat sektöründeki iştiraklerini başka firmalara satan İş Bankası’nın bugün gayrimenkul sektöründeki tek yatırımı ise İş GYO’dur (Öztürk, 2008: 251; Alaybeyoğlu, 2019: 160-1).

<sup>91</sup> Örneğin Sayıştay Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu’na göre sadece 2015 yılında 2.020.479 m<sup>2</sup> büyüklüğe sahip 110 taşınmaz Emlak GYO’ya devredilmiştir. Aynı yıl TOKİ, 1.660.573 m<sup>2</sup> büyüklükteki 118 taşınmazı 86.895.711 TL bedelle satmıştır (Sayıştay

İnşaat sektöründe finansallaşmanın önemli bir aracı konumunda yer alan GYO'lar, sektörde yer alan diğer büyük/küçük ölçekli sermaye gruplarını yutarak ya da çeşitli biçimlerde kendi ağlarına alarak tekelleşme eğilimini güçlendirmektedir. Borsa kanalıyla inşaata yönelik finansman sağlama olanağına sahip olan GYO'lar, yatırımların spekülasyona açık bir şekilde sürdürülmesine de ortam hazırlamaktadır. Olası bir krizde hisseleri büyük değer kaybına uğrama riskiyle karşı karşıya olan GYO'lar iflas ederken, daha güçlü olan ve ayakta kalan GYO'lar ötekilerin çakılan hisselerini düşük fiyattan toplayarak sermayenin merkezileşmesi ve yoğunlaşmasına hizmet edecektir. Böylesi bir durumda, sektör artan oranda tekelci bir yapıya dönüşecektir.

---

Başkanlığı, 2015). TOKİ ve Emlak Konut GYO üzerinden kamu arazilerinin özel şirketlere transfer edilmesine dair bir başka bir örnek vermek gerekirse; 2015 yılında TOKİ'den 400 milyon TL'ye alınan ve Zeytinburnu'nda yer alan 102 dönümlük askeri lojman arazisi, 2017 yılında arsa hasılat paylaşım modeli ile ihaleye çıkarılmıştır. İhaleyi Güney Gayrimenkul, Baş Yapı İnşaat, Esta İnşaat ve Elit Vizyon Yapı ortaklığı kazanmıştır. Benzer şekilde, İstanbul'un gayrimenkul değeri yüksek semtlerinden Nişantaşı Teşvikiye'de yer alan Marmara Üniversitesi kampüsü arazisi için 2018 yılında gerçekleştirilen ihaleyi, 1.763.750.000 TL bedelle DAP Yapıya ait Eltes ve İstlife iş Ortaklığı azanmıştır. Proje arsa satış karşılığı hasılat paylaşım modeli şeklinde yürütülmüştür (Aleybeyoğlu, 2019: 157).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 2008 KRİZ DİNAMİKLERİ AÇISINDAN TÜRKİYE-ABD KONUT PİYASASININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Bu bölümde, öncelikle Türkiye vb. GOÜ'lerde finansal krizlerin açığa çıkış biçimlerinin özgünlüklerine değinildikten sonra, 2008 Krizi'ni açığa çıkaran temel dinamikler, öncelikle ABD için ele alınacak ve sonrasında bu dinamikler Türkiye gayrimenkul piyasaları açısından tarihsel ve ampirik verilerle birlikte değerlendirilecektir.

#### 3.1. Türkiye ve Benzer GOÜ'lerde Finansal Kriz Dinamiğinin Özgünlüğü

Gelişmekte olan ülke (GOÜ)<sup>92</sup> olarak kavramsallaştırılan geç kapitalistleşen ülkelerde kriz dinamikleri, gelişmiş kapitalist ekonomilere göre, daha farklı biçimlerde tezahür etmektedir. Bu ülkelerdeki krizlerin açığa çıkış biçimleri, dünya ekonomisinin içinde bulunduğu konjonktür, dünya ekonomisine eklemlenme biçimleri, bu ülkelerin tarihsel ve kurumsal yapıları vb. faktörlere bağlı olarak değişmektedir. Bununla birlikte bu ülkelerin “bağımlı” ve eşitsiz gelişme dinamiklerinin belirlediği ortak zemin, yaşadıkları ekonomik krizlerin özelliklerini önemli oranda benzeştirmektedir. Türkiye'nin durumu birçok yönden özellikle Latin Amerika ülkeleriyle benzerlik arz etmektedir.<sup>93</sup>

---

<sup>92</sup> Tez kapsamında GOÜ, “çevre ülke” orta ve üst gelir düzeyinde kabul edilen “yükselen piyasalar” olarak da ifade edilen geç kapitalistleşen ülkelerle aynı anlama gelecek şekilde kullanılmıştır.

<sup>93</sup> Savran'ın belirttiği gibi, sermaye birikiminin dünya krizleri, öteki koşullar sabit olması koşuluyla aynı zamanda tekil ülkelerin krizidir. Ancak, krizin ardındaki dinamikler, dünya ekonomisinin birbirinden farklı ulusal ekonomilerini içinde bulundukları somut koşullar nedeniyle farklı oranlarda ve biçimlerde etkilemektedir. Neredeyse sıfır ya da sıfıra yakın büyüme oranlarında çakılı duran ABD, AB, Japonya vb. gelişmiş kapitalist ekonomiler ile yüksek büyüme performansı sergileyen Çin, Hindistan vb. ülkeler dünya krizinden farklı şekillerde etkilenmektedir. Dünya krizinin farklı gelişim safhalarında düşük birikim ve büyümeye yol açan nedenler, başka yerlerde büyümenin

GOÜ'lerde yaşanan finansal krizleri, erken kapitalistleşen ülkelere nazaran farklı kılan özgünlüklerin temel çerçevesini belirleyen koşullar, bağımlılık ilişkileri ve eşitsiz gelişmedir. Gelişmiş kapitalist ülkeleri yakalamak amacıyla “kalkınma” politikalarına yönelik bu ülkelerin izlediği ithal ikamesi ya da ihracata dayalı büyüme modeli, krizin açığa çıkış biçimini belirleyen diğer bir özgünlüktür. Her iki kalkınma modelinde de, krizlerin açığa çıkmasında temelde sermaye birikiminin eşitsiz gelişimin neden olduğu iç tasarrufların yetersizliği ve iktisadi bağımlılık ilişkileri sonucunda oluşan döviz kıtlığı, ödemeler dengesi açıkları ve dış borçlanma, temel rol oynamaktadır.

2. Dünya Savaşı'nın ardından siyasal bağımsızlığını kazanan çok sayıda ülke, ABD'nin başını çektiği dünya sistemi ile bütünleşme yönünde temelde iki strateji izleyerek kalkınmaya çalışmıştır. Bu stratejilerden birisi ithal ikame ile iktisadi büyüme, diğeri de ihracata yönelik büyümedir. İthal ikameci stratejiler, 2. Dünya Savaşı'nın ardından kapitalist blokta yer alan ülkelere ABD tarafından önerilen kalkınma reçeteleri doğrultusunda şekillenmiştir. Sanayinin gelişmesine çeşitli ölçülerde imkân tanıyan bu strateji, ödemeler bilançosu dengesizliğine ve yoğun borçlanmaya yol açmıştır. BWS'nin sunduğu finansal çerçeve içinde gerçekleşen bu strateji ile herhangi bir ülke hızlı bir ekonomik büyüme trendine girdiğinde iç tasarrufların yetersizliği sebebiyle dış ticaret açıklarının artması sorunuyla karşılaşmıştır. Dolar rezervi yetersiz kalmışsa ödemeler dengesi krizi kaçınılmaz olarak açığa çıkmıştır (Akçay, 2017: 49).

Başta Latin Amerika olmak üzere İİS ile kalkınmaya çalışan ülkelerin süreç içinde dış borçlarının olağanüstü bir şekilde artması ve ödemeler bilançosu açıklarına bağlı olarak borç krizlerinin yaşanması bu ülkelerde neoliberal dönüşümün dayanağı kılınmıştır.<sup>94</sup> Neoliberal nitelikteki yeni kalkınma modeli

---

dinamiğine dönüşebilmektedir. Örneğin, 2010-2012 arasında, ileri kapitalist ülkelerde sıfır faizle birlikte çok düşük büyüme ortamı, kısa vadeli sermayeyi Türkiye gibi faizleri görece yüksek olan ülkelere akmasına ve bu süreçte yüksek büyüme oranlarının yakalanmasına olanak tanımıştır. Ayrıca, dünya ekonomisini canlılık dönemlerinde kendi özgül dinamikleri nedeniyle krize yakalanan tekil ülkeler, bu krizleri daha çabuk ve hasarsız atlatabilmektedirler. Aynı şekilde, tekil ülkelerin kendine özgü krizleri dünya ekonomik krizi ortamında yaşanması durumunda, bu krizler daha sert yaşanmasına ve daha uzun sürmesine neden olmaktadır (Savran, 2013: 248-9).

<sup>94</sup> 1972 yılında, Latin Amerika'nın toplam dış borcu 31,3 milyar ABD doları iken, 1980'lerin sonlarına doğru toplam borç 430 milyar dolara, 2000'nin sonunda ise 750 milyar dolara yükselmiştir. 1972'de Nikaragua, Peru ve Bolivya'da dış borcun GSYİH'ya oranı %33 seviyesini aşarken, seksenlerin sonuna doğru bölgedeki her ülkede GSYİH'nin %100'lük seviyesine ulaşmıştı. 1988'te Nikaragua'nın dış borç oranı GSYİH'nin %1200'üne varmıştı.

kapsamında bu ülkelerde “finans, ticaret ve sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi, devletin sahip olduğu üretken şirketlerin ve finans şirketlerinin toptan özelleştirilmesi ya da kapatılması ve neo-liberal çerçevede içinde gerçekleştirilen derin mali ve emek piyasası reformları” uygulanmıştır. Bu değişikliklerle enflasyonu denetim altında tutacak kısa vadeli makroekonomik istikrar ve uzun vadeli büyüme vaat edilmiştir (Filho, 2006: 41).

Neoliberal dönemle birlikte GOÜ piyasalarından yüksek miktarda kısa vadeli sermaye girişleri, likidite bolluğuna yol açarak banka kredilerini ve tüketimi kamçılarken, yüksek miktarda ani sermaye çıkışları krizleri tetikleyen süreci başlatmaktadır.

### 3.1.1. Neoliberal Dönemde GOÜ’lerde Finansal Krizler

Finansal serbestleşme ve derinleşme sürecinin eşitsiz ve bileşik bir şekilde geliştiğini vurgulayan Güngen’e göre, 20. yüzyılın son çeyreği ile 21. yüzyılın başlarında görülen merkez ülkelerdeki likidite genişlemesi, çevre ülkelere doğru sermaye akımlarını cazip kılarak, finansal piyasaların giderek önem kazanmasına aracı olmuştur. Neoliberal süreçte devam eden “ulusların borç çelişkisi” ve borç çevrimleri, borçların kapanmasını değil, krizlerin kapsanarak ödemelerin sürdürülmesini temel mesele olarak görmüştür. Böylece, kısa vadeli sermaye hareketlerine olan bağımlılık ve hızlı kâr arayışları, “yükselen piyasalar”da tahvil piyasalarını derinleştirirken, enflasyon hedeflemesi ve yeterli rezerv biriktirme zorunlu tutulmuştur. Serbestleşme temelinde küresel piyasalara entegrasyonun amaçlandığı bu süreçte aynı zamanda, finansal kırılganlık artmış ve krizler daha da sık yaşanmaya başlanmıştır (Güngen, 2015: 23-31).

İktisat literatüründe 1980 sonrasında yaşanan finansal krizleri açıklamak üzere genel olarak kredi ve borç balonlarının merkezde olduğu üç temel açıklama biçimi

---

Aynı şekilde faiz ödemeleri patlama yaşarken, “Arjantin, Bolivya, Şili, Kosta Rika ve Nikaragua’ya verilen cezalar” oldukça “ağır olmuştur”. Bu ülkelerde “Ekonomik büyüme durmuş, ücretler aniden düşmüş, borç krizi sonrasında enflasyon” olağanüstü bir şekilde artmıştı. Bunun üzerine “İSS’ni çöktüğünü kabul etmek” kolay hale gelmişti. Ardından “İSS’nin yerine neo liberalizmin gelmesi gerektiği” savunulmuş ve “ABD hükümeti, IMF, Dünya Bankası ve Latin Amerika seçkinlerinin önemli kesimleri bu bakış açısını desteklemişti” (Filho, 2006: 39).

geliştirilmiştir. Birinci kuşak kriz teorileri, kur rejimiyle uyuşmayan para politikası üzerine kuruluyken, ikinci kuşak kriz teorileri büyük oranda ülke parasına yönelik spekülasyonun beslediği “panik hareketler” üzerinde kurgulanmıştır. Üçüncü kuşak kriz teorileri ise bankaların ve şirketlerin bilanço yapısındaki dengesizlikler üzerine bina edilmiştir. Birinci kuşak kriz teorilerine göre, sabit kur rejimiyle uyumsuz para politikaları, gevşek maliye politikaları krizin asıl nedenidir. Kriz, kamu açıkları, aşırı dış borçlanma vb. sonuçlarla patlak vermektedir. “*Kendi kendini doğrulayan bekleyişler*” ya da “*panik ataklar*” olarak da adlandırılan ikinci kuşak kriz modellerine göre krizler, spekülasyon atak niteliğinde ani sermaye hareketleri sonucunda oluşmaktadır. 1997-1998 Asya kriziyle birlikte geliştirilen üçüncü kuşak finansal kriz teorilerinde ise, iktisadi temellerdeki zayıflıklar kapsamında, şirketler ya da bankalar başta olmak üzere finansal kesimin bilanço yapısındaki bozukluklar krize neden olmaktadır. Finansal kesimin açtığı kredilerde vade uyumsuzluğu, riskli kredilerde artış, yetersiz sermaye ve yüksek kaldıraç oranları vb. nedenler krizle sonuçlanmaktadır. Bu üç kuşak para-finance kriz ortak sonuçlarına göre döviz sorunu kritik bir rol oynamaktadır (Özatay, 2013: 35-6).<sup>95</sup>

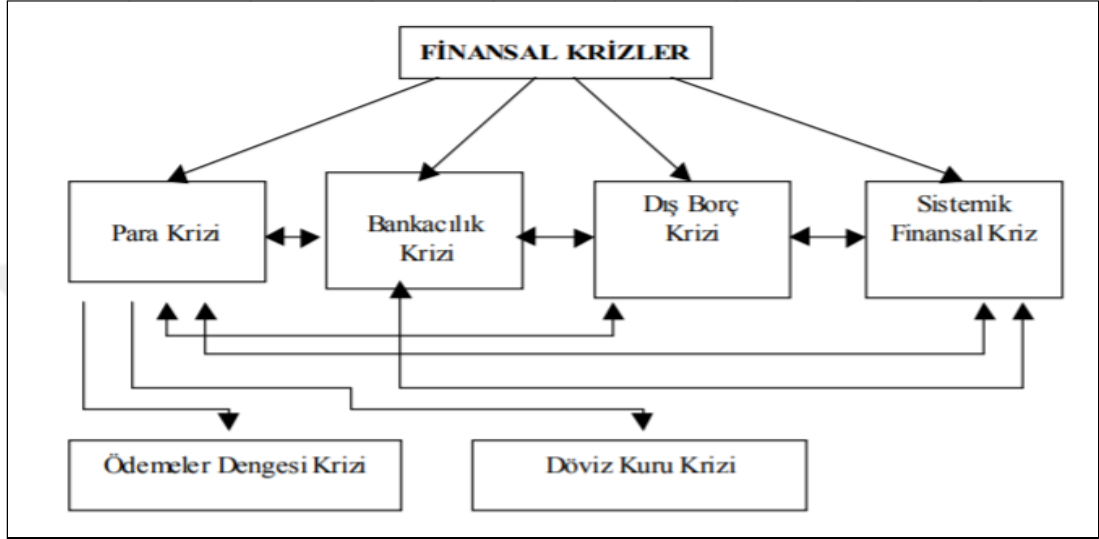
Neoliberal dönemle birlikte GOÜ’lerde, 1980 sonrasında yaşanan finansal krizler, genel olarak “*para, bankacılık, dış borç ve sistemik krizler*” şeklinde dört başlıkta toplanmıştır. Birbiri ile yakın ilişkili olan bu krizler, bir alandan başlayarak diğer kriz türlerini de tetiklemektedir. Örneğin, “*bilançolarda bozulmanın olduğu bir başlangıç aşamasını ikinci aşamada*” bir para krizi takip etmektedir. Üçüncü aşamada, para krizinin bir sonucu olarak finansal ve finansal olmayan bilançolar daha da fazla bozulmaktadır. Böylece, ekonomi yıkıcı sonuçları olan bir finansal krize maruz kalmaktadır (Mishkin, 2001: 7). Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerde, döviz rezervi azalmasından dolayı yaşanan para krizleri, ödemeler dengesi krizi diye

---

<sup>95</sup> Krugman (1979), Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen birinci nesil (kanonik) modellerde, para krizi makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğu, yani sürdürülemez oluşuna bağlanmaktadır. Aynı şekilde “*makroekonomik politika problemlerine vurgu yapan ikinci nesil kriz modelleri*”, 1992-93 Avrupa Para Krizi’nden sonra geliştirilmiştir. Bu modellere göre, “*para krizini yaratan olgu, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde ortaya çıkan ani değişikliklerdir*”. 1994/95 ve 1997’de yaşanan krizlerin ilk iki modelle açıklanamaması sonucunda “*üçüncü nesil modeller*” (*Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli*) geliştirilmiştir. Bu modellerde, hükümetlerin ahlaki tehlikeye yol açan politikaları, krizi yaratan temel faktör olarak gösterilmektedir. Özellikle 1997-98’de Asya krizinin ardından “*para ve bankacılık krizleri (ikiz -twin- krizler)*” bazı ortak faktörler tarafından yaratıldığını vurgulayan çok sayıda model geliştirilmiştir. Bu modeller göre, “*finansal liberalizasyonun arkasından iyi düzenlenmemiş bir bankacılık sistemi ve mikroekonomik bozukluklar, gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi unsurlar ahlaki tehlike ve aşırı borçlanma yaratarak ciddi krizlere yol açmaktadır*” (Delice, 2003: 65-6).

adlandırılmaktadır. “Esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek dikkat, rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine” çekilmiştir (Kibritçioğlu, 2001:175).

**Şekil 3.1:** Finansal Kriz Türleri



**Kaynak:** Delice, 2003: 63.

Para krizleri, spekülâtif bir şekilde ülke ekonomisine giriş yapan fonların hızlı bir biçimde ilgili ülkeyi terk etmesi durumunda oluşmaktadır. Spekülâtif ataklar, ulusal parayı büyük çapta değer kaybına uğratmakta ya da devalüasyona maruz bırakmaktadır. Kaminsky, Lizardo ve Reinhart (1998)'e göre, finansal krizlerin en önemli sebebi, “*ani hücumlar sonucunda döviz kurunun aşırı değer kaybı*” ve döviz rezervlerinin hızla tükenmesidir (Kaykusuz, 2014: 5).<sup>96</sup>

Sistemik finansal krizler, “ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısından ve değişkenliğinden” kaynaklanmaktadır. “*Potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasını*” ifade eden “*sistemik finansal krizler ile döviz kuru çöküşleri ve*

<sup>96</sup> Örneğin, yaşanan krizler sonucunda 1980’de Meksika, Brezilya ve Arjantin’in ulusal paraları yüzde 30-40 düzeyinde, Fin markkası, İsveç kronu, İtalyan lireti, İspanyol pesetası 1992’de üçte biri aşan oranda, 1994 yılında ise Meksika pezosu yüzde elliden fazla değer kaybına uğramıştır. Aynı şekilde Asya Finans Krizi ardından ülke paraları yoğun değer kaybına uğramıştır. 1997 Krizinde Endonezya rupisi yüzde 80 oranında düşerken, 2001’in ilk birkaç ayında Arjantin pezosu üçte iki oranında değer kaybetmiştir. İzlanda kronu 2008’de yarı yarıya düşmüştür. 1990’ların ilk yarısında emlak ve hisse senedi balonunun patlamasıyla Finlandiya, Norveç ve İsveç’teki nerdeyse tüm bankalar çökerken, Asya Krizi sonrasında da aynı biçimde çok sayıda banka iflas etmiştir (Kindleberger ve Aliber, 2014: 1-6).

*bankacılık krizleri arasında yüksek bir korelasyon” gözlemlenmiştir. Aynı şekilde, “para krizlerinin sistemik finansal krize kaynaklık etme olasılığı” hayli yüksek çıkmıştır. Yapılan araştırmalara göre, “1980’lerin başlarında Güney Amerika’da, 1990’ların başlarında İskandinavya’da, 1995’de Meksika’da ve 1997’de Asya’da yaşanan para krizleri, sistemik finansal krizlere dönüşmüşlerdir.” Sabit bir döviz kuru ortamında yaşanan sistemik finansal krizlerde MB’nin konvertibilite taahhüdü, “nihai ödünç mercii olma yeteneğini sınırlandırarak bir ödemeler bilançosu problemini, bir bankacılık sorununa dönüştürmektedir” (Delice, 2003: 61-3).*

GOÜ’lerde finansal krizlerin nedenleri arasında, *“mali savurganlıklar, yanlış döviz kuru politikaları, uluslararası finansal şoklar, zamansız ve asgari koşullar oluşturulmadan yapılan finansal liberalizasyon uygulamaları ve yurtiçi bankacılık sektöründeki zayıflıklar”* gibi faktörler gösterilmektedir. Bu ülkelerin yurtiçi finansal piyasalarında yaşanan sorunlar, *“çoğunlukla para ve döviz kuru krizlerine ve ödemeler bilançosunda güçlükler yaşanmasına yol açmakta; hatta dış borç krizine dönüşebilmektedir.”* Döviz kuruna yönelik spekülasyon saldırılar, kısa vadeli *“yabancı sermaye akımlarının tersine dönmesi”* sürekli bir şekilde bu ülkelerin *“yurtiçi finansal istikrarını”* tehdit etmektedir. GOÜ’lerde 1990 sonrasındaki para krizlerinin büyük bir kısmına *“yüksek sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye hesabı krizleri”* neden olmuştur. Bu ülkelere yönelik, *“hacimli sermaye girişleri ve bu sermaye içerisinde kısa vadeli kredilerin ağırlıklı”* olması para ve bankacılık krizlerine neden açmaktadır (Delice, 2003: 60-4).

GOÜ’lerde yaşanan finansal krizlerde en fazla, ödemeler bilançosundaki açıklar üzerinde durulmaktadır. Finansal serbestleşme sürecinde GOÜ’lere yönelik kısa vadeli krediler ve yüksek hacimli sermaye girişleri ekonomiyi canlandırmakta, tüketimi teşvik etmektedir. Ters yöndeki yüksek miktarda ani sermaye çıkışları ise döviz rezervlerinin yetersizliği nedeniyle para ve bankacılık krizlerini tetiklemektedir. 15 ülkede bankacılık krizlerini inceleyen<sup>97</sup> C. Reinhart ve K. Rogoff’un yaptığı araştırma sonuçlarına göre krizler, ortalama %9,3 milli gelir kaybına neden olmuştur. Araştırmada, *“yükselen piyasalar”* içinde yer alan GOÜ’deki gelir kayıplarının gelişmiş ülkelere nazaran daha yüksek olduğuna dikkat çekilerek bu durumun olası nedeni, GOÜ’lere yaşanan krizlerle yabancı sermaye akımlarının *“bıçak gibi*

---

<sup>97</sup> Araştırmaya konu olan krizler şunlardır; 1997-1998 Güneydoğu Asya Krizi (Endonezya, Filipinler, Kore, Malezya ve Tayland), İspanya 1997, Norveç 1987, Finlandiya 1991, İsveç 1991, Japonya 1992, Hon-Gong Krizi, Kolombiya 1998, Arjantin 2001, Norveç 1899 ve ABD 1929.

kesilmesi” ve önceden gelen “sermayenin ise hızla çıkışı” şeklinde açıklanmıştır (Özatay, 2013: 25).

GOÜ’lerde neoliberal serbestleşme yönündeki ekonomik kalkınma modelleri, bu ülkeler açısından beklenen sonuçları üretmeyerek dış borçlarla ödemeler dengesi açıklarını arttırmış ve daha vahim krizlere yol açmıştır. Süreci Latin Amerika deneyimi üzerinden ele alan Filho’ya göre, İSS’nin zaaflarını aşmak üzere dayatılan neoliberalizmin beş temel özelliği, aynı zamanda kalkınma çabası içinde olan ülkeleri krize sürükleyen nedenlerdir. Bu özelliklerden birincisi, ithalatın ve ticaretin serbestleştirilmesidir. Bununla yerel şirketlerin üretkenliğinin artırılması hedeflenirken süreç, başarısız olan çok sayıda yerel şirketin kapanmasına ve işsizliğin artmasına neden olmuştur. İkincisi, döviz oranının aşırı değerlendirilmesidir. İthalatın serbestleşmesi enflasyona karşı etkili bir yöntem olsa da, dövizin yerel para birimi karşısında değerini suni olarak düşürülmesi ucuz ithalata ve uzun vadede ödemeler dengesi açığının artmasına neden olmuştur. Neoliberalizmin üçüncü özelliği olan finansal serbestleşme ile tasarruf ve yatırım için gerekli döviz girdisini sağlayacağı savunulurken süreç, yurtiçi tasarruf oranlarını düşürme yönünde etkiye bulunmuştur. Neoliberalizmin dördüncü özelliği olan mali reformlar kapsamında vergi artışı ve harcama kesintileri, birçok ülkede başarılı olsa da, devlet borçlarının kapanması borç faizlerini yükselterek mali transferlere neden olmuştur. Yabancı tasarrufları ve modern teknolojileri cezbetmek amacıyla beşinci özellik olarak savunulan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ise, ödemeler dengesi açıklarını arttıracak yönde etkiler doğurmuştur. Sonuçta *“ucuz ithalat, yüksek faiz oranları, dış borçlar, toplu özelleştirmeler vb. pratiklerle yabancı sermaye akışı artarken, enflasyon düşürülmüş, tüketiciler cıfcaflı otomobillere, bilgisayarlara ve DVD’lere”* boğulmuştur. Ancak, bu “mutlu durum” Filho’nun deyiimiyle “fazla süremezdi”:

*“Bu reformlar, İSS sırasında inşa edilen sanayi zincirlerinin içini boşalttı ve imalat üretiminin yerel kapsamını azalttı. Rekabet içindeki ithalat, ulusal gelir içindeki faizin artan payı ve rekabet edebilir yeni sanayiler geliştirmenin zorluğu yüzünden ücretler ve karlar azaldı. Yapısal işsizlik arttı. Neo liberalizm, ithal ikamesini ıskartaya çıkardı ve onun yerine, yabancı sermayenin finanse ettiği ‘üretim ikamesini’ koydu” (Filho, 2006: 41-5).*

GOÜ’lerde tarihsel/toplumsal koşullara göre farklı süreçlerde hayata geçirilen neoliberal dönüşüm sürecinde, aşırı dış borçlanma ve döviz kıtlığı, krizleri besleyen

temel sorun olarak varlığını sürdürmüştür. Balkan'ın da belirttiği gibi, neoliberal süreçte GOÜ'lerde ödemeler bilançosu yapısal ve kurumsal nedenlerle açık vermeye devam ederken, dış borçlanma temel bir sorun olarak devam etmiştir. "Az gelişmiş" ülkelerde ithal teknolojiler, ara malları ve yabancı yatırımlar nedeniyle kâr transferleri, cari işlemler açığının başlıca nedenleri arasında yerini korumaktadır. İhracatın yetersiz kaldığı dönemlerde dış finansman ihtiyacı daha da artmakta ve dış borçlanmaya bağlı olarak ödemeler bilançosu daha da fazla açık vermektedir (Balkan, 1994: 90-3).

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi öncesi dönemlerde "çevre ekonomilerde" iktisadi bağlantılar şöyle işlemekteydi: "*iç talep → reel büyüme (atıl kapasitede) → ithalat → cari açık → dış kaynak → dış borç.*" Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği neoliberal dönemde ise bağlantılar değişime uğrayarak şu şekilde işlemektedir: "*otonom sermaye hareketleri → iç talep (ayrıca dış borç) → reel büyüme (atıl kapasitede) → ithalat → cari açık*" (Boratav, 2010: 25).

Neoliberal finansallaşma sürecini GOÜ'ler açısından inceleyen J. P. Paineira, finansal krizlerin bu ülkelerde ortaya çıkış biçimlerine dair benzer bir tablo çizmektedir. Paineira'ya göre, 1990'lara tekabül eden dönemde, sermaye akımlarının sonunda ülkeyi terk etmesiyle, cari işlem açıklarının yanı sıra, finansal krizler ve döviz krizleri yaygınlaşmıştır. 2000'lerde başlayan ikinci dönemin belirgin özelliği ise, uluslararası rezerv birikimi ve buna paralel iç borçlardaki artış olmuştur (Paineira, 2010).

GOÜ'lere yönelik sıcak para <sup>98</sup> akışı yaşanan iktisadi krizlerin önemli tetikleyicilerinden biridir. Yentürk ve Çimenoglu'na göre, kısa vadeli borçların MB'nin uluslararası rezervlerine oranla artışı, GOÜ'lerin yaşadıkları krizlerde oldukça etkili olmuştur. Bu ülkelere yönelik aşırı sermaye akışı, kamu açığına ve kamu faiz ödemelerinin büyümesiyle ilişkili olarak faiz oranlarının yükselmesine sebep olmaktadır. Faiz oranlarındaki artış, kısa vadeli sermaye girişlerini rantiyeci spekülâtif işlemlere yöneltmektedir. Bu durum faiz oranlarının tekrar artışına sebep olacak şekilde kamu tasarruflarını azaltmakta ve dış borç stokunu arttırmaktadır. Dış borç sarmalına yol açan bu döngü özellikle cari harcamalarını arttırmak

---

<sup>98</sup> Sıcak para, beklenen kur, faiz ve fiyat hareketlerinden arbitraj getirisi arayan kısa vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlanmaktadır (Boratav, 2013: 78).

amacıyla kullanan GOÜ'lerde ortaya çıkmaktadır. (Yentürk ve Çimenoglu, 2005: 102-4).<sup>99</sup>

Kaminsky vd. (1998); Calvo vd (1993); Fernandez-Arias ve Montiel (1996) ve Calvo ve Vegh (1999) tarafından yapılan araştırmalara göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasında GOÜ'lerde kriz yönünden benzer senaryolar yaşanmıştır. Şöyle ki; GOÜ'lere yönelen aşırı sermaye girişleri ilk önce yerel paranın değer kazanmasına ve ekonominin hızla büyümesine yol açmaktadır. Spekülatif sermaye girişleri bir yandan ticarete konu olamayan sektörlerin fiyat ve kârlılığını yükseltip bu mallara yönelik yurtiçi yatırımlar ve üretimin artmasını sağlarken aynı zamanda tüketici kredileri eşliğinde özel tüketim harcamalarının da artışına neden olmaktadır. Radalet ve Sachs (1998)'e göre, kredi artışı özellikle gayrimenkulde yaşanmaktadır. Kısa vadeli aşırı sermaye girişleri yerel paranın değer kazanması nedeniyle ucuzlayan ithalatı kamçulamaktadır. Bu durum, GOÜ'lerde cari işlemler dengesi açıklarının artışına neden olmaktadır. Cari açığı artıran artışlar, sermaye girişlerinin çok üzerine çıkabilmektedir. İthalat artarken ihracatın artış hızı yavaşlamakta, yükselen cari açık devalüasyon beklentilerini körüklemektedir. Özellikle finansal sermaye girişleri bir yandan dış ticaret açığı, diğer yandan bankacılık kesimi sorunları ile çifte kriz sarmalını ortaya çıkarmaktadır (Akt. Yentürk ve Çimenoglu, 2005: 102-5).

Neoliberal dönemde küresel sermaye, “merkez-çevre” arasında gelgit yapmaya başlamıştır. Kendisine yeni “*değerlenme alanları*” bulmak amacıyla GOÜ'lere yönelen “*finans kapitalin uluslararası hareketleri*”, bu ülkelerin paralarına olan talebi arttırıp değer kazanmasına, çıkışa yönelince de ulusal paraların değer kaybetmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla “*Bu gelgitin içinde, merkez bankalarının, hükümetlerin ekonomi politikaları, paraların değer kaybetme eğilimini yavaşlatabiliyor ya da hızlandırarak çöküntülere, döviz krizlerine yol açıyor.*” (Yıldızoglu, 2020).

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı üzere, GOÜ'lerde neoliberalizm döneminde patlak veren iktisadi krizlerin önemli bir bölümü ortak özelliklere sahiptir. Boratav'ın da dikkat çektiği gibi bu krizler, “*sermaye ya da dış kaynak hareketleri*”nin

---

<sup>99</sup> Örneğin, Radalet ve Sachs (1998) 19 ülkede yaptıkları çalışma sonuçlarına göre, GOÜ'de yabancı bankalara olan kısa dönemli borçların MB rezervlerine oranla artması bu ülkeleri krize sürüklemiştir. Benzer şekilde Rodrik ve Velasco (1999) 26 GOÜ'de yatıkları çalışmada da kısa dönem borçların MB rezervlerine oranının yüksekliği krizin belirtisi olarak gösterilmiştir. Goldstein (1998), 6 Güney Doğu Asya ülkesi için yaptığı çalışmada kısa dönemli borçların 1997 yıllarında yaşanan krizler üzerinde etkili olduğunu belirtmiştir.

aniden yavaşlaması, durması ya da çıkışa yönelmesi ile başlamaktadır. 1980'li yılların başında Latin Amerika'nın sürüklendiği *dış borç krizi*, 1994 ve 1995'te Türkiye'nin krizi, aynı dönemde Meksika'daki krizin "tekila etkisi" ile Latin Amerika ülkelerine yayılması, 1991-1998'de Doğu Asya'dan başlayarak Rusya, Latin Amerika Türkiye'ye yayılan ve etkileri 2001-2002'ye kadar süren krizler bunlar arasındadır. 2007'nin ikinci yarısında ABD'de başlayan finansal kriz çevre ekonomilere bir yıl sonra yansiyarak sermaye hareketlerini aşağı çekerek portföy yatırımlarında daralmalara ya da net çıkışlara, DYY'yede düşüslere neden olmuştur. 2008'de patlak veren uluslararası kriz ortamına yüksek düzeyde cari açık ve dış borçla çevre ekonomileri küçülmüştür (Boratav, 2013: 71-2).

### 3.1.2. Neoliberal Dönemde Türkiye Ekonomisinin Krizleri

Neoliberal dönemde "çevre" ekonomilerde yaşanan krizlerin ortak özellikleri Türkiye'de 2008 ve öncesindeki iki önemli krizde (1994, 2001) tekrar etmiştir. Türkiye'de 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 nolu karar ile özellikle kısa vadeli sıcak para giriş ve çıkışlarının kontrol edilememesi Türkiye ekonomisini daha da kırılgan bir yapıya dönüştürmüştür. 1989-1990 yıllarının liberalizasyonun doruk noktası olduğunu söyleyen Kurtulan'a göre, böylece Türk finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. MB döviz ve faiz kurunu birbirinden bağımsız şekilde birer politika aracı olarak kullanabilme kabiliyetini yitirmiştir. Bankalar ellerindeki fonları, geri dönüşleri görece riskli olan krediler yerine, reel getirisi daha yüksek ve risksiz olan kamu kesimi borçlanma kâğıtlarına yönlendirmişlerdir. Yurt dışı kaynaklardan borçlanarak elde ettikleri döviz kaynaklarını, TL üzerinden getiri sağlayan finansal araçlara yatıran ya da TL cinsinde kredi veren bankaların döviz varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki açık pozisyonlar artmaya başlamıştır (Kurtulan, 2011: 97). Bu durum özellikle 2001 krizinde bankacılık sistemini sarsmıştır.

Türkiye'nin 1994, 2001 ve 2008-2009 krizlerini dış kaynak hareketleri çerçevesinde inceleyen Boratav'a göre, üç sermaye hareketinin birinde ya da toplamında bir önceki yılın (veya dönemin) altında seyreden belirgin bir düşme, krizin yaşandığına ve sürdüğüne işaret etmiştir. Türkiye'nin 1994 Krizi (Aralık 1993-

Aralık 1994) ile 2008-2009 Krizleri'nde (Ekim 2008-Ekim 2009) 13'er ay, 2001 Krizi'nde (Şubat 2001-Ocak 2002) ise 12 ay sürmüştür. Bu krizler dış kaynak hareketlerinin tümünde çarpıcı bir gerileme ve bazılarında “net çıkış” yaşanmasıyla tetiklenmiştir. Yabancı sıcak para kaçışları ve net dış borç (ana para) ödemeleri, en önemli çıkış kanalı olmuştur.

Yabancı spekülâtörlerin TL'den kaçışı özellikle 2001 krizinde büyük boyutta gerçekleşmiştir. Diğer iki krizde ise net dış borç ödenmesinden kaynaklanan sermaye çıkışları sıcak para çıkışlarını aşmıştır. 2008-2009 Krizi öncesinde 13 ayda 51,4 milyar dolar net dış borçlanmaya giden Türkiye, kriz aylarında 22,2 milyar dolar anapara ödemiştir. 2001 Krizi süresince yerleşik “aktörler”in toplamda 5,6 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaparak krizi derinleştirmiştir. 2008-2009 Krizi'nde ise 13 ay boyunca 18 milyar dolara ulaşan kayıt dışı ve yerli sermaye girişi finansal sistem üzerinde yıkıcı etkiler oluşmasını engellemiştir. Dış kaynak hareketlerinde sadece daralmanın bile ekonomiye durgunlaşma-gerileme yönünde bir “şok” yaşattığını belirten Boratav, “tersine dönme etkisi” oluşturan bu “şok”ların büyüklüğünü aşağıdaki Tablo'da göstermiştir<sup>100</sup>:

**Tablo 3.1:** Türkiye’de Dış Kaynak-“Tersine Dönüş Etkisi”,  
GSYİH'nin %'si

| <b>Tablo: Dış Kaynaklarda "Tersine Dönüş Etkisi", GSYİH'nin %'si</b> |                |                |                  |
|----------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|------------------|
|                                                                      | 1. Kriz (1994) | 2. Kriz (2001) | 3. Kriz 2008-09) |
| Yabancı sermaye                                                      | -7,0           | -7,4           | -11,7            |
| Toplam sermaye                                                       | -4,4           | -8,7           | -6,1             |
| Net Aktarım                                                          | -4,6           | -9,0           | -6,0             |

**Kaynak:** Boratav, 2013.

Tablo'dan izlendiği gibi kriz yıllarında gerek net sermaye aktarımında gerekse kâr ve faiz biçimindeki net kaynak aktarımında %4,4 ile %11,7 arasında düşüşler yaşanmıştır. Boratav, Türkiye ekonomisinin 1994'te %6,1, 2001'de %5,7, 2008-2009 Krizinde ise önceki döneme göre (Ekim 2007-Eylül 2008) %7,9 oranında daraldığını hatırlatarak krize sebep olan bu durumu “tersine dönüş etkisi” olarak açıklamaktadır. Dış kaynak hareketlerinde kriz sonrasında ortaya çıkan durumu “geçmişin tekrarı”

<sup>100</sup> Tablo'da, Türkiye'nin geçirdiği üç krizde dış kaynak hareketliliğine dair veriler, Boratav tarafından, kriz öncesi belirlenen zaman serisi, kriz sonrasında aynı zaman dilimini kapsayacak şekilde belirlenmiştir. İlgili yılların tarihi kurları ile hesaplar ABD dolarına çevrilmiştir.

olarak yorumlayan Boratav'a göre, 2008-2009 sonrasında ortaya çıkacak bir kriz, "daha da bozuk" bir "tekrar" olarak nüksedecektir (Boratav, 2013: 77-87).

Türkiye'nin artan dış borç miktarına, cari açığın nasıl finanse edildiğine Tez'in ikinci bölümünde yer alan "2002 Sonrasında Türkiye Ekonomisi: İnşaat ve Borç Odaklı Birikim" başlığında yer verilmiştir. Türkiye açısından özel sektörü yüksek dış borçlanmaya iten önemli faktörlerden biri dış ticaretteki yüksek bağımlılık oranlarıdır. Literatürde bu duruma dair çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Örneğin, Karagöz'ün 2010 yılını baz alarak yaptığı araştırmaya göre, Türkiye ekonomisinin dış borç faiz ödemeleri ve uluslararası kâr transferi açığın önemli bir kısmını oluştursa da, cari açığın en önemli nedeni dış ticaret açığıdır. Dış ticaret açığı ise birbiriyle bağlantılı iki önemli yapısal nedenden kaynaklanmaktadır. Bunlardan biri enerji üretim ve kullanımında dışa bağımlılık, diğeri ise Türkiye'nin uluslararası işbölümü ve uzmanlaşma biçimidir. Türkiye'nin 2010 yılında dış ticaret açığındaki en büyük pay %48 ile "*Ham petrol ve doğalgaz*", "*Maden kömürü, linyit, turb*" ve "*Kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri ve nükleer yakıtlar*"dan oluşan enerji ürünlerine aittir. İmalat sanayi ürünleri ise bu açıktaki %42 paya sahiptir. Ana imalat sektörleri içinde genellikle ara malı ve yatırım malları üreten sektörler açık verirken, gıda, tekstil, giyim vb. tüketim malı üreten geleneksel imalat sektörler dış ticaret fazlası vermektedir (Karagöz, 2014: 36).<sup>101</sup> Dış ticaret açığından enerji bağımlılığının önemli bir payı söz konusudur. Örneğin, 2017 yılında gerçekleşen cari işlemler açığının % 70'i enerji ithalatından kaynaklanmıştır (Bağcı, 2019: 89).

Ekonomik faaliyetlerde yüksek bağımlılık oranı cari açık şeklinde ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki Grafik Türkiye ekonomisinin artan döviz kurunun ithalatı azaltması nedeniyle kriz dönemleri hariç, genel olarak cari açık verdiğini göstermektedir. 2002 sonrasında 2008, 2017 ve 2020 sonrası hariç, bariz bir şekilde açıklar görünmektedir.

### **Grafik 3.1: Türkiye Cari İşlemler Hesabı (Ocak 1992-Ocak 2020)**

<sup>101</sup> Özkale ve Karakurt (2012) tarafından Türkiye ekonomisinin ara malı ile yatırım mallarının ithalata bağımlılığını ölçmeye yönelik bu çalışmaya göre, 2008-2011 aralığında Türkiye'nin ithalata bağımlılık oranı % 50'nin üzerinde sektörler içinde gübre (%72), demir-çelik (%69), bilgisayar ve veri işleme makineleri (%67), kimya (%56), motorlu kara taşıtları (%51) yer almaktadır. Bu sektörleri hava taşıtları (% 49), kauçuk ve plastik (%45), optik tıbbi, alet ve ölçüm cihazları (%43), tekstil (% 43), kağıt (%41), beyaz eşya ve elektronik cihazlar (%40), deri imalatı (%38), elektrik makineleri ve cihazlar (%37), gemi ve tekne imalatı (%34), kozmetik ve temizlik ürünleri (%33) vd. izlemektedir (Bağcı, 2019: 23).



Kaynak: TCMB EVDS.

Demiröz, Türkiye'nin 1980 sonrasında yaşadığı 1994 ve 2001 krizinde temel problemlerin “yüksek iç ve dış borç, kronik enflasyon, yüksek cari açık” ve “yüksek bütçe açığı” olduğunu belirtmektedir. 2008 krizi öncesinde ise temel problemler “yüksek cari açık ve yüksek dış borç” ile birlikte “ılımlı yüksek enflasyon” olmuştur (Demiröz, 2013: 57).

Türkiye'nin, 1994 ve 2001'de Painsera'nın belirttiği birinci dönem krizlerini şiddetle yaşadığını belirten Kozanoğlu'na göre, Türkiye 2000'lerde ise cari işlemler fazlası veren birçok GOÜ'nün aksine, tasarrufların yetersiz olduğu, sürekli dış açıkla karşılaşan bir ülkedir. Büyüme stratejisi sıcak paranın küresel tercihlerine bağımlı olan Türkiye ekonomisinin iç borçları son 20 yıldır, dış borçları ise son 40 yıldır ülkenin üzerinde Damokles'in kılıcı gibi sallanmaktadır (Kozanoğlu, 2011: 41). Kozanoğlu, Türkiye örneği üzerinden GOÜ'lerdeki kriz dinamiğini oldukça iyi özetlemektedir:

*“Türkiye'nin 1994, 1999 ve 2001'de yaşadığı kendine özgü krizlerde ve 2007'de başlayan küresel krizin etkileri yansırken, finansal balonlar belirgin bir rol oynamıştır. Sermaye akımlarının yoğun giriş yaptığı dönemlerde tüm varlık fiyatları şişer, TL değerlenir; dünya konjonktüründe bir değişme, örneğin ABD faiz oranlarının yükselmesi veya ekonomik/politik bir gelişme nedeniyle Türkiye'ye ilişkin risk algılamasının artması halinde, ani sermaye çıkışları varlık fiyatlarını aşağı çeker, borsa endeksi düşer, DİBS faizleri fırlar, TL değer kaybeder”* (Kozanoğlu, 2011: 53).

Türkiye yaşadığı ekonomik krizlerin hemen hepsinde IMF ile yeni Stand-by anlaşması yaparak borçlanmak ve yapısal reformlara gitmektedir. Aralık 1999'da IMF ile imzalanan üç yıllık Stand-by anlaşması ile enflasyonla mücadele programı (EMP) uygulanmıştır. Bu kapsamda kamu açıklarını önlemek amacıyla sıkı maliye politikasına gidilmiştir. 1999 Krizi ardından kurulan Bankacılık Düzenleme Denetleme Kurumu (BDDK) ile mali sektör reform sürecine tabi tutulmuştur. İstikrar programı kapsamında uygulanan kur çıpası ile döviz kuru düşük tutulmaya çalışılırken, TL'nin beklenenin üzerinde değer kazanması ihracat daraltarak ithalatın artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla cari açık daha da artmıştır. Sermaye giriş ve çıkışlarına bağımlı hale gelen parasal taban kur ve faiz riskini arttırmış ve bu sürecin sonunda Kasım 2000 bankacılık, Şubat 2001 döviz krizi (twin crises) yaşanmıştır. Döviz kuruna yönelik spekülasyon hareketleri, cari açık, ödemeler bilançosundaki dengesizlikler, kitlesel sıcak para çıkışları, Kasım 2000'de özel bankaları, Şubat 2001'de ise kamu bankaları ve mali sektörü sararak ekonomide büyük bir krize yol açmıştır.

2001 Krizi ardından 22 Şubat 2001'de fiilen dalgalı kur sistemine geçilmiştir. DSP-MHP-ANAP koalisyon hükümetinin Mayıs 2001'de IMF gönderdiği niyet mektubu, 18 Ocak 2002'de kabul edilmiştir. Böylece IMF ile bankacılık sektörü başta olmak üzere yapısal reform şartıyla yeni bir anlaşma yapılarak dış kaynak sağlanmıştır. Sıkı maliye politikası ile kamu açıklarının azaltılması, enflasyon karşıtı para politikası ve MB görev tanımı, BDDK'ya finansal sektörü düzenleme ve denetleme yetkisi verilmesi, TMSF'ye işlerlik kazandırmak, dalgalı kur sistemine geçilerek faiz ve döviz kuruna istikrar kazandırmak hedefleri yeni programın öne çıkan reform başlıkları olmuştur. Daha da önemlisi, Nisan 2001'de TCMB'ye enflasyonla mücadelede amacıyla araç bağımsızlığı veren görev ve yetkililerdir. Banka Kanunu'nun görev ve yetkilerini düzenleyen 4. maddesinde, "*Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak*", olduğu yazılmıştır. Bütün bunlar, IMF ile yapılan anlaşma gereğince, Kemal Derviş önderliğinde, "15 günde 15 yasa" kapsamında hayata geçirilmiştir (Taşar, 2012: 52-8)

GEGP kapsamında uygulanan istikrar programı, enflasyonla mücadeleyi, ödemeler dengesi açıklarını azaltmayı, işsizlik oranlarını düşürmeyi, sürdürülebilir bir büyümeyi hedeflemiştir (Taşar, 2012: 29). Bütün bu hedeflenenlere rağmen, Türkiye ekonomisini daha da kırılgan bir zemine sürüklediği ikinci bölümde göstereceğimiz makro verilere bakıldığında anlaşılmaktadır.

Toronto Üniversitesinden Peter Pauly'n yaptığı inceleme sonucunda, birçok ülkede finansal kriz öncü göstergeleri olarak ele alınabilecek “makroekonomik ve finansal değişkenleri”, Meksika ve Güneydoğu Asya krizleri üzerinden şu şekilde sıralamıştır:

- 1- “Reel döviz kuru baskısı
- 2- GSYİH artış oranındaki düşüş
- 3- Yüksek enflasyon oranı
- 4- Faiz oranı farklılığındaki artış hızı
- 5- Faiz oranı farklılığının yüksek olması
- 6- Yüksek reel faiz oranı
- 7- Düşük yurtiçi tasarruf oranı
- 8- Büyük ticari açık
- 9- Büyük cari hesap açığı
- 10- Yabancı portfolyo yatırımının dolaysız yatırımlara oranının yüksekliği
- 11- Kısa vadeli dış borcun yüksekliği
- 12- ABD Doları Cinsinden (korunmamış) borcun yüksekliği
- 13- Emlak alımlarının sabit yatırımlara oranının yüksekliği” (Delice, 2003: 70).

Tez kapsamında yukarıda sayılan göstergelerin (2, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12) önemli bir bölümünün inşaat ve finansallaşma ekseninde büyüyen Türkiye ekonomisi açısından var olduğu, 2. Bölümün özellikle “2002 Sonrasında Türkiye Ekonomisi: İnşaat ve Borç Odaklı Birikim” başlığı incelendiğinde görülecektir. Bu göstergelerin geriye kalan önemli bir kısmının varlığına da, ABD-Türkiye karşılaştırmasının finansallaşma mekanizmaları başlığında değinilmiştir.

### **3.2. 2008 Finansal Kriz Dinamikleri Açısından Türkiye-ABD Gayrimenkul Piyasasının Karşılaştırmalı Analizi**

Kurumsal yapı bakımından Türkiye konut piyasası ABD gibi uzun bir geçmişe sahip değildir. Bunun en önemli nedeni Osmanlı Devleti'nin bakiyesi üzerinde kurulan Türkiye'de kapitalist üretim ilişkilerine bağlı sermaye birikim süreçlerinin daha geç gelişmesidir. Türkiye'de 1980 sonrası neoliberal dönemle başlayan finansallaşma süreci, konut piyasasına büyük oranda 2002 sonrasında ve özellikle de 2010'lı yılların başından itibaren yansımıştır. ABD ve Türkiye'de ekonominin kapitalist "serbest" piyasaya dayalı olması, her iki ülkede toplumsal sorunları karşılaştırma bakımından ortak bir zemin sunmaktadır. Bununla birlikte her iki ülke, tarihsel, kurumsal, kültürel vb. bir dizi farklı koşullara sahiptir. Bu kaygı güdülerek Tez kapsamında ABD ve Türkiye gayrimenkul piyasası, 2008'i açığa çıkaran kriz dinamiklerinin tespitinden hareketle spesifik bir alana odaklanılarak karşılaştırmaya tabi tutulmuştur.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, geline aşamada her iki ülkede de konut vd. gayrimenkul türleri meta biçiminde üretildiğinden, bu piyasa, başından beri spekülasyona, varlık balon oluşumuna ve krize açık bir zeminde iş görmektedir. Ancak tarihsel, toplumsal koşullar ve kurumsal yapıların farklılığı krizin açığa çıkış biçimini ve etki düzeyini değiştirmektedir.

ABD ve Türkiye'de finansallaşmanın düzeyi ile birlikte, finansal kurumlar ve araçların benzer farklı yönleri en genel hatlarıyla 1. ve 2. Bölüm'de ele alınmıştır. Ayrıca, bu bölümde, "Türkiye Vb. GOÜ'lerde Kriz Dinamiğinin Özgünlüğü" başlığında, Türkiye vb. ülkelerde finansal krizlerin açığa çıkış biçimine değinilmiştir. Bundan sonraki başlıklarda ise karşılaştırmalar, tarihsel koşullar ve kurumsal yapıların farklılığı gözetilmeye çalışılarak, ABD ve Türkiye nezdinde daha somut olgulara ve istatistiklere dayalı bir şekilde 2008 finansal krizin temel dinamikleri üzerinden sürdürülecektir. Dolayısıyla burada, "2008 Krizi ve Temel Dinamikleri" başlığında sayılan temel dinamiklerin ABD'de 2008 Mortgage balonu ve krizin yaşanmasında nasıl etkin olduğu, Türkiye konut piyasasında bu dinamiklerin nasıl işlemekte olduğu ya da işleyeceği mercek altına alınacaktır.

### **3.2.1. Aşırı Sermaye Birikimi ve Azalan Kâr Oranları**

Kapitalist ülkelerde varlık balonu ve finansal krizleri ortaya çıkaran temel eğilim, rekabet ortamındaki tekil sermayelerin artık-değeri hiçbir sınır tanımadan

arttırma ve sınırsızca genişletme güdüsüdür. Sermayenin “*bu doymak bilmez hareketi*”, sermayenin *aşırı birikim eğiliminde* ifadesini bularak krizlerle sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla, 2008 Krizinin temellerini 1970’lerde görmek mümkündür. 1970’lerdeki krizler ve BWS’nin çökmesiyle sermaye, neoliberal politikaları devreye sokarak düşen kâr oranlarına karşı yeni birikim alanlarına yönelmiştir. Kapitalistler, sermaye birikimi sürdürebilmek için yeni yatırımlar ve faaliyet alanlarını sürekli bir şekilde kovalarken, gayrimenkul önemli bir yatırım alanı olarak öne çıkmıştır. Aşırı biriken sermaye -2000’deki dot-com krizinin de etkisiyle-, “sermaye fazlasını emme sorununu” çözmek üzere, kendini kârlı bir değerlendirme alanı olarak 2000’li yılların başından itibaren yoğun bir şekilde gayrimenkul piyasasında bulmuştur (Harvey, 2010: 55).

2008’i doğuran önemli döngülerden bir diğeri de ABD’deki 2000’lerin başında NASDAQ balonunun patlamasıyla oluşan Dot-com krizidir.<sup>102</sup> Birdal’ın belirttiği gibi, bu krizin ardından ABD’deki mortgage piyasası, hızlı bir şekilde büyüme sürecine girmiştir. Krizin ardından ABD’de oluşan atıl fonların bir kısmı hazine tahvillerinin düşük getirisi dolayısıyla çevre ülkelere yönelirken, bu fonların önemli bir kısmı da iç piyasa gelişen gayrimenkul sektörüne yatırılmıştır. Kârlı yatırım fırsatları nedeniyle uluslararası finans sermayesinin başlıca yatırım alanı haline gelen ABD mortgage piyasasında kimi standartların gevşetilmesi kredi maliyetlerini ucuzlamıştır. Bunun üzerine, yüksek riskli (subprime) krediler hızla yaygınlaşmıştır. Böylece, ABD’de ev sahipliği hızla tabana yayılırken, emlak fiyatları hızla artmaya başlamıştır. Gayrimenkul fiyatlarındaki hızlı artış, “*ikinci ipoteklerden kaynaklı krediler yoluyla*

---

<sup>102</sup> Dotcom krizine yol açan spekülasyon şışmeye ABD’ye gelen yabancı likiditenin 1997 Asya-1998 Rusya krizleri nedeniyle artması, 2008 küresel ekonomi krizine giden yolu döşeyen ABD gayrimenkul spekülasyonuna ise internet borsa balonunun patlaması sebep olmuştur (Akman, 2010: 38). Mikroişlemci 1971’de icat edilmiş; kişisel bilgisayarlar 1980’lerin başlarında yaygınlaşmaya başlamıştır. Bilgisayar teknolojilerin kullanımı ABD ekonomisinin verimliliğinde hızlanmaya (Krugman, 2008: 141’tan akt. Kahveci, 2012: 107) yol açarken, dünyanın en büyük şirketleri arasına hızla Microsoft, IBM gibi bilişim firmaları girmeye başlamıştır. Söz konusu firmaların borsada işlem gören hisse senetlerinin değeri tarihte eşi benzeri görülmemiş bir şekilde hızla artmış, “1996 ile 2000 yılları arasında NASDAQ (Amerikan Borsası Teknoloji Endeksi) 600’den 5000 seviyesine” ulaşmıştır. 2000 yılı içinde “endeks 5000 seviyesinden önce 2000’lere” düşerken, 2002’de endeks “800 seviyesine kadar” düşmüştür. Uluslararası mali kriz nedeniyle FED, 1999 ile 2000 arasında faiz oranlarını altı kez artırmıştır. 2000 Mart’ından 2002 Ekim arasında dotcom şirketlerinin piyasa değeri kaybı 5 trilyon \$’ı bulmuştur. Dot-com balonunun patlamasıyla ortaya çıkan krizin önünü almak amacıyla FED’in yöneldiği politika ise, 1987 borsa krizindeki gibi faizleri hızla aşağıya çekmek olmuştur. “FED, 2001 yılı içerisinde gecelik faiz oranlarını 11 kez indirerek % 6,5’tan % 1,75 seviyesine” düşürmüştür. 2003 Haziranında % 1 seviyesine düşen faiz oranı, aynı zamanda konut balonunun büyümesinin altında yatan temel nedenlerden birisi olmuştur. İnternet balonu patlarken resesyonu önlemek üzere devreye sokulan düşük faiz silahıyla balon, konut piyasasına aktarılmıştır (Kahveci, 2012: 107-9).

*tüketici talebinde ve ekonomide büyüme” sağlarken, “menkul kıymetleştirme yoluyla emlak kredileri uluslararası piyasalara ihraç edilmiştir.” Bu süreç, merkezinde “inşaat sektörü ve finans piyasaların bulunduğu, küresel piyasalar tarafından fonlanan talebin tetiklediği bir ekonomik balonu” ortaya çıkarmıştır (Birdal, 2009: 1-2).*

ABD konut balonun şişmesinde küresel fonların, ABD mortgage piyasasına doğru akışının önemli bir etkisi olmuştur. Kindleberger ve Aliber’e göre, ABD, İngiltere, İrlanda, İzlanda, İspanya, Güney Afrika ve daha birçok ülkede 2002’de baş gösteren ve birbirinden bağımsız olma olasılığı çok zayıf olan emlak balonları her zaman kredi artışı balonlarından kaynaklanmıştır. Kredi arzındaki hızlı büyüme mortgage talebinde keskin bir yükselmeyi körüklerken, küresel düzeyde fon akışları varlık balonlarını şişirmektedir:

*“1980’lerin başında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan mali kriz, 1980’lerin ikinci yarısında Japonya’da ortaya çıkan emlak ve hisse senedi balonuna katkı yapan bir zincirlemeye etkiye yol açtı. 1990 başında Tokyo’daki balon patlaması Japanyo’dan Taylan, Malezya ve Endonazyo’ya para akışını artırdı; bu da bu ülkelerin parasını güçlendirdi, emlak ve menkul kıymetlerin fiyatını yükseltti. Güneydoğu Asya ülkelerindeki balonların patlaması bu ülkelerin kredilerini geri ödemesiyle ABD’ye para akışını hızlandırdı; ABD doları değerlendirildi ve ABD’nin ticaret açığı yılda 150 milyar dolar büyüdü” (Kindleberger ve Aliber, 2014: 11-2).*

ABD tahvillerine yönelik fon akışı FED’in enflasyon tehdidi ile karşılaşmadan para basma konusunda rahatlamasına ve faiz oranlarının düşük tutulmasına olanak tanımıştır. Bu durum başta konut sektörüne yönelik olmak üzere tüm kredilerin teşvik edilmesine ve artışına yol açmış ve konut balonunun şişmesine katkıda bulunmuştur. ABD gibi getirisi düşük olmakla birlikte riski de düşük olan devlet tahvilleri, ihracat fazlası veren ülkeler tarafından tercih edilmesinin en önemli sebebi güvenilir bir liman olarak görülmesidir. Neoliberalizm döneminde özel rezervler, yüksek kazançlar için GOÜ'lere akarken, bu ülkelerin rezerv biriktirme zorunluluğu oldukça düşük getirilerle ters yönde daha büyük bir akımlara neden olmuştur. “Anarşik” sermaye akımları bir yandan 2001-07 konut balonunu tetiklemekle birlikte bu süreçten en çok yararlanan ABD olmuştur (Lapavitsas, 2009: 25-70). Türkiye gibi dış ticaret açığı veren bir ülke olmasına rağmen, ABD’nin yüksek dış ticaret açıklarının finanse edilmesinde dünya ekonomisi içindeki rolü önemli bir etkidir. Doların başlıca rezerv para aracı olması ABD halkının borçlanarak tüketimini

mümkün kılan en önemli dayanaklardan biridir. Aşağıdaki Tablo, 2000'den 2008'e kadar her yıl ABD ekonomisine ABD dışından çok yüksek miktarda kaynak transferi yapıldığına işaret etmektedir.

**Tablo 3.2:** Ülkelerin Dolar Rezervleri, (2000-2007 / Milyar \$)

| YILLAR               | 2000  | 2001  | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Toplam               | 800,9 | 985,8 | 1072,6 | 1395,3 | 1848,3 | 2339,3 | 3095,5 | 4283,4 |
| Çin                  | 168,9 | 216,3 | 292,0  | 409,0  | 615,5  | 822,5  | 1069,5 | 1531,4 |
| Rusya                | 24,8  | 33,1  | 44,6   | 73,8   | 121,5  | 156,5  | 296,2  | 445,3  |
| Hindistan            | 38,4  | 46,4  | 68,2   | 99,5   | 127,2  | 132,5  | 171,3  | 256,8  |
| Ortadoğu             | 146,1 | 157,9 | 163,9  | 198,3  | 246,7  | 351,6  | 477,2  | 638,1  |
| Sahra altı<br>Afrika | 35,0  | 35,5  | 36,0   | 39,9   | 62,3   | 83,0   | 115,9  | 144,9  |

**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook 2008.

2000-07 yıllarını kapsayan yukarıdaki Tablo, 2000 yılı sonrasında Çin, Rusya ve Hindistan gibi ülkelerin ihracat ile elde ettikleri gelirleri güvenilir bir liman olarak ABD tahvillerine yönlendirdiğine dair önemli bir veri sunmaktadır. Tablo'ya göre Çin, Rusya ve Hindistan gibi ülkeler döviz rezervlerini bu aralıkta 10 ila 20 kat arttırmıştır. Ortadoğu ülkeleri dolar rezervlerini yaklaşık 4,5 kat arttırırken, yoksul ülkelere oluşan Sahraaltı Afrika ülkeleri dahi döviz rezervini yaklaşık 4 kat arttırmıştır. Amerikan hazine tahvillerinin yabancılar tarafından tutulan bölümü 1994 yılında %14 seviyelerinde iken, 2009'da %30'lara yükselmiştir. 2008 Krizi öncesinde MBS türü iipoteğe dayalı varlıkların ise %20 dolayındaki bölümü yabancılar tarafından tutulmaktaydı. *“Böylece Amerikan ekonomisi dünyanın tasarruflarıyla fonlanan dev bir borç balonuna”* dönüşmüştü (Birdal, 2018: 54).

Neoliberal dönemde serbestleşen küresel sermaye hareketleri dünya piyasalarını dolaşarak kredi ve varlık balonlarına neden olmaktadır. IMF'nin Kasım 2013 tarihli bir çalışmasından hareketle Yıldızoğlu, 1970-2009 arasında, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin seyrine dikkat çekiyor. GOÜ'lere yönelik sermaye akışı, **“yapısal krizin ilk önce merkez ülkelerde patlak verdiği dönemde, 1970-1981 arasında”** artmıştır. Bu dönemde sermaye, **“merkezden çevreye”** doğru kaçarken, GOÜ'lerde 1981-82'de yaşanan borç krizi sermayeyi yeniden merkeze

yönlendirmiştir. 1987 borsa krizi ise mali sermayeyi yeniden, 1987-1997 arasında yükselen piyasa ekonomileri (YPE)'ye yönlendiriyor. Gelgit halindeki spekülasyon sermaye, **“Asya Krizi”** ile büyük bir köpüğe ve patlamaya neden oluyor. 1998-2002 arasında küresel sermaye, YPE'den bir kez daha kaçarak merkeze dönme çabasına giriyor. Bu çaba “1999- 2001 borsa krizleriyle kesiliyor.” 103

Bu kesilme ile “neo-liberal kriz yönetim modelinin tükendiği”ni söyleyen Yıldızoğlu'na göre 2003-2007 döneminde, YPE'ye yönelik sermaye hareketlerindeki artış, FED önderliğindeki merkez ülke MB'lerinin küresel çaptaki *“muazzam parasal genişleme”* sine dayanmıştır. Bu parasal genişleme *“büyük bir kredi köpüğü”* yaratmıştır. 2007-2009 arasında, *“mali krizin ilk iki yılında, kredi piyasaları çökünce, finans kapital”* yeniden *“merkeze dönmeye, riskten kaçmaya çalışıyor.”* Bu tarihten sonraki süreci, *Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF)* verilerinden hareketle ele alan Yıldızoğlu, *“FED'in parasal genişleme politikası”*, ABD ve Avrupa'daki *“Büyük durgunluk”* ile paralel şekilde sermaye akışı YPE'ye yöneliyor. Bu ülkelere sermaye akışı, *“2009'da toplam 695 milyar dolardan 2013 yılında 1 trilyon 377 milyara ulaşıyor.”* Bu eğilim, 2014'de *“yaklaşık yüzde 19 gerileyerek 1 trilyon 88 milyar dolara”* düşüyor. Bu düşüşte, *“ABD'de bir ekonomik toparlanma”* etkili oluyor. Yıldızoğlu, 2014'de küresel sermaye hareketlerinin yön değiştirip *“çevreden merkeze dönmeye başlamış olabileceği”* sonucuna ulaşıyor:

*“Sermaye birikim süreçleri, dış kaynağa özellikle kısa dönemli finansmana dayalı ekonomilerde, uluslararası finans kapital bir kez yön değiştirdikten sonra paranın değerini korumak olanaksız, ama uluslararası piyasaları ürkütecek siyasi ya da ekonomik bir adımın, yavaşlamayı çöküşe çevirmesi işten bile değil” (Yıldızoğlu, 2020).*

2008 öncesinde ABD emlak balonunun şişmesinde aşırı sermaye birikimi ve küresel ölçekteki fonların ABD'de doğru akışı önemli bir rol üstlenmiştir. Bu başlığı Türkiye açısından değerlendirirsek Savran'ın dikkat çektiği gibi, kapitalizmin genel nitelikteki krizinin en temel çelişkileri dünya pazarı ölçeğinde açığa çıkmasına karşın, tekil ülkelerin dünya pazarıyla entegrasyon biçimi, bu ülkelerin özgün durumları krizin yansıma biçimlerini ve etkisini farklılaştırmaktadır. Türkiye gibi ekonomilerin gelişimini belirleyen çok daha farklı etmenler vardır. Bunlar ödemeler dengesi (döviz

---

<sup>103</sup> Vurgular yazara aittir.

kuru), mali denge (faiz oranı), ücret düzeyini de kapsayan sermaye-işçi sınıfı ilişkileri vb. faktörlerdir (Savran, 2013: 247).

Finansal balonlara neden olacak şekilde ABD gibi gelişmiş kapitalist ülkelere küresel fonların akışı düşük getiriye rağmen büyük oranda güvenilir liman dolayısıyla gerçekleşirken, küresel düzeyde aşırı biriken fonları Türkiye gibi GOÜ piyasalarına yönlendiren önemli faktör ise, faiz, kâr ve rant biçimindeki daha yüksek kazanç potansiyelidir.

Aşağıdaki Tablo'da 2000-2019 aralığında Türkiye'ye doğrudan ve kısa vadeli portföy yatırımları biçiminde yönelen sermaye hareketlerini görmekteyiz. Ödemeler dengesinde hesapların negatif olması yabancıların Türkiye'ye yaptığı yatırım miktarının yerlilerin yurtdışına yaptığı yatırımların üstünde olduğunu göstermektedir. Yani Tablo'daki negatif rakamlar, o yıl itibariyle Türkiye'ye net giriş yapan sermaye miktarını göstermektedir. Pozitif rakamlar ise o yıl itibariyle net olarak sermaye çıkışı yaşandığını göstermektedir. Dikkat edilirse Türkiye'de kriz yılları olarak tarihe geçen 2001'de yaklaşık 4 milyar 479 milyon dolar, 2002'de 551 milyon dolar, 2008'deki küresel kriz döneminde 5 milyar dolar ve de 2018'de 3 milyar 115 milyon dolar, 2019'da ise 1 milyar 246 milyon dolar portföy yatırımlarda net çıkış yaşanmıştır. Doğrudan yatırımlarda ise 2001 krizi ardından 2002 ve 2003'de, 2008 krizi ardından 2009 ve 2010'da, 2017'nin ardından ise 2018 ve 2019'da yüksek miktarda düşüşler dikkat çekmektedir.

**Tablo 3.3: Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Hareketleri, (2000-2019)**

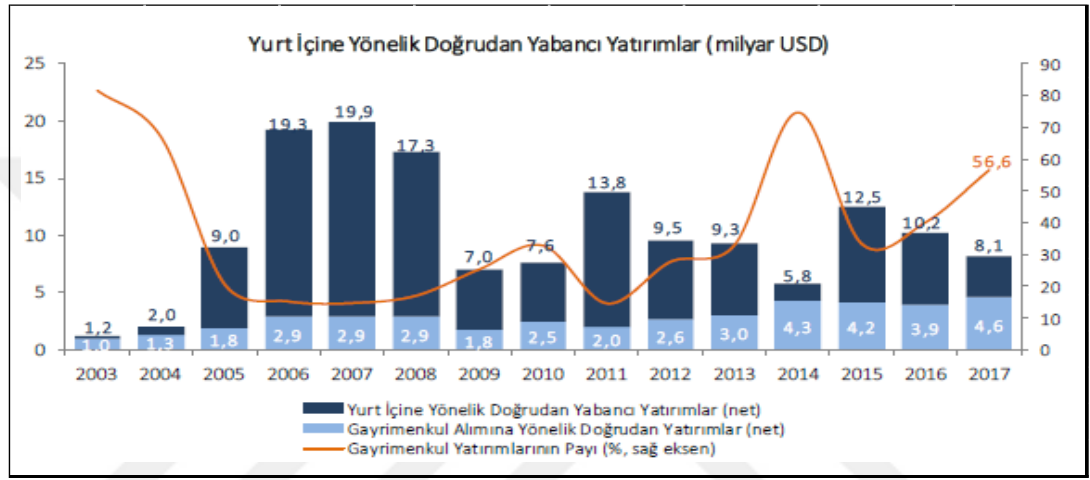
| TÜRKİYE'YE YÖNELİK YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ |            |            |            |            |            |            |            |            |            |           |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| Tarih                                          | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009      |
| DOĞRUDAN YATIRIMLAR (Milyon \$)                | -112,00    | -2.855,00  | -939,00    | -1.222,00  | -2.005,00  | -8.967,00  | -19.261,00 | -19.941,00 | -17.302,00 | -7.032,00 |
| PORTFÖY YATIRIMLARI (Milyon \$)                | -1.055,00  | 4.479,00   | 551,00     | -2.498,00  | -8.048,00  | -13.457,00 | -7.415,00  | -833,00    | 5.014,00   | -227,00   |
| Tarih                                          | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019      |
| DOĞRUDAN YATIRIMLAR (Milyon \$)                | -7.617,00  | -13.812,00 | -9.638,00  | -9.927,00  | -6.287,00  | -14.167,00 | -10.791,00 | -8.398,00  | -9.374,00  | -5.593,00 |
| PORTFÖY YATIRIMLARI (Milyon \$)                | -16.083,00 | -22.204,00 | -41.029,00 | -24.020,00 | -20.216,00 | 15.349,00  | -6.412,00  | -24.063,00 | 3.115,00   | 1.246,00  |

**Kaynak:** TCMB EVDS Ödemeler Dengesi İstatistikleri.

2002 sonrasında Türkiye'ye yönelen doğrudan yabancı yatırım (DYY) ve portföy biçimindeki kısa vadeli sermayenin ilgi odağı özellikle, 2010 sonrasında gayrimenkul olmuştur. Bu dönemde, yabancıların mülk edinimini kolaylaştırmaya

yönelik yasal düzenlemeler ve göç olgusunun yarattığı talep, gayrimenkule olan ilgiyi arttırmıştır. Daha fazla kazanç sunması dolayısıyla Türkiye'ye gelen doğrudan yatırım niteliğindeki sermaye fonlarının büyük oranda gayrimenkule kaydığını aşağıdaki grafikten izlemek mümkündür.

**Grafik 3.2:** Türkiye İnşaat Sektörüne Doğrudan Yabancı Yatırımlar  
(2003-2017)



**Kaynak:** TCMB (akt. Sezgin, 2018: 13).

Yukarıdaki Grafik'ten görüldüğü gibi DYY'nin gayrimenkule yöneliminin 2014'den itibaren daha belirgin bir seyir izlemiştir. 2014'te 5,8 milyar DYY'nin 4,3 milyar doları yani yaklaşık %74'ü gayrimenkule yönelmiştir. 2017'de 8,1 milyar dolar DYY'nin 4,6 milyar dolarlık kısmı gayrimenkul alımına yönelmiş, gayrimenkul alımlarının toplam DYY içindeki payı %56,6 olmuştur. Uluslararası Yatırımcılar Derneği'nin 2018 yılı Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporuna göre, 2018 yılında Türkiye'ye, toplam 13,1 milyar dolarlık uluslararası doğrudan yatırım gerçekleşmiştir. Bu rakamın içerisinde, yurtdışındaki yerleşik kişilerin gayrimenkul alımlarının payı 5,9 milyar dolar ile uluslararası toplam yatırımların %45'ini oluşturmaktadır. Bu rakam 2013 yılında %22 iken, 2016 yılında %27, 2017 yılında %40 seviyesine yükselmiştir (YASED, 2018: 5).

“Türkiye vb. GOÜ’lerde Kriz Dinamiğinin Özgünlüğü” başlığında belirttiğimiz gibi, Türkiye gibi bağımlı ülkelerde küresel fonların aşırı girişiyle ekonomik canlanırken, yerel ve küresel fonların yöneldiği varlıklarda fiyat balonlarına yol açmaktadır. Fonlarda ani çekilmeler borsayı sarsarken, döviz kurlarının yükselmesi nedeniyle bankaların ve dış borçları yüksek olan özel sektör şirketlerinin

yükümlülüklerini karşılamasını zorlaştırmaktadır. Daha yüksek kazanç potansiyeliyle yurtiçine gelen döviz miktarı, döviz kurunu ucuzlatıp yatırım ortamıyla birlikte spekülasyonu artırırken, küresel piyasalardaki fon akışının tersine dönmesine neden olan gelişmeler ekonomiyi ters yönde etkilemektedir. Dolar kuru artarken, yurtdışı borçlanmalar maliyeti yükselmekte, konjonktürün içinde bulunduğu evreye bağlı olarak ekonomiyi krize sürükleyebilmektedir.

2017'den itibaren Türkiye ekonomisi kriz ortamına sürüklenmiştir. 2018, 2019 yıllarında kısa vadeli portföy yatırımlarında yaşanan çıkışlar ve doğrudan yatırımlardaki düşüşlerle birlikte yükselen döviz kuru, Türkiye ekonomisinin 2017'de tavan yapan işsizlik oranları, artan enflasyon ve faiz oranları, büyümedeki düşüş vb.<sup>104</sup> makro göstergeler buna işaret etmektedir. Ekonominin içinde inşaat yatırımlarının önemli bir ağırlık teşkil etmesi, sektörün daha da fazla sarsılmasına neden olmuştur. Tez'in ilerleyen başlıklarında izlenebileceği gibi, konut arzı artmasına rağmen talepte düşüşler yaşanmış, inşaat şirketlerinin önemli bir kısmı iflasın eşiğine gelmiştir. AKP Hükümeti, bir yandan konut faiz oranlarını yüksek enflasyona rağmen düşük tutarak, diğer yandan konut kredisi peşinatlarını düşürerek, batma riski olan büyük inşaat şirketlerinin projelerine VFF ile ortak olmak vb. yöntemlerle inşaat sektörünü ayakta tutmaya çalışmaktadır. Bununla birlikte, deprem riski nedeniyle kentsel dönüşüm kapsamında hala, yaklaşık 6 milyon üstünde konutun yapılması gerekliliği, konut sektöründe yükselen fiyatların tolere ederek, inşaat sektöründeki krizi öteleme yönünde karşıt bir faktör olarak etkisini korumaktadır.

### 3.2.2. UPS ve MB Para Politikası

Tez'in ilk bölümünün "Neoliberalizm ve Finansallaşma" başlığında, Uluslararası Para Sistemi (UPS)'deki değişim özetlenmiştir. Ayrıca bu bölümün "Türkiye vb. GOÜ'lerde Kriz Dinamiğinin Özgünlüğü" başlığında MB'lerin döviz kurunda istikrarı sağlayabilmesi için yeterince rezerv bulundurma gerekliliğine değinilmiştir. Dolayısıyla burada UPS kısmına tekrardan girilmeyerek, MB'lerin varlık

---

<sup>104</sup> Bkz. bu Tez, Tablo 10: Türkiye Ekonomisi Makro Veriler 2000-2019.

fiyat oluşumuna etkileri ve ABD 2008 öncesinde finansal krizdeki rolü ile birlikte TCMB'nin aldığı kararların olası bir kriz ve Türkiye gayrimenkul piyasasına etkileri üzerinde durulacaktır.

Neoliberal dönemde özerk kılınan MB'lerin temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bununla birlikte MB'nin enflasyon karşıtı para politikası, varlık fiyat balonlarının oluşmasında önemli bir etken olmuştur. Pekiyi, böylesi çelişkili bir durum aynı anda nasıl mümkün olmaktadır? ABD 2008 konut balonunu inceleyen Kansu, bu soruya tatmin edici bir cevap sunmaktadır. Keza, fiyat istikrarı ve varlık fiyatları arasındaki ilişki, ekonomideki diğer gelişmelere bağlı olarak şekillenmektedir. Finansal şoklar ve kredi verme standartlarının gevşemesi, yatırımlarda ve konut fiyatlarında keskin yükselişlere neden olurken, buna bağlı olarak konut teminat değerleri yükselmekte ve bankaların kredi faiz oranlarını düşürmektedir. Kredi hızlandıran mekanizmasının devreye girdiği bu durumda, kredili konut talebi artarken konut fiyatları yükselmektedir. Konutların teminat değerleri de yükseldiği için, kredi faiz oranları düşmekte ve kredi talebi artmaktadır. Bu durum, kendi kendini besleyen bir sürece dönüşmektedir. Düşük faiz oranları, dayanaksız tüketim mallarına olan talebi de kamçılıyarak TÜFE'yi yukarı iterken, pozitif verimlilik şoku TÜFE'yi düşürüp konut yatırımları ve talebiyle birlikte kredi talebini de arttırmaktadır (IMF, 2009). Kansu'nun belirttiği gibi, finansal krizlere neden olan kredi ve varlık piyasalarındaki yükselişler ile düşük enflasyonun birlikte varolması bazı temel koşullarla mümkün olmaktadır. Bu koşullar özellikle ABD, Japonya gibi gelişmiş kapitalist ülkeler için geçerli olan düşük enflasyonun uyardığı iyimser beklentiler ile verimlilik artışlarının neden olduğu yüksek kurumsal kârlardır.

Başarılı bir fiyat istikrar programının, düşük enflasyonla birlikte varlık fiyatlarını yükseltebileceğine dikkat çeken Kansu'ya göre, finansal serbestleşme eşliğinde enflasyonun düşmesinin yarattığı iyimser beklentiler, tüketim harcamalarını, kredileri ve varlık fiyatlarını arttırmaktadır. Ekonominin arz yönünü destekleyen verimlilik artışı, düşük enflasyon ortamında varlık fiyat balonunu beslemektedir. Özellikle teknolojik gelişmeler ve emek piyasasındaki "reformlar" kurumsal kârları artırdığı gibi gelecekle ilgili olumlu beklentiler yaratır. Japonya'da 1980'lerde düşük enflasyon ortamı verimlilikteki artışlar ve emek piyasasındaki yapısal kaymalardan kaynaklanırken, 1990'larda ABD'deki verimlilik artışı, benzer şekilde ılımlı enflasyonla birlikte hisse senedi fiyatlarında yükselişin nedeni olmuştur. Yükselen

varlık fiyatları, güçlü ekonomik büyüme ve düşük enflasyon üçlüsü, istikrar politikalarındaki gibi aşırı iyimser beklentiler oluşturmakta, kendi kendini besleyen bu süreçte varlık fiyatlarındaki artış talebin artmasını sağlamaktadır. Daha güçlü talep, enflasyon üzerinde baskı yaratmasına rağmen, arzın artışı bu baskıyı dengelemektedir. Para politikasının kredibilitesinin yüksek olması da, talep artışına ve böylece varlık fiyatlarında artışa neden olabilmektedir. MB'ye olan güvenin yüksek olması beklentileri olumlu yönde etkilerken, varlık fiyatlarının yükselmesi yatırımcıların kredi almada, finansal kurumların ise kredi vermede gönüllü olmasını teşvik etmektedir (Kansu, 2011: 48-50).

Finansal serbestleşme ile birlikte MB'ler, her ne kadar para arzını kontrol etmek üzere enflasyon karşıtı fiyat istikrarı politikası izlemiş olsalar da, geniş tabanlı para arzı üzerinde etkinliklerini yitirmişlerdir. Bu durum, para arzını ekonomiye içsel olarak ele alan Post-Keynesyen ve Marksist iktisatçıları haklı çıkarmaktadır. Konunun anlaşılması açısından para arzına kısaca değinmek faydalı olacaktır. Bilindiği gibi, *“para politikalarının temel değişkeni para arzıdır.”* Para politikasından sorumlu olan otoriteler, *“para arzını kontrol altında tutarak”*, istihdam, fiyat istikrarı, büyüme gibi ekonomik hedeflere ulaşmak istemektedir. *“Faiz oranları üzerinden yatırım ve üretim gibi faktörleri”* etkileyen para arzı değişimi, böylece reel ekonomik denge üzerinde etkili olmaktadır. Para arzının kapsamı, finansal piyasaların gelişme düzeyi ve ödeme araçlarının çeşitliliği gibi faktörlere bağlı olarak değişmektedir. TCMB, 2005 tarihinde uluslararası piyasalarla uyumlu üç ayrı para arzı tanımlı yapmıştır: M1, M2 ve M3.

$$M1 = \text{Dolaşımdaki Nakit} + \text{Vadesiz Mevduatlar}$$

$$M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduatlar}$$

$$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları} + \text{İhraç Edilen Menkul Değerler}$$

M1 ile sembolize edilen dar tanımlı para arzındaki dolaşımdaki nakit, ticari bankalar dışındaki işletmelerin ve hane halklarının ellerinde tuttukları madeni ve kâğıt paralardan oluşmaktadır. Vadesiz mevduatlar ise, mevduat ve katılım bankaları ile MB'deki TL ve yabancı para mevduatlardan oluşmaktadır. M2 ile sembolize edilen geniş tanımlı para arzı, M1 para arzına TL ve yabancı para cinsinden vadeli mevduatların (TD) ilave edilmesiyle bulunmaktadır. En geniş tanımlı para arzı ise M3'tür. MB, para arzını belirleyebilmek için *“parasal tabanı kontrol*

*etmeye çalışmaktadır.*” Parasal tabanın belli bir kısmı, “halkın elinde nakit olarak tutulurken”, diğer bir bölümü *“bankalar tarafından rezerv olarak tutulmaktadır.”* Parasal tabanda yer alan rezervler toplamı bankalar için bir varlık niteliğinde iken, TCMB için yükümlülük niteliğindedir. Bankaların zorunlu ve serbest rezervler bulundurmaktadır. Parasal taban (PT), dolaşımdaki nakit (DN) ile bankaların rezervleri (BR) toplamından oluşmaktadır:  $PT = DN + BR$  (Afşar, 2013: 21-30; Arslan, 2013: 5).<sup>105</sup>

Günümüzde emisyon üzerinden para arzını kontrol etme etkinliği eskine nazaran kaybolmuştur. Bu durum, *“bankaların kaydi para yaratmalarının yaygınlaşmış olması, hanehalklarının kredi kullanımının genişlemiş olması, kredi kartları gibi para yerine kullanılan araçların gelişmiş olması”* vb. gelişmelerden kaynaklanmıştır (Eğilmez, 2015). Görüldüğü gibi bunlar, neoliberal finansallaşma eğiliminin dayanakları olan faktörlerdir. Varlık fiyat balonları ve finansal krizler, para arzının ekonomiye içsel olarak belirlendiğini göstermektedir. Oysaki Klasik, Neo-Klasik ve Monetarist iktisatçılara göre para ve para arzı dışsaldır. Para arzının dışsal olduğunu savunanlar para arzının MB gibi para otoritelerince belirlendiğini, bu nedenle makroekonomik değişkenlerden bağımsız olduğunu ileri sürmektedir (Afşar, 2013: 34).

Post Keynesyenlerin belirttiği gibi, para arzı, mevduat toplayan finansal aracı kurumlar ve bu kurumlardan borçlananların (kredi kullanan) etkileşimleri sonucunda belirlenirken, MB'nin para politikasıyla ekonomiyi etkileme gücü azalmaktadır. Para arzının içselliği yaklaşımında, dışsal para arzı yaklaşımının tersine *“modern bankacılık sisteminin mal paradan ziyade kredi paraya dayandığı”* kabul edilmektedir. Kredi para, bankalardan borçlanmanın bir sonucu olarak yaratılmaktadır. Para arzındaki *“büyüme oranının finansal piyasalardaki talep baskısı tarafından belirlendiği”* şeklindeki görüş *“onaylayıcı içsellik”* olarak kabul edilmektedir. Bu görüşe göre, bankaların ve finansal kurumların yeterli rezervleri olmadığı durumlarda, MB'ler, finansal ve ekonomik istikrarı sürdürebilmek için onların rezerv ihtiyacını karşılamak durumunda kalmaktadır. Para arzının *“yapısal içsellik”* yaklaşımına göre ise, MB'lerin sıkı para politikası, rezervleri azalan bankaları

---

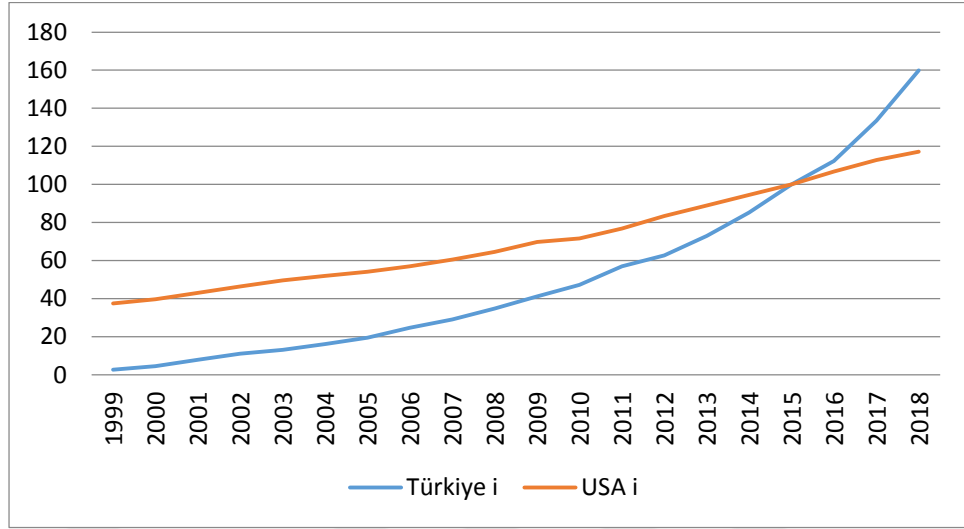
<sup>105</sup> *“İhraç edilen menkul değerler kalemi, 31.10.2010 tarihinden başlamak üzere M3 para arzı tanımına dahil edilmiştir.”* MB bağımsızlığı kapsamında, T.C. Merkez Bankası'nın parasal taban yaratma yolları arasında yer alan, *“kamu kesimine verilen krediler”* 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan düzenleme ile kaldırılmıştır (Afşar, 2013)

finansal yeniliklerle kaynak yaratmaya zorlamaktadır. Bu kapsamda bankalar, euro-dolar piyasasından borçlanarak, mevduat sertifikaları ve türev ürünler kullanarak, repo-ters repo sözleşmeleri yaparak yeni kaynaklar yaratmaktadırlar. Para arzının bankalarca içsel bir şekilde yaratılması dolayısıyla, *“finansal sistemdeki gelişmelere paralel olarak belli bir parasal büyüklüğün”* MB tarafından kontrol edilmesi, ya da MB'lerin tek başına para arzını kontrol etmesi mümkün değildir (Afşar, 2013: 35-7).

Para arzının ekonomiye dışsal olarak MB tarafından belirlendiğini savunan ana akım iktisatçılara göre, MB'lerin sıkı para politikası temelinde fiyat istikrarı ve ekonomik istikrar sağlanmaktadır. Oysaki MB'ler bunu yapmalarına karşın, varlık fiyat balonları ve finansal krizlerin önüne geçememektedir. İlk bölümde belirttiğimiz gibi, *“2000’li yılların ortalarında dünya çapında üretimin toplam yıllık değeri 50 ilâ 65 trilyon dolar arasında”* iken, *“sadece yeni finansal araçlardan oluşan türev piyasalarındaki işlemlerin yıllık değeri 650 trilyon dolar civarında olması”*, MB'nin enflasyon karşıtı sıkı para politikası ile çelişmektedir. Oysaki bu likidite bolluğu, varlık fiyat enflasyonuna, yani balonlara yol açarak, kapitalizmin temel çelişkilerinden hareketle oluşan finansal krizlerin daha da şiddetli bir şekilde yaşanmasına neden olmaktadır. 2008 Krizi bağlamında örnek vermek gerekirse, ABD mortgage piyasasında kredi döngüsü *“2005-2006 yıllarında doyum noktasına ulaşmasıyla birlikte, piyasada yatırım amaçlı kullanılabilecek büyük miktarlarda”* likidite açığa çıkmıştır. Likidite bolluğu kâr marjlarına yol açmasına rağmen, agresif bir şekilde kredi arzında artışa neden olmuştur (BDDK, 2008: 5-6).

Para arzı tanımlarına göre dünya ölçeğindeki likidite genişlemesinin M3 para arzı miktarından izleyebiliriz. M3 para arzı miktarının 2015 yılı için endeksin 100 olarak alındığı OECD veri tabanından elde edilen aşağıdaki Grafik, M3 para arzının artışını ABD ve Türkiye açısından göstermektedir. 2. Bölümde belirttiğimiz gibi, başta inşaat ve konut kredileri olmak üzere menkul kıymetleştirme yönünde Türkiye’de özellikle 2010 sonrasında yoğun düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin etkisiyle Türkiye’de M3 para arzı hızında artış ABD’yi yakalayarak 2015’ten sonra geçtiğini görmekteyiz.

**Grafik 3.3:** M3 Para Arzı Artış Hızı ABD ve Türkiye,  
(1999-2018 / 2015 yılı 100)



**Kaynak:** OECD (2020).

TCMB'ye fiyat istikrarı ve enflasyonla mücadele amacıyla araç bağımsızlığı görev ve yetkisi, 2001 Krizinin ardından verilmiştir. MB bağımsızlığı tartışmasına da kısaca değinmek faydalı olacaktır. MB'lerin bağımsızlığı ile MB amacı olan fiyat istikrarı bir gereği olan sıkı para politikası ve enflasyon hedeflemesi (EH) Bağımsız Sosyal Bilimciler (BSB)'ye göre, finansal kesimin temel talebidir. Enflasyon oranı “*ne kadar düşük olursa olsun, finansal varlıkların reel değerini aşındıran bir süreç olarak*”, finansal sermayenin baş düşmanıdır. “*Sermaye hareketlerinin sınırsız serbestliği ve esnek kur rejimi*” altında EH, küresel finans çevrelerinin “güveni” başta olmak üzere finans sermayesinin ihtiyaçlarına cevap vermektedir. Bu yönüyle, finans sermayesi “*sıfıra yakın bir enflasyonu bile*” tutkulu bir şekilde savunmaktadır:

*“EH, şu öncüllerden hareket eder: sermaye hareketlerinin tümüyle serbestleştirildiği ortamlarda merkez bankalarının aktif para politikası uygulama imkânı kalmıştır; çünkü böyle bir ortamda genişletici para politikası aracılığı ile faiz hadlerini düşürmeye çalışmak, ülkeden sermaye çıkışlarını harekete geçirerek bu politikayı işlemez duruma getirecektir. Benzer olarak, döviz kurunu yükseltip net ihracat artışı sağlamak ve ekonomiyi bu yolla genişletme çabası da yine uluslararası sermaye hareketleri ile etkisizleştirilecektir. Dolayısıyla merkez bankaları fiyat istikrarı dışında herhangi bir amaç değişkenine yönelmemeli; enflasyon öngörülerini piyasa aktörleri ile paylaşmalı ve bu öngörülere bağlı kalmalıdır. ‘Güven verici’ merkez bankacılığı ancak böyle mümkün olabilecektir.”* (BSB, 2007: 38-40).

BSB'ye göre, MB'lerin aşırı daraltıcı politikaları ve EH ile finansal kesim dışındaki toplumsal kesimlerinin ihtiyaçları ikinci plâna itilmektedir. Oysa çeşitli politika seçeneklerinden sadece biri olan anti enflasyonist bir para politikası mutlaka EH'ye bağlı kalması bir zorunlu değildir. MB, *“operasyonel olarak bağımsız kalmakla birlikte, enflasyon dışındaki değişkenleri de hedefleri arasına katabilir ve bu hedefleri gerçekleştirebilmek için sermaye hareketleri ve döviz kuru üzerinde gerekli gördüğü müdahalelerde bulunabilir”* (BSB, 2007: 40).

2008 krizi sonrasında MB'lerin amaç bağımsızlığı kapsamında, fiyat istikrarını mı yoksa finansal istikrarı mı hedeflemesi gerektiği iktisat politikası bağlamında tartışılan bir diğer mevzudur. Fiyat istikrarı, *“iktisadi birimlerin yatırım, tasarruf ve tüketim kararları alırken dikkate almayacakları kadar düşük enflasyon oranını”* hedeflerken, finansal istikrar ise *“finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerinde istikrar ve şoklara karşı dayanaklılık”* amaçlamaktadır. Bu bağlamda, MB'lerin varlık balonlarına müdahale edip etmemesi konusunda iktisatçılar iki kampa ayrılmıştır. MB'lerin müdahalesine karşı olanlar fiyat istikrarının daha önemli olduğunu savunurken, müdahale yanlısı olanlar finansal istikrarı ön plana çıkarmaktadır (Kansu, 2011: 44). Merkez bankasının para politikasının varlık fiyatlarını da içerecek şekilde belirlenmesini savunan görüşe göre FED, ABD'de yaşanan son krizde fiyat istikrarının sağladığı kısa dönem avantajlarından yararlanarak faiz oranlarını düşük tutmuş, büyümeye odaklanarak oluşan konut balonunun uzun dönemde yaratacağı ağır maliyeti göz ardı etmiştir (Kansu, 2011: 71-2).<sup>106</sup>

MB bağımsızlığı ve para arzının kontrolüne dair bu temel girizgahtan sonra şimdi, 2008 Krizi öncesi FED'in para politikasının balon oluşumundaki etkisine geçebiliriz. Çok sayıda araştırmacı, 2008 öncesinde FED'in düşük faiz politikasının artan kredi hacmi dolayısıyla emlak balonunda etkisi olduğu üzerine hemfikirdir. ABD'de 1990'larda oluşan teknoloji balonu Mart 2000'de patladığında, yaşanan ılımlı resesyondan çıkmak için FED, faiz oranlarını düşürmüştür. Bu uzun süreli düşük faiz politikası ise konut fiyatlarının yükselmesinde önemli bir rol oynamıştır (Kansu, 2011: 51-2). FED'in kısmen ekonomideki yavaşlıktan ötürü düşük faiz

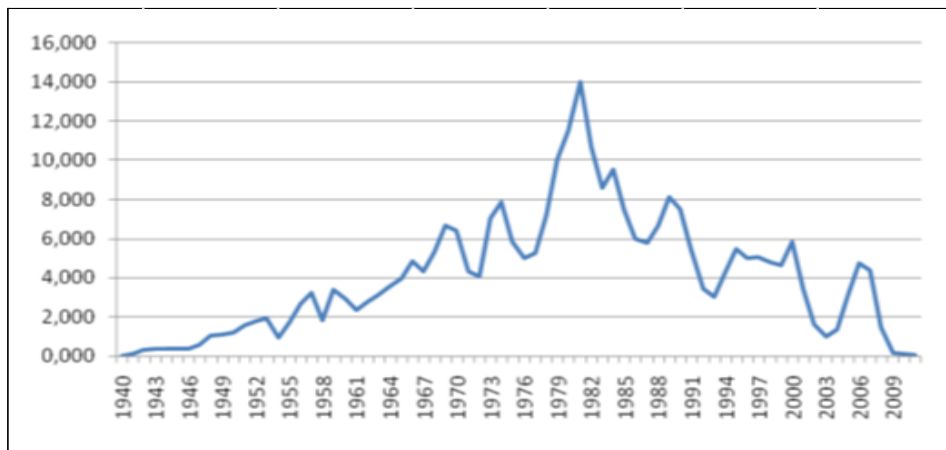
---

<sup>106</sup> Varlık balonlarına müdahale yanlısı olanlar, varlık fiyat yükselişleri sürecinde MB'lerin ılımlı bir şekilde faiz artırımının balonun ekonomi üzerindeki etkisini sınırlayabileceğini savunurken, müdahale karşıtı olanlar bu durumun ekonomik canlanmayı olumsuz etkileyeceğini, yatırım, üretim ve istihdamın düşmesine neden olacağını düşünmektedirler (Kansu, 2011: 45).

politikasını sürdürmesi, 2002'den itibaren ABD gayrimenkul fiyatlarının genel fiyat düzeyinin üç katı üstünde bir artışa neden olmuştur (Kindleberger ve Aliber, 2014; 11). ABD'de "2003 Haziran ayında %1 seviyesine düşen ve 1 yıl kadar bu seviyeyi koruyan düşük faiz oranları", emlak kredilerindeki artışı ve yatırımcıların konut piyasasına yönelmesini teşvik etmiştir. Düşük faizler, brokerların da etkisiyle kredi yeter koşullarının neredeyse tümüyle kalkmasına, yüksek riskli kredilerin toplam krediler içindeki oranının artmasına ve emlak fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur (Birdal, 2009: 14).

FED'in düşük faiz politikası, ABD'de 2000'li yılların başından itibaren alt ve orta gelir grubundaki kişiler dâhil, geniş bir kesimi konut piyasasına çekmiştir. Riskli olmasına karşın, düşük seviyedeki "cazip yeniden finansman alternatifleri ve yükselen emlak fiyatları", çok sayıda kişiyi değişken faizli kredilere yöneltmiştir. Bankalar ise kredi riskine karşı, daha korunaklı olduğu için değişken faizli krediyi teşvik etmiştir. FED'in 2006'dan itibaren faiz oranlarının aşamalı olarak arttırması ve özellikle 2007'de yüksek bir seviyeye çıkarması değişken faizle kredi kullananları zor durumda bırakmış ve krizi tetiklemiştir (Birdal, 2009: 16-8). ABD faiz oranlarının seyrine dair aşağıdaki grafik kredi hacminin arttığı dönemlerde faiz oranlarının oldukça düşük seviyelerde seyrettiğini, krize doğru ise hızla tırmanışa geçtiğini göstermektedir.

**Grafik 3.4:** ABD Faiz Oranları, (1940-2011)



**Kaynak:** Economic Report of President 2012, Table 73.

Grafikten görüldüğü gibi, ABD'de 2003 yılında 0.98 seviyesine kadar düşen faiz oranları Eylül 2007 tarihine değin 5.25 seviyesinde seyretmiştir. Yükselen faiz

oranlarına rağmen “2006 yılında FED tarafından yapılan açıklamalarda, subprime mortgage piyasasında verilen kredilerin kalitesinin bozulduğu” kabul edilmesine karşın, bu krize işaret olarak görülmemiştir. Subprime mortgage kredilerine sınırlandırma vb. ek düzenlemeler getirilmesi yönündeki uyarılar, FED tarafından sıcak karşılanmamıştır. FED, piyasanın kendiliğinden denge sağlayacağı beklentisiyle “düzenleyici otoritelerin müdahalelerinin en son aşama olması gerektiğini savunmuştur” (BDDK, 2008: 6).<sup>107</sup>

Yukarıdaki veri ve analizlerden anlaşıldığı üzere FED’in izlemiş olduğu para politikası, 2008 mortgage balonunda önemli bir oynamıştır. O halde bu başlığı Türkiye açısından değerlendirmeye geçebiliriz.

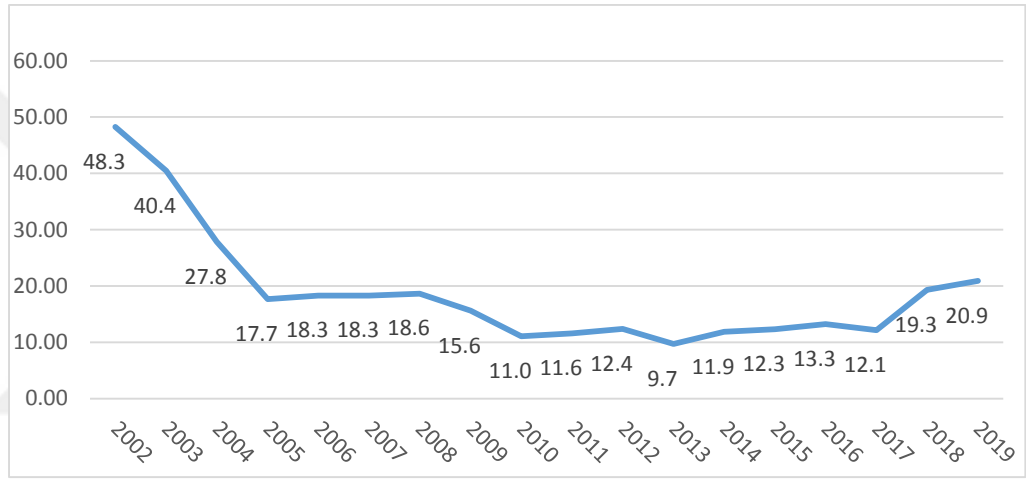
Neoliberal dönemin bir gereği olarak MB’nin siyasal otoritelerden “bağımsız” karar alma yetkisi, siyaset erbabı tarafından -özellikle ekonomik kriz dönemlerinde- farklı biçimlerde ihlal edilmiştir. Gelişmiş kapitalist ülkelerin güvenilir liman olarak görülmesi nedeniyle küresel fonları daha fazla çekebilmeleri, bu ülkelerin MB’lerine para politikası açısından avantajlı bir ortam sunmaktadır. ABD’nin MB’si FED, ayrıca dünyanın MB olması avantajına sahiptir. MB’lerin sermaye birikim sürecindeki çelişkili rolü FED’in hem ABD’nin hem de fiili olarak dünyanın MB’si konumunda olması dolayısıyla çelişkileri ABD lehine bir dereceye kadar törpülenmesine ve ertelenmesine olanak tanımaktadır. Türkiye gibi GOÜ’lerde ise, özellikle sıcak para akımlarının tersine döndüğü süreçlerde bu çelişki derinleşmektedir. FED özellikle kriz ortamında daha esnek davranıp miktar genişlemesine giderek hem iç hem de dış piyasalara dolar enjekte edebilirken, TCMB böylesi bir esneklikten mahrum bir biçimde hareket etmektedir.

---

<sup>107</sup> Konut balonunu MB dışında hükümetlerin ekonomiyi canlandırmak üzere uyguladığı kamu politikaları üzerinden açıklayan iktisatçılar da bulunmaktadır. Örneğin, Nobel ödüllü iktisatçı J. Stiglitz, ABD hükümetinin 1980’lerdeki vergi reformunun o yıllardaki gayrimenkul balonunu etkilediğini belirtmektedir. Nobel ödüllü başka bir iktisatçı V. Smith ise ABD Başkanı Bill Clinton’un 1997 yılında öncülük ettiği konut edindirme lehine getirilen yasal düzenlemelerin spekülasyon yatırımları ve konut balonunu fitillediğini belirtmiştir (Kansu, 2011: 30). 2001’den sonra da ABD Hükümetince ekonomideki durgunluğun aşılması için emlak sektörüne yönelik önemli teşvikler sunulmuştur. ABD Başkanı Bush, 2003 yılında “peşin ödeme” koşulunu hafifletmek amacıyla “Amerikan Rüyası Peşin Ödeme Fonu Kanununu” imzalamıştır. Fon, düşük gelirli ailelerin konut alabilmeleri için peşin ödemelerine katkı sunmayı amaçlamıştır. “2002 yılında açıklanan 5,5 milyonluk azınlığın konut edindirilmesi hedefine 2,3 milyon daha eklenerek, hedef 7,8 milyona yükseltilmiştir.” Bu vb. düzenlemelerle, 200 milyon \$ üzerinde destek sağlanmıştır (Kahveci, 2012: 112).

2002 sonrasında Türkiye'deki büyük ölçekte konut üretimi düşük faiz oranları ile mümkün kılınmıştır. TCMB'nin 2002 sonrasında inşaat odaklı birikim süreci boyunca uyguladığı para politikası, konut kredisi faiz oranlarına azalan bir seyir şeklinde yansırken, konut satışlarını dönem boyunca arttırdığını bu Tez'in ikinci bölümündeki Tablo ve grafiklerde görebilmekteyiz. Aşağıdaki Grafik Türkiye'de kimi istisnalar dışında konut kredisi faiz oranlarının 2002'den 2017'ye kadar önemli bir düşüş trendi izlediğini net olarak görmekteyiz.

**Grafik 3.5: Türkiye Konut Kredisi Faiz Oranları, (2002-2019)**



**Kaynak:** TCMB EVDS

İç tasarruflarının yetersizliği ve ekonominin diğer yapısal sorunları nedeniyle dış kaynağa ihtiyaç duyan Türkiye vb. GOÜ'lerde küresel fonların çekilebilmesi için hem nominal hem de reel olarak faiz oranlarının daha yüksek olması gerekmektedir. Bu ülkelerdeki yüksek enflasyon oranları, faiz oranlarının yüksek olmasına neden olurken, ayrıca küresel fonların ekonomik ve siyasal vb. nedenlerle ülke piyasasından ani ve yüksek miktarda çıkışa yönelmesi döviz kurunu yükselterek enflasyon ve faiz oranlarını yukarı çekmektedir. Türkiye ekonominin canlanması için dış kaynak ihtiyacı nedeniyle faiz oranlarının yüksek tutulmasını gerekli kılarken, ekonominin içine girdiği durgunluk ve kriz dönemlerinde daha da yükselen faiz oranları bizzat yatırımların önündeki en büyük engelle dönüşmektedir. Bu da, büyük ölçekte bir kriz yaşanmasa dahi, Türkiye konut piyasasında ipotekli satışların düşmesine neden olmaktadır. 2010 sonrasında AKP hükümetinin TCMB başkanlığı üzerinde yaptığı baskılar buna işaret etmiştir.

MB'nin özerkliği sorunu AKP iktidarları boyunca özellikle konut piyasası özelinde ekonomik faaliyet ve birikimin yaşadığı tıkanıklar bağlamında kamuoyu önünde en fazla görünür başlıklardan biri olmuştur. 2002 sonrasında Türkiye'ye giriş yapan yüksek miktardaki kısa ve uzun vadeli yabancı sermaye fonlarının yöneldiği sektörlerin başında gayrimenkul piyasası yer almıştır. Uzun vadeli tüketici ve üretici kredileri, çeşitli menkul kıymetleştirme biçimleriyle finansal piyasalara entegrasyonu hayli ilerlemiş olan bu piyasada faiz oranları baskısı, iktidardaki AKP yönetimini durgunluk ve kriz emarelerinin yoğunlaştığı özellikle 2013-2014 dönemi ile 2017-2018 döneminde MB ile yoğun bir polemige sürüklemiştir. AKP iktidarı, daha düşük faiz oranları ile konut kredilerini teşvik edip inşaat sektörünü ayakta tutmaya çalışırken, MB enflasyon karşıtı genel ekonomik istikrarla dış ticaret, sermaye akımları vb. makro dengeleri düşünerek faiz oranlarını piyasa dinamiklerinin belirlediği asgari seviyelerde koruma çabası bir çatışma/çelişki biçiminde yaşanmıştır.

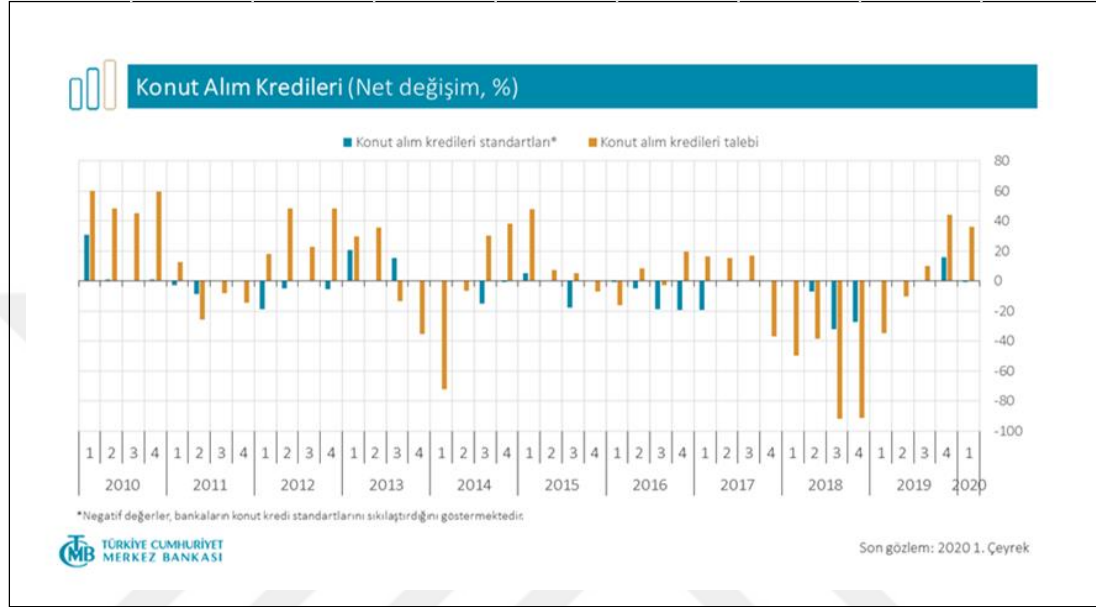
2008 sonrasında Türkiye ekonomisinin durgunluk yönünde içine girdiği önemli virajlarda MB, faizleri yüksek tuttuğu gerekçesiyle dönemin başbakan ve cumhurbaşkanı sıfatlarıyla AKP Genel Başkanlığını yürüten R. Tayyip Erdoğan'ın yoğun eleştirilerine maruz kalmıştır. Erdoğan özellikle *"faiz oranı sebep enflasyon sonuçtur"* şeklinde bir argümanla MB'yi eleştirmiştir. Bu gerilim, MB başkanının görevden alınmasına kadar varmıştır. Cumhurbaşkanı ve AKP Genel Başkanı R. Tayyip Erdoğan'a MB özerkliğini ihlal ettiğine dair ulusal ve uluslararası sermaye ve basın çevrelerinde yoğun eleştiriler getirilmiştir. Kasım 2016 seçimleriyle iktidara gelmesinin ardından ABD'de benzer bir yaklaşım Trump tarafından sergilenmeye başlanmış ve tartışma konusu olmuştur.<sup>108</sup> TCMB veri setinden alınan aşağıdaki Grafik bize konut alım standartları ve talebinin seyrini göstermektedir. Bu Grafik, özellikle konut kredisi talebinin düşüşte olduğu ve bankaların konut kredi standartlarını sıkılaştırdığı 2013-14 ile 2018-19 döneminde MB başkanlarının AKP

---

<sup>108</sup> 2019, Temmuz ayı itibarıyla 2008 Krizi'ni henüz tam olarak atlatamayan ABD'de Başkan Donald Trump, *"doların fazla güçlü olduğunu"* savunarak FED başkanını eleştirmişti. Trump, FED'in faiz indirimine gitmesi gerektiği savunurken FED Başkanı Jerome Powell, faiz düşürme konusunda emin olmadığını söylemişti. Powell'in görevinden alınmasını istediği iddialarını *"Böyle bir planımız yok"* sözleriyle yalanlayan Trump, daha sonra faiz indirimi konusundaki ısrarını sürdürmüş ve *"Powell faizi en kısa sürede düşürmelidir"* dedikten sonra *"Er ye da geç doğru şeyi yapacak"* şeklinde konuşmuştur. FED Başkanı Powell'a yönelik eleştirilerini de sürdüren Trump, FED Başkanı'nı görevden alma yetkisi olduğunu belirterek şöyle devam etmişti: *"Powell'in yerine (Avrupa Merkez Bankası Başkanı) Mario Draghi olmalıydı."* (<https://t24.com.tr>, 2019).

Hükümeti adına R. Tayyip Erdoğan'ın yoğun bir eleştirilerine maruz kaldığı dönemlere işaret etmektedir.

**Grafik 3.6:** Türkiye’de Konut Alım Kredileri (Net değişim, %)



**Kaynak:** TCMB EVDS.

Grafik’te izlendiği gibi konut kredisi standartlarının 2010, 2012, 2013, 2014 ve özellikle ekonomide kriz koşullarının daha fazla hissedildiği 2019’da gevşetildiğini görmekteyiz. Konut kredi talebi, standartların 2011, 2013 ve 2014 ile 2018 ve 2019 yıllarında gevşetilmesine rağmen azalmıştır. Özellikle, 2014 ve 2018’de büyük bir düşüş yaşanmıştır. Tam da bu düşüş noktalarında AKP iktidarının, MB’ye yönelik piyasa faiz oranlarını ve dolayısıyla konut faiz oranlarını aşağı çekme çağrılarını tanık olmaktadır. 2018’de bu müdahale daha da sertleşerek MB Başkanını görevden alıp yerine başkasını atama biçiminde gerçekleşmiştir. Ulusal ve uluslararası basına yoğun bir şekilde yansıyan<sup>109</sup> bu müdahale sürecine dair bazı kesitleri özet olarak aktarmak faydalı olacaktır.

<sup>109</sup> Örneğin 2014 yılı Mayıs ayında Wall Street Journal (WSJ), "Türkiye'nin Merkez Bankası, hükümetin artan eleştirileri ile karşı karşıya" şeklinde yansıtmıştır. Hükümetin MB'yi faiz oranlarını indirmeye çağırmasını, "banka üzerindeki siyasi baskı kaygılarına neden oldu" şeklinde yorumlayan WSJ, "Erdoğan, sık sık yatırımları ve ekonomik büyümeyi ileriye götürmek amacıyla daha gevşek bir para politikası çağrısında" bulunduğuna dikkat çekmiştir (<https://www.haberler.com>, 2014).

Nisan 2013'te BİST'in açılış töreninde Başbakan R. Tayyip Erdoğan, %63'ten aldıkları faizleri %6'lara kadar çektiklerini belirterek, *"%6'lık faizin de bir baskı olduğunu özellikle ifade etmek istiyorum"* şeklinde konuşur. Yüksek faizden rahatsızlığını dillendirip "enflasyonun faizin sonucu" olduğunu sıklıkla savunan Erdoğan'ın bu açıklamayı 2013 Mart sonu itibarıyla yıllık enflasyonun yüzde 7,3'le yeniden çıkışa geçtiği bir süreçte yaptığına dikkat çeken Hürriyet gazetesi ekonomi yazarı Erdal Sağlam'a göre, Erdoğan'ın faiz konusundaki tavrının tüketiciden çok MB üzerinde bir baskı oluşturmuştur. Sağlam'a göre, *"Enflasyonun yüzde 7-7,5 olduğu bir ekonomide yüzde 6 faiz ödemek tüketicinin üzerinde yük"* olmaktan ziyade, *"kıt olan tasarrufları daha da azaltıp, ekonominin daha da dışarıya bağımlı hale"* gelmesine neden olmaktadır (Sağlam, 2013). Cumhurbaşkanı Erdoğan, Temmuz 2019'da MB Başkanı Murat Çetinkaya'yı görevden alarak yerine Murat Uysal'ı atamıştır.<sup>110</sup> MB Başkanı Çetinkaya'nın görevden alınmasını DW Türkçe'ye değerlendiren bankacılık uzmanlarına göre Cumhurbaşkanı Erdoğan bu kararlar Para Politikası Kurulu (PPK)'yı etkisizleştirmek istemiştir (Işık, 2019).<sup>111</sup>

AKP Hükümeti'nce MB'ye yönelik faiz baskısı dışında konut kredilerini teşvik ederek sektörü ayakta tutmaya yönelik başka politikalar da devreye sokulmuştur. Özellikle enflasyonun hızla yükseldiği 2016 yılının son çeyreğinden bu yana sektöre teşvikler arttırılmıştır. Bu kapsamda BDDK'nın Eylül 2016'da aldığı karar ile *"konut kredilerinde peşinat oranı %25'ten %20'ye indirilmiştir."* 1 Ekim 2017'ye kadar geçerli sayılan bir başka karara göre, *"150 m<sup>2</sup>'den büyük konutlar ile yapı ruhsatı 2017 ve sonrasında alınan konutlardan arsa m<sup>2</sup> değeri 1.000 liraya kadar olan konutların tesliminde KDV %18'den %8'e"* indirilmiştir. Gayrimenkul satışında %4 olarak uygulanan tapu harcı, *"konut ve iş yerleri için geçici olarak %3'e düşürülmüştür"* (Sezgin, 2018: 8).

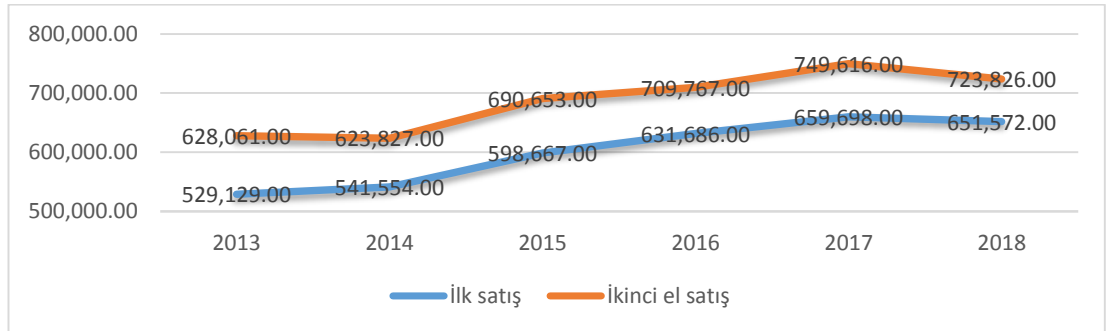
---

<sup>110</sup> Bu kararın hukuki açıdan tartışmalı olduğuna dikkat çekildiği T24 haber sitesinin yorumuna göre, *"Özel bir kanunu ve bağımsız bir hukuki statüsü bulunan"* MB'de *"başkanların nasıl görevden alınacakları"*, TCMB Kanunu'nun 28. maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddeye göre, *"özel bir kanun hükmü kararname ile aşılamaz"* görüşüne rağmen, bu atama gerçekleştirilmiştir (<https://t24.com.tr>, 2019).

<sup>111</sup> Bu kararı değerlendiren eski MB Başkanlarından Durmuş Yılmaz'a göre, Erdoğan *"Faiz sebeptir, enflasyon sonuçtur"* düşüncesinde samimiye toplumu yormadan bir an önce uygulaması gerekir. Bu amaçla *"bütün yetkileri kendinde toplayıp, bankayı teknik bir danışma kurulu haline dönüştürüp, ekonomiyi takip ettirip, önüne konan rapora göre son kararı PPK üyeleri değil, kendi"* vermelidir. Erdoğan teorisinde ısrarlıysa *"hiç durmadan sıfır faize geçmesi lazım"* olduğunu düşünen Yılmaz'a göre *"Yapmıyorsa da vebal altındadır"* (Işık, 2019).

AKP Hükümeti'nin konut kredisi faiz oranlarını düşürmeye yönelik kullandığı önemli araçlardan bir diğeri kamu bankalarıdır. Keza, kamu bankalarının konut faiz oranlarını düşürmesi rekabet baskısı yaratarak özel bankalarının da faizleri aşağı çekmesini sağlamaktadır. Konut kredileri içinde kamunun payının yıllar itibariyle artarak 2014'e kadar %30 seviyelerinden hızla yükselişe geçerek 2019 yılı itibariyle %54'e çıkmıştır.<sup>112</sup> 2019'da MB Başkanı görev değişimiyle düşürülen faiz oranlarına rağmen, birinci el konut piyasasında beklenen etki yaratılamamıştır. Konut faiz oranları 2019'da aylık %2'ye yaklaşırken, 1 Ağustos'ta kamu bankalarının faizleri aylık %0.99'a düşürmesi sonucunda özel bankalar da konut kredisi faizlerini aşağı çekmiştir. Ancak bu faiz hareketi bekleneni yaratmayarak, özellikle ikinci el konut satışları etkilemiştir. Bunun üzerine yeni yapılmış sıfır konutların satışını arttırmak amacıyla 2020 Ocak ayında Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak, 1 Ocak itibariyle kamu bankalarında birinci el konutlarda kredi faizinin %0.79'a çekeceklerini açıklamıştır (<https://www.milliyet.com.tr>). Aşağıdaki Grafik, 2014 yılından sonra hem birinci el hem ikinci el piyasasında konut satışlarının arttığını ancak, bu artış trendinin 2018'de düşüşe geçtiğini göstermektedir. Düşürülen faiz oranlarına rağmen birinci el konut satışlarındaki düşüş daha fazla olmuştur.

**Grafik 3.7:** Türkiye'de Birinci El ve İkinci El Konut Satışları, (2013-2018)



**Kaynak:** TÜİK Konut Satış İstatistikleri Veri Tabanı

AKP Hükümeti'nin konut sektörünü ayakta tutma çabası, dünya nüfusunun corona virüsü gibi beklenmeyen bir salgın sonucu nedeniyle çok sayıda ülkede halka yönelik açıklanan sosyal yardım programında dahi yerini bulmuştur. Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın Mart 2020'de açıkladığı corona virüs tedbir paketine göre, 500 bin lira altındaki konutlarda kredi oranı arttırılarak peşinat oranının

<sup>112</sup> Bkz. Tez'in ikinci bölümü, "Konut Kredisiyle Finansman ve Konut Satışları".

düşürüldüğü açıklanmıştır. Buna göre, “500 bin liranın altındaki konutlarda kredilendirilebilir miktarını yüzde 80’den yüzde 90’a çıkartılırken, asgari peşinat tutarı yüzde 10’a” düşürülmüştür (Habertürk, 2020).

ABD 2008 Krizi öncesinde FED’in faiz politikası kredi hacminin artışında ve konut balonun oluşumunda önemli bir etkiye sahip olmuştur. 2010 sonrasında Türkiye’de benzer şekilde MB ve AKP Hükümeti’nce konut talebini ve satışları arttırmak amacıyla faizlerin düşük tutma çabası, yukarıda aktardığımız bilgilerden net bir şekilde anlaşılmaktadır.

### **3.2.3. Finansallaşma Mekanizmaları: Kredi Arzı, Hayali Sermaye Vd.**

Borç-kredi ve varlık balonu ilişkisi 2008 Krizi’nde daha da belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde görülen finansal krizlerin temel ortak özelliklerinden birisi, krizin, neoliberal finansallaşma sürecine bağlı olarak artan kredi hacminin sonucunda yaşanıyor olmasıdır. 2008 Krizini açığa çıkaran önemli olgulardan bir diğeri de ABD’de riskli kredilerin hacmi ile birlikte menkul kıymetleştirme oranlarının hayli artmış olmasıdır. Türkiye konut piyasasında da özellikle 2010 sonrasında benzer menkul kıymetleştirme uygulamaları ile birlikte konut kredilerinin hacmi arttığı düşünüldüğünde, benzer risklerin arttığını söylemek mümkündür.

ABD mortgage piyasasında 2000’li yıllardan itibaren düşük faiz ortamı konut kredisi alarak ev sahibi olmayı ve de birikimlerini konut piyasasına yönlendirmeyi cazip kılmış, konut fiyatlarının yükselişi spekülasyon eşliğinde kredi hacmini çok yüksek seviyelere çekmiştir. Yatırım bankaları ve monoline kuruluşların yaptığı işlemlerin sonucunda 2008 Krizi öncesinde hayali sermaye biçiminde finansallaşmanın bir unsuru olarak menkul kıymetleştirme kredi hacmini olağanüstü boyutlarda genişlemiştir. Dos Santos’un aktardığı verilere göre, 2000 yılı itibariyle bireysel kredilerin açılan toplam kredilere oranı özellikle ABD bankaları olan Citibank’ta %77,7 ve Bank Of America’da %76,3’dir. Bu krediler içinde ipotekli

kredilerin payı Citibank'ta %33,1, Bank Of America'da %59,1'dir (Dos Santos, 2010: 135).

ABD'de 2006 yılı itibariyle mortgage kredilerinin toplamı 14,1 trilyon seviyesinde iken, 2008 yılı itibariyle 14,8 trilyon dolar hacmiyle *"pek çok katmandan oluşan dev bir piyasaya"* dönüşmüştür. Toplam krediler içerisinde yüksek riskli mortgage kredileri (subprime mortgages) %20'ye ulaşmıştır (Birdal, 2018: 60). Artan kredi hacmiyle birlikte finansallaşmanın diğer unsuru olan menkul kıymetleştirme, yaşanan krizin etkisini derinleştirmiştir. 2006 yılında açılan toplam 3 trilyon dolarlık mortgage kredilerinin yaklaşık %68'lik bölümü menkul kıymetleştirilmiştir (Birdal, 2009: 7).

ABD'de 2004-06 arasında toplamın %79,3'üne tekabül eden 1,4 trilyon dolar ikinci kalite ipotekli krediler yatırım bankaları tarafından menkul kıymetleştirilmiştir. Bu tarihlerde bütün ipotekli kredilerin ortalama menkul kıymetleştirme oranı ise %63,9'dur. Başta siyah ve Latin kökenliler olmak üzere ABD'de işçilerin ipotek karşılığı borçlanma oranı 2004-2006 arasında 1,75 trilyon dolara yükselmiştir. İkinci kalite ipotek karşılığı borçlanma kategorisinde yer alan bu krediler düşük Ayarlanabilir Faizli İpotek Kredileri (AFİK) niteliğindeydi. 2004-06 arasında AFİK niteliğindeki borçlanmanın miktarı ise 4,3 trilyon dolarla toplam ipotek karşılığı borçlanmanın %47,6'sını oluşturmuştur. Aynı süreçte artan konut fiyatları, kredi çekenlerin net varlık değerini arttırmış, bu durum onları yeniden finansman yollarını kullanmaya teşvik etmiştir. Fiyatı yükselen konutlarını yeniden ipotek ettirmeye yönelik borçlular böylece ipotekleştirme sonucunda yeni ihtiyaçlarını da karşılamak üzere kredi çekme yoluna gitmişlerdir. Aşağıdaki tablo 2000-2007 arasında ABD'de ipotek refinansmanının arttığını göstermektedir (Lapavitsas, 2010b: 28-30).

**Tablo 3.4:** ABD'de İpotek Refinansmanı, (2000-2007)

| Yıl                                  | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Toplam İpotekler (trilyon \$)</b> | 1,1  | 2,2  | 2,9  | 3,8  | 2,8  | 3,0  | 2,7  | 2,3  |
| <b>Refinansman (%)</b>               | 20,5 | 57,2 | 61,6 | 66,4 | 52,8 | 52,0 | 48,6 | 49,8 |

**Kaynak:** İpotek Bankacıları Birliği (akt. Lapavitsas, 2010b: 30).

Kredi hacminin varlık balonunu aşırı şekilde şişmesine önemli rol üstlenen kuruluşlar içinde borçların temerrüde düşmesi halinde ödeme garantisi sunan

monoline kuruluşlar yer almıştır. Monoline kuruluşların 2008 krizi sürecinde sigorta büyüklüğü 2,6 trilyon dolara ulaşmıştır. S&P'ye göre monolineler, *“127 milyar dolarlık subprime kredilere dayalı CDO sigortalamış ve krizle birlikte 19 milyar dolarlık kayıpla karşı karşıya kalmışlardır”* (Crouhy, 2008'den akt. BDDK, 2008: 11).

2008 Krizi öncesinde mortgage kredilerinde geciken ödemelerin artmasıyla birlikte, bu ürünlerde değer kaybı başlamıştır. Örneğin, *“2007 yılı Kasım ayında portföyünde 6 milyar dolarlık subprime kredilerle ilişkili ürün bulunan CFIG, iki Fransız bankasından 1,5 milyar dolarlık ek kaynak”* temin etmek zorunda kalmıştır. MBIA ve Ambac, 2007 yılının 3. çeyreğinde *“toplam 8,5 milyar dolarlık varlık”* silmek durumunda kalmıştır. 2007 4. çeyreğinde MBIA tekrardan *“3,5 milyar dolarlık kredi türevini portföyünden silmiş ve 2,3 milyar dolar zarar açıklamıştır.”* Bu süreçte, ACA *“iflas eden ilk monoline şirketi olmuştur.”* Monolinelerin kredi notlarının düşürülmesi, sigorta şirketinin portföyünde bulunan sigortalanmış ürünlerin notu ile birlikte, *“bu ürünleri portföyünde bulunduran yatırımcıların gerçeğe uygun değer muhasebesi ile bu varlıkların değerini”* düşürmesine neden olmuştur. 2008 Krizi sonucunda monoline şirketleri dolayısıyla yaşanan *“değer kaybının yaklaşık 200 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir”* (Crouhy, 2008'den akt. BDDK, 2008: 11-2).

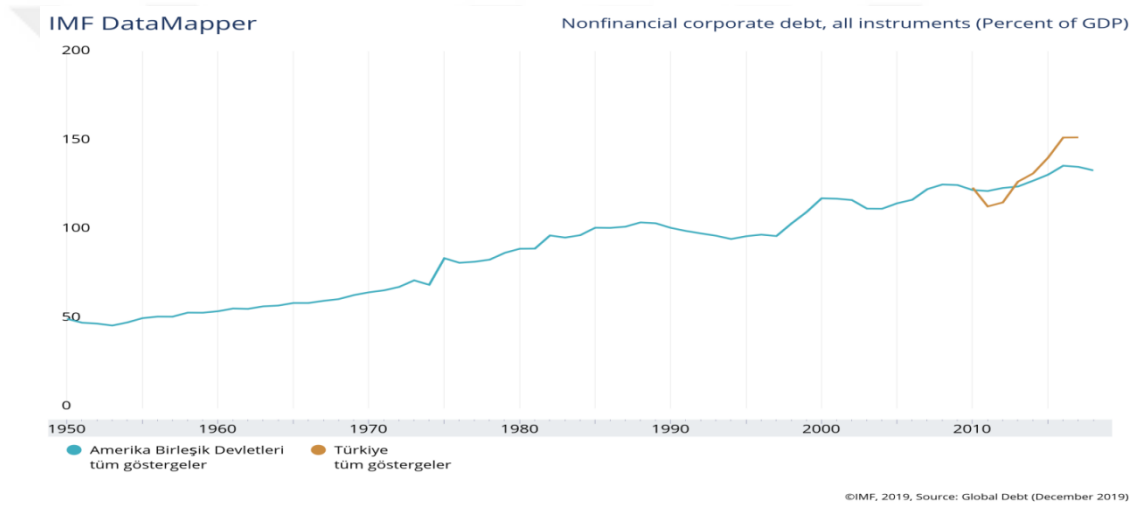
Yukarıdaki verilerden anlaşıldığı gibi ABD'deki 2008 mortgage krizinin tetikleyen önemli etkenlerden biri finansallaşma sürecine bağlı olarak menkul kıymet ihraçlarının artışı ve de kredi hacminin olağanüstü bir şekilde genişlemesidir. 2002 sonrasında Türkiye inşaat ve gayrimenkul üretimi, hem üretim (arz) hem de talep yönünden finansal piyasalarla sıkı bir bağımlılık ilişkisi içindedir. Türkiye ekonomisi açısından en önemli risk dinamiği tüketicilere ve üreticileri oluşturan inşaat firmalarına açılan kredilerin miktarı ve yapısıdır. Henüz ABD kadar olmasa dahi bu kredilerin menkul kıymetleştirme biçimleri ve hacmi ise krizi derinleştirecek unsurlar olarak işlev görecektir. Türkiye gayrimenkul piyasasının finansallaşmasına dair veriler Tez'in ikinci bölümünde aktarılmıştır. Burada daha çok Türkiye'ye özgü finansallaşma biçimlerinin kriz dinamiğini harekete geçiren unsurları üzerinde durulacaktır.

BDDK Aralık 2019 Raporu'na göre, *“2019 Aralık döneminde, bankacılık sektörünün toplam aktiflerine göre mevduat bankaları %87, kalkınma ve yatırım bankaları %7 ve katılım bankaları %6 paya sahiptir.”* Banka bilançoları içerisindeki *“yabancı para varlıkların toplam varlıklara oranı %43”*tür. Bilançolar içinde, *“toplam*

*yabancı para yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerle oranı %50'dir. Rapor'a göre, "yabancı para kredilerin toplam krediler içerisindeki payı %38, yabancı para mevduatın toplam mevduata oranı %51'dir" (BDDK, 2019).*

Türkiye'de ABD'deki gibi finansal olmayan kurumların borçlarının GSYH oranı yükselmektedir. IMF'nin veri setinden yararlanarak hazırlanan aşağıdaki Grafik'te görüldüğü gibi 2010 sonrasında finansal olmayan kurumların borçlarının GSYH'ya oranı %100'ü aşarak ABD'deki oranın üstüne çıkmıştır.<sup>113</sup>

**Grafik 3.8:** Finansal olmayan kurumsal borç, tüm araçlar, GSYH %, (ABD 1950-2019, Türkiye 2010-2019)

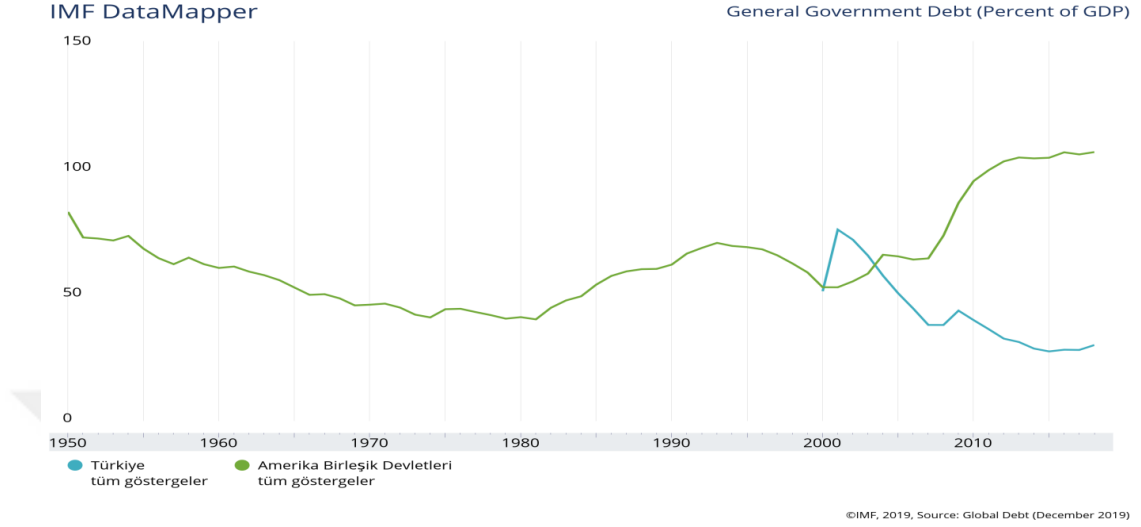


**Kaynak:** IMF, Küresel Borç, Aralık 2019.

Aşağıdaki grafiklerden birincisi, Türkiye'nin ABD'ye nazaran devlet borçlarının GSYH'ya oranı açısından 2010'dan sonra azalış kaydettiğini, özel borçların GSYH oranı bakımından ise ABD'ye nazaran daha yüksek oranlarda bir yükseliş trendinde olduğunu göstermektedir. Bir başka ifadeyle 2010 sonrasında ABD'nin devlet borçları GSYH'ya oranla artış kaydederken, Türkiye'nin ise özel borçları GSYH'ya oranla artış kaydetmiştir.

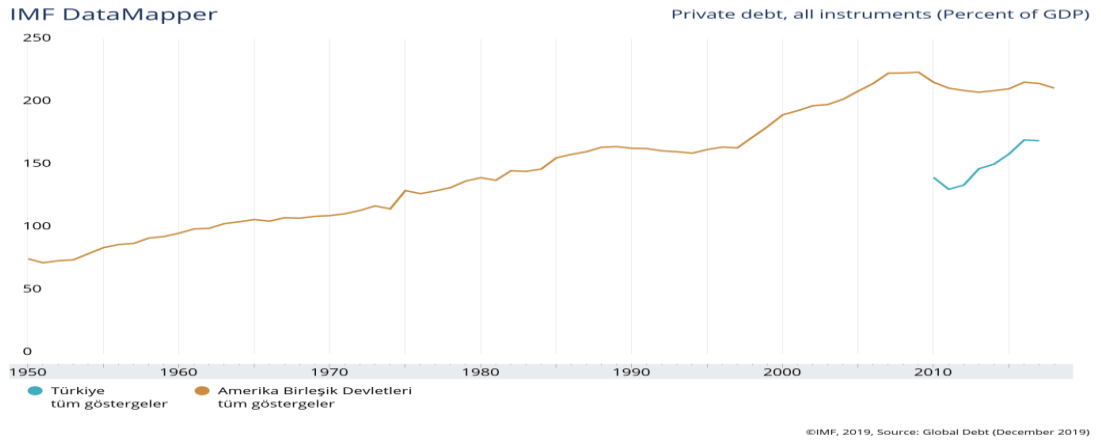
<sup>113</sup> Bu Grafikte ve devam eden iki Grafikte konu başlığıyla ilgili Türkiye'ye ait 2010 öncesi veriler, IMF'in sitesinde bulunmamaktadır.

**Grafik 3.9: Genel Devlet Borçları, GSYH %, (ABD 1950-2019, Türkiye 2010-2019)**



**Kaynak:** IMF, Küresel Borç, Aralık 2019.

**Grafik 3.10: Özel Borç, Tüm Araçlar, GSYH %, (ABD 1950-2019, Türkiye 2010-2019)**



**Kaynak:** IMF, Küresel Borç, Aralık 2019.

2019 dönemi sonu itibarıyla Türkiye’de “tüketici kredileri ve konut kredileri bakiyesi 377 milyar TL, kredi kullanan toplam kişi sayısı ise 19 milyon 373 bin kişidir” (TBB, 2019). TBB’nin Mart 2020 Dönemi Raporu’na göre Ocak 2017- Mart 2020 aralığında Türkiye’de kredilerin dağılımına bakıldığında büyük firmalar %75’in üzerinde, KOBİ’ler ortalama %25 dolayında kredi kullanmıştır. %20’lerin üzerinde seyreden bireysel krediler içinde ise, 2020 yılı hariç ihtiyaç kredileri ortalama %9

konut kredileri ise ortalama %8 paya sahiptir. Toplam krediler içinde kurumsal krediler %77'sinin üstünde gerçekleşirken, kurumsal krediler içinde büyük firmalar %53 dolayında belirgin bir ağırlığa sahiptir. 2017'den sonra konut kredilerinde düşüş yaşanmıştır (TBB, 2020).

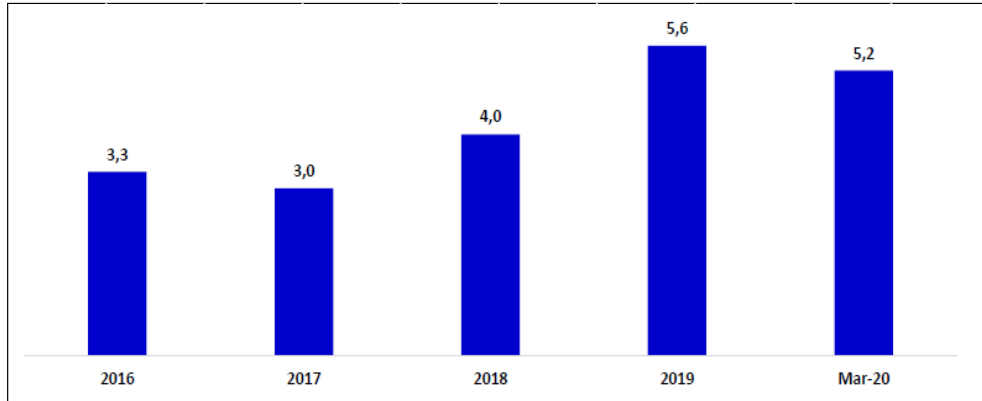
**Tablo 3.5:** Türkiye'de Kredilerin Dağılımı, (2017- Mart 2020 / %)

|                 | 2017       | 2018       | 2019       | Mart 2020  |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Toplam</b>   | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |
| <b>Kurumsal</b> | <b>77</b>  | <b>79</b>  | <b>78</b>  | <b>77</b>  |
| Büyük Firmalar  | 52         | 53         | 55         | 53         |
| KOBİ            | 27         | 26         | 23         | 24         |
| <b>Bireysel</b> | <b>23</b>  | <b>21</b>  | <b>22</b>  | <b>23</b>  |
| İhtiyaç         | 9          | 9          | 10         | 7          |
| Konut           | 9          | 8          | 7          | 0          |
| Taşıt           | 0          | 0          | 0          | 10         |
| Kredi Kartları  | 4          | 4          | 4          | 5          |

**Kaynak:** TBB, Mart 2020 döneminde bankacılık sektörü.

TBB'nin Mart 2020 Dönemi Raporu'na göre, takipteki krediler özellikle 2017'den sonra artış trendine girmiş, 2019'da %5,6 ile zirve yapmıştır (TBB, 2020).

**Grafik 3.11:** Türkiye'de Takipteki Alacaklar / Krediler, (2016-Mart 2020 / %)



**Kaynak:** TBB, Mart 2020 döneminde bankacılık sektörü.

Türkiye'deki kredi dağıtan finansal kuruluşlarla birlikte inşaat sektörü yatırımlarının önemli kaynaklarından biri dış borçlardır. Dolayısıyla Türkiye'de dış kaynak ihtiyacı, hem reel sektörün hem de finansal sektörün en önemli risk unsurlarından biridir. Dolar kurunun yükselişi hem inşaat şirketlerinin borç yüklerini

arttırmakta, hem de faiz oranlarında artışı tetiklemektedir. Faiz oranları yükselişi aynı zamansa konut kredisi talebini düşürmektedir. Nitekim Türkiye ekonomisinde olduğu gibi, inşaat/konut sektöründe de, döviz kuru ve faiz oranlarının en temel belirleyiciler olduğu Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası (İntes) Ağustos 2019 Raporu'na şöyle yansımıştır:

*“Sonuç olarak 2010-2018 yılları arasında ortalama %9,4 büyüme oranıyla %6,3'lük genel ortalamanın üstünde yüksek bir performans gösteren sektörümüzün, kur ve faiz oranlarındaki artışlar ve mali disiplin politikaları nedeniyle geçmiş yıllara göre büyüme hızı düşmüştür.” (İntes, 2019: 6).*

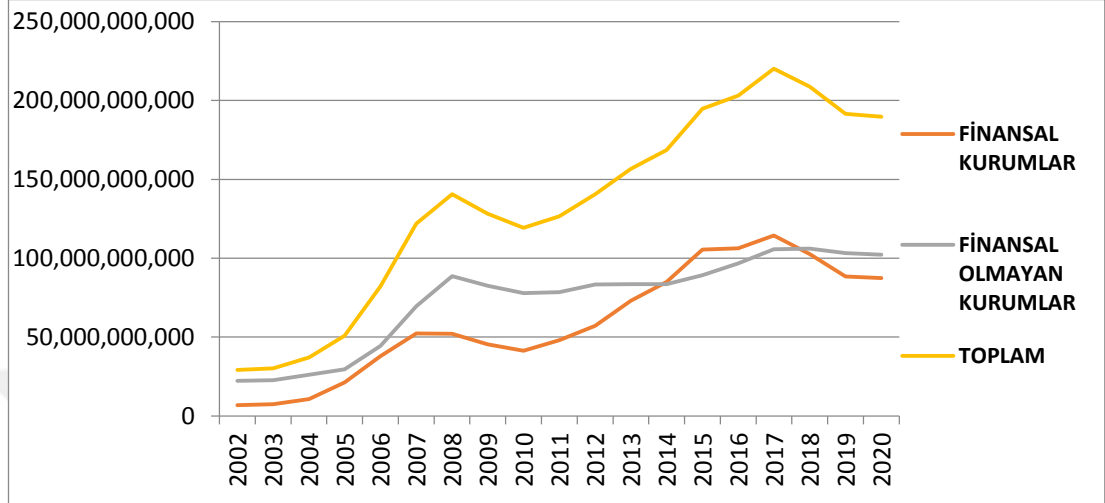
Aşağıdaki Tablo ve devamındaki Grafik, Türkiye'nin dış borçlanmasının finansal ve finansal olmayan kurumlar bakımından neredeyse başabaş seviyelerde olduğunu göstermektedir.

**Tablo 3.6:** Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu - Borçluya Göre Dağılım (2002-2020 / ABD doları)

| YILLAR | FİNANSAL KURUMLAR | FİNANSAL OLMAYAN KURUMLAR | TOPLAM          |
|--------|-------------------|---------------------------|-----------------|
| 2002   | 6.894.581.440     | 22.316.735.574            | 29.211.317.014  |
| 2003   | 7.425.097.668     | 22.724.866.267            | 30.149.963.935  |
| 2004   | 10.776.056.333    | 26.229.267.912            | 37.005.324.245  |
| 2005   | 21.365.487.221    | 29.559.972.697            | 50.925.459.918  |
| 2006   | 37.898.461.329    | 44.304.350.961            | 82.202.812.290  |
| 2007   | 52.395.985.339    | 69.512.543.238            | 121.908.528.577 |
| 2008   | 52.054.995.092    | 88.571.822.740            | 140.626.817.832 |
| 2009   | 45.487.551.246    | 82.646.856.191            | 128.134.407.437 |
| 2010   | 41.432.284.717    | 77.896.576.082            | 119.328.860.799 |
| 2011   | 48.135.003.476    | 78.473.453.382            | 126.608.456.858 |
| 2012   | 57.186.761.737    | 83.304.609.495            | 140.491.371.232 |
| 2013   | 72.920.973.882    | 83.619.173.125            | 156.540.147.007 |
| 2014   | 84.893.395.141    | 83.593.439.750            | 168.486.834.891 |
| 2015   | 105.384.795.947   | 89.303.525.569            | 194.688.321.516 |
| 2016   | 106.344.129.486   | 96.728.125.996            | 203.072.255.482 |
| 2017   | 114.312.972.348   | 105.744.841.685           | 220.057.814.033 |
| 2018   | 102.678.413.798   | 105.997.284.112           | 208.675.697.910 |
| 2019   | 88.395.035.670    | 103.153.436.675           | 191.548.472.345 |
| 2020   | 87.420.345.739    | 102.330.431.215           | 189.750.776.954 |

Kaynak: TCMB EVDS

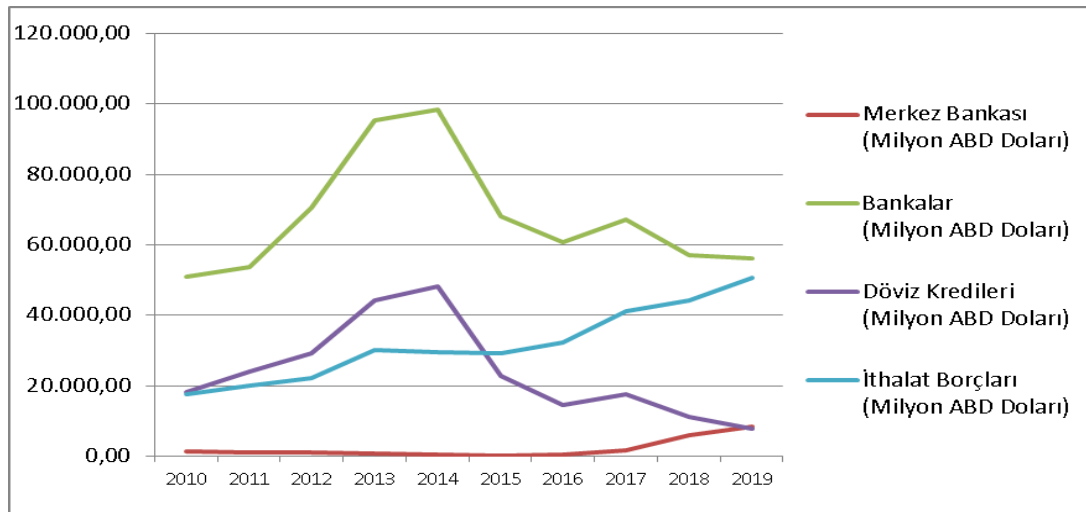
**Grafik 3.12:** Türkiye Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu - Borçluya Göre Dağılımı, (2002-2020 / ABD Doları)



Kaynak: TCMB EVDS.

Yukarıdaki Tablo ve Grafik'te görüldüğü gibi, Türkiye'de özel sektörün yurtdışından çektiği uzun vadeli kredilerin 2002-2020 aralığında, 2014-18 yılları haricinde finansal olmayan kesimin finansal kesimin üstünde olmakla birlikte, her iki kesim açısından borç yüksek düzeylerde artarak sürmüştür. 2018'den itibaren ise inişe geçmiştir. Döviz kurundaki artışa bağlı olarak kısa vadeli borçlarda ithalat kredileri hariç azalış yaşandığını aşağıdaki Grafik'ten görmekteyiz.

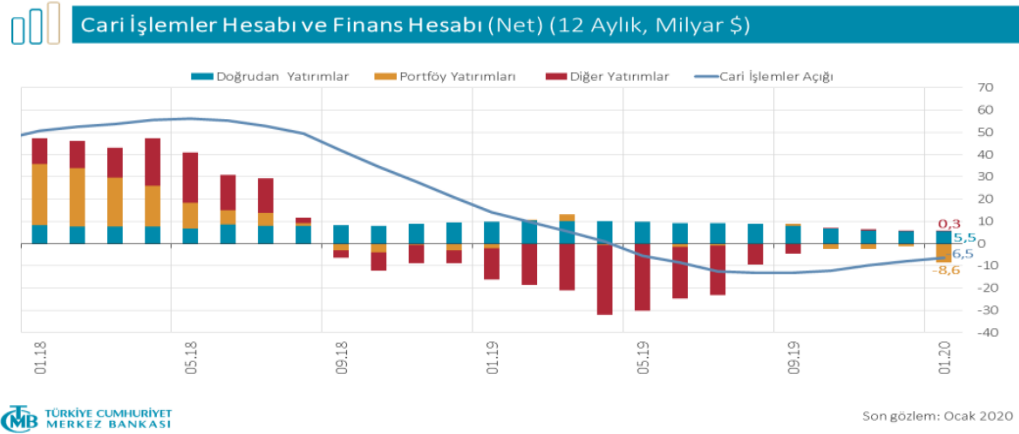
**Grafik 3.13:** Türkiye'nin Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (2010-2019 / milyon ABD doları)



Kaynak: TCMB EVDS

Aynı süreçte, 2018'den itibaren döviz kurunu yükseltecek şekilde, Cari İşlemler Hesabı ve Finans Hesabı (Net) başlıklı aşağıdaki Grafikte gördüğümüz gibi kısa vadeli fonlarda dikkat çekici çıkışlar olmuştur.

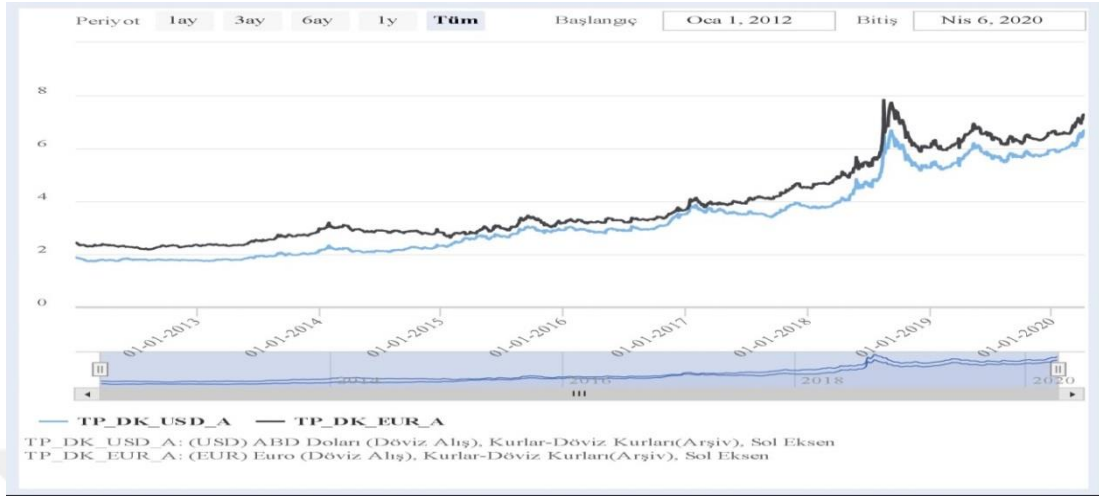
**Grafik 3.14:** Türkiye Cari İşlemler Hesabı ve Finans Hesabı / Net, (2018-2020)



Kaynak: TCMB EVDS.

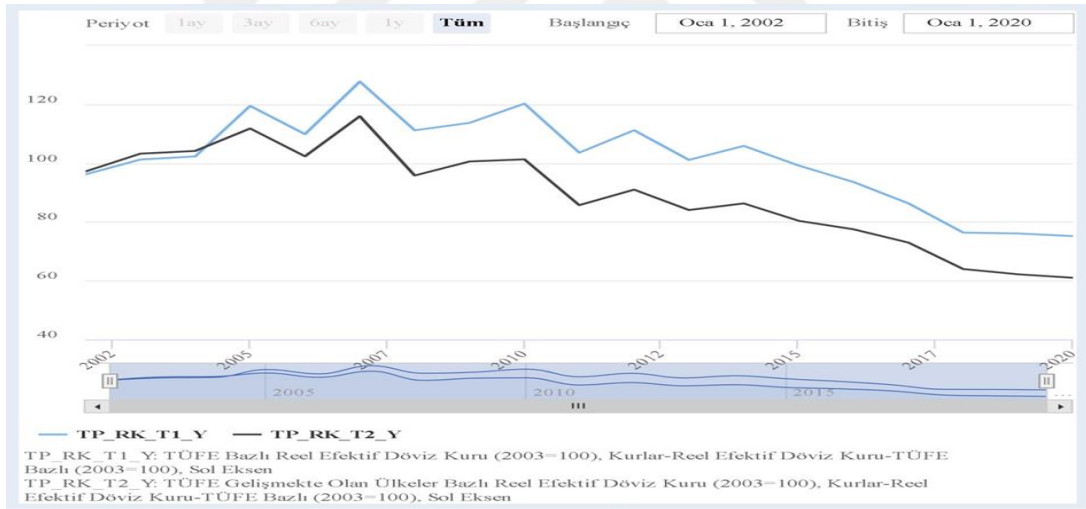
Bu tarihlerde yükselen döviz kuru karşısında TL, büyük ölçüde değer kaybederek özel sektörün dış borç yükünü arttırmıştır. Dövizdeki değer kaybının aşağıdaki 2 Grafik'te izleyebiliriz. Birincisinde, TL'nin ABD doları ve Avrupa para birimi karşısındaki yıllar itibariyle nominal artışını, ikincisinde ise TL'nin reel olarak değer kaybını izlemekteyiz.

**Grafik 3.15: Türkiye Nominal Döviz Kuru, (2013-2020)**



**Kaynak:** TCMB EVDS

**Grafik 3.16: Türkiye Reel Efektif Döviz Kuru, (2002-2020)**



**Kaynak:** TCMB EVDS

Grafikte TÜFE bazlı efektif döviz kuruna baktığımızda TL, 2006'da 120'nin üzerinde iken, 2017'de 80'lerin altına düşerek yaklaşık %40'ın üzerinde değer kaybına uğramıştır. Değer kaybı 2020'de artarak devam etmektedir. Yükselen döviz kuru özellikle 2017 sonrasında çok sayıda inşaat şirketini iflasın eşiğine taşımıştır. 3 Ekim 2018'de, İnşaPort haber sitesinde, İnşaat mühendisi Onur Serkan Kaya'nın yayımladığı bilgilere göre 2018 yılı itibariyle 172 inşaat şirketi konkortado

başvurusunda bulunmuştur.<sup>114</sup> 2018'deki tablo, yaşanacak daha büyük ölçekli bir krizin inşaat sektörünün sürükleyeceği duruma ayna tutmaktadır. Kaya'nın derlediği Liste'ye göz atıldığında Ceylan İnşaat, Nafia İnşaat gibi önemli inşaat firmalarının yanı sıra Yeşil GYO gibi inşaat sektörüne yönelik yatırımları sermaye piyasasına taşıyan şirketler de yer almaktadır. Kaya'nın yorumları oldukça yerinde ve tabloyu iyi özetlemiştir:

*“Dövizdeki artış ile birlikte yaşanan ekonomik krizden en çok etkilenen sektörlerin başında inşaat sektörü geliyor. Birçok firmanın finansal sıkıntı yaşadığı sektörde 172 firma konkordato ilan etti...*

*İnşaat sektöründe yaşanan yaprak dökümü devam ediyor. Sat-Yap sistemi inşaat sektörünü daha fazla taşıyamadı. Sermayesi olmadan satar yaparım anlayışla proje geliştiren çok sayıda inşaat firması iflasın eşiğine geldi. Taşındıkları yük ağır olunca suyun derinliklerine doğru batmaya başladılar. Bundan sonra inşaat firmaları kaldırabilecekleri kadar yükün altına girmeliler...*

*Peki konkordato isteyen inşaat firmaları nasıl kurtulacak?*

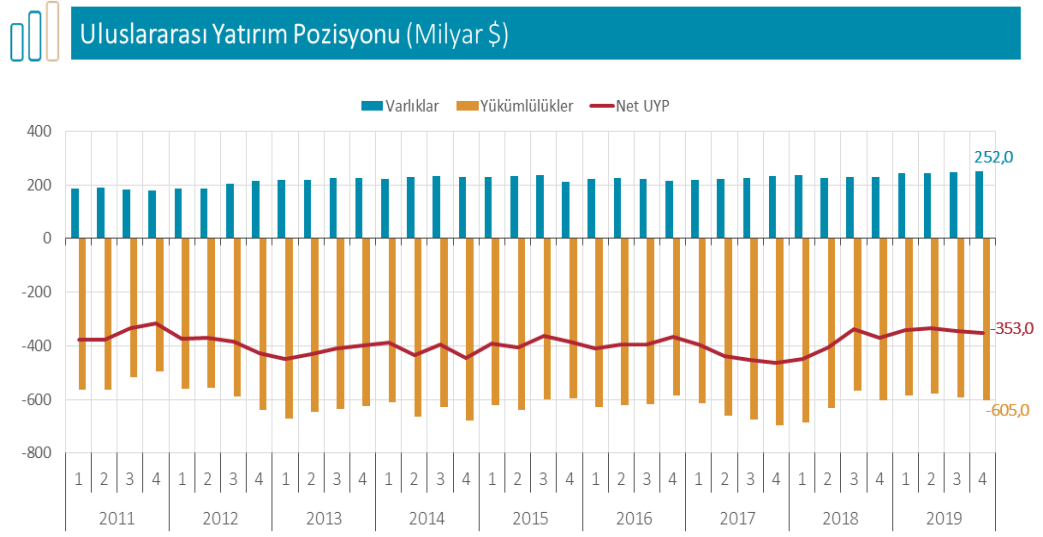
*Vatandaşlar konkordato isteyen inşaat firmalarının geliştirdiği devam eden konut projelerinden nasıl güvenip konut alacaklar? Örneğin konkordato başvurusunda bulunan Nuhoğlu İnşaat'ın devam eden Yenitepe Kadıköy ve Yenitepe İzmir projelerinden vatandaşlar nasıl konut alacaklar? Çünkü bu projelerin yapımı devam ediyor. İnşaat bitmedi ve teslim edilmedi.” (Kaya, 2018).*

Türkiye'nin dış ticaret yapısı, iktisadi krizlerin en önemli risk unsuru olarak etkili olmaktadır. Bu durum, ödemeler dengesi açıklarına ve döviz kuru problemine neden olmaktadır. Aşağıdaki Grafik Türkiye ekonomisinin bu durumunu daha çarpıcı bir şekilde yansıtmaktadır.

---

<sup>114</sup> Türkiye'de 2018'de konkordato başvurusunda bulunan inşaat şirketlerinin listesine şu adresten ulaşılabilir: <https://www.insaport.com/haberler/sektorel/konkordato-isteyen-insaat-firmalari/> . 3 Ekim 2018.

**Grafik 3.17: Türkiye Uluslararası Yatırım Pozisyonu, (2011-2019)**



TÜRKİYE CUMHURİYET  
MERKEZ BANKASI

Son gözlem: Aralık 2019

**Kaynak: TCMB EVDS.**

Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu (UYP); “Türkiye’nin yurt dışından alacaklarıyla, Türkiye’nin yurt dışına borçlarının net farkını” göstermektedir. Türkiye’nin 2019 yılı sonu itibarıyla net uluslararası yatırım pozisyonu 353 milyar dolarla açık vermektedir. UYP verilerine göre, 2020 Şubat sonu itibarıyla “Türkiye’nin yurt dışı varlıkları, 251,4 milyar ABD doları” iken, “yükümlülükleri 584,2 milyar ABD doları”dır. Yükümlülükler alt kalemler itibarıyla bakıldığında, “doğrudan yatırımlar (sermaye ve diğer sermaye) piyasa değeri ile döviz kurlarındaki değişimlerin de etkisiyle 2019 yılsonuna göre %6,4 oranında” azalarak “155,6 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir.” 2020 Şubat sonu itibarı ile portföy yatırımları ise, “2019 yıl sonuna göre %4,4 oranında azalışla 129,9 milyar ABD doları olmuştur.” 2020 Şubat sonu itibarı ile 28,2 milyar ABD doları olan yurt dışı yerleşiklerin, hisse senedi stokunu 2019 yıl sonuna göre %13,5 oranında bir azalmıştır. 12,5 milyar ABD doları olan yurt dışı yerleşiklerin mülkiyetindeki DİBS stoku, %18,9 oranında azalmıştır. “Hazine’nin tahvil stoku (yurt içi yerleşiklerce alınan tahvil stoku düşüldükten sonra) ise %3,3 artışla 50,8 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir” (TCMB, 2020).

2005-2019 yıllarını kapsayan aşağıdaki Tablo ise, inşaat sektörüne yönelik krediler ve dağılımı hakkında net bilgi vermektedir.

**Tablo 3.7:** Türkiye’de İnşaat Sektörüne Yönelik Krediler, (2005-2019 / %)

| YILLAR | Gayri Nakdi Krediler<br>İnşaat/Toplam (%) | İnşaat/İşletme<br>Kredi (%) (KAMU) | İnşaat/İşletme<br>Kredi (%) | Takipteki krediler<br>inşaat/toplam (%) |
|--------|-------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| 2005   | 9,87                                      | 2,5                                | 3,89                        | 4,69                                    |
| 2006   | 10,44                                     | 3,7                                | 4,06                        | 4,76                                    |
| 2007   | 12,54                                     | 3,95                               | 4,19                        | 4,01                                    |
| 2008   | 13,53                                     | 3,88                               | 5,2                         | 4,32                                    |
| 2009   | 13,88                                     | 4,31                               | 5,8                         | 5,17                                    |
| 2010   | 13,24                                     | 3,41                               | 6                           | 5,53                                    |
| 2011   | 13,25                                     | 3,47                               | 5,76                        | 6,58                                    |
| 2012   | 14,12                                     | 4                                  | 5,74                        | 7,63                                    |
| 2013   | 14,06                                     | 4,9                                | 6,05                        | 10,53                                   |
| 2014   | 13,39                                     | 5,82                               | 6,83                        | 10,32                                   |
| 2015   | 13,9                                      | 6,14                               | 7,07                        | 9,3                                     |
| 2016   | 14,49                                     | 6,82                               | 7,7                         | 9,59                                    |
| 2017   | 16,03                                     | 7,01                               | 8,17                        | 9,18                                    |
| 2018   | 15,09                                     | 8,06                               | 8,75                        | 9,23                                    |
| 2019   | 16,25                                     | 9,89                               | 9,18                        | 13,59                                   |

**Kaynak:** TÜİK, İnşaat İstatistik Verileri.

Tablo’da görüldüğü gibi inşaat sektörüne yönelik kredilerin hem kamu hem de özel sektör tarafından verilen toplam krediler içindeki payı 2005’ten itibaren düzenli olarak artış kaydetmiştir. İnşaat sektörüne yönelik işletme kredisi 2005’ten 2019’a %3,8’ten %9,1’e, kamuda ise %2,5’tan %9,8’e kadar yükselmiştir. Kamu ve özel sektör ayrımı yapmadan toplam açısından ele aldığımızda 2005’te inşaat işletmelerine açılan kredi toplamının %6,3’ü, 2019’da ise yaklaşık %19’udur. Aynı yıllar içinde inşaat sektörüne verilen gayrinakdi kredilerin toplama oranı %9,8’den %16,25’e yükselmiştir. Takipteki kredilerin oranında dikkat çekici bir artış izlenmektedir. 2005’te yaklaşık %4,7 olan bu oran 2019’da %13,6’ya yükselmiştir. Takipteki krediler özellikle 2013 ve 2014 yıllarında %10’ların üstüne çıkmış, 2016, 2017 ve 2018 yılları boyunca %9’ların üstünde seyretmiş, 2019 yılında ise %13,59 ile zirve yapmıştır. Takipteki kredilerin artışında yaşanan dikkat çekici artış kriz koşullarının derinleşmesi halinde inşaat şirketlerinin kredileri ödemekte zorlanacağını ve iflas riskiyle karşılaşacaklarına işaret etmektedir.

Bu başlığı genel hatlarıyla ABD ve Türkiye açısından toparlarsak, öncelikle belirtmek gerekir ki; Türkiye’de gayrimenkul piyasasında derin bir krizin açığa çıkış biçimi ABD gibi kişi başına geliri yüksek<sup>115</sup> olan gelişmiş bir ülkeye göre hem hane halkı (talep) hem de üretici (arz) yönünden daha yıkıcı olacaktır. Çünkü kişi başına gelirin düşük olduğu GOÜ konumunda olan Türkiye’de kriz koşulları, konut kredisi alan kesimleri ödeme noktasında daha büyük bir kayıpla yüz yüze bırakacağı gibi, yatırımlarını yerli ve yabancı bankalardan kredi çekerek yüksek kaldıraç oranlarıyla çalışan inşaat firmalarını yüksek oranda iflas ve batma riskiyle karşı karşıya bırakacaktır. Ki, bu yönde iflaslar 2018’de küçümsenmeyecek düzeyde gerçekleşmiştir. Kredilerin geri dönmesinde yaşanan sıkıntılar bu kredileri açan kamu ve özel bankaları da sarsacaktır. Ayrıca, Türkiye’deki bankaların açtıkları kredilerin önemli kaynağının daha ucuz faiz oranları ile yurtdışından çektikleri krediler olduğu ve inşaat şirketlerinin de döviz cinsinden yurtdışı kredilerden yararlandığı düşünüldüğünde krizin boyutları döviz kurundaki artışa göre daha da katlanacaktır.

### **3.2.4. Asimetrik Bilgilenme: Ters Seçim ve Ahlaki Riziko**

Asimetrik bilgilenme temelinde “ahlaki riziko” ve “ters seçim” riskli yatırımların ve kredi hacminin artarak finansal krize neden olmasında önemli etkenlerdir. 2008 Krizi öncesi ABD konut piyasasında yer alan yatırım bankaları, kredi kurumları, brokerlar, emlakçılar ve yatırımcılar daha yüksek kazançlar amacıyla, risk düzeyini yükseltecek şekilde “ters seçim” yapmışlardır. Özellikle brokerlar, yoldan geçeni bankaların kapısına sürükleyerek konut kredilerini teşvik etmişlerdir. Spekülatif alım satımların Türkiye konut piyasasında da etkin olduğunu söylemek mümkündür.

2008 Krizi öncesinde çok sayıda Amerikan bankasının yeterli araştırma yapmadan, daha fazla kazanç sağlamak amacıyla risk düzeyi yüksek olan kesimlere

---

<sup>115</sup> Kişi başına gelir bakımından Dünya Bankası 2018 verilerine göre ABD 62,641 \$ ile 8., Türkiye ise 9,311 \$ ile 67. sıradadır (World Bank, 2018). Gelir dağılımında sosyal adaletin bir göstergesi olan Gini katsayısına göre ise Türkiye’nin gelir dağılımı Avrupa’da en bozuk olan ülkedir. 2016 yılı Türkiye’nin gini katsayısı 0,404 olarak ölçülürken 2017 yılında 0,405’e yükselmiştir. EUROSTAT verilerine göre Avrupa’da en yüksek gini katsayılarına sahip olan ülkeler arasında Türkiye birincidir. 0,402 ile Bulgaristan ikinci, 0,386 ile Sırbistan üçüncü ve 0,376 ile Litvanya dördüncüdür (<https://www.drdatastats.com>, 2019).

kredi verdiğine dair vurgu <sup>116</sup> , 2008 krizini inceleyen hemen hemen her araştırmacının uzlaştığı ortak noktalardan biridir. Ayrıca, bu kredilerin dayanak varlık gösterilmesiyle menkul kıymet ihraç edilmesi yöntemi üzerinden yatırım bankaları, yatırım fonları, sigorta şirketleri gibi çok sayıda finansal kuruluş risk ağlarına eklenerek, risk düzeyini arttırmışlardır. Tüketici konumundaki kişiler de, konut fiyatlarının artışından spekülâtif kazançlar elde etmek amacıyla riskli tercihlerde bulunmuşlardır.

Ahlaki riziko kapsamında yüksek riskli kredileri veren taraf sorumlu tutulduğu kadar, riskli kredileri çeken tarafta sorumlu tutulmaktadır. Kriz literatüründe iki kesimden birini öne çıkaran analizlere rastlamak mümkündür. Örneğin kredi sunanlar açısından “risk kayması” problemine dikkat çeken Allen ve Gale’ye göre, gelecekteki belirsizlikler kredi verenler aleyhine “risk kayması”na neden olmaktadır (Allen ve Gale, 1999: 12). “Risk kayması” durumunda borç alanlar varlık fiyat artışlardan hareketle kazançlarını yükseltebilirken, riskli yatırımlar nedeniyle kredilerin geri dönmemesi halinde borç veren kurumlar finansal risk altına girmektedir (Kansu, 2011: 28). Kaykusuz, yüksek riskli kredilerin açılması noktasında bankaların sorumluluğuna dikkat çekmektedir. Bankaları bu konuda rahat davranmaya iten neden, MB’ler tarafından kurtarılabacaklarına dair beklentidir. Bankaların bu beklentisi, bütün küresel finans sisteminde riskli kredileri ve yatırımları artmıştır. Keza, 1929 Büyük Buhran’ından bu yana yaşanan krizlerin çoğunda son kredi mercii olarak MB’ler iflas durumunda olan banka ve diğer finansal kurumları kurtarmaya çalışmıştır (Kaygusuz, 2014: 314).

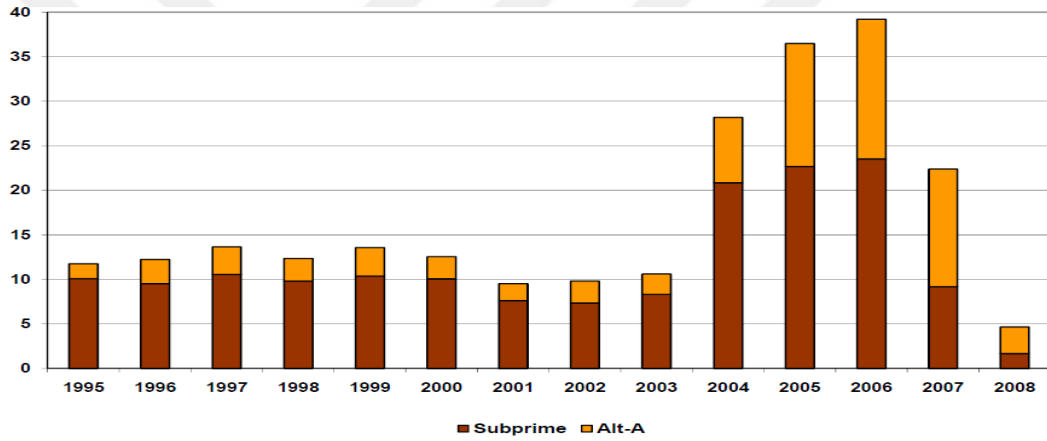
2008 Krizi öncesinde ABD mortgage piyasasında yatırımcıların yeterince bilgilendirilmediğine dikkat çeken BDDK’ya göre, subprime kredilerin riskleri yokmuşçasına kullandırılması sistemi çıkmaza sürüklemiştir. Kredi *“riski yüksek kişilere daha yüksek faiz oranları ile mortgage kredisı”* kullandırılması, faizler yükselince faiz yükünü arttırmıştır. Doğal olarak bu durum, *“faiz ve anapara ödemelerinin kaçınılmaz olarak aksamasına yol açmıştır.”* Konut fiyatlarında balon

---

<sup>116</sup> Örneğin McGoey (2012), 2008 Krizi öncesinde çok sayıda ekonomist tarafından yapılan uyarıların “görmezden gelme” eyleminin menkul kıymetleştirme yoluyla yaratılan türev ürünler üzerinden önemli miktarlarda komisyon geliri elde eden bankacılara, derecelendirme kuruluşlarına ve aracılara yüksek kârlı faaliyetlerini sürdürme imkânı sağlama yönünde işlevsel olduğuna dikkat çekmektedir. Finansal Kriz Araştırma Komisyonu Başkanı P. Angelides, birçok uyarı sinyalinin görmezden gelindiğini ya da örtbas edildiğini belirtmiştir (Sina, 2011).

niteliğindeki artışlar, “piyasada asimetrik bilgiye” ve “konut satın almanın bir yatırım aracı olarak algılanmasına neden olmuştur” (BDDK, 2008: 4-5). Risk kriterlerinin görmezden gelinerek, “sub-prime mortgage” şeklinde “konut kredisi alan ailelerin sayısı arttıkça, MBS’lerin getirisi hızla yükseliyor ve bankaların kârı artıyordu” (Hürriyet, 17.12.2008). 2000’li yılların başlarında ABD’de piyasa faizlerindeki oldukça düşük bir seviye, orta ve alt gelir grubundaki kişileri “yüksek riskli kredilerden” faydalanmak üzere özellikle değişken faizli kredilere çekmiştir. 4,3 trilyon doları bulan rakam, toplam ipotek karşılığı borçlanmanın %47,6’sına ulaşmıştı (Kahveci, 2012: 115-7).

**Grafik 3.18:** ABD 2008 Öncesi Riskli kredilerde artış, (1995-2008)



**Kaynak:** Belsky ve Richardson, 2010: 19.

Konut kredilerini dağıtan banka ve diğer finansal kurumlar, trilyon dolarları aşan alacaklarını tahvil ve diğer menkul kıymetleştirme biçimleriyle piyasaya satmışlardı. Bunların getirileri, ABD hazine bonosunun getirisinin çok üzerindeydi. Haliyle, risk almaktan kaçınmayan hedge fonlar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve yatırım bankaları için cazip olmuştur. Böylece, konut kredileri piyasasındaki risk, sadece borç alan birey ve borç veren kurumların dışında tüm finansal sisteme yayılmıştı (Kahveci, 2012: 117).

Ahlaki risk bağlamında kredi hacminin şişmesine neden olan diğer bir unsur aracı kuruluş işlevini gören yatırım bankalarıdır. Yatırım bankalarının “menkul kıymetleştirme yoluyla faiz riskini transfer ederken yüksek aracılık ve komisyon geliri elde etmeleri, bu kuruluşların yeni menkul kıymetleştirme işahlarını arttırmıştır.” (BDDK, 2008: 7-8).

Asimetrik bilgi problemine yol açacak şekilde ABD’de riskli kredi hacminin artışı brokerlar önemli bir pay üstlenmiştir. ABD’de, ipotek karşılığı konut kredisi talep edenlere çok sayıda banka alternatifi sunabilmeleri, ayrıca, kolay kredi alamayacak müşterilerin bilgilerini makyajlayarak kredilere ulaşmalarını sağlayabilmeleri nedeniyle brokerlar, müşteriler açısından tercih nedeni olmuşlardır. Kredi talep edenlerin yeterince bilgi sahibi olmamasından faydalanan brokerlar, müşterilerini daha fazla komisyon alabilecekleri bankalara ve kredilere yöneltmişlerdir. Brokerların komisyonu genel olarak çekilen kredinin %1’i olmakla birlikte, bu oran “yüksek riskli ‘NINJA’ kredilerde *“getiri farkı primi” (yield spread premium) adı verilen ek ödemelerle %3’ün üzerine çıkmıştır”* (Birdal, 2018: 61-6). 2007 yılı içerisinde batık kredilerin hızla artışı ile birlikte *“binlerce Amerikan ailesi, brokerlar ya da kredi kuruluşları tarafından yanlış bilgilendirildikleri iddiasıyla mahkemeye gitmiştir”* (Birdal, 2018: 67).

Ahlaki riziko ve ters seçim kapsamında 2008 krizi sonrasında sorgulanan en önemli kuruluşlardan biri derecelendirme kuruluşlarıdır. BDDK’ya göre, *“ABD’de menkul kıymetleştirme havuzunu oluşturan ürünler yerine bu ürünleri ihraç eden kurumların derecelendirilmesi, ihraç edilen menkul kıymetin gerçek risklilik düzeyinin yansıtılması”* önünde engel olmuştur. Mortgage sistemindeki *“menkul kıymetlerin sorunsuz krediler gibi derecelendirilmesi yatırımcı iştahlarını artırmış ve risklerin yayılmasına yol açmıştır.”* Ayrıca, bu kuruluşların *“yüksek düzeydeki hizmet gelirlerini tahvil ihraç eden kurumlardan sağlamaları”* verdikleri hizmet kalitesini sorgulanır kılmıştır (BDDK, 2008: 9).<sup>117</sup>

ABD mortgage piyasasında, 2005-2007 arasında “yüksek riskli kredilerin” geri ödemelerinde “90 gün ya da daha fazla, gecikme oranı %5” artmıştır. Bu oran 2008 yılında %24'lere çıkmıştır. Düşük riskli kredilerde ise bu rakam %4'e tırmanmıştır.

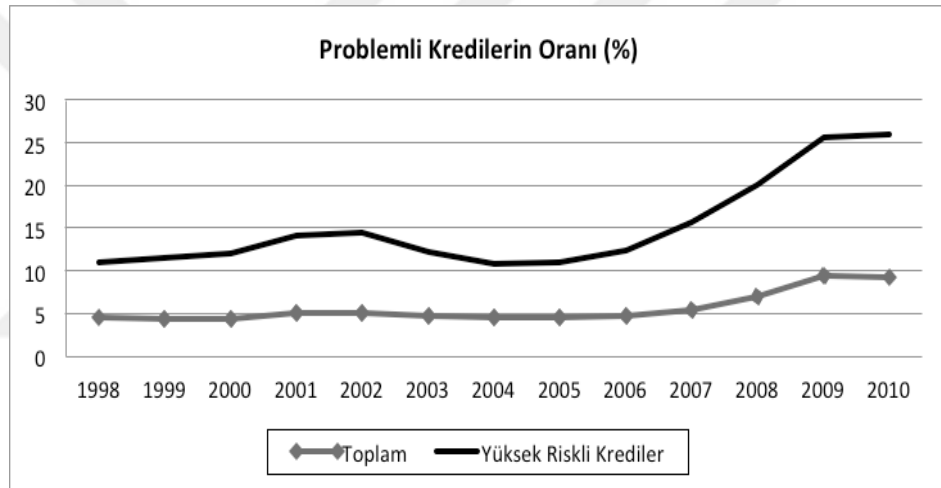
---

<sup>117</sup> Yapılandırılmış finansal araçların karmaşık yapısı, bu araçların riskliliğinin anlaşılmasını zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar, derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara göre hareket etmektedir. Yatırımcılar açısından derecelendirme, bilgi asimetrisini azaltan bir unsur olarak görülmektedir. Ancak, CESR (2008)’e göre, *“yapılandırılmış araçlar için derecelendirmeler, piyasa değeri ya da likidite riskini değil, temerrüt olasılığını yansıtmak üzere tasarlanmıştır.”* Dolayısıyla, yapılan risk değerlendirmeleri, tüm riskleri içermediğinden yanıltıcı olmaktadır (BDDK, 2008: 10). 2008 Krizi öncesinde *“bankalar, monoline şirketleri, devlet destekli kuruluşlar ve serbest fonların da aralarında bulunduğu kurum ve kuruluşların kaldırıcı etkisi yüksek olan riskleri üstlenmeleri sonucunda yatırımcılar, piyasayı sorgulamadan ve kredi dereceleri hakkında yeterli bilgi sahibi olmadan kredi derecelerine güvenerek yatırımlarını gerçekleştirmiştir”* (IMF, 2008).

Düşük riskli kredilerin artan oranlarda değişken faizlerle açılmış olması ve “daha da önemlisi CDO’ların dayandığı problemli yüksek riskli kredilerin artışı ile birlikte artık önceleri risksiz sayılan en üst sınıf tahviller” de korumasız kalmıştır. Bir süre sonra “üst dilim CDO’lar dahi artan batık riskiyle paralel olarak” değer kaybına uğramıştır (Birdal, 2018: 89-92).

2004-07 yılları arasında CDO’ların toplam değeri “1,4 trilyon dolara ulaşırken, krizden sonra aşırı riskli olduğu anlaşılan CDO’lar ‘toksik’ olarak adlandırılmıştır” (Hürriyet, 17.12.2008).

**Grafik 3.19: ABD Problemli Kredilerin Oranı, (1998-2010)**



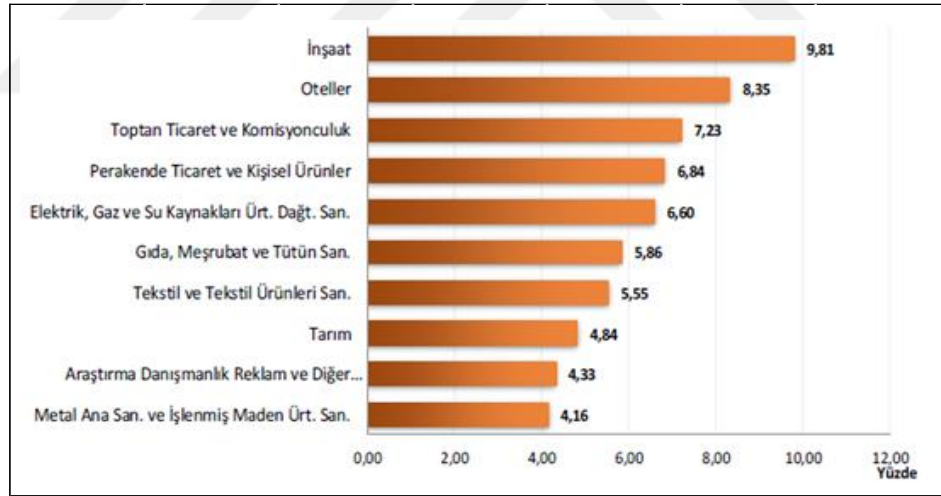
**Kaynak:** Mortgage Bankers Association of America, National Delinquency Survey. (akt. Birdal: 2018: 90)

Nihayet, ABD 2008 mortgage balonunun şişmesinde önemli bir sorumluluk da monoline olarak bilinen sigorta şirketlerininindir. Bu şirketler, menkul kıymetleştirme mekanizmasına, “Amerikalı ailelerin mortgage’larını ödeyememe, yani temerrüde düşmeleri, durumunda MBS ve CDO sahiplerinin zararlarının telafi edilmesi için” güvence sağlıyorlardı. MBS’ler ve CDO’lara yönelik sözleşmeyle sigorta hizmeti anlamına gelen “CDS’lerin toplam değeri 2007’nin sonunda 62 trilyon doları” bulmuştur. Bu miktarın “büyük bir bölümü dünyanın en büyük sigorta şirketi olan American International Group’a (AIG) aitti” (<https://www.hurriyet.com.tr>). S&P’ye göre, 2008 öncesinde monolinelar 127 milyar dolarlık subprime kredilere dayalı CDO sigortalamıştı. Krizle sonucunda 19 milyar dolarlık kayıpla karşılaştılar (Crouhy, 2008’den akt. BDDK, 2008: 12).

Türkiye’de inşaat sektörünün ürettiği konutları kullanım ve yatırım amacıyla talep eden hane halkı ve bireylerin bankaların kullandığı konut kredileri hakkında yeterince bilgi sahip olmadıklarını söylemek mümkündür. Bunu takipteki konut kredisi istatistiklerinden görebiliriz. Ayrıca sayısı 2000’li yıllardan itibaren sayısı giderek artan emlakçıların konut satışlarından sağladıkları kazançlar nedeniyle tüketicileri konut kredilerine yönlendirmeleri ABD’deki brokerların yaptıklarıyla birebir örtüşmese de benzer bir işlev görmektedir. Ayrıca, büyük ya da küçük çapta çok sayıda müteahhit ve inşaat şirketinin konut piyasasının cazibesine kapılarak yüksek kaldıraç oranlarıyla piyasada iş yapmaları asimetrik bilgilenme kapsamında spekülasyon ortamına işaret etmektedir.

Türkiye’de takipteki kredi miktarındaki artışlar, ABD’de 2008 öncesinde olduğu gibi kredilerin geri dönme riskinin yüksek ve dolayısıyla sağlıklı bir yapıda olduğuna işaret etmektedir.

**Grafik 3.20:** Türkiye Seçilmiş Sektörlerde Takibe Dönüşüm Oranları



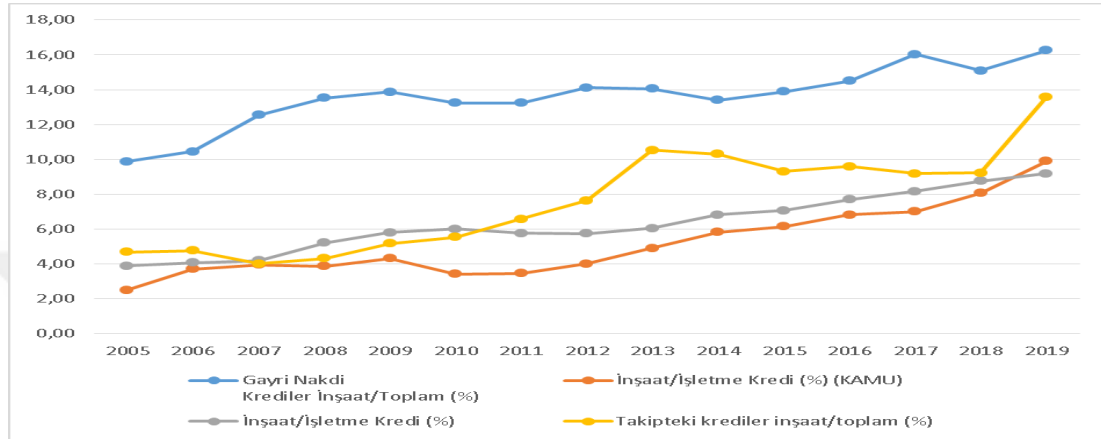
**Kaynak:** BDDK 2019 Aralık Raporu.

BDDK Aralık 2019 Raporu’na göre, “bireysel krediler içerisinde ihtiyaç kredilerinin payı %43, konut kredisinin payı %35 ve kredi kartlarının payı ise %21”dir. Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranı (TDO) Aralık 2019 döneminde %5,35’tir. TDO’da, inşaat sektörü için %9,55 ile başı çekmektedir. 2019 Aralık ayı itibarıyla “takipteki kredilerin (brüt) tutarı 151 milyar TL’dir” (BDDK, 2019).

Aşağıdaki Grafik ise bize, inşaat sektörüne açılan takipteki kredilerin artış oranının 2010’dan itibaren hem kamu bankalarınca hem de özel bankalarca inşaat

işletmelerine açılan toplam kredilerin artış oranının üstünde seyretmeye başladığını göstermektedir.

**Grafik 3.21:** Türkiye İnşaat Sektörüne Açılan Nakdi-Gayri Nakdi Krediler ile Takipteki İnşaat Kredilerinin Artış Oranı, (2005-2019)



**Kaynak:** BDDK Aylık Bankacılık Sektörü Veriler

Grafik'te görüldüğü üzere inşaat sektörüne yönelik açılan krediler ile bu kredilerin takibe dönüşen kısmı arasındaki makas özellikle 2013'te ve 2019 hayli açılmıştır. Şekilde dikkat çekici noktalardan birisi inşaat sektörüne yönelik gayri nakdi kredilerde yaşanan artışlardır. Gayri nakdi krediler, kamu ve özel bankalar alıcıya karşı inşaat şirketlerini taahhütlerini yerine getireceklerine dair verilen garanti işlemleridir. Bu durum inşaat şirketlerinin yükümlülüklerini yerine getiremediği takdirde yükün/faturanın kamu ve özel bankaların üstünde kalacağına dair önemli bir risk unsurlarından biri olarak görülmelidir.

### 3.2.5. Spekülatif Beklentiler ve Sürü Psikolojisi

Bireylerin konut piyasasına yönelişinin önemli bir nedeni spekülasyon saikiyle yatırım ve kazanç elde etme isteğidir. Bu durum, varlık balonları ve finansal krizleri hazırlayan önemli bir etkenidir. Keynes'in takipçisi olan ekollerin finansal krizlerin en önemli gerekçesi olarak gösterdikleri "spekülasyon güdüsü" riskli yatırımları referans ederken, bu durumu daha da besleyen "sürü psikolojisi" kavramı karar alma

sürecindeki bireylerin rasyonel olmayan davranış biçimine gönderme yapmaktadır. Gerçekten de spekülasyon ve sürü psikolojisi, ABD’de emlak piyasasında başlayarak finansal alana, oradan da reel sektöre sirayet eden 2008 krizinin arkasındaki önemli faktörlerden biridir. 2008 sonrası Türkiye gayrimenkul piyasasında da bu yönde eğilimleri yoğun olarak gözlemlemek mümkündür. Özellikle emlakçı sayısında artış ve metropol kentler başta olmak üzere her mahallede çok sayıda kişinin emlakçılığa soyunması ya da müteahhit ve emlakçılarla işbirliği yaparak müşteri peşine düşen komisyoncular vb. örnekler ters seçim ve ahlaki riziko örnekleri olduğu kadar sürü psikolojisine ve spekülasyon güdüsüne dair önemli göstergelerdir.

Spekülasyon güdüsüyle yatırım sürecinde “ekonomik öfori”, “irrasyonel coşku”, “sürü psikolojisi” vb. kavramlarla ifade edilen davranış biçimiyle hareket eden yatırımcılar, varlıklardaki fiyat artışlarının cazibesine kapılıp, bu durumun sonsuza kadar devam edeceğini sanarak kısa vadede köşeyi dönmek istemektedirler. Dolayısıyla, fiyatların sürekli artacağı beklentisiyle spekülatif yatırımları körükleyen sürü psikolojisinin etkisiyle emlak balonu şiştikçe şişmektedir. Smith, Schiller (2000)’den alıntıyla durumu şöyle açıklar: *“Eğer aptalca olduğunu bildiğim bir fiyattan, ama daha büyük bir aptalın daha da yüksek bir fiyattan onu satın alacağına inanarak bir sermaye varlığını satın alırsam, spekülatif bir balona katılım neoliberal ölçütlere göre son derece akılcı hale gelir”* (Smith, 2011: 250).

2008 ABD Krizini inceleyen Kansu’ya göre varlık fiyatlarında geleceğe yönelik fiyat artışı beklentisi, kendi kendini besleyen bir döngü içinde fiyat balonu oluşturmaktadır. Geri besleme döngüsüyle kazanç sağlamak isteği birinci, ikinci, üçüncü, dördüncü periyodalar şeklinde devam ederek, çok sayıda kişi, “bandwagon etkisi”yle varlık balonun olduğu bir piyasaya sürüklenmektedir. “Adaptif beklentiler” içinde olan yatırımcılar geçmişteki fiyat artışlarının gelecekte de süreceği düşünmektedirler. Balon patlayana kadar “ekonomik öfori”yle iş dünyası ve hanehalkı harcamalarını arttırmaktadır. 1997-2006 döneminde ABD konut sektöründeki kâr fırsatları ve yatırımcı öforisi emlak fiyatlarını yükseltmiştir. Geri besleme döngüsüyle insanlar, birbirlerinden etkilenecek konut fiyatlarındaki artışın hep devam edeceğini sanmışlar, “iki veya üç konut satın almanın iyi yatırım olacağı düşüncesi” ile gerçeklerden uzaklaşmışlardır (Kansu, 2011: 22-4).

“İrrasyonel coşku” halinin bulaşıcı etkisiyle varlık balonlarının oluştuğunu belirten Schiller, ekonometrik modellere odaklanmış iktisatçıların çoğunun sosyal ve psikolojik faktörleri görmediğine dikkat çekmektedir. Oysaki, spekülasyon piyasalar zamanın ruhunu (zeitgeist) oluşturan kolektif düşüncelerden etkilenmektedir. İyimser ya da kötümser hava toplum arasında bulaşıcı hastalıklar gibi yayılmaktadır. Bu bağlamda, yatırımcıların davranışları üzerinde sosyal çevre, medya, büyük sermaye grupları ve resmi otoriteler önemli etkiye sahiptir. 2008 Krizi öncesinde gayrimenkul piyasasına yönelik tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, başta medya olmak üzere çok sayıda faktörün etkisiyle emlak fiyatlarındaki artışı kalıcı ve vazgeçilmez olduğu beklentisi içine girmişlerdi. Örneğin, emlak balonu en üst seviyelere çıktığı 2005 yılında San Francisco’da yapılan bir ankete göre, 2005 sonrasının on yılına dair bireylerin emlak fiyatlarındaki artış beklentisi yıllık ortalaması %14 civarında olmuştur. Ankete katılanların üçte birine göre emlak fiyatlarındaki artış yıllık %50 civarında olacaktır (Schiller,2008: 35-9).

Kapitalizmin durgunluk-finansallaşma dinamiğinin temel özelliklerinden birinin konut alanındaki spekülasyon olduğunu belirten Foster’e göre, 2008 Krizi öncesinde ABD’de reel ücretlerin yerinde saymasına rağmen, konut sahibi olanlar aldıkları konut kredisinin henüz geri ödenmeyen miktarı ile konut fiyatlarının piyasa değeri artışından kaynaklanan net değer sağladığı etkiyle yaşam tarzlarını sürdürmeye yönelik borçlanmayı sürdürmüşlerdir. 2000 Dot-com krizi ardından yaşanan durgunluk sonrasında düşük faiz oranları konut sektöründe tam bir spekülasyonu teşvik ederek, konut balonunu ateşlemiştir. Konut fiyatları 2006 son çeyreğinde en büyük 149 metropol bölgenin yarısından fazlasında gerilemeye başlayınca konuların net değer artışıyla yaşam tarzını sürdüren tüketicilerin gelirleri içinde borç geri ödeme payları artmaya başlamıştı (Foster, 2007). ABD’de “real estate flipping” olarak adlandırılan kısa vadeli emlak alım satımlarının balonla birlikte hayli yükseldiğine dikkat çeken Clark, balonun 2006 yılındaki zirvesinde bir yıl içerisinde iki kere alınıp satılan konutlar toplam konut satışlarının %7,3’ünü oluşturduğunu belirtmektedir (Clark, 2017: 25).

Türkiye’nin 2000’li yılların ortalarından itibaren toplumun gündemini ve meşguliyetini kabaca gözlemleyen birisi dahi, her köşe başında türeyen emlakçılar ile müteahhitliğe soyunan çok sayıda kişiye, bakkalından esnafına, işsizinden öğrencisine herkesin gayrimenkul uzmanı gibi arsa, arazi ve inşaat konuştuğuna ve

de önemli bir kesimin rant peşinde koşuşturduğuna tanıklık etmiştir. Toplumsal ruh haline işaret eden bu durum, aynı zamanda fiyat artışlarını körükleyen spekülasyon yatırımların önemli bir motivasyon kaynağıdır. Kentsel dönüşüm projelerindeki toplumsal ruh halini yansıtmaları bakımından, Türkiye'nin en büyük konut üreticisi kurumu olan TOKİ'nin başkanı Mehmet Ergün Turan, 3 Mart 2016'da yaptığı açıklamada tam da bu atmosfere işaret etmektedir:

*“Herkesin kentsel dönüşüm deyince ‘nereden para kazanılır’ değil ‘nasıl fedakarlık yaparız da bu işi çözeriz’ diye düşünmesi gerekiyor. Asıl sorunun kanuni düzenlemelerden öte mantıksal yaklaşım sorunu olduğunu düşünüyorum. Herkes para kazanmak isterse birilerinin para kaybetmesi gerekir. Bana göre herkesin para kazanmak istemesi şehirlere kaybettirir.” (İHA, 2016).*

Türkiye’de inşaat sektörü ve konut piyasasının 2000’li yıllardan bu yana artan cazibesi, bu piyasada spekülasyon yönünden de etki gücü daha yüksek olan farklı aktörleri harekete geçirmiştir. Örneğin, Yap-sat yapan müteahhit sayısı ile emlakçı sayısında olağanüstü artışlar, inşaat ve gayrimenkule yönelik medya ve reklam sayısındaki artışlar vb. başlı başına bunun en iyi göstergeleridir. Gerek müteahhit sayısı, gerekse emlakçı sayısında olağanüstü artışlar, AKP Hükümeti’ni 2018’de alarm veren inşaat sektörünü yeniden hareketlendirmek amacının da güdüldüğü bir zeminde harekete geçirmiştir.

Türkiye’de müteahhitlik hizmeti yürüten firma sayısı 2000’li yılların başında 40 binin biraz üzerinde olduğu tahmin edilirken, bu sayı Ocak 2020’de, 453.497’ye çıktığı belirtilmiştir. Bu sayının 145 bini ticaret odalarına kayıtlıdır. Almanya’da bu sayı 3.550 iken Avrupa toplamında 50 bin civarında olduğu düşünülmektedir. Türkiye, Çin’den sonra dünyada en fazla müteahhitlik firmasına sahip 2. ülke konumundadır (Balbay, 2020). 2 Mart 2019 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan “Yapı Müteahhitlerinin Sınıflandırılması Ve Kayıtlarının Tutulması Hakkında Yönetmelik” ile Türkiye’de faaliyette bulunan “müteahhitler için belirli ekonomik, mali, mesleki ve teknik yeterliklere sahip olması koşulu” getirilmiştir (Resmi Gazete, 2019).

İnternette gazete haberleri tarandığında büyük bir kısmı kayıtdışı olmak üzere Türkiye’de 300 bin dolayında emlakçı olduğu belirtiliyor. Türkiye’de 2002’den 2020’ye emlakçı sayısındaki olağanüstü artış ve emlakçıların yüksek komisyon oranlarıyla çalışması karşısında AKP Hükümeti, 2018’de konut piyasasını yeniden canlandırmak amacıyla emlakçılara yönelik yasal düzenleme yapmak durumunda

kalmıştır. 5 Haziran 2018 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanan “Emlakçılık Kanunu” olarak görülen “Taşınmaz Ticareti Hakkında Yönetmelik” ile bu alanda birçok değişikliğe gidilmiştir.

Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nca hazırlanan ve Haziran 2018’de yürürlüğe giren “Taşınmaz Ticareti Hakkında Yönetmelik” ile ev alım satımında ya da kiralamada emlak danışmanlarına ödenen komisyonlara sınırlama getirilmiştir. Düzenleme öncesi dönemde satış değeri üzerinden satıcı %3 ve alıcı %3 olmak üzere toplamda %6 komisyon ödenmekteydi. Yeni düzenleme ile emlakçılara alıcı ve satıcıların %2, toplamda ise %4 ödeme yapılması öngörülmüştür. Gayrimenkul kiralama hizmetinde komisyon ücreti ise “en çok bir aylık kira bedeli” olarak sınırlanmıştır. Bu düzenleme öncesinde ev kiralamada emlakçılar genel olarak yıllık kira bedelinin %12’si talep ediyordu. Yönetmelik ile ayrıca, emlakçılığa yetki belgesi şartı getirilmiştir. Bu düzenlemeyi, “artık bakkal ev satamayacak” şeklinde yorumlayan gazeteci Gülistan Alagöz’ün ayrıca şu ifadesi, gayrimenkul alanındaki spekülasyona işaret etmektedir: “Bir dönem popüler olan ilçelerde bakkal, manav gibi tüm esnaflar emlak danışmanlığına soyunmuştu.” (Alagöz, 2018). Düzenleme hakkında emlakçı piyasasının içinden biri olarak düşüncelerini belirten Zingat.com Kurucu Ortağı ve CEO’su Ahmet Kayhan’a göre, Türkiye’de yaklaşık 300 bin kayıtsız emlakçı sayısı böylece 40 binlere düşecektir. Her isteyenin gayrimenkul ticaretine giremeyeceğini savunan Kayhan’a göre, bu düzenleme ile, “gayrimenkul ticaretine yapılan yatırımları da artıracak”tır. Özellikle de, “2. el gayrimenkul ticaretinin önü” “çok” açılacaktır (insaatderyasi.com, 08.06.2018).

Alagöz’ün aktardığı bilgilere göre Türkiye’de emlakçılık işinde, 150 milyar dolar yıllık değişim cirosu, 100 bin emlak ofisi sayısı, 140 bin çalışan sayısı, 12 bin eğitimli çalışan, 1200 kurumsal emlak ofisi sayısı, %60 kurumsal emlak ofisi ile %40 aracılı satış oranı bulunmaktadır (Alagöz, 2018).

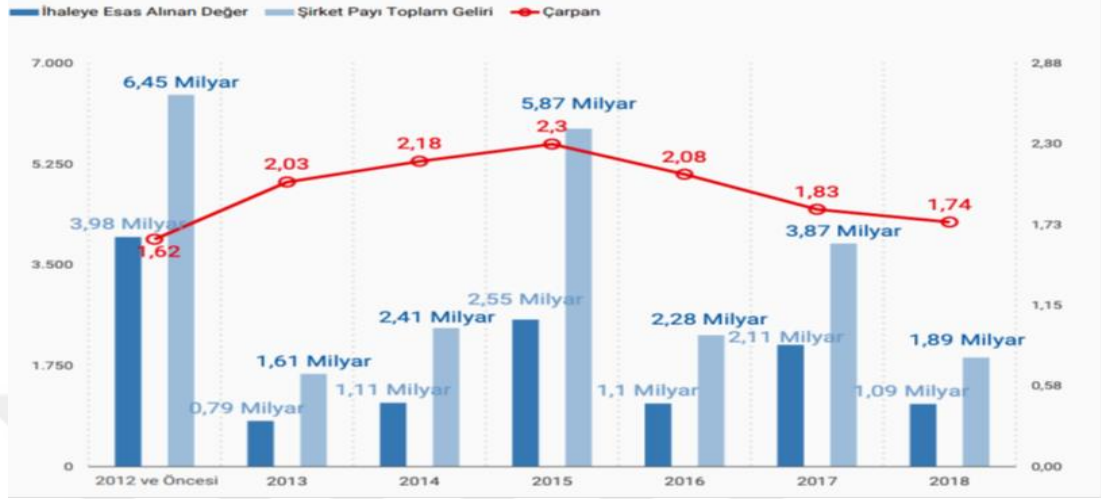
Türkiye’de konut yatırımları artan reel getirisiyle birlikte alternatif yatırımlar içinde ilk üç sırada yer almaktadır. Kahveci’nin yaptığı hesaplamalara göre Türkiye’de 2010’dan 2018’e konutların reel getirisi ile finansal yatırım araçları kıyaslandığında altın ve doların ardından en fazla getirisi olan yatırım aracı olmuştur. Konut yatırımı sahibine 2010-2018 arasında yaklaşık %25 oranında kazanç sağlarken, riski düşük yatırım araçları olarak görülen Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) %2 reel olarak değer kaybetmiştir. Bu dönemde mevduat hesapları

yaklaşık %4, borsa %13, euro %13, dolar %35, altın ise %60 oranında değer kazandırmıştır (Kahveci, 2018: 20).

ING International'in yaptığı anket sonuçlarına göre, Türkler ev yatırımlarına oldukça meyilli bir toplum olarak görünmektedir. Araştırmaya göre, ev satın almayı akıllı bir yatırım olarak görme oranı Türklerde %70'tir. Bu oran, ABD'de %66 çıkmıştır. Oranın en yüksek olduğu ülke ise %83 ile Lüksemburg olurken, %47 ile en düşük seviyede yer alan toplum ise İspanyollar olmuştur. İspanyolların *"%27'si ev kiralamayı satın almaya kıyasla daha akıllıca"* bulmuştur. Araştırmaya göre, Türklerin %9'u asla ev sahibi olamayacağını düşünmektedir. Bu oran ile Türkiye, en iyimser ülke olarak birinci sıraya yerleşmiş. Bu oran ABD'de %45, Avrupa'da %48, İngiltere'de %56, Avustralya'da ise %62 çıkmış (Aktürk, 2018). Bu araştırma sonuçlarının işaret ettiği önemli noktalardan biri Türkiye halkının konutu önemli bir yatırım aracı olarak da tercih ettiği yönündedir. Bu durum aynı zamanda, büyüyen gayrimenkul piyasasındaki fiyat artışlarının arkasındaki spekülasyon güdüsünün de önemli bir rol oynadığına işaret etmektedir.

Türkiye gibi GOÜ'lerde döviz kurundaki hareketler, spekülatif nitelikteki yatırımların değerini de etkilemektedir. Örneğin, SPK 2018 verilerine göre, 2011 yılı sonu itibariyle 23 GYO'nun toplam piyasa değeri yaklaşık 11,7 milyar TL (6,2 milyar dolar), 2017'de 31 olan GYO'nun değeri zirve yaparak yaklaşık 27 milyar TL (7,1 milyar dolar) olmuştur. 2019 yılının ilk 3 ayı itibariyle 33 GYO'nun piyasa değeri 18,6 milyar TL'ye, dolar bazında 3,3 milyar dolara düşmüştür (SPK, 2018). Yani kurun ABD doları karşısında 2017'de yaklaşık 3,8 TL seviyelerinden 2019'da 5,6 seviyelerine çıkması TL'nin nominal olarak %50'ye yakın bir düzeyde değer kaybına uğramasına neden olurken, dolar bazında GYO'ların piyasa değerini büyük miktarda aşağı çekmiştir. GYO sayısı artmış olmasına rağmen piyasa değerindeki TL ve dolar bazındaki muazzam düşüşler, gayrimenkul yatırımlarının spekülasyona açık yapısı ve de Türkiye ekonomisinin dış kaynak bağımlılığı nedeniyle maruz kaldığı döviz riskini birlikte göstermektedir. Spekülasyon güdüsüyle yatırımları, hisseleri BİST'te işlem gören Emlak Konut GYO'nun faaliyetleri üzerinden de görmemiz mümkündür. Keza, 2012'den 2018'e Emlak Konut GYO'nun gelir ortaklığı modeli ile gerçekleştirdiği projelerin neredeyse hepsinde öngörülenden daha fazla gelir elde edilmiştir. Aşağıdaki Grafikte, bahsedilen aralıkta Emlak GYO'nun geliştirdiği projelerin ihale değeri ile satış sonrası gerçekleşen değerleri anlamında çarpan katsayısını göstermektedir.

**Grafik 3.22:** Emlak GYO Gelir Paylaşım Modelli Projelerde Şirket Payı  
(2012-2018)



**Kaynak:** Emlak Konut, 2019 (akt. Alaybeyoğlu, A. 2019).

Emlak GYO'nun 2018 yılına kadar olan tüm projeleri ele alındığında çarpan katsayısı toplamda 13,78'dir. Yani, Emlak GYO'nun projelerinde ihaleye temel alınan değer yaklaşık olarak 14 katı gelir elde edilmiştir. Bu rakam arsa üzerinden sağlanan gelirin spekülasyon niteliğini ortaya koymaktadır. Çarpan etkisi sadece GYO için değil, proje gelir ortağı olan yüklenici firmalar için de geçerli bir durumdur. Çünkü gelir paylaşım modelinde gelirler yüzde olarak pay edilmektedir (Alaybeyoğlu, 2018: 157-9).

Spekülasyon güdüsüyle hareket edenlerin bir kısmı konutların fiyat artışlarından kazanç sağlamak amacıyla ev alım satımına yönelirken, bir kısmı da gayrimenkul piyasasına yönelik menkul kıymetlere yatırım yapmaktadır. Birinci yönelim, kredi hacmiyle birlikte ev fiyatlarının balon oluşturacak şekilde yükselmesine neden olurken, ikinci yönelim borsa kanalıyla inşaat sektörüne yeni finansman akışı sağlamak dışında konut fiyatlarındaki artışları daha da körüklemektedir. Birinci yönelimde konut kredisi kullanarak ev alan kişiler, spekülasyon değillerse eğer, ipotekli kredi kullanarak aldıkları gayrimenkul şeklindeki varlıkların taksitlerini ödeyemedikleri takdirde ipotek nedeniyle mülksüzleşme riskiyle karşılaşmaktadır. Bu taksitleri ödeyenler ya da ödemeye devam edebilenler ise ellerindeki gayrimülkün değer kaybına maruz kalmaktadır. Al sat niyetiyle spekülasyon amaçla konut kredisi çekenler spekülasyonlar ise ipotek karşılığı kredi ile aldıkları varlıkların değer kaybından dolayı büyük zararlarla ve iflasla karşı karşıya

kalmaktadırlar. Borsa kanalıyla bu gayrimenkullere dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetlere yatırım yapan ikinci kanaldaki yatırımcılar ise ellerindeki menkul kıymetlerin değerinin büyük ölçüde eriyerek buharlaştığına tanık olmaktadır. Her iki durumda sermayenin değersizleşmesi üzerinden merkezileşmesini ve yoğunlaşmasını destekleyen dinamikler hareket etmektedir. Yani, güçlülerin zayıfları yuttuğu bir manzara ortaya çıkmaktadır.

İnşaat odaklı ekonomik büyüme ile birlikte Türkiye’de 2000’li yılların ortalarından itibaren yayın yapan çok sayıda gazete emlak ekleri çıkarmaya başlarken, inşaat sektörüne yönelik haber yaparak istatistik derleyen çok sayıda haber sitesi kurulmuştur. Görsel ve basılı medya reklamlarında, inşaat şirketlerinin projeleri yarışmaya başlamıştır. Haliyle, 2008 öncesinde ABD halkının konut piyasasına dair algı ve toplumsal psikolojisini anlatan yukarıdaki tespitlerin, 2002 sonrasının gayrimenkulle yatıp kalkan Türkiye’inde yaşanmadığını iddia etmek fazlasıyla iyimser bir yaklaşım olacaktır. Ancak, spekülasyonun bütün boyutlarını görebilmek ise, balonun bütünüyle hava kaçırmaya başladığı evrelerde mümkün olacaktır.

### **3.2.6. Arz-Talep ve Fiyat-Değer Dengesizliği**

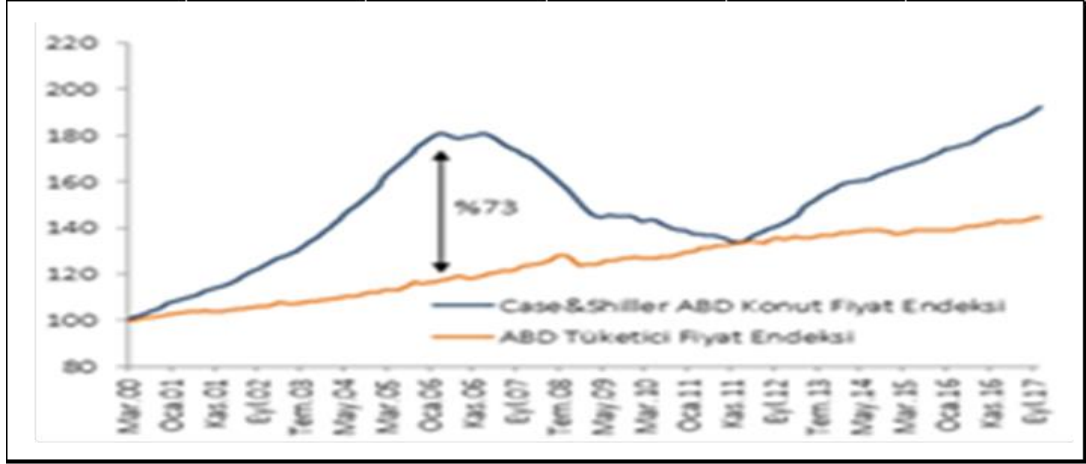
Ekonominin genelinde olduğu gibi varlık balonlarının olduğu herhangi bir sektörde efektif talebe nazaran arz fazlalığı oluştuğça, o sektörde kriz yaşanma olasılığı artmaktadır. Bahsedilen sektörün genel ekonomi içindeki ağırlığı yüksekse ya da stratejik öneme sahipse, yaşanacak krizin etki alanı genişleyerek ekonominin geneline yayılma potansiyeline sahiptir. Dolayısıyla arz ile talep, fiyat ile değer arasındaki birincilerin lehine açılan fark, varlık balonları ve sonucunda oluşan krizlerin en önemli nedenlerinden biridir. Dengesizlik durumları diğer kriz dinamiklerini etkilediği gibi, diğer dinamikler karşılıklı etkileşim halinde arz talep, fiyat-değer dengesizliğine yol açmaktadır. Ekonomik döngünün genişleme evresinde etkin olan MB düşük faiz politikası, kredi mekanizması, hayali sermaye niteliğindeki menkul kıymet yatırımları, risk iştahının kabarması, spekülasyon, sürü psikolojisi vd. etkenlerle “aşırı biriken” fonların yoğunlaştığı sektörde işlem gören varlıkların piyasa değeri gerçek değerlerin üstüne çıkarak tavan yapmaktadır.

Döngünün sürdürülemez bir duruma geldiği noktada panik havası krizi tetikleyerek fiyatları tepetaklak aşağı doğru sürüklemektedir. Sonuçta; 2008 ABD ve sonrasında İngiltere, İspanya gibi çok sayıda ülkenin konut piyasasında yaşandığı gibi, iflaslar, işsizlik, sokakta yaşayan insanlara rağmen açıkta kalan konutların çürümeye terk edilmesi vb. manzaralar ortaya çıkmaktadır.

Sürekli değer artışına dayanan konut finansman sistemi ve sonrasında değersizleşme sürecine dayanan irrasyonel büyümeyle Japonya, Güney Kore, Çin, Tayvan, Hong Kong gibi çok sayıda ülke karşılaşmıştır. İhtiyaç fazlası yapılı çevre üretimi Tayvan'da, 1991 ve 1993 yılları arasında yapı stokunu gereğinden fazla büyütmüş, arz fazlalıkları değersizleşmeye maruz kalarak çok sayıda şirketin iflasıyla sonuçlanmıştır. Aynı şekilde 1980'lerin sonunda Tokyo'da inşaat faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla imar kanunları esnetilerek kamuya ait arsa ve araziler yatırımcılara verilmiş, ihtiyaç fazlası aşırı yapı üretimi gerçekleşmiştir (Balaban, 2016: 20-1). Türkiye konut piyasası açısından kentsel dönüşüm kapsamında halen milyonlarca konutun yeniden yapılmasına ihtiyaç olmasına karşın, özellikle 2014 sonrasında konutta efektif talebe nazaran arz fazlalığının oluştuğuna dair güçlü işaretler bulunmakta ve konut fiyatların rasyonel bir temelde açıklanmayacak düzeyde yükseldiği görülmektedir.

Kredi ve borçların artışı, varlık fiyat balonlarını beslemektedir. ABD 2008 öncesi mortgage piyasasında bu durum, açık bir şekilde gözlenen olgulardan biridir. Artan krediler ve servet etkisiyle ev fiyatlarının yükselmesi yatırımcılara daha yüksek kazançlar vadettiği için kredi talebi artmış, spekülatif kazançlar yeni yatırımları teşvik ederek talebe nazaran arz fazlalığına yol açmıştır (Kansu, 2011: 31). 2008 ABD Krizi öncesinde *“sorunlu kredi sayısındaki artış konut piyasasında arz fazlasına yol açmıştır”* (BDDK, 2008: 5). Kindleberger ve Aliber'in aktardığına göre, ABD'de 2008 öncesinde yeni konut inşaatları yılda iki milyon birime ulaşırken, bu rakam nüfus artışı, yangın, fırtına ve benzeri etmenlerle yaşanan konut kayıplarını karşılamak için gereken rakamın 500 bin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu talep artışının bir kısmı sürekli fiyat artışından kazanç sağlamak isteyen yatırımcılardan kaynaklanmıştır (Kindleberger ve Aliber, 2014; 11).

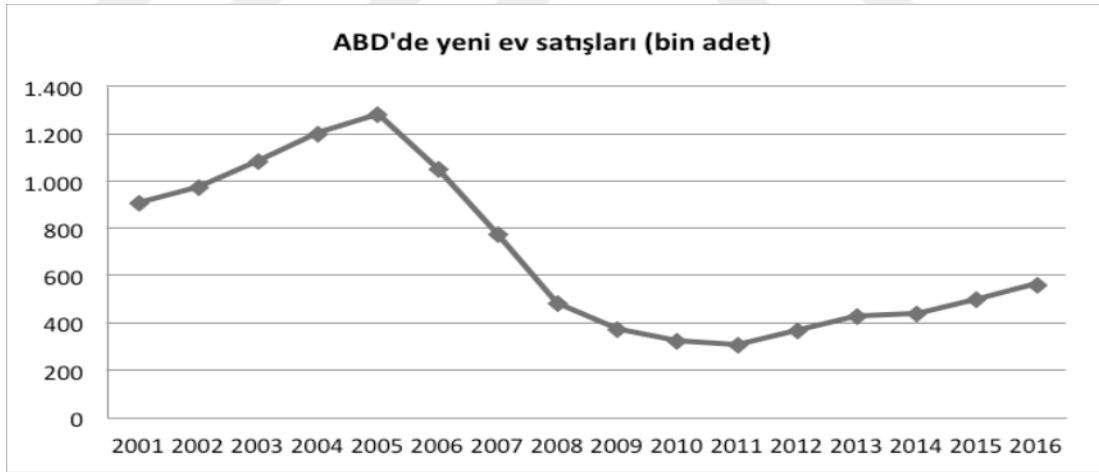
**Grafik 3.23:** ABD Case-Schiller Ev Fiyat Endeksi-ABD Tüketici Fiyat Endeksi  
(Mart 2000-Eylül 2017)



**Kaynak:** Reuters (Akt. Sezgin, 2018: 24)

Yukarıdaki Şekil, 2000 yılında yükselmeye başlayan ev fiyatlarının 2006'da zirve yaptıktan sonra 2007'de düşüşe geçtiğini, aşağıdaki Şekil ise 2005'te zirve yapan konut satışlarının daha sonra düşüşe geçtiğini göstermektedir.

**Grafik 3.24:** ABD'de Yeni Ev Satışları, (2002 1.Çeyrek - 2008 3.Çeyrek)



**Kaynak:** U.S. Census Bureau (Akt. Birdal, 2018: 78)

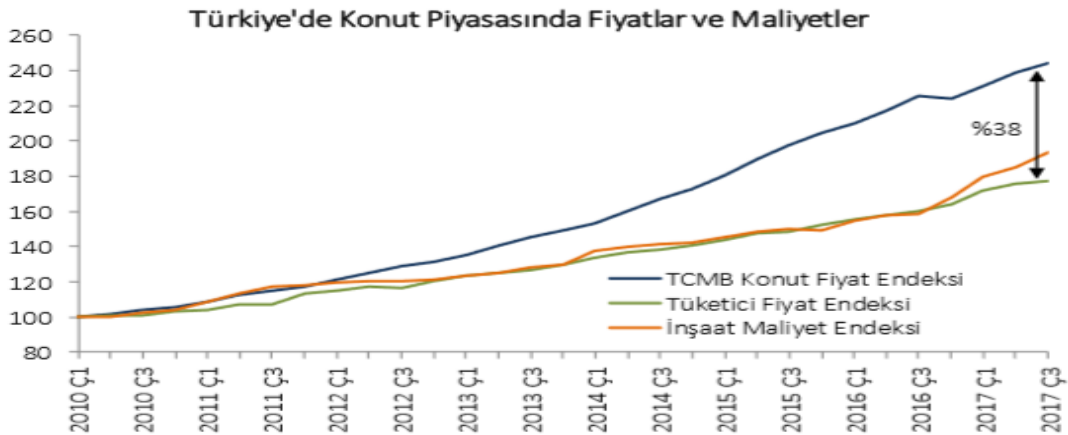
Konut arzındaki artış tasarruf sahiplerini yükselen fiyatlardan alım satım yaparak spekülasyon kazançlarına sevk etmektedir. Spekülasyon nedeniyle alımlar arttıkça konutların piyasa değeri, gerçek değerinin çok üstüne çıkmaktadır. 2006'da zirve yapan ABD'deki konut fiyatları, bu süreçten sonra hızla gerilemeye başlayarak 2008'de patlak vermiştir. Nisan 2012'den sonra ABD'de konut talebi ile birlikte konut fiyatlarının yeniden artmaya başlamıştır. Sezgin'e göre, bu "son yıllarda ABD

ekonomisinde kaydedilen” iyileşme, işsizlik oranındaki düşüş ve “gelirlerdeki artış ile FED’in piyasaya sağladığı likidite ve halen düşük seviyelerde bulunan” faiz oranlarından kaynaklanmaktadır. ABD emlak piyasasında “enflasyon ve konut fiyatları arasındaki makasın” tekrardan açılması, yeni bir balona işaret etmektedir (Sezgin, 2018: 24).

2008 Krizi ABD konut piyasasında olduğu gibi Türkiye konut piyasasında arz ve talep arasındaki makası açmaktadır. Bununla birlikte, piyasa fiyatları ile üretim maliyetlerinin belirlediği gerçek değerler arasındaki makasın da özellikle, 2014’den sonra açıldığına dair çok sayıda emare bulunmaktadır.

Türkiye’de 2010’un birinci çeyreğinden 2017’nin üçüncü çeyreğine kadar tüketici fiyat endeksi %77,2 oranında artarken, bina inşaat maliyetleri endeksi %94 yükselmiştir. Aynı dönemde arsa maliyetlerinin, bina inşaat maliyetleri içindeki ağırlığı %45-50’lere ulaşmıştır. Sadece enflasyon ile kıyaslandığında “reel bazda konut fiyat artışı %38” olarak hesaplanmıştır (Sezgin, 2018: 23).

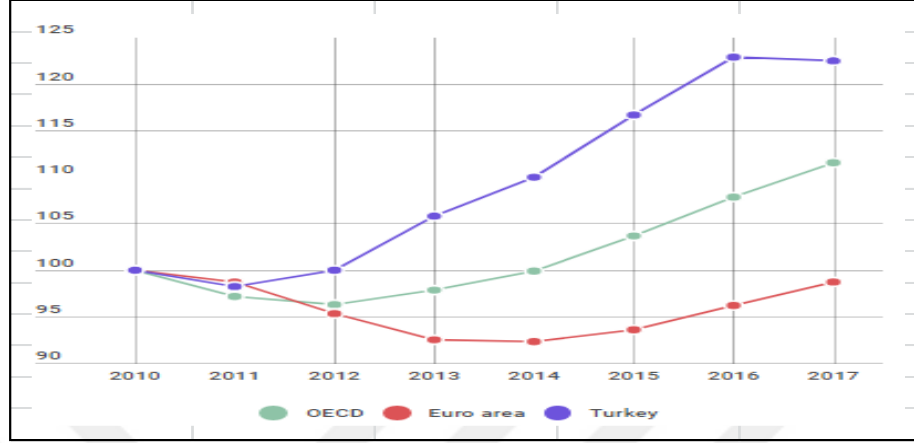
**Grafik 3.25:** Türkiye’de Konut Fiyat ve Maliyet Endeksi  
(2010 1. Çeyrek-2017 3. Çeyrek)



**Kaynak:** TÜİK ve TCMB verilerinden düzenleyen Sezgin, 2018: 23.

Yukarıdaki Grafik, Türkiye’de 2010’dan 2017’ye tüketici fiyat endeksinin inşaat maliyet endeksi ile paralel seyretmesine karşın konut fiyat endeksinin makası açacak şekilde giderek arttığını göstermektedir. Bu durum, konut fiyatlarında balona işaret etmektedir. Uluslararası karşılaştırmalar da bunu desteklemektedir.

**Grafik 3.26:** Reel Konut Fiyat Endeksi OECD, Euro Area, Turkey  
(2010 -2017)

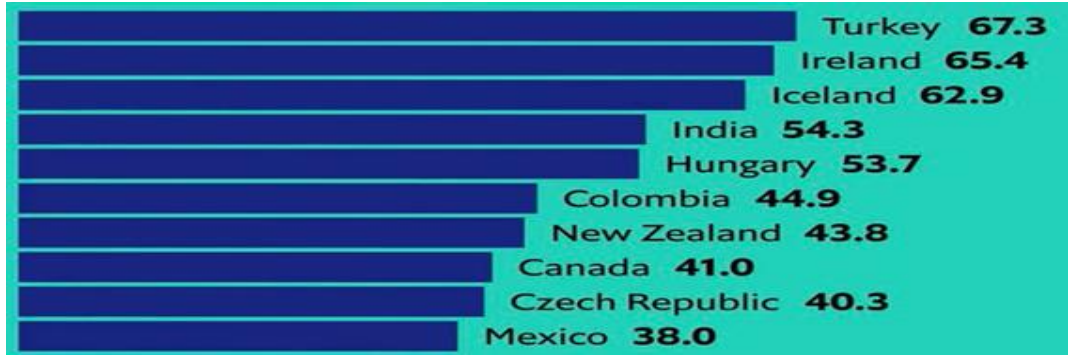


**Kaynak:** OECD Analytical house prices indicators

Yukarıdaki Grafik'te görüldüğü gibi, 2010-2017 döneminde Türkiye'deki reel konut fiyat artışı hem OECD ortalamasının hem de Euro bölgesinin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Bahsedilen dönemde OECD genelinde reel konut fiyatları %11 artarken, Türkiye'de %20'nin üzerinde artmıştır. En yüksek artış %56 ile İzlanda'da gerçekleşmiştir. Onu, %47 İsrail, %45 ile Estonya ve İsveç, %40 ile Kanada takip ederken, Türkiye, 43 ülke arasında reel 13. sırada yer almıştır (OECD, 2018).

The Economist'tin araştırmasına göre, 2013 yılının dördüncü çeyreği ile 2018 yılının dördüncü çeyreğini kapsayan konut fiyatları artış sıralamasında %67,3 ile Türkiye birinci sırada yer almaktadır. Türkiye'yi %65,4 ile İrlanda, %62,9 ile İzlanda izlemiştir. Aşağıdaki Grafik 2013-2018 aralığında en fazla artışın yaşandığı 10 ülkedeki ev fiyatı artış oranlarını gösteriyor.

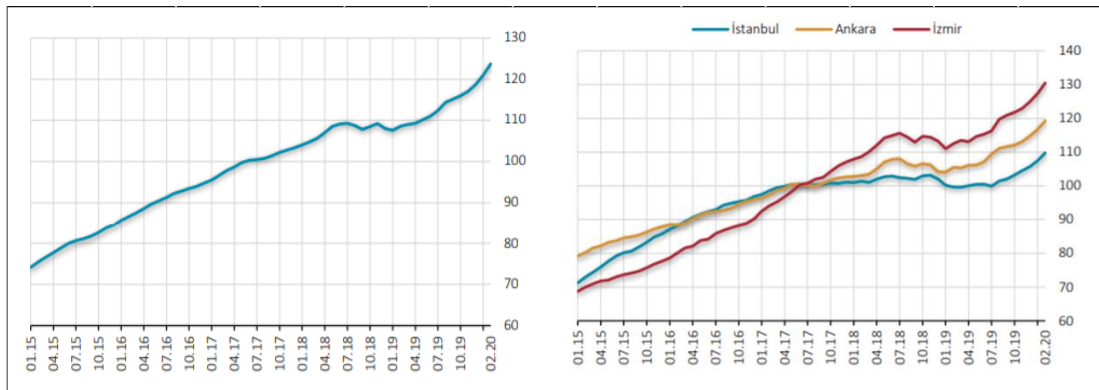
**Grafik 3.27:** Dünyada Ev Fiyatlarının En Fazla Artığı 10 Ülke  
(2013-2018 / %)



**Kaynak:** The Economist, 2020.

TCMB'nin Şubat 2020'de yayımladığı Konut Fiyat Endeksi (KFE) verileri, yukarıda değindiğimiz Türkiye'de konut fiyatlarındaki artışları doğrular niteliktedir. Türkiye'deki "konutların kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimlerini izlemek amacıyla hesaplanan" KFE (2017=100), 2020 yılı Şubat ayında bir önceki aya göre %2,30 oranında artarken endeks 123,71 olarak gerçekleşmiştir. 2017'den 2020'ye nominal olarak konut fiyatlarında %24'e yakın bir artış yaşanmıştır. KFE "bir önceki yılın aynı ayına göre", İstanbul'da %10,12, Ankara'da %13 ve İzmir'de %15.94 oranında artmıştır (TCMB, 2020).

**Grafik 3.28:** Türkiye Konut Fiyat Endeksi (Seviye, 2017=100),

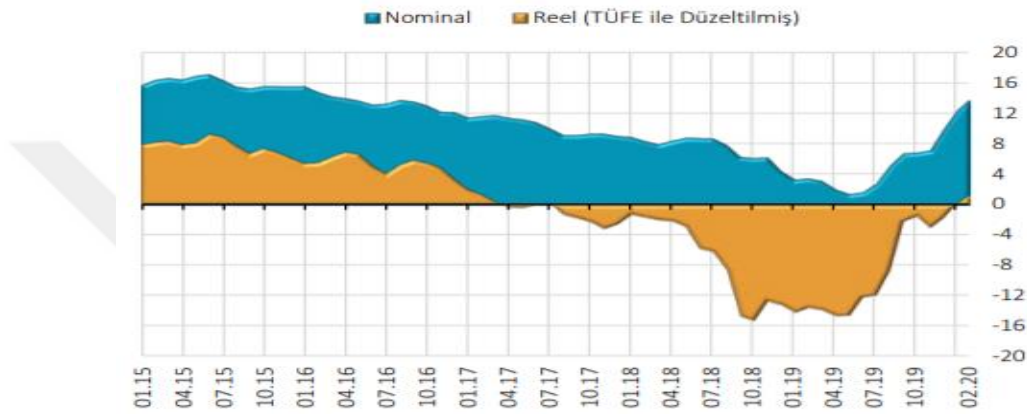


**Kaynak:** TCMB KFE, Şubat 2020.

Aşağıdaki Grafik ise, KFE 2017 yılı 100 olduğu gözetildiğinde, 2017 öncesinde konut fiyatlarının hem nominal hem de reel olarak daha yüksek olduğunu göstermektedir. KFE 2015'in üçüncü çeyreğinden itibaren nominal ve reel olarak

değer kaybına uğramıştır. Özellikle 2018 ve 2019 yıllarında reel olarak %16 dolayında bir değer kaybı yaşanırken, nominal olarak oldukça yüksek bir değer kaybı oluşmuştur. TCMB Şubat 2020 verilerine göre, “bir önceki yılın aynı ayına göre” KFE %13,94 oranında artarken, aynı dönemde endeks reel olarak %1,4 oranında artmıştır (TCMB, 2020).

**Grafik 3.29: Konut Fiyat Endeksi (Yıllık % Değişim/2017=100)**



**Kaynak:** TCMB KFE, Şubat 2020.

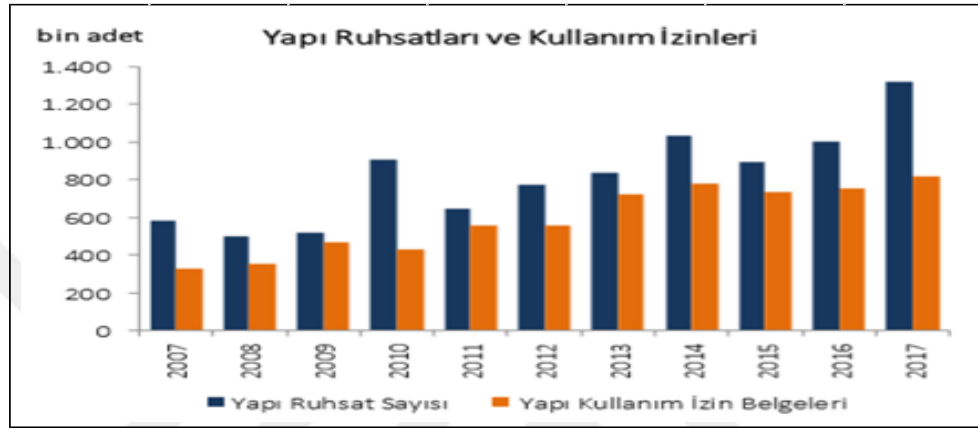
Yukarıdaki Grafik'ten çıkarabilceğimiz sonuçlardan birisi, 2019'da üçüncü çeyreğinden itibaren AKP Hükümeti'nin kamu bankaları aracılığıyla konut kredisi faizlerini düşürmesi, fiyatların nominal ve reel olarak yukarı doğru çıkmasında bir miktar etkili olmuştur.

Sezgin'e göre, Türkiye genelinde konut fiyatlarının yıllık artış hızının 2015'ten sonra gerilemesi, balon ve kriz riski bakımından henüz bir tehlikeye işaret etmemektedir. Diğer taraftan, “bölgesel bazda arz-talep dengesizlikleri nedeniyle belirli bölgelerde sağlıksız stok ve/veya fiyat hareketleri” görülmektedir. Türkiye'de konut ihtiyacı alt ve orta gelir grubunda daha fazla olmasına karşın, son yıllarda “orta ve üst gelir grubuna yönelik projelerin ağırlık kazanması” riskli bir gidişata işaret etmektedir. Ayrıca, 2017'den itibaren talebin görece zayıf bir seyir izlemesiyle birlikte “ofis piyasasında stoklar artmış ve binalarda boşluk oranları yükselmiştir” (Sezgin, 2018: 5).

Türkiye'de konut sektöründe krize işaret eden önemli göstergelerden bir diğeri, inşaat izin ruhsatları ile yapı kullanım izin belgelerine dair istatistiklerdir. Keza,

“ruhsatlar ve kullanım izinleri arasındaki farkın ruhsatlar lehine açılması, yapı stokundaki artışın talebin üzerinde gerçekleştiği”ne işaret etmektedir. Aşağıdaki Grafik’te izlendiği gibi Türkiye’de yapı ruhsatları ve kullanım izinleri arasındaki farkın, özellikle 2010, 2014 ve 2017’de yüksek oranda açıldığı görülmektedir.

**Grafik 3.30:** Türkiye’de Yapı Kullanım İzinleri Ve Yapı Ruhsatları (2007-2017)



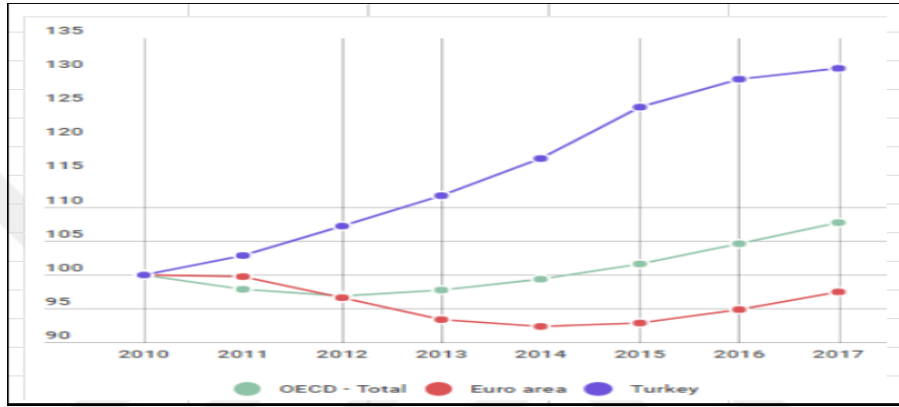
**Kaynak:** TÜİK İnşaat İstatistikleri.

Türkiye’de 2002-2017 yılları arasında toplam 7.151.507 yeni daire, konut stokuna eklenmiştir. İnşaat izin istatistiklerine bakıldığında artış oranı çok daha yüksektir. 2015 yılı itibariyle inşaat izin istatistikleri ve kullanım izinleri arasındaki makas açılmaya başlamış, 2017 yılı itibariyle bu fark 493 bine ulaşmıştır. 2017 yılsonu itibarıyla “*yapı ruhsatı ve kullanım izni sayısı arasındaki fark, 2016’ya göre İstanbul’da yaklaşık 2,5, Ankara’da 4, İzmir’de 5 katına çıkmıştır*” (Kahveci, 2018: 9; Sezgin, 2018: 15). Açılan bu makasın önümüzdeki dönemlerde konut arzının devam etmesiyle daha açılacağı düşünüldüğünde, konut satışlarının artan oranda konut arzındaki artışın gerisinde kalmasına neden olacaktır. Keza, hâlihazırda yaklaşık 1 milyon düzeyinde konut arz fazlası olduğu bizzat sektörün içindeki aktörler tarafından dillendirilmektedir.

Konut piyasasında krize işaret eden göstergelerden bir diğeri fiyat/kira çarpanıdır. Fiyat/kira endeksinin düşmesi, kiraların daha hızlı artarak konut yatırımının geri dönüş süresinin kısalmasına işaret etmektedir. Bu oranın sabit kalması fiyatlar ve kiraların aynı oranda arttığını göstermektedir. Oynaklığın çok yüksek olması ise gayrimenkul varlıkların aşırı değerlendirildiğini veya değer

kaybettiğini göstermektedir (Kahveci, 2018: 19-20).<sup>118</sup> Aşağıdaki Grafik'ten görüldüğü üzere, konut fiyatlarında olduğu gibi fiyat/kira endeksinde de Türkiye'deki artış, hem OECD ortalamasının hem de Euro bölgesinin oldukça üstünde gerçekleşmiştir.

**Grafik 3.31:** Konut Fiyat/Kira Endeksi, OECD, Euro Area, Turkey  
(2010-2017)



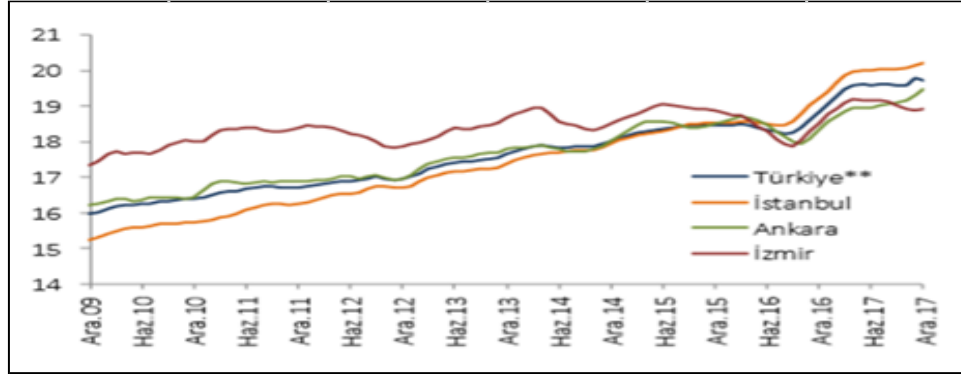
**Kaynak:** OECD Analytical house prices indicators

2010-2018 arasında euro bölgesinde ortalama olarak fiyat/kira endeksi gerilerken, OECD bölgesinde %7 artmıştır. Türkiye'de ise artış %30 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye %30 konut fiyat/kira endeksi ile OECD sıralamasında 4. Sırada yer almıştır (OECD, 2018). Türkiye'nin reel konut fiyat endeksinde hızlı bir artışla birlikte, fiyat/kira endeksindeki artışın reel konut fiyat artışının da üstünde bir ülke durumunda olduğuna dikkat çeken Kahveci'ye göre, *"Bu tablo konut yatırımlarının geri dönüş süresinde artışa ve konut fiyatlarının konutun geçici kullanım değerini gösteren kiralardaki artışın üstünde olduğunu göstermektedir."* (Kahveci, 2018: 20).

2017 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de *"yapılan bir konut yatırımı kendini ortalama olarak 19,7 yılda amorti etmektedir."* Aralık 2017 itibarı ile konut satışlarının en fazla gerçekleştiği 3 büyük ildeki *"konut yatırımı geri dönüş süreleri İstanbul'da 20,2, Ankara'da 19,5, İzmir'de 18,9"* çıkmıştır (Sezgin, 2018: 22.).

<sup>118</sup> 2014 ve 2015 yılları için, IMF'nin Konut Gözlem Raporu'na göre, değer/kira oranında Türkiye 33 OECD ülkesi içinde birinci olmuştur (IMF Housing Watch, 2015).

**Grafik 3.32:** Türkiye Konut Yatırımı Geri Dönüş Süresi (2009-2017)



**Kaynak:** REIDIN'den akt. Sezgin, 2018: 21.

Burada bir parantez açarak Türkiye'deki ev sahibi, kiracı oranlarına gözetmek faydalı olacaktır. Ülkelerin evsahipliği oranına dair Ticaret Ekonomisi internet sitesinde yer alan 2018 yılına ait araştırma sonuçlarına göre, 47 ülke arasında ABD %63,9 ile ev sahibi oranı ile 37. sırada yer alırken, Türkiye %60,4 ev sahipliği oranıyla 41. sırada yer almaktadır. Ev sahipliği oranı Avrupa Birliği ülkelerinde %69,2 Euro bölgesinde ise %66,4 seviyesindedir. Ev sahibi oranlarının henüz istenen düzeyde olmadığı ve değişen demografinin bu oranı arttıracığını savunan Aktürk'e göre, Türkiye konut piyasasının potansiyeli bu açıdan halen yüksektir. Keza, *"dünyanın en büyük 17'nci ekonomisine sahip Türkiye, sahip olduğu genç nüfusla, konut sektörü için büyüme dinamikleri"*ne sahiptir. Avrupa'da ortalama hanehalkı büyüklüğü 2,5 kişiden oluşuyorken, bu oran Türkiye'de 3,8 kişidir. Türkiye ortalama 31,5 ile gen bir nüfusa sahiptir. %78 olan kentleşme oranı, 2023'de %84'lerin üzerine çıkması ve kentlerde yaşayan 60 milyon nüfusun 2023'te 71 milyon olması öngörülmektedir. Göç kaynaklı kentleşme ve demografik özelliklerin etkisiyle sektör, *"eğer faiz oranları ve fiyatlar biraz daha ulaşılabilir olursa çok uzun süre canlılığını korumayı"* sürdürecektir (Aktürk, 2018).

Aktürk'ün belirttikleri, konut piyasasının dinamizmini destekleyen önemli faktörler olmasına karşın, konut üretimi Türkiye'de kiracı oranını düşürmemekte, veriler tersine arttırdığını göstermektedir. 2019 Temmuz TÜİK verilerine göre, Türkiye'de 23,6 milyon hane bulunuyor. Bu hanelerin 13,2 milyonu kendi evinde yaşarken (ev sahipliği oranı bu durumda yaklaşık %56), 6,7 milyonu kiracı, 3,2 milyonu ev sahibi olmamakla beraber kira ödememekte, 371 bin hane ise

lojmanlarda yaşamaktadır. Geri kalanların ise ev sahipliği bulunmamakla beraber kira ödememektedir. TÜİK verilerinden hareketle Birgün gazetesinin yayınladığı bir araştırmaya göre Türkiye’de 2002’de %18,7 olan kiracı sayısı, 2018’de %28,7’ye yükselmiştir (Birgün Gazetesi, 30.07.2019).

**Tablo 3.8:** Türkiye’de Kiracı Oranı, (2002-2018)

| 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 18,7 | 21,6 | 21,2 | 22,4 | 21,8 | 23,1 | 23,5 | 22,6 | 23,8 |
| 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |      |
| 23,9 | 24,9 | 23,2 | 24,6 | 26,3 | 26   | 26,3 | 28,7 |      |

**Kaynak:** Birgün Gazetesi, 30.07.2019.

Birgün Gazetesi’nden Ozan Gündoğdu’nun haberine göre, 2019 yılı itibariyle Türkiye’de tahminen 1,3 milyon civarında konut satışa hazır beklemektedir. Türkiye’de 2002 yılından 2018 yılının sonuna dek tam 11 milyon 612 bin daireye yapı izni verilirken, bu dairelerin çoğunlukla ev sahipleri tarafından satın alınmıştır. Türkiye’de yaklaşık 6,7 milyon hanenin kirada oturmaktadır. Kiracıların ödediği ortalama kira bedeli, hane başına yaklaşık 900 TL dolayındadır. Hane halkının yaşadığı kira baskısı, medya ve hükümet temsilcilerinin yoğun konut kampanyası eşliğinde dar gelirli kesimleri, 15 yıldan uzun vadeli konut kredileri çekerek ev almaya zorlamaktadır (Gündoğdu, 2019).

Türkiye’de özellikle 2013-2014 yıllarından itibaren konut arzının konut talebini aştığına dair uyarı ve işaretlerin önemli bir kısmı, bizzat sektörün içindeki aktörler tarafından dile getirilmektedir. Örneğin, TÜİK verilerinden hareketle 2014 yılı Nisan ayında Türkiye genelinde 1 milyonun üzerinde stok oluştuğuna söyleyen İnşaat Mühendisleri Odası İstanbul Şube Başkanı Cemal Gökçe, alt-orta gelir grubunda konut talebinin ekonomik şartlar nedeniyle ötelenirken, kurdaki yükselişin etkisiyle yabancı talebindeki artışın sektöre nefes aldığını belirtmiştir. 2013 yılından itibaren fazla üretilen konutlara yönelik talebin durduğuna dikkat çeken Gökçe’ye göre, 2014’de 300-400 bini İstanbul’da olmak üzere toplam 1 milyonun üzerinde konut arz fazlası oluşmuştur (<http://www.imo.org.tr>).

2014 sonrasında konut satışları yeniden canlanmış olsa da, Gökçe'nin belirttiklerine benzer bir tablo 2018-2019 yıllarında yeniden karşımıza çıkmıştır. İnşaat şirketlerinin elinde biriken konut stokunu eritemediğini söyleyen Türkiye Müteahhitler Birliği (TMB) Başkanı Mithat Yenigün, Temmuz 2019'da, konut stokunun 800 bin ile 1 milyon arasında olduğunu belirterek, devlete sorunu çözmesi için çağrı yapmıştır. Yenigün'e göre, *"Konutlar fon tarafından alınırsa sorun çözülmüş"* olacaktır. Konut stokunun müteahhitten fona geçmesini isteyen TMB Başkanı Yenigün'e göre, böylesi bir kamu fonu, Türkiye Emlak Katılım Bankası tarafından oluşturabilir. Bu öneriyi, Türkiye Emlak Katılım Bankası yöneticileri ile konuştuklarını belirten Yenigün'e göre, Türkiye'nin yıllık konut ihtiyacı 900 bin civarındadır. *"İnsanlar önünü göremiyor, dövizde mi kalayım, yüksek faiz mi alayım, gidip daire mi alayım?"* şeklinde konuşan Yenigün, sektörünün içinde olduğu kriz koşullarına işaret etmektedir (Dünya Gazetesi, 18.7.2019).

2019 yılında TMB Başkanı Yenigün'ün yaptığı çağrının içeriğine uygun bir şekilde, AKP Hükümeti'nce kimi inşaat firmalarını kurtarılmasına yönelik hamleler yapıldığına tanık olmaktadır. Sektöre yönelik araştırmaları ile bilinen gazeteci Bahadır Özgür'ün aktardığı bilgilere göre, hükümetin en büyük ısrarlarından birisi olan İstanbul'da bir finans merkezi kurma işini üstlenen Ali Ağaoğlu vd. müteahhitler, krizden dolayı projeyi bitirememiştir. Bunun üzerine Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan'ın başında olduğu Türkiye Varlık Fonu, finans merkezi inşaatlarına ortak olmuştur. Hazine üzerinden dışarıdan borçlanan Varlık Fonu, bu inşaatlara yatırım yaparak Ağaoğlu ile beraber bazı müteahhitleri kurtarmıştır. Ardından Emlak Konut GYO, üç inşaat ortaklığı ile yeni sözleşme imzalamıştır (Özgür, 2019).

İç tasarrufların yetersiz olduğu Türkiye gibi geç kapitalistleşen ülkelerde en önemli kriz dinamiği; ödemeler bilançosu, dış ticaret dengesi ve cari açığa bağlı olarak oluşan döviz sorunudur.<sup>119</sup> Türkiye'de kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin

---

<sup>119</sup> Döviz kurunun inşaat sektörü ve Türkiye ekonomisi üzerine etkisini bizzat sektörün içinde bulunan dinamikler dile getirmektedir. Örneğin, Dumankaya İnşaat Yönetim Kurulu Başkanı Uğur Dumankaya, döviz kurundaki artışın 2014 Nisan ayında yerlilere yönelik satışları yüksek faizler dolayısıyla olumsuz etkilediğini, yurtdışı satışları ise olumlu etkilediğini dile getirmiştir. Bu kapsamda, 2014 Nisan ve Mayıs aylarında konut satışlarının beklenenin altında kaldığını kaydeden Dumankaya, satışların artması için konut kredi faiz oranlarının düşürülmesi gerektiğini belirtmiştir. Konut sektörünün *"yüzde 60-70 oranında Emlak GYO'nun elinde"* olduğuna dikkat çeken Global Menkul Strateji Müdürü Gökhan Uskuay, Merkez Bankası'nca kredi faizlerinin indirilmesini piyasayı canlandırmak için gerekli olduğunu belirterek şunları söylemiştir:

yüksek olduğu dönemler döviz kurunu düşürerek faiz oranlarını aşağı çektiğinde, iç talep körüklenmektedir. Sermaye çıkışları ise döviz kurunu ve yurtiçi faiz oranlarını yükselterek iç talebi kısmaktadır. Döviz kurunun yükselmesi yabancılar açısından satın alımları cazip kılmaktadır. Türkiye konut piyasasına dair veriler bu durumu doğrulamaktadır. Örneğin, TÜİK Konut Satışları İstatistikleri Nisan 2014 verilerine göre, faizlerdeki hızlı tırmanış nedeniyle kredili konut satışları, toplam satışlardan yaklaşık beş kat daha hızlı gerilemiştir. İç satışlardaki gerilemeye karşılık, döviz kurlarındaki tırmanışa bağlı olarak yabancılar konut satışları ilk dört ayda yarı yarıya yükselmiştir (TÜİK, 2014). Ancak belirtmemiz gerekir ki; yabancılar yönelik konut satışları toplam içinde küçük bir oran oluşturmaktadır.

Türkiye ekonomisinin 2018 yılında içine girdiği durgunluk ortamının en fazla hissedildiği sektörlerin başında inşaat yer almaktadır. İntes İnşaat Sektörü 2019 Ağustos Raporu'na göre, *"Gayrisafi sabit sermaye oluşumu cari fiyatlarla 2019 yılında %7,6 artarken, zincirlenmiş hacim endeksine göre %13,0 oranında azalmıştır."* 2018 yılında, inşaat sektörünün değeri "mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış" çeyrekler dönemler itibarıyla %0,7, %-2,5, %-2,5, %-4,7 oranında değişmiştir. 2019 yılının ilk çeyreğinde ise %1,6 oranında azalmıştır. 2019 yılı ilk çeyreğinde, GSYH'daki %2,6 oranında daralırken, inşaat sektörü %10,9 oranında daralmıştır (İntes, 2019: 8). 2019 Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre Türkiye genelinde ipotekli konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %84,6 oranında azalmıştır. Bir önceki yılın aynı ayına göre, Türkiye genelinde ilk defa satılan konut sayısı %59,2 azalmıştır. 23.265 adet olan bu rakamın toplam konut satışları içindeki payı %37,9 olmuştur. 38.090 adet olan Türkiye genelindeki ikinci el konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %38,9 azalmıştır. 2.689 adet olarak gerçekleşen yabancılar konut satışı, bir önceki yılın aynı ayına göre %30,5 artmıştır (İntes, 2019: 17-8).

2002 sonrasında borç ve inşaat odaklı ekonomik büyüme sürecinde olan Türkiye'de gelinen aşamada, kentsel dönüşüm projeleri kapsamında yapımı beklenen milyonlarca konut inşaat-finance sektörünü ayakta tutma yönünde etkide

---

*"Arza talep gelecek; inşaat sektöründe, arz olmadan talep olmaz. Yeni arzlar gelecek, yeni projeye çıkacaktır. Kurdaki yükselme konut satışlarını bıçak gibi kesti. Son satılanların içine baktığımızda satışlar sadece yabancı kanalına yapıldı. Satışların çoğu peşin satıldı. Toparlanmayla birlikte canlanan bir talep gözleyeceğiz. Piyasayı canlandıracaktır. Türkiye'ye ciddi anlamda sıcak para akımı var. Bu olduğu sürece bir şey olmaz"* (İMO, 2014).

bulunan en önemli dayanak olmuştur.<sup>120</sup> Kriz durumuna işaret eden çok sayıda göstergeye karşın, AKP hükümetinin yüksek enflasyona rağmen düşük faiz politikası, konut sektörüne dair bir takım teşvikler ile birlikte konut üretimine yönelik kentsel dönüşüm projeleri ve inşaatla yönelik planlanan büyük ölçekli projeler, yaşanacak daha büyük ölçekte bir krizi öteleyen faktörler olmaktadır. TOKİ'nin Eylül 2016 itibarıyla TÜİK'ten aktardığı verileri göre, Türkiye genelinde 19 milyon 209 bin 928 toplam yapı bulunmaktadır. Bu yapıların %40'ı kaçak, %67'si ise iskânsızdır. Önümüzdeki 20 yılda ülke genelinde yaklaşık 6,7 milyon konut biriminin yıkılıp yeniden inşa edileceği tahmin edilmektedir (<http://.toki.gov.tr>).

2018'de "İmar Barışı" kapsamında dönemin Çevre ve Şehircilik Bakanı olan Mehmet Özhaseki, Türkiye'de 13 milyon kaçak yapı birimi olduğunu belirterek, bunların kentsel dönüşüm kapsamında ipotekli konut piyasasına tabi kılınacağını ifade etmiştir. Dolayısıyla, ABD'den farklı olarak Türkiye'de deprem riski nedeniyle zorunlu tutulan kentsel dönüşüm projeleri kapsamında toplumun konut ihtiyacı, gayrimenkul sektöründe hâlihazırda efektif talebe nazaran oluşan yaklaşık 1 milyon konut arz fazlasına rağmen, şimdiden oluşan kriz koşullarını öteleyen bir unsur olarak rol oynamaktadır. Ancak, müteahhitler kat karşılığı dönüşüme tabi tuttıkları yapılarda kâr etmek için aynı alanda daha fazla sayıda konut üretmek zorunda oldukları için, kentsel dönüşüm süreci bittiğinde Türkiye konut piyasasında şimdiden oluşmaya başlayan arz fazlasının katlanarak bir "deprem" gibi sektörü ve genel ekonomiyi sarsacağını söylemek için kâhin olmak gerekmemektedir. 2017'den bu yana ufak çapta gerçekleşen sarsıntılar ise bunun öncül göstergeleridir.

---

<sup>120</sup> 2018 yılında inşaat ve gayrimenkul sektörüne yönelik hazırlanan İş Bankası Raporu bu tespitimizi doğrulamaktadır. Rapor'a göre sektörün itici gücü olarak kentsel dönüşüm programı ön plana çıkmaktadır. Bu alandaki gelişmeler ve projelerin hayata geçirilme hızı, sektörün performansını önemli ölçüde etkileyecektir. Bu çerçevede sürecin sağlıklı ve hızlı bir şekilde ilerlemesi için hukuki altyapıdaki gelişmeler ön plana çıkmaktadır. Kentsel dönüşümün sürekliliğinin sağlanması ve kapsamının genişlemesi bakımından iş yapış metodunda değişiklikler ve finansal çeşitlilik önem taşımaktadır (Sezgin, 2018: 8).

## SONUÇ

İnşaat ve gayrimenkul sektörünün artan oranda finansallaşması, bu alana yönelik çeşitli finansal mekanizma ve yöntemlerle riskli bir şekilde artan kredi hacmine, menkul kıymetleştirme ve irrasyonel coşkuyla spekülasyon yatırımlarının artmasına, konut arzının efektif talebi aşmasına, emlak balonuna ve böylece daha büyük ölçekte krizle birlikte topluma mal edilen ağır faturalara neden olmaktadır. Bunların yanı sıra, inşaat yatırımlarının “irrasyonel” ya da kontrolsüz bir şekilde büyümesi, üretken sektörlerde sermaye kaybına, toplumun konut talebinin sağlıklı bir şekilde karşılanmadan kaynakların heba olmasına, kötü bir mimariden ekolojik dengenin bozulmasına değin çok sayıda soruna neden olmaktadır.

1970'lerin sonundan itibaren dünya ekonomisinin neoliberal temelde dönüşümünün öncüsü olan ABD'nin gayrimenkul piyasasının değişim süreci ile 2002 sonrası dönemde Türkiye gayrimenkul piyasasına dönüşümü, bazı önemli farklılıklar içermekle birlikte büyük ölçüde örtüşmektedir. İki piyasa, finansallaşma dinamiklerinin işleyişi açısından farklı biçim ve ölçülerde olsa da, benzer bir görünüme sahiptir. Türkiye’de, ABD’deki konut piyasasındaki gibi hane halkı ve şirket borçlanmalarında önemli oranda artışlar yaşanmıştır. Hem ABD’de, hem de Türkiye’de konut üretimi ve alımları için konut kredilerinde yüksek düzeylerde artışlar yaşanmasına karşın, Türkiye’de, emlak piyasasındaki menkul kıymetleştirme hacmi henüz, ABD kadar yüksek düzeyde değildir. Ancak, özellikle, 2013-2014 döneminden sonra GS, GYF, TMK ve KS başta olmak üzere menkul kıymetleştirme biçimleri yaygınlaşmış ve işlem hacimleri artmaya başlamıştır. Tekelleşmenin bir biçimi olarak şekillenen GYO’lar, Türkiye emlak piyasasının artan oranda sermaye piyasasına entegrasyonunda başat rol üstlenirken, deprem riski nedeniyle zorunlu olarak uygulanmaya geçirilen kentsel dönüşüm projeleri, çeşitli biçimlerde kredi ağlarına ve menkul kıymetleştirmeye tabi kılınmaktadır.

Farklı tarihsel koşullar ve kurumsal yapılara sahip olmalarına karşın, ABD ve Türkiye ekonomisinin kapitalist “serbest piyasaya” dayalı olması, her iki ülke açısından iktisadi olguları karşılaştırma bakımından ortak bir zemin sunmaktadır. Öncelikle belirtmek gerekir ki, her iki ülkede de konut vd. gayrimenkul türleri meta biçiminde üretildiğinden, bu piyasa, başından beri spekülasyona, varlık balon oluşumuna ve krize açık bir zeminde iş görmektedir. Ancak, finansallaşma

dinamikleri ve kurumsal yapı bakımından Türkiye konut piyasası, ABD kadar uzun bir geçmişe sahip değildir. ABD ekonomisinin neoliberal temelde artan oranda finansallaşması ve finansal dinamiklerin mortgage piyasasına artan oranda nüfuz etmesi, 1980'li yılların başında gerçekleşmiştir. Bu süreç, 2000 dot.com krizin ardından olağanüstü boyutlara ulaşmıştır. Türkiye'de neoliberalizme 1980'de geçilmesine karşın, gayrimenkul piyasasının finansallaşması 2002 inşaat ve borç temelli ekonomik büyüme sürecinden sonra ivme kazanmıştır. Türkiye'de konut kredisi hacmi 2002'den sonra hızla artmış ve özellikle, 2013-2014 döneminden sonra gayrimenkul piyasası artan oranda menkul kıymetleştirmeye tabi tutulmuştur.

2008 Krizi'ni açığa çıkaran temel dinamikler kimi özgün durumlar dışında Türkiye gayrimenkul piyasası açısından da etkindir. Bu dinamiklerin ne ölçüde etkin olduğunu, Türkiye'ye dair yaptığımız araştırma sonuçlarını toparlayarak aktaralım.<sup>121</sup> Öncelikle, 1970'lerdeki krizler sonucunda küreselleşen sermaye, neoliberal politikaları devreye sokarak, düşen kâr oranlarına karşı yeni birikim alanlarına yönelmiştir. 2000'deki dot-com krizinin de etkisiyle düşürülen faiz oranlarıyla birlikte küresel fonların önemli bir kısmı 2008 öncesinde ABD gayrimenkul piyasasına akmıştır. Böylece, likidite bolluğunun kontrolsüz bir şekilde talebi tetiklediği bir ekonomik balon ortaya çıkmıştır. Bu süreçte, doların başlıca rezerv para aracı olması ABD halkının borçlanarak tüketimini mümkün kılan en önemli dayanaklardan biri olmuştur.

ABD gibi gelişmiş kapitalist ülkelere küresel fonların akışı düşük getiriye rağmen, büyük oranda güvenilir bir liman olması dolayısıyla gerçekleşirken, küresel fonların GOÜ konumundaki Türkiye gibi risk düzeyi yüksek piyasalara çeken önemli faktör ise, daha yüksek kazanç potansiyelidir. İç tasarruflarının yetersizliği ve ekonominin diğer yapısal sorunları nedeniyle dış kaynağa bağımlı olan Türkiye vb. ülkelere küresel fonların yönelmesinin en önemli sebebi, hem nominal hem de reel olarak faiz oranlarının daha yüksek olmasıdır. Türkiye gibi bağımlı ülkelerde küresel fonların yüksek miktarda girişi, döviz kurunu ucuzlatıp ithalatla birlikte ekonomiyi

---

<sup>121</sup> Burada, ABD 2008 öncesinde finansallaşma dinamikleri ve kriz üzerindeki etkilerine Tez'in birinci bölümünde ve de bu bölümün karşılaştırma yaptığımız başlıklarında değinildiği için tekrar girilmeyecektir. Ancak, Tez'imizin esas derdi olan, Türkiye konut piyasasındaki gidişatı, bahsedilen kriz dinamikleri bakımından daha iyi anlayabilmek için toplu bir görünüm sunularak yorumlanacaktır.

canlandırırken, finansal piyasalarda krizle sonuçlanacak şekilde fiyat balonlarına yol açmaktadır.

Tez'in ikinci bölümünde gösterdiğimiz gibi, 2000-2019 aralığında Türkiye'ye yönelen doğrudan sermaye yatırımları ile kısa vadeli portföy yatırımları, inşaat ve borç odaklı büyüyen Türkiye ekonomisinin önemli finansman kaynaklarından biri olmuştur. Ancak, özel şirketlerin dış borç yükümlülükleri ile birlikte cari açığa, sürekli bir artış yaşanmıştır. Ekonomik büyümenin yavaşladığı ya da düşmeye başladığı dönemlerde ise, Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sıcak para akımları tersine dönerek Türkiye ekonomisini sarsmaktadır. Bu açıdan, 2017'den itibaren Türkiye ekonomisi kriz ortamına sürüklenmiştir. 2018, 2019 yıllarında kısa vadeli portföy yatırımlarında yaşanan çıkışlar ve doğrudan yatırımlardaki düşüşlerle birlikte yükselen döviz kuru, Türkiye ekonomisinin 2017'de tavan yapan işsizlik oranları, artan enflasyon ve faiz oranları, büyümedeki düşüş vb. makro göstergeler buna işaret etmektedir. Ekonominin içinde inşaat yatırımlarının önemli bir ağırlık teşkil etmesi, sektörün daha da fazla sarsılmasına neden olmuştur. Konut arzı artışa rağmen talepte düşüşler yaşanmış, inşaat şirketlerinin önemli bir kısmı iflasın eşiğine gelmiştir.

Varlık balonu ve 2008 Krizi'ni açığa çıkaran dinamiklerden bir diğeri, MB para politikasıdır. Neoliberal finansallaşma sürecinde fiyat istikrarı temelinde enflasyon karşıtı para politikası izleyen MB'ler, finansal istikrarsızlığa neden olan varlık balon oluşumlarının önüne geçemediği gibi, düşük enflasyon ve faiz politikası, kredi arzını arttırarak menkul kıymetleştirme yönünde finansallaşmayı beslemiştir. Bu bağlamda, 2008 öncesinde FED'in düşük faiz politikası, artan kredi hacmi dolayısıyla emlak balonunu şişiren en önemli faktörlerden biri olmuştur. 2002 sonrasında Türkiye'deki büyük ölçekte konut üretimi, düşük faiz oranları ile mümkün kılınmıştır. Faiz oranları baskısı, iktidardaki AKP yönetimini durgunluk ve kriz emarelerinin yoğunlaştığı dönemlerde, özellikle 2013-2014 dönemi ile 2017-2018 döneminde, MB ile yoğun bir polemige sürüklemiştir. AKP iktidarı, daha düşük faiz oranları ile konut kredilerini teşvik edip inşaat sektörünü ayakta tutmaya çalışırken, TCMB enflasyon karşıtı bir mali "istikrar" programıyla dış ticaret, sermaye akımları vb. makro dengeleri gözeterek faiz oranlarını piyasası dinamiklerinin belirlediği asgari seviyelerde koruma çabası, bir "çatışma/çelişki" biçiminde ortaya çıkmıştır. Cumhurbaşkanı

Erdoğan, Temmuz 2019'da TCMB Başkanı Murat Çetinkaya'yı görevden alarak yerine Murat Uysal'ı atamıştır.

AKP Hükümeti'nin konut kredisi faiz oranlarını düşürmeye yönelik kullandığı önemli araçlardan bir diğeri kamu bankalarıdır. Kamu bankalarının hükümetin talebi doğrultusunda, konut faiz oranlarını düşürmesi rekabet baskısı yaratarak özel bankalarının da faizleri aşağı çekmesini sağlamaktadır. Konut faiz oranları 2019'da aylık %2'ye yaklaşırken, 1 Ağustos'ta kamu bankalarının faizleri aylık %0.99'a düşürmesi sonucunda özel bankalar da konut kredisi faizlerini aşağı çekmiştir. Mart 2020'de açıklanan korona virüs tedbir paketine göre, 500 bin TL'nin altındaki konutlarda kredilendirilebilir miktar %80'den %90'a çıkartılırken, asgari peşinat tutarı %10'a düşürülmüştür. AKP Hükümeti'nce düşük faiz politikası dışında, konut kredilerini teşvik ederek sektörü ayakta tutmaya yönelik gayrimenkul satışlarından tapu harcı, KDV indirimi, başka politikalar da devreye sürülmektedir. 2008 Krizi öncesinde ABD'de olduğu gibi, konut arzının artışında MB düşük faiz politikası Türkiye'de de fazlasıyla etkindir.

ABD 2008 Krizi'ne neden olan en önemli dinamik, ekonomideki finansallaşma eğilimi olmuştur. Bu kapsamda borç-kredi ve varlık balonu ilişkisi 2008 Krizi'nde daha da belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. 2008 öncesinde düşük faiz oranlarının mümkün kıldığı kredi arzı artarken, riskli kredilerin hacmi ile birlikte menkul kıymetleştirme oranları olağanüstü boyutlarda yükselmiştir. Kriz öncesinde finansal piyasalardaki hayali sermaye değerleri, gerçeklikten hızla uzaklaşmış, çarpıcı boyutlara ulaştıktan sonra buharlaşmıştır! Henüz ABD'deki gibi aynı seviyelerde olmasa da, Türkiye'de de hem kredi hacmi hem de bu kredilerin dayanak edildiği menkul kıymetleştirme biçimleri giderek artmaktadır.

Türkiye'de hane halkı borçlanma oranı, 1990'lı yılların başlarında %1 dolayında iken, 2007-2008-2009 yıllarında %42'yi bulmuştur. 2008 krizinin etkisiyle sonraki yıllarda azalan bu oran, 2015 yılı öncesine kadar %30'ların üstünde gerçekleşmiştir. Türkiye'de hane halkı borcunun harcanabilir gelirine oranı 2003'te %7,5 iken, 2007'de %22,7'e, 2015'te %52'ye çıkmıştır. Bankaların toplam kredileri içinde bireysel kredilerin oranı 2002'de %13,8 iken, 2012'de %33, 2015'te %26, 2019'da %22 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de finans sektörünün sağladığı kredilerin GSYH'ya oranı 1960 yılında %24,2 iken, bu oran 2017 yılında %80,8'e yükselmiştir.

Türkiye’de, ABD’deki CDO’ların benzeri olan VDMK’ler ilk kez piyasaya sürüldüğü 1992 yılından itibaren 1999 yılına kadar yoğun bir talep görmüştür. 1992’de satışa sunulan tüm sermaye piyasası araçlarının toplam değerinin %64,5’u, 1993 ise %79,1’i VDMK’ten oluşmuştur. Kriz nedeniyle 1999 yılında ihraçlar durmuştur. Tahvil ve bono piyasası 2005-06 yıllarından itibaren, VDMK piyasası ise 2011 yılından itibaren yeniden canlanırken, VTMK’ler ilk kez 2007’de piyasaya sürülmüştür. Süreç içinde, VTMK’lerin toplam değeri VDMK’lerin toplam değerini aşmıştır. 2018 yılında yaklaşık 4,8 milyar TL VİTMK, 4,2 milyar TL VDMK ihraç edilmiştir. Aynı yıl itibariyle ihraç edilen KS miktarı ise yaklaşık 25 milyar TL’dir. VDMK, VİTMK ve KS’lerin toplam sermaye piyasası aracı ihracına oranı 2016’da %4,7 iken, bu oran 2018’de %14,8’e yükselmiştir.

2014 yılında ihracına izin verilen GYF’ler, inşaat sektörünün finansmanın yönelik diğer enstrüman türüdür. 2017 yılı sonu itibariyle 13 adet olan gayrimenkul fonun toplam değeri yaklaşık 2,1 milyar TL, 2018 yılı sonu itibariyle 32 adet olan gayrimenkul yatırım fonunun toplam değeri ise yaklaşık 3,5 milyar TL’dir. 2018 yılı itibariyle gayrimenkul fonlarının toplam fonlar içindeki payı, üç dört yıllık kısa bir süre içinde yaklaşık %7 gibi yüksek bir orana ulaşmıştır.

Türkiye’de, yasal altyapısı ilk kez Temmuz 2013’de düzenlenen GS’ler, inşaat ve gayrimenkul sektörüne yönelik, “İslami esaslara uygun” bir menkul kıymet türü olarak öne çıkmaktadır. Park Maveria 3 Projesi için, 29-30-31 Mart 2017 tarihlerinde, TOKİ desteğiyle gerçekleşen ilk GS halka arzında, 3 milyon 370 bin 410 adet sertifika, her biri 42,5 TL’den satışa sunulduktan sonra, Nisan ayı içinde sertifikaların birim değeri 37,22 TL’ye düşmüştür. Spekülasyona oldukça açık bir menkul kıymet türü olmasına karşın GS’ler, artan oranda ilgi görmektedir. 2017’de 118 milyon TL GS ihraç edilirken, 2018’de 9,9 milyar TL değerinde GS ihraç edilmiştir.

2013 yılı itibariyle satışa sunulan GS ve KS miktarının toplam değeri, tüm ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının toplam değerinin %0,6’sına tekabül ederken, bu oran 2018’de %3,5’e, 2019’un ilk 4 ayı itibariyle %5,08’e yükselmiştir. Gidişat, gayrimenkulde spekülasyon ve balon oluşumuna oldukça yatık bir araç olan GS’lerin, Türkiye’nin inşaat ve konut üretiminde önemli bir finansman aracı olarak öne çıkacağını göstermektedir. Keza, Mart 2017’de yapılan yeniliklerle kentsel dönüşüm projeleri, ipotekli kredilendirme mekanizmalarının yanısıra GS

biçiminde menkul kıymetleştirme sürecine eklemlenmiştir. Buna göre kentsel dönüşüm kapsamındaki projeler için GS ihraç edilebilmektedir.

Türkiye’de 2002’den sonra inşaat ve gayrimenkul sektörü, büyük oranda GYO’lar üzerinden borsaya eklemlenmiştir. Payları borsada işlem gören GYO’lar, piyasadan topladıkları fonlar aracılığıyla büyük ölçekli inşaat projelerine yatırım yapmaktadırlar. 2002 yılından itibaren inşaat sektörünün büyümesine paralel bir şekilde GYO’ların sayı ve piyasa değeri sürekli artış kaydederken, MKYO’ların sayısı ve piyasa değeri ise azalmıştır. 2002 yılı itibariyle Türkiye’de toplam 9 GYO faaliyet gösterirken, 22 adet MKYO faaliyet göstermiştir. SPK 2018 Yılı verilerine göre, BİST’te işlem gören toplam 49 yatırım ortaklığının 33’ü GYO’dur. 2002 yılı itibariyle GYO’ların piyasa değeri MKYO’ların piyasa değerinin yaklaşık 4,7 kat üstündeyken, 2017 yılı sonu itibariyle GYO’ların piyasa değeri MKYO’ların piyasa değerinin 62,7 katına çıkmıştır. SPK verilerine göre GYO’lar portföylerinin ortalama %72’si gayrimenkul ile gayrimenkule dayalı proje ve haklara yatırılmıştır.

2002 sonrasında Türkiye inşaat ve gayrimenkul üretimi, hem üretim (arz) hem de talep yönünden finansal piyasalarla sıkı bir bağımlılık ilişkisi içindedir. Artan kredi hacmi ve bu kredilere dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler, GS, KS gibi doğrudan finansmana yönelik menkul kıymetler, inşaat şirketlerinin iç ve dış borçları inşaat sektörüne yönelik sermaye birikimine derinlik/ivme kattığı kadar, Türkiye gayrimenkul piyasası açısından kriz dinamikleri olarak da rol oynayacak önemli risk unsurlarıdır. Türkiye ekonomisi açısından en önemli risk dinamiği ise inşaat firmalarına açılan kredilerin miktarı ve yapısıdır.

Dış borç, cari açık, finansallaşma temelinde inşaat odaklı ekonomik faaliyetlerin öne çıktığı AKP yönetiminin 17 yıllık (2002-2019) döneminde Türkiye’nin, dolar bazında GSYH’sı 3,1 kat artarken, AKP öncesindeki 17 yıllık (1985–2001) dönemin (3,4) altında kalmıştır. GSYH büyüklüğü sıralamasında, 2000 yılında dünyada 17’nci sırada bulunan Türkiye, 2018 yılında 19’uncu sıraya gerilemiştir. 1985–2001 arası döneminde ortalama %8 olan işsizlik oranı, AKP döneminde ortalama %10,9’a çıkmıştır. Önceki 17 yılda, yıllık ortalama %6,2 açık veren bütçe, AKP döneminde yılda ortalama %3,5’a düşmüştür. Buna karşın, aynı dönemde cari açık hızla artarak, öncesindeki 17 yılda yıllık ortalama %0,7 (binde 7) seviyesinden, AKP’li 17 yılda yıllık ortalama %4,8 seviyesine yükselmiştir. AKP yönetimi öncesinde 17 yıllık dış borç stoku 2,1 kat artarken, AKP döneminde 3,4 kat artmıştır. Bunlarla

birlikte, Türkiye’de 2010 sonrasında finansal olmayan kurumların borçlarının GSYH’ya oranı, ABD’deki oranın üstüne çıkmıştır. Türkiye’nin ABD’ye nazaran devlet borçlarının GSYH’ya oranı, 2010’dan sonra azalış kaydederken, özel borçların GSYH oranı bakımından ise ABD’ye nazaran daha yüksek oranlarda artış yaşanmıştır.

Dış borçlar, Türkiye’de hem reel sektörün hem de finansal sektörün en önemli risk unsurlarından biridir. 2000 yılında GSYH’ye oranı %44 olan dış borçların 2019 yılı itibariyle GSYH’ya oranı %60’a yaklaşmıştır. Türkiye’nin gelinen noktada dış borç stokunun 445 milyar ABD dolarıdır. İç tasarruf oranlarının yeterli olmaması nedeniyle finansal kuruluşlar, küresel finansal piyasalardan daha ucuz faiz oranıyla borçlanarak, iç piyasada daha yüksek faiz oranıyla kredi dağıtmaktadır. Döviz kurunun düşük olduğu konjonktürde bankalar açısından kârlı olan bu durum, döviz kuru yükselişe geçtiğinde hem kredilerin açıldığı sektörlerdeki kredi geri dönüşlerini, hem de bankaların aldıkları borcu geri ödeme koşullarını artan oranda riske sokmaktadır. Doların yükselişi hem inşaat şirketlerinin borç yüklerini arttırmakta, hem de faiz oranlarında artışı tetiklemektedir. Faiz oranları yükselişi aynı zamansa konut kredisi talebini düşürmektedir. Türkiye’nin dış borç stoku özel sektör ağırlıklı olmak üzere 2019 yılı itibariyle 445 milyar ABD dolarına ulaşırken, finansal olmayan kuruluşların, döviz varlık ve yükümlülükler arasındaki net döviz pozisyonu, 2005’ten sonra olağanüstü boyutlarda artarak açık vermeye başlamıştır. Bu açık pozisyon 2017, 2018 ve 2019 yıllarında 200 milyar ABD dolarını aşmıştır.

Dış borç birikimiyle birlikte Türkiye’nin dış ticaret yapısı, ödemeler dengesi açıklarına ve döviz rezervi problemine neden olacak şekilde iktisadi krizlerin en önemli risk unsuru olarak etkisini sürdürmektedir. Türkiye’nin 2019 yılı itibariyle net uluslararası yatırım pozisyonu 353 milyar dolarla açık vermiştir. Uluslararası yatırım pozisyonu (UYP), Türkiye’nin yurt dışı varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farkı göstermektedir.

ÜFE bazlı efektif döviz kuruna göre TL, 2006’da 2017’ye yaklaşık %40’ın üstünde değer kaybına uğramıştır. Değer kaybı 2020’de artarak devam etmektedir. Döviz kurunun yüksek miktarda artış kaydettiği 2018’de 172 inşaat şirketi konkordato başvurusunda bulunmuştur. Türkiye ekonomisinde olduğu gibi, inşaat/konut sektöründe de, döviz kuru ve faiz oranlarının en temel belirleyiciler

olduğu, Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası(İntes), Ağustos 2019 Raporu'nda belirtilmiştir.

Türkiye'de takibe düşen kredi miktarları alarm vermektedir. Takipteki kredi artışında inşaat sektörü başı çekmektedir. İnşaat/konut sektörüne yönelik, 2005'te yaklaşık %4,7 olan takipteki kredilerin oranı 2019'da %13,6'ya yükselmiştir. Takipteki krediler özellikle 2013 ve 2014 yıllarında % 10'ların üstüne çıkmış, 2016, 2017 ve 2018 yılları boyunca %9'ların üstünde seyretmiş, 2019 yılında ise %13,59 ile zirve yapmıştır.

2008 Krizi'ne temel olan dinamiklerinden bir diğeri, asimetrik bilgilenme kapsamında "ahlaki riziko" ve "ters seçim" ile riskli yatırımların kredi hacmini arttırıp, konut balonunu şişirmesidir. 2008 Krizi öncesinde ABD mortgage piyasasında yer alan tüm oyuncuları daha çok kazanmak amacıyla, "ters seçim" ve "ahlaki risk" kapsamında asimetrik bilgilenmeye neden olmuşlardır. Özellikle brokerlar, yoldan geçeni bankaların kapısına sürükleyerek konut kredilerini teşvik etmişlerdir. Ayrıca, bu kredilerin dayanak varlık gösterilmesiyle menkul kıymet ihraç edilmesi yöntemi üzerinden yatırım bankaları, yatırım fonları, sigorta şirketleri gibi çok sayıda finansal kuruluş risk ağlarına eklenerek, işlem hacmini ve risk düzeyini arttırmışlardır. Tüketici konumundaki kişiler de, konut fiyatlarının artışından spekülâtif kazançlar elde etmek amacıyla riskli tercihlerde bulunmuşlardır.

Spekülâtif alım satımların Türkiye konut piyasasında da etkin olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye'de 2000'li yıllardan itibaren sayısı giderek artan emlakçıların konut satışlarından sağladıkları kazançlar nedeniyle tüketicileri konut kredilerine yönlendirmeleri, ABD'deki brokerların yaptıklarıyla birebir örtüşmese de benzer bir işlev görmektedir. Ayrıca, büyük ya da küçük çapta çok sayıda müteahhit ve inşaat şirketinin konut piyasasının cazibesine kapılarak yüksek kaldıraç oranlarıyla piyasada iş yapmaları, asimetrik bilgilenme kapsamında spekülasyon ortamına işaret etmektedir. Türkiye'de takipteki kredi miktarındaki artışlar, ABD'de 2008 öncesinde olduğu gibi kredilerin geri dönme riskinin yüksek ve dolayısıyla sağlıklı bir yapıda olduğuna işaret etmektedir.

2008 Krizi'nin oluşmasında etkisi olan bir diğeri faktör, varlık fiyat artışı yönünde geleceğe yönelik iyimser beklentilerin körüklediği sürü psikolojisi ve spekülâtif yatırımlar olmuştur. 2008 sonrası Türkiye gayrimenkul piyasasında da bu yöndeki eğilimler yoğun olarak gözlemlenmektedir. Yap-sat yapan müteahhit sayısı

ile emlakçı sayısındaki olağanüstü artışlar, inşaat ve gayrimenkule yönelik medya ve reklam sayısındaki artışlar, “mega” yatırımlar ve “çılgın projeler” bu durumun göstergeleridir. Türkiye’de müteahhitlik hizmeti yürüten firma sayısı 2000’li yılların başında 40 bin civarında olduğu tahmin edilirken, bu sayı Ocak 2020’de, 453.497’ye çıkmıştır. Bunun 145 bini ticaret odalarına kayıtlıdır. Türkiye Çin’den sonra en fazla müteahhitlik firmasına sahip dünyadaki 2. ülke konumundadır. 2019 yılı itibariyle Türkiye’de tahmin edilen emlakçı sayısı 300 bindir. ING International’in yaptığı anket sonuçlarına göre, Türkler ev yatırımlarına oldukça meyilli bir toplum olarak görünmektedir. Araştırmaya göre, ev satın almayı akıllı bir yatırım olarak görme oranı Türklerde %70’tir. Bu oran, ABD’de %66 çıkmıştır.

Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarının spekülatif yönünü borsa üzerinden daha da net görmekteyiz. SPK 2018 verilerine göre, 2017’de 31 olan GYO’nun toplam piyasa değeri yaklaşık 27 milyar TL iken, 2019 yılının ilk 3 ayı itibariyle 33 GYO’nun piyasa değeri 18,6 milyar TL’ye düşmüştür. ABD doları bazında 2017’de yaklaşık 7,1 milyar dolar olan GYO’ların piyasa değeri, 2019’da yaklaşık 3,3 milyar dolara düşmüştür. ABD dolarının 2017’de yaklaşık 3,8 TL seviyelerinden 2019’da 5,6 seviyelerine çıkması, TL’nin nominal olarak %50’ye yakın bir düzeyde değer kaybına uğramasına neden olurken, dolar bazında GYO’ların piyasa değerini büyük miktarda aşağı çekmiştir. Sayı olarak artmış olmasına rağmen GYO’ların piyasa değerindeki TL ve dolar bazındaki muazzam düşüşler, gayrimenkul yatırımlarının spekülasyona açık yapısı ve de Türkiye ekonomisinin dış kaynak bağımlılığı nedeniyle maruz kaldığı döviz riskini birlikte göstermektedir.

Ekonomik döngünün genişleme evresinde etkin olan MB’nın düşük faiz politikası, kredi mekanizması, hayali sermaye niteliğindeki menkul kıymet yatırımları, risk iştahının kabarması, spekülasyon, sürü psikolojisi vd. etkenlerle “aşırı biriken” fonların yoğunlaştığı sektörde işlem gören varlıkların piyasa değeri gerçek değerlerin üstüne çıkarak tavan yapmaktadır. Döngünün sürdürülemez bir duruma geldiği noktada panik havası krizi tetikleyerek fiyatları tepetaklak aşağı çekmektedir. Bu bağlamda, 2008 Krizi’ne yol açan temel dinamiklerden bir diğeri varlık fiyatının diğer faktörlerin etkisiyle şişerek, varlığın piyasa değerlerinin gerçek değerinin çok üstüne çıkmış olmasıdır. 2006’da zirve yapan ABD’deki konut fiyatları, bu süreçten sonra hızla gerilemeye başlayarak 2008’de patlak vermiştir. ABD’de 2008 öncesinde yeni konut inşaatları yılda iki milyon birime ulaşırken, bu rakam nüfus artışı, yangın, fırtına ve benzeri etmenlerle yaşanan konut kayıplarını karşılamak için gereken

rakamın 500 bin üzerinde gerçekleşmiştir. Sonuçta, 2008 ABD ve sonrasında İngiltere, İspanya gibi çok sayıda ülkenin konut piyasasında yaşandığı gibi, iflaslar, işsizlik, sokakta yaşayan insanlara rağmen açıkta kalan konutların çürümeye terk edilmesi vb. manzaralar ortaya çıkmaktadır.

2008 Krizi öncesinde ABD konut piyasasında olduğu gibi, Türkiye konut piyasasında da, arzın efektif talebi aştığına ve de gayrimenkul piyasa fiyatlarının üretim maliyetlerinin belirlediği gerçek değerlerinin hayli üstüne çıktığına dair somut veriler bulunmaktadır. Arz-talep, fiyat-değer arasındaki makas özellikle 2014'den sonra artmaya başlamıştır. Örneğin, 2010-2017 döneminde Türkiye'deki reel konut fiyat artışı hem OECD ortalamasının hem de Euro bölgesinin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Bahsedilen dönemde OECD genelinde reel konut fiyatları %11 artarken, Türkiye'de %20'nin üzerinde artmıştır. The Economist'tin araştırmasına göre, 2013 yılının dördüncü çeyreği ile 2018 yılının dördüncü çeyreğini kapsayan konut fiyatları artış sıralamasında %67,3 ile Türkiye birinci sırada yer almaktadır. 2017'nin 100 olarak alındığı TCMB'nin Konut Fiyat Endeksi'ne göre, 2020 yılı Şubat ayında bir önceki aya göre %2,30 oranında artarak 123,71 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2017'den 2020'ye nominal olarak konut fiyatlarında %24'e yakın bir artış yaşanmıştır.

Konut piyasasında arz ve efektif talep arasındaki makasın açıldığına işaret eden işaret eden önemli göstergelerden bir diğeri, inşaat izin ruhsatları ile yapı kullanım izin belgelerine dair istatistiklerdir. Türkiye'de Yapı ruhsatları ve kullanım izinleri sayısı arasındaki fark, özellikle 2010 ve 2017'de yüksek oranda açılmıştır. 2002-2017 yılları arasında toplam 7.151.507 yeni daire, konut stokuna eklenmiştir. 2015 yılı itibariyle inşaat izin istatistikleri ve kullanım izinleri arasındaki makas açılmaya başlamış, 2017 yılı itibariyle bu fark 493 bine ulaşmıştır. Zorunlu kentsel dönüşüm projeleri nedeniyle önümüzdeki dönem konut arzının devam edeceği düşünüldüğünde, bu makas giderek açılacaktır. Böyle devam ettiği takdirde, konut satışları artan oranda konut arzındaki artışın gerisinde kalacaktır. Yaklaşık 1 milyon düzeyinde konut arz fazlasının şimdiden oluştuğunu bizzat sektörün aktörleri tarafından dillendirilmektedir.

Konut piyasasında krize işaret eden göstergelerden bir diğeri fiyat/kira çarpanıdır. 2017 yılı sonu itibariyle Türkiye'de yapılan bir konut yatırımı kendini ortalama olarak 19,7 yılda amorti etmektedir. IMF'nin Konut Gözlem Raporu'nda

2014 sonu ve 2015 yılında yapılan ölçümlere göre değer/kira oranında, Türkiye 131 değeriyle 33 OECD ülkesi arasında açık ara birinci olmuştur. Konut fiyatlarında olduğu gibi fiyat/kira endeksinde de Türkiye'deki artış, hem OECD ortalamasının hem de Euro bölgesinin oldukça üstünde gerçekleşmiştir. OECD 2018 verilerine göre, 2010-2018 arasında euro bölgesinde ortalama olarak fiyat/kira endeksi gerilerken, OECD bölgesinde %7 artmıştır. Türkiye, %30 artışla OECD ülkeleri arasında 4. sırada yer almıştır.

İç tasarrufların yetersiz olduğu Türkiye gibi geç kapitalistleşen ülkelerde en önemli kriz dinamiği ödemeler bilançosu, dış ticaret dengesi ve cari açığa bağlı olarak oluşan dış borçlanma ve döviz kıtlığı sorunudur. Türkiye'de kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemler döviz kurunu düşürerek faiz oranlarını aşağı çektiğinde, iç talep körüklenmektedir. Sermaye çıkışları ise döviz kurunu ve yurtiçi faiz oranlarını yükselterek iç talebi kısmaktadır. Döviz kurunun yükselmesi yabancılar açısından satın alımları cazip kılmaktadır. Ancak belirtmemiz gerekir ki; yabancılar yönelik satışların toplam içindeki payı düşük olduğundan konut arz fazlasını gidermeye yetmemektedir.

Türkiye ekonomisinin 2018 yılında içine girdiği durgunluk ortamının en fazla hissedildiği sektörlerin başında inşaat yer almaktadır. Gayrisafi sabit sermaye oluşumu zincirlenmiş hacim endeksine göre %13 oranında azalmıştır. 2019 yılı ilk çeyreğinde, GSYH'daki %2,6 oranında daralırken, inşaat sektörü %10,9 oranında daralmıştır. 2019 Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre Türkiye genelinde ipotekli konut satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %84,6 oranında azalmıştır. Bir önceki yılın aynı ayına göre, Türkiye genelinde ilk defa satılan konut sayısı %59,2 azalmıştır. Türkiye genelindeki ikinci el konut satışları, bir önceki yılın aynı ayına göre %38,9 azalmıştır.

Türkiye'de 2017 yılından itibaren inşaat sektörü ve ekonominin krize girdiğine dair önemli veriler olmasına karşın, kentsel dönüşüm projeleri kapsamında yapımı beklenen milyonlarca konut inşaat-finance sektörünü ayakta tutma yönünde etkide bulunan en önemli faktördür. Kentsel dönüşüm süreci ikinci bölümde değindiğimiz gibi başta İstanbul olmak üzere Türkiye kentlerinin deprem kuşağında olmasının taşıdığı risklerin minimize edilmesi amacıyla kaçınılmaz olarak gündeme getirilmiş olmasına karşın, borca ve inşaata dayalı birikim modelinin önemli bir dayanağı kılınmıştır. Kentsel dönüşüm projeleri yüksek enflasyona rağmen AKP Hükümeti'nin

düşük konut kredi faiz politikası ile birlikte krizi geciktiren karşıt bir eğilim olarak işlev görmektedir. Özellikle, 2017'den itibaren kentsel dönüşüm projeleri AKP iktidarı tarafından, sektörü canlı tutmak ve ekonomiyi yeniden canlandırmanın da bir dayanağı yapılmak istenmektedir. TOKİ'nin Eylül 2016 itibariyle aktardığı verilere göre, Türkiye genelinde 19 milyon 209 bin 928 toplam yapı bulunmaktadır. Bu yapıların %40'ı kaçak, %67'si ise iskânsızdır. Önümüzdeki 20 yılda ülke genelinde yaklaşık 6,7 milyon konut biriminin yıkılıp yeniden inşa edileceği tahmin edilmektedir. 2018'de "İmar Barışı" kapsamında, dönemin Çevre ve Şehircilik Bakanı olan Mehmet Özhaseki, Türkiye'de 13 milyon kaçak yapı birimi olduğunu belirterek bunların kentsel dönüşüme tabi tutulacağını açıklamıştır.

ABD mortgage piyasası ile karşılaştırıldığında TOKİ üzerinden hazine arazilerinin Emlak Konut GYO ve diğer büyük inşaat şirketlerine gelir ortaklığı modeliyle transferi, Türkiye'ye özgü olan önemli olgulardan bir diğeridir. Böylece devlet, elindeki arsa stokunu gerektiğinde, inşaat firmaları ve müteahhitlerin yapım maliyetini düşürecek şekilde daha ucuza sektörün hizmetine sunarak sermaye birikimini sürdürebilmektedir.

AKP Hükümeti'nin yüksek enflasyona rağmen düşük faiz politikası, konut sektörüne dair bir takım teşvikler ile birlikte konut üretimine yönelik kentsel dönüşüm projeleri ve inşaatla yönelik planlanan büyük ölçekli projeler, yaşanacak daha büyük ölçekte bir krizi öteleyen faktörler olmaktadır. Kentsel dönüşüm kapsamındaki yapılarda oturanların önemli bir kısmı bankalardan kredi alımına ve gayrimülk haklarını sertifika biçiminde satışa sunmaya yönlendirilmektedir. Böylece bir yandan finansal piyasalara kaynak ve müşteri, öte yandan konut piyasasındaki şirketlere kaynak yaratılması amaçlanmıştır. Böyle olduğunda, tüketici kredilerinin hacmi ile birlikte konut piyasasında konut fiyatlarının dalgalanmasından kazanç sağlamaya yönelik alım satımlar artacaktır. Aynı zamanda, borsada işlem gören gayrimenkule dayalı TMK, GS, KS, GYF gibi menkul kıymetler piyasası derinleşerek bu alanda spekülasyon yoğunlaşacaktır.

Türkiye'de 2001 Krizi ve öncesindeki döviz kurundaki yüksek artışlar, özellikle kamu açıklarına (DİBS) yatırım yapan finansal sektörde, para ve bankacılık krizlerini tetiklemiştir. 2002 sonrasının inşaatla odaklı ekonomik büyüme ortamında, Türkiye'de kamu açıkları düşürülmüş olmasına karşın özel sektör borçlanması

muazzam ölçülerde artmıştır. Türkiye'nin gelinen noktada dış borç stokunun 445 milyar ABD doları ile GSYH'nin %60'ını bulduğu gözetildiğinde, en önemli kriz dinamiğinin dış borçlar olduğu ortadadır.

Türkiye inşaat ve gayrimenkul sektöründe daha büyük ölçekte bir kriz, önceki finansal krizlerde olduğu gibi büyük bir olasılıkla kısa vadeli yabancı sermayenin büyük miktarda ani çıkışlarıyla tetiklenecektir. Yükselen döviz kuru ve faiz oranları, krizin boyutunu derinleştirecektir. İnşaat sektörü ve ekonominin durgunluğa girdiği böylesi bir ortamda başta yüksek düzeye ulaşan konut kredisi vd. borçlarında ve de inşaat şirketlerinin yurtiçinden çektikleri kredi borçlarında geri ödeyememe sorunu yaşanacaktır. Ayrıca, finansal kurum ve inşaat şirketleri, yurtdışından çektikleri borçları ödemekte zorluk yaşayarak, önemli bir kısmı iflasın eşiğine gelecektir. Haliyle, hem krizin derinleşme sürecinde en fazla rol oynayan, hem de krizin en fazla sarsacağı sektör, 2002'den bu yana genel ekonomi içinde ağırlığı büyük ölçüde artan inşaat sanayi ve konut sektörü olacaktır. Kaldı ki, 2002 sonrasında Türkiye'ye yönelik doğrudan ve dolaylı (portföy-mali) nitelikteki yabancı sermaye akışının önemli bir kısmı, inşaat ve gayrimenkule yöneliktir.

Kentsel dönüşüm süreci bu biçimde ilerledikçe spekülasyon yatırımlar eşliğinde inşa edilecek devasa miktardaki yeni konut hacmi ile birlikte konut arz fazlası daha da artacak, daha büyük ölçekte bir kriz kapıyı çalacaktır. 2013-2014 ile 2017-2019 döneminde sınırlı düzeyde yaşanan iflaslarla açığa çıkan maliyete karşın, böylesi bir sürecin sonunda oluşacak fatura daha da ağır olacaktır. Yap-sat modeliyle kat karşılığı bina inşa eden irili ufaklı binlerce müteahhitte birlikte, büyük inşaat firmaları ve inşaat sektörünü hem tüketici hem de işletme kredileri ile besleyen finansal sektör, ciddi biçimde sarsılacaktır. Tabii ki, 2008 Krizi sonrasında ABD, İspanya vd. çok sayıda ülkede olduğu gibi büyük oranda değer kaybına uğrayan boş konutlar, ev ihtiyacı olan çok sayıda kişiye rağmen, başka şekillerde kullanılmadığı takdirde boş bir şekilde çürümeye terk edilecektir. Ve de kredi borçlarını ödeyemeyen epey kişi evsizler kervanına eklenecektir.

## KAYNAKÇA

3194 sayılı İmar  
Kanunu, (1985)

TC Resmi Gazete, Tarih: 9/5/1985 Sayı: 18749.

5366 Sayılı Yıpranan  
Tarihi Ve Kültürel  
Taşınmaz Varlıkların  
Yenilenerek  
Korunması Ve  
Yaşatılarak  
Kullanılması Hakkında  
Kanun, (2005)

Resmi Gazete, Kanun No. 5366, Kabul Tarihi :  
16.6.2005  
<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5366.pdf>,  
adresinden 01.02.2019 tarihinde erişildi.

6306 Sayılı Afet Riski  
Altındaki Alanların  
Dönüştürülmesi  
Hakkında Kanun,  
(2012)

Resmi gazete, Kanun No. 6306, Kabul Tarihi:  
16/5/2012  
<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6306.pdf>,  
adresinden 01.02.2019 tarihinde erişildi.

6362 Sayılı Sermaye  
Piyasası Kanunu,  
(2012)

Kanun No: 6362, 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı  
Resmi Gazete, adresinden 23.04.2018 tarihinde erişildi.

775 Sayılı Gecekondu  
Kanunu, (1966)

Kanun Numarası: 775, Resmi Gazete, 30/7/1966 Sayı:  
12362.

Afşar, M. (2013)

"Para Arzının Belirlenme Mekanizması", Para Politikası,  
içinde, Edt: Muharrem Afşar ve Bengül Gülümser  
Arslan, Ankara: Anadolu Üniversitesi Yayınları, S: 20-40

Akçay, Ü. (2016)

Şantiyeleşen Kentler, "Kök-Faşizmin Tiktakları" içinde,  
Express Dergisi, Nisan 2016, Sayı: 142, S:40-44

Akçay, Ü. (2017)

Finansallaşma, Merkez Bankası Politikaları ve Borcun  
"Özelleştirilmesi". P. Bedirhanoğlu, Ö. Çelik, & H. Mıhçı  
içinde, **Finansallaşma Kısacasında Türkiye'de Devlet,  
Sermaye Birikimi ve Emek** (s. 45-83). İstanbul:  
Notabene Yayınları.

Akçay, Ü. ve Güngen,  
A. R. (2014)

**Finanslaşma, Borç Krizi ve Çöküş**, Ankara, Nota  
Bene Yayınları.

- Akçay, Ü. ve Türkay, M. (2006) Neoliberalizimden Kalkıncı Yaklaşım; Devletin Sermaye Birikim Sürecindeki Yeri Üzerine. B. Ülman, & İ. Akça içinde; **İktisat, Siyaset, Devlet Üzerine Yazılar** (s. 49-65). İstanbul: Bağlam Yayınları.
- Akerlof, G. A. (1970) The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, 488-500.
- Akman, C. (2010) "2008 küresel ekonomik krizine tarihsel ve teorik açıdan bir yaklaşım", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı **Doktora Tezi**, İstanbul.
- Aktürk, E. (2018, 07 Ocak) Türkiye'de ev sahipliği oranıyla 41. sırada, <https://www.haberturk.com/turkiye-60-ev-sahipligi-oraniyla-41-sirada-1785957-ekonomi> 07.01.2018, adresinden 19.05.2020 tarihinde erişildi.
- Akyüz, Y. (2020) "Inequality, Stagnation and Instability – the New Normal for Finance Capitalism" <http://www.ipsnews.net/2020/01/inequality-stagnation-instability-%E2%80%92-new-normal-finance-capitalism/> adresinden 08.02.2020 tarihinde erişildi.
- Alagöz, G. (2018, 05 Haziran) Emlakçıya daha az komisyon, <https://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/emlakciya-daha-az-komisyon-40858886>, 20.12.2019 tarihinde erişildi.
- Alaybeyoğlu, A. (2019) Sermaye Birikimi Çerçevesinde Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Analizi, **Yayınlanmış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Alkin, E. (2009) Herkes İçin Ekonomi, İstanbul, **İstanbul Ticaret Odası Yayınları**, Yayın No: 2009-21
- Allen, F ve Gale, D. (1999) "Bubbles Crises and Policy" Oxford Review of Economic Policy, vol.15, No:3, pp.9-18.
- Apaydın, Ş. (2015) Kriz ve Konjonktür Kuramları, Ankara, NotaBene Yayınları
- Araman, S. (2018, 18 Kasım) İmar Barışı neyi amaçlıyor? <https://www.evrensel.net/haber/356937/imar-barisi-neyi-amacliyor>, adresinden 18 Kasım 2018 tarihinde erişildi.

- Araman, S. (2019, 24 Şubat) Muhafazakâr kentlerimizin modern halleri! <https://www.evrensel.net/haber/374345/muhafazak-r-kentlerimizin-modern-halleri> adresinden 04.04.2019 tarihinde erişildi.
- Arrighi, G. (2000) Uzun Yirminci Yüzyıl, Çev; Recep Boztemur, Ankara: İmge Yayınevi
- Arslan, B. G. (2013) "Bankacılık Sisteminin Faaliyetleri ve Kaydı Para Yaratılması", **Para Politikası**, içinde, Edt: Muharrem Afşar ve Bengül Gülümser Arslan, Ankara: Anadolu Üniversitesi Yayınları, S: 2-15
- Aydın, S. (2003) "Türkiye’de Konut Sorununun Ekonomik Boyutları", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Kamu Yönetimi ve Siyaset Bilimi
- Aydın, Y. (2013) SAY Yasası Üzerine Bir İnceleme Klasik İktisatçıların ve Marx'ın Yorumu, <http://static.dergipark.org.tr/article-download/imported/1023021728/1023020460.pdf?> Adresinden 01.02.2019 tarihinde alındı.
- Babacan, (2014, 02 Eylül) Başbakan Yardımcısı Sn Ali BABACAN’IN CNBC-E/NTV Ortak Canlı yayınında Sn. OĞUZ HAKSEVER’E verdiği özel Röportaj, <https://m.hazine.gov.tr/File/Index?id=901EA3AD-B615-42EC-8245>, adresinden 17.08.2018 tarihinde erişildi.
- Bağcı, E. (2019) Dışa Bağımlılığın Makroekonomik Sonuçları: Türkiye Örneği, Ankara: Nobel Bilimsel Eserler
- Bağımsız Sosyal Bilimciler, (2007) IMF Gözetiminde On Uzun Yıl 1998-2008 Farklı Hükümetler Tek Siyaset, İstanbul: Yordam Kitap
- Bahçe, S. (2015) Kitap İncelemesi: Gerald Epstein, Financialization and the World Economy. **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 305-308.
- Bahçe, S. ve Köse, A. H. (2010) Krizin Teğet Geçtiği Ülkelerden Krize Bakış: Teorinin Naifliği, Gerçekliğin Kabalığı. **Praksis** (22), 9-40.
- Balaban, O. (2016) İnşaat Sektörü Neyin Lokomotifini?, **"İnşaat ya Resullah"** içinde, Der: Tanıl Bora, İstanbul: İletişim Yayınları, S:17-32

- Balbay, M. (2020, 28 Ocak) <https://www.cumhuriyet.com.tr/yazarlar/mustafa-balbay/turkiyede-muteahhit-sayisi-453-bin-497-almanyada-3-bin-550-1716733>, adresinden 13.02.2020 tarihinden erişildi.
- Balkan, N. C. (1994) Kapitalizm ve Borç Krizi, İstanbul: Bağlam Yayıncılık
- Başar, M . (2003) Proje Finansmanında Tartışılan Bir Model: Yap İşlet Devret. **Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** , 19 (1) , 43-54 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/anadoluibfd/issue/47552/600714>, adresinden 24.12.2019 tarihinde erişildi.
- BDDK, (2008) ABD Mortgage Krizi, BDDK Çalışma Tebliği, [https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru\\_0326\\_02.pdf](https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0326_02.pdf), adresinden 20.03.2019 tarihinde erişildi.
- BDDK, (2019) “Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten”, <http://ebulten.bddk.org.tr/AylıkBulten/Gelismis.aspx>, adresinden 02.02.2020 tarihinde erişildi.
- BEA Data, (2018) US Bureau of Economic Analysis, Data By Economic Accounts, <https://www.bea.gov/data/economic-accounts/international>, adresinden 13.02.2020 tarihinden erişildi.
- Bell, P. ve Cleaver H. (2002) “Marx’s Theory of Crisis as a Theory of Class Struggle”, **The Commoner**, N. 5, p. 1-61, <http://www.commoner.org.uk/cleaver05.pdf>, adresinden 20 Haziran 2015 tarihinde erişildi.
- Belsky E. S. ve Richardson N., (2010) Rebuilding the Housing Finance System After The Boom and Bust in Nonprime Mortgage Lending, July 2010 MF10,10 [https://www.jchs.harvard.edu/sites/default/files/mf10-10\\_0.pdf](https://www.jchs.harvard.edu/sites/default/files/mf10-10_0.pdf), adresinden 28.03.2019 tarihinde erişildi.
- Bilgin, M. Hüseyin, Karabulut, G. ve Ongan, H. (2002) Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri, **İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2002-41**, 2002: İstanbul.

- Birdal, M. (2009) Bir Krizin Anatomisi: “ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, **Anadolu International Conference in Economics** June 17-19, 2009, Eskişehir, [https://iuparadersi.files.wordpress.com/2014/03/birdal\\_econanadolu2009.pdf](https://iuparadersi.files.wordpress.com/2014/03/birdal_econanadolu2009.pdf), 7 Aralık 2017 tarihinde erişildi.
- Birdal, M. (2018) **Bir Krizin Anatomisi**, İstanbul, Kor Kitap Yayınları
- Birgün, (2019, 30 Temmuz) Ev kirası baş belası: Ev sahibi oranı azalıyor, kiracı sayısı artıyor, <https://www.birgun.net/haber/ev-kirasi-bas-belasi-ev-sahibi-orani-azaliyor-kiraci-sayisi-artiyor-263347>, adresinden 30.07.2019 tarihinde erişildi.
- Birleşmiş Milletler, (1948) İnsan Hakları Evrensel Beyannamesi, <http://www.danistay.gov.tr/upload/insanhaklarievrenselbeyannamesi.pdf>, adresinden 19.06.2018 tarihinde erişildi.
- Birleşmiş Milletler, (1976) Ekonomik, Toplumsal ve Kültürel Haklar Uluslararası Sözleşmesi, [http://www.unicankara.org.tr/doc\\_pdf/metin134.pdf](http://www.unicankara.org.tr/doc_pdf/metin134.pdf), adresinden 19.06.2018 tarihinde erişildi.
- BİST A.Ş. (2018) Ürünler ve Piyasalar, <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar>, adresinden 28.03.2019 tarihinde erişildi.
- BİST A.Ş. (2019) 1989 tarihli Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar. 11.8.1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. (çevrimiçi) [https://www.borsaistanbul.com/Datum/kmtp/diger/kar01\\_Turk\\_Parasi\\_Kiymetini\\_Koruma\\_Hakkinda\\_32\\_Sayili\\_Karar.pdf](https://www.borsaistanbul.com/Datum/kmtp/diger/kar01_Turk_Parasi_Kiymetini_Koruma_Hakkinda_32_Sayili_Karar.pdf), adresinden 28.03.2019 tarihinde erişildi.
- BİST A.Ş. (2020) Gayrimenkul Sertifikaları, Gayrimenkul Projelerine Yatırım Aracı <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/duyuru-dosyalari/gayrimenkul-sertifikalari-brosuru.pdf?sfvrsn=5> adresinden 28.03.2020 tarihinde erişildi.
- Boratav, K. (2013) “Üç Krizde Dış Kaynak Hareketleri”, **Kriz ve Türkiye: Aşınan Teoriler**, Ed. Balseven Hale, Fuat Ercan, Ankara: Phoenix Yayınevi

- Boleat, M. (1985) **National Housing Finance System**, London: CroomHelm.
- Boratav, K. (2005) Türkiye İktisat Tarihi, Ankara: İmge Kitabevi
- Boratav, K. (2010) “Türkiye’nin Dış Açığı, Gümrük Birliği ve Döviz Kurları” **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye’nin Cari Açık Sorunsalı**, Ed. Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner, Ankara: Efil Yayınevi
- Brenner R. (2012) “Karl Marx’ın Kriz Teorisi: Genel Bir Bakış”, **Marksist Kriz Teorisi ve Kredi Krizi** içinde, (Der. Brenner Richard, Michael Pröbsting), İngilizceden Çev. Senem Çakmak Şahin ve Aslı Şan Taşbaşı, İstanbul, Yordam Kitap, s. 12-54.
- Buğra, A. ve Savaşkan, O. (2015) **Türkiye’de Yeni Kapitalizm**, İstanbul: İletişim Yayınları
- Bursa Haber (2019, 21 Haziran) Çevre ve Şehircilik Bakanı Murat Kurum, ‘Kentsel Dönüşüm Bilgilendirme Toplantısı’na katıldı, 21 Haziran 2019, <http://www.bursahaber.com/politika/cevre-ve-sehircilik-bakani-murat-kurumkentsel-donusum-bilgilendirme-toplantisina-katildi-h1588001.html>, adresinden 27.12.2019 tarihinde erişildi.
- Büyükduman, A. (2014) Bir Kent Efsanesi Konut Balonu, İstanbul: Scala Yayıncılık
- Carchedi, G. (2017) The Exhaustion of the Present Phase of Capitalist. Critique, s. 339-357.
- Clark, P. (2017) American sare flipping houses like it’s 2006. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-25/americans-are-flipping-houses-like-it-s-2006> adresinden 09.11.2019 tarihinde erişildi.
- Colander, D., Föllmer, H. vd. (2009) The financial crisis and the systemic failure of academic economics. **Kiel Institute for the World Economy**, Working Paper, No.1489, 1-17.

- Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (1996) Habibat Gündemi ve İstanbul Deklarasyonu, Hedef ve İlkeler, Taahhütler ve Küresel Eylem Planı, Birleşmiş Milletler İnsan Yerleşimleri Konferansı, **Habibat II, Kent Zirvesi**, İstanbul 3-14 Haziran 1996, <http://webdosya.csb.gov.tr/csb/dokumanlar/mpgmm0029.pdf>. adresinden 20.06.2018 tarihinde erişildi.
- Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, (2018) İmar Barışı Bilgilendirme Broşürü, <http://webdosya.csb.gov.tr/db/imarbarisi/icerikler/brosur-20180603111057.pdf>, adresinden 28 Aralık 2018 tarihinde erişildi.
- Çekin, Ö. (2018) Tasarrufa Dayalı Finansman Sistemi ve İslami Finans İlkeleri Çerçevesinde Değerlendirilmesi. **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. İstanbul.
- Delice, G., (2003) Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81.**
- Demir, F. vd. (2008) ABD Mortgage Krizi, İstanbul, **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Çalışma Tebliği Sayı: 3 / Ağustos 2008.**
- Demiröz, D. M. (2013) 90. Yıldan 100. Yıla Bakış: Kapitalistleşme Sürecinde Türkiye'de Krizlerin Anatomisi, "Bitmeyen Kriz" içinde, İktisat Dergisi, Ocak-Mart 2013, Sayı: 523, S: 55-65
- Dinç, Y. Nagayev, R. Jahangir, R. S. ve Ahmed, A. (2019) **Islamic Finance Reports: Focus on Turkey 2019.** İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Divitçioğlu, S. (2013) **Karl Marx'da İktisadi Büyüme**, Ankara: Efil Yayınevi
- Doğru, E. (2016) Devletin Konut Meselesine Müdahalesini Kavramsallaştırmak: Bu Gürültüler Neden TOKİ, "Yeni Türkiye Kapitalizm, Devlet ve Sınıflar" içinde, Der; Tolga Tören ve Melehat Kütün, İstanbul: SAV Yayınları, S; 206-246
- DPT, (1984) Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1985-1989)
- DPT, (1995) Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000).

- DPT, (1995) DPT Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu <http://www.sbb.gov.tr/ozel-ih-tisas-komisyonu-raporlari/#1543397043695-87bc7f54-2bdf>, adresinden 20.03.2020 tarihinde erişildi.
- DPT, (2001) Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Konut Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara,DPT: 2594 – ÖİK: 606, 2001.
- Drdatastats, (2019, 22 Nisan) Avrupa Ülkeleri Gini Katsayıları (2017 Yılı), <https://www.drdatastats.com/avrupa-ulkeleri-gini-katsayilari-2017-yili/> adresinden 12.02.2020 tarihinde erişildi.
- Durmaz, Ç. A. (2017, 27 Mayıs) İlk gayrimenkul sertifikası ihracı ve sonrasına dair bir analiz, <https://www.paraanaliz.com/2017/ekonomi/ilk-gayrimenkul-sertifikasi-ihraci-ve-sonrasina-dair-bir-analiz-11559/> adresinden 23.07.2019 tarihinde erişildi.
- Dünya, (2019, 18 Temmuz) TMB Başkanı Yenigün: Konut stoku müteahhitten fona geçmeli, <https://www.dunya.com/ekonomi/tmb-baskani-yenigun-konut-stoku-muteahhitten-fona-gecmeli-haberi-450171>. adresinden 20.07.2019 tarihinde erişildi.
- Eğilmez, M. (2020) Türkiye ekonomisinin son 17 yılı <https://t24.com.tr/haber/mahfi-egilmez-yazdi-turkiye-ekonomisinin-son-17-yili,8545640>, adresinden 10.01.2020 tarihinde erişildi.
- Eminevim, (2020) Kurumsal. Eminevim Web Sitesi: <https://www.eminevim.com/eminevimi-taniyalim> adresinden 03.04.2020 tarihinde alındı
- Emlak GYO, (2019) Emlak Konut GYO A.Ş Yatırımcı Sunumu. İstanbul: Emlak Konut.
- Emlak Konut, (2019) 01 Ocak - 31 Mart 2019 Dönemi faaliyet Raporu. [http://www.emlakkonut.com.tr/\\_Assets/Upload/Images/file/Yatirimci/faaliyetraporlari/tr/2019-faaliyet-raporu-tr.pdf](http://www.emlakkonut.com.tr/_Assets/Upload/Images/file/Yatirimci/faaliyetraporlari/tr/2019-faaliyet-raporu-tr.pdf) adresinden alındı
- Engels, F. (1992) Konut Sorunu, Çev; Güneş Özduval, Ankara: Sol Yayınları
- Enr Türkiye (2019) TOP300 (2019) Listesi, <https://www.enrturkiye.com/top300-2019/> adresinden 24.12.2019 tarihinde erişildi.

- Epstein, G. (2005) "Introduction: Financialization and the world economy", **Financialization and the World Economy** içinde, Cheltenham: Edward Elgar, sf. 3-16.
- Ercan, F. (2002) "Çelişkili Bir Süreklilik Olarak Sermaye Birikimi (1), *Praksis Dergisi*, S. 5, 25-75; Geçiş Sürecinde Türkiye, (2006). Derleyenler: Schick, I. C. ve E. A. Tonak, İstanbul: Belge Yayıncılık;
- Ercan, F. (2005) **Para ve Kapitalizm**, İstanbul: Devin Yayınları
- Erdem, E. ve Dumrul, C. (2014) Keynesyen Ve Neo- Klasik Yaklaşımlarda Finansal Sistem Ve İktisadî Büyüme. **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 45-86.
- Ergüder, B. (2015) "2000'li Yıllarda Türkiye'de Hanehalkı Borçlanması: Konut Kredileri ve Toplumsal Refah", **Praksis (38)**: 99-127.
- Ergüneş, N. (2009) Finansallaşma Döneminde Türkiye Ekonomisinin Küresel Bütünleşmesi, "Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi" içinde, Der; Costas Lapavitsas, Çev; Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, S; 299-329
- Ergüven, M. ve Kaya, F. (2016) Konut Finansmanında Elbirliği Sistemi: Müşterilerin Elbirliği Sistemi Tercih Nedenleri Üzerine Bir Araştırma. **Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 24-39.
- Ersoy, E. (2013) "Üretim krizinin olası finansal görüngülerine bir örnek: abd kaynaklı global kriz", **Bitmeyen Kriz** içinde, **İktisat Dergisi**, Ocak-Mart 2013. Sayı 523.
- Fama, E. F. (1970) Efficient capital markets: A review of the oryand empirical work. **The Journal of Finance**, 25(2), 383-417.
- Felipe, J. Abdon, A. ve Kumar, U. (2012) "Tracking the Middle-income Trap: What Is It, Who Is in It, and Why?" **Levy Economics Institute of Bard College**, Working Paper No:715.
- Filho-Sahad, A. (2006) Latin Amerika'daki Neo-Liberal Geçişin Politik Bir Değerlendirmesi, "Neo-Liberalizme Karşı Ortak Savunma" içinde, Der: Ahmet Asena ve Sezai Temelli, Çev. Erkan Ünal. İstanbul: Kalkedon Yayınları

- Fine, B. (2001) Neitherthe Washington Northe Post-Washington Consensus: An Introduction. B. Fine, C. Lapavitsas, & J. Pincus içinde, **Development Policy In The 21st Century: Beyond The Post-Washington Consensus** (s. 1-27). London: Routledge. Neitherthe Washington Northe Post-Washington Consensus: An Introduction, adresinden 12.04.2019 tarihinde erişildi.
- Fine, B. (2014) Financialization from a Marxist Perspective, <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2753/IJP0891-1916420403>, adresinden 08.12.2017 tarihinde erişildi.
- Foley, D. K. (1990) "Say's Law in Marx and Keynes", Der. J.E. King, **Marxian Economics**, Aldershot, Edward Elgar, s. 436 – 447.
- Foster, J. B. (2007) The Financialization of Accumulation, 2007, <https://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/>, adresinbden 7 Aralık 2017 tarihinde erişildi.
- Foster, J.B. ve Magdoff, F. (2011) Finansal Çöküş ve Durgunluk: Reel Ekonomiye Geri Dönüş, "Kapitalizmin Finansal Krizi; Büyük Finansal Krizin Nedenleri ve Sonuçları" içinde, Der; Abdullah Ersoy, Çev; Abdullah Ersoy, Ankara: İmaj Yayınevi, S: 53-83
- Fuzul Otomotiv (2020, 15 Nisan) Biz Kimiz. Fuzuloto Web Sitesi: <https://fuzuloto.com/biz-kimiz/> adresinden 18.04.2020 tarihinde alındı
- govinfo (2018) Table B-29: Sources of personal income, 1963-2011, Economic Report of the President, <https://www.govinfo.gov/app/collection/ERP/2012>, adresinden 11.04.2020 tarihinde alındı
- Görmüş, Ş. ve Yabanlı, A. (2019) Katılım Bankacılığı Ekosisteminin Gelişimi. Ş. A. Görmüş içinde, Yaşayan ve Gelişen Katılım Bankacılığı (s. 104-139). İstanbul: TKBB Yayınları.
- Gülalp, H. (1993) Kapitalizm, Sınıflar ve Devlet, İstanbul: Belge Yayınları;
- Gündoğdu, O. (2019, 19 Kasım) 5 soruda konut kredisi gerçeği, <https://www.birgun.net/haber/5-soruda-konut-kredisi-gercegi-276858>, adresinden 28.11.2019 tarihinde erişildi.



- Harvey, D. (2008) **Yeni Emperyalizm**, Çev. H. Güldü, İstanbul: Everest Yayınları
- Harvey, D. (2010) The Enigma of Capital and the Crisis of Capitalism (New York: Oxford University Press)
- Harvey, D. (2012) **Sermayenin Sınırları**, Çev. Utku Balaban, Ankara: Tan Kitabevi Yayınları
- Harvey, D. (2013) **Asi Şehirler: Şehir Hakkından Kentsel Devrime Doğru**, Çev. Ayşe Deniz Temiz, İstanbul: Metis Yayınları
- Harvey, D. (2016) **Kent Deneyimi**, Çev. Esin Soğancıoğlu, İstanbul: Sel Yayıncılık
- Hepşen, A. (2010) Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı, İstanbul: Literatür Yayıncılık
- Hunt, E. K. (2005) **İktisadi Düşünce Tarihi**, Çev. Müfit Günay, Ankara: Dost Kitabevi Yayınları
- Hürriyet, (2017, 3 Nisan) Gayrimenkul Sertifikası'nın halka arzı gerçekleşti, [http://bigpara.hurriyet.com.tr/haberler/piyasa-haberleri/ilk-gayrimenkul-sertifikasinin-halka-arzi-gerceklesti\\_ID1437804/](http://bigpara.hurriyet.com.tr/haberler/piyasa-haberleri/ilk-gayrimenkul-sertifikasinin-halka-arzi-gerceklesti_ID1437804/) adresinden 09.11.2017 tarihinde erişildi.
- Hürriyet, (2018, 17 Aralık) "Yüzyılın krizi" 2008'e damgasını vurdu, <https://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/yuzyilin-krizi-2008e-damgasini-vurdu-10588051>, adresinden 30.12.2018 tarihinde erişildi.
- Hürriyet, (2019, 21 Haziran) Kentsel dönüşüm için yeni yönetmelik Resmi Gazete'de, <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/kentsel-donusum-icin-yeni-yonetmelik-resmi-gazetede-41251103>, adresinden 12.08.2019 tarihinde erişildi.
- IMF, (2008) Global Financial Stability Report - Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, **World Economic and Financial Surveys**, ISSN 0258-7440, April 2008.
- IMF, (2008) World Economic Outlook

- IMF, (2009) "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations",  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/c3.pdf>. adresinden 19.04.2017 tarihinde erişildi.
- IMF, (2015) "Global Housing Watch",  
<http://www.imf.org/external/research/housing/> adresinden 09.09.2015 tarihinde erişildi.
- IMF, (2019) Finansal olmayan kurumsal borç, tüm araçlar, GSYİH'nin yüzdesi  
[https://www.imf.org/external/datamapper/NFC\\_ALL@GDD/USA/TUR](https://www.imf.org/external/datamapper/NFC_ALL@GDD/USA/TUR) adresinden 10.05.2020 tarihinde erişildi.
- IMF, (2019) Özel borç, tüm araçlar, GSYİH'nin yüzdesi  
[https://www.imf.org/external/datamapper/PrivateDebt\\_all@GDD/TUR/USA](https://www.imf.org/external/datamapper/PrivateDebt_all@GDD/TUR/USA) adresinden 10.05.2020 tarihinde erişildi.
- IMF, (2019) Genel Devlet Borçları, GSYİH'nin yüzdesi  
[https://www.imf.org/external/datamapper/GG\\_DEBT\\_GDP@GDD/TUR/USA](https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/TUR/USA) adresinden 10.05.2020 tarihinde erişildi.
- Işık, A. (2019) Erdoğan'ın hedefinde Merkez Bankası'nın bağımsızlığı mı var? ©DeutscheWelle Türkçe  
<https://www.dw.com/tr/erdo%C4%9Fan%C4%B1n-hedefinde-merkez-bankas%C4%B1n%C4%B1n-ba%C4%9F%C4%B1ms%C4%B1z%C4%B1%C4%9F%C4%B1-m%C4%B1-var/a-49545307>, adresinden 11.07.2019 tarihinde erişildi.
- Itoh, M ve Lapavitsas, K. (2008) Para ve Finansın Ekonomi Politikası, Çev; Tuncel Öncel, İstanbul: Yordam Kitap
- İHA, (2016, 3 Mart) TOKİ, 2016'da rekor kıracak!  
<https://www.ihha.com.tr/haber-toki-2016da-rekor-kiracak-540734/> adresinden 14.12.2019 tarihinde erişildi.
- İnşaat Mühendisleri Odası, (2014) Konutta Stok 1 Milyonu Geçti,  
[http://www.imo.org.tr/genel/bizden\\_detay.php?kod=8503&tipi=5&sube=15](http://www.imo.org.tr/genel/bizden_detay.php?kod=8503&tipi=5&sube=15), adresinden 10.06.2014 tarihinde erişildi.

- İnşaatderyası, (2018, 08 Haziran) Türkiye 'de 300 Bin Olan Emlakçı Sayısı 40 Bine İnecek, <https://www.inaatderyasi.com/turkiye-de-300-bin-olan-emlakci-sayisi-40-bine-inecek-8835h.htm> adresinden 29.07.2019 tarihinde erişildi.
- İNTES, (2019) Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası (İntes) Ağustos 2019 Raporu. [https://intes.org.tr/wp-content/uploads/2019/08/insaat\\_raporu-a%C4%9Fustos.pdf](https://intes.org.tr/wp-content/uploads/2019/08/insaat_raporu-a%C4%9Fustos.pdf), adresinden 10.05.2020 tarihinde erişildi.
- Kahveci, M. (2012) Finansallaşma ve Ekonomik Kriz İlişkisi Bağlamında 2008 Krizinin İncelenmesi, **Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Kahveci, M. (2018) Türkiye’de Konut Fiyatlarının Belirleyenleri: Üç Boyutlu Bir Analiz, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Kanbir, Ö. Kayhan, S. ve Kutval, Y. (2018) İslami Finans ve Türkiye’de Katılım Bankacılığı. M. Dikkaya, A. Üzümcü, & D. Özyakışır içinde, **Türkiye Ekonomisi Sektörel Yaklaşım** (s. 409-428). Ankara: Savaş Yayınları.
- Kandemir, A. ve Karakaya, K. (2017, 13 Nisan) İlk gayrimenkul sertifikası halka arzından bu yana yüzde 7,7 düştü, <https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1460205-ilk-gayrimenkul-sertifikasi-halka-arzindan-bu-yana-yuzde-7-7-dustu>, adresinden 09.11.2017 tarihinde erişildi.
- Kansas, D. (2009) Wall Street’in Sonu, İstanbul, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Kansu, A. (2011) Konut Balonundan Finansal Krize, ABD Mortgage Krizi, İstanbul; Scala Yayıncılık
- Karaçimen, E. ve Çelik, Ö. (2017) “Türkiye’de Gayrimenkul ve Finansın Derinleşen ve Yeniden Yapılanma İlişkisi”, **Finansallaşma Sürecinde Türkiye’de Devlet, Sermaye Birikimi ve Emek**, Der. Pınar Bedirhanoğlu vd., İstanbul: Note Bene Yayınları, sy. 83-103.

- Karagöz, F. (2014) Küresel Erkonomi ile Bütünleşme Sürecinde Türkiye'nin İthal Girdi Bağımlılığı ve Cari Açık, "Gerçeğin Peşinde 50 yıl" içinde, Nisan-Temmuz 2014, Sayı: 527, S:37-44
- Katılım Gündemi, (2020, 25 Şubat) El Birliğı Şirketleri Neden Çoğalıyor. Katılım Gündemi Web Sitesi: <https://katilimgundemi.com/el-birligi-sirketleri-neden-cogaliyor/> adresinden 03.03.2020 tarihinde alındı
- Kavcıoğlu, Ş. (2019, 29 Ekim) El Birliğı Sistemine Yasal Düzenleme Şart. Katılım Gündemi Web Sitesi: <https://katilimgundemi.com/el-birligi-sistemine-yasal-duzenleme-sart/> adresinden 12.11.2019 tarihinde alınmıştır
- Kaya, O. S. (2018, 3 Ekim) 2018 Konkordato İsteyen Tüm İnşaat Firmaları, <https://www.insaport.com/haberler/sektorel/konkordato-isteyen-insaat-firmalari/> adresinden 10.01.2019 tarihinde erişildi.
- Kaykusuz, M. (2014) Geçmişten Günümüze Finansal Krizler 1619-2014, Bursa: Ekin Yayınları
- Kaynar, A. K. (2015) Sermayenin Coğrafyası, Yayılan Sermayenin Daralan Mekanları, Ankara: Notebene Yayınları
- Kazgan, G. (2010) **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, İstanbul: Bilgi Yayınevi
- Keleş, R. (2012) **Kentleşme Politikası**, Ankara: İmge Kitapevi
- Keyder, Ç. (2005) Türkiye'de Devlet ve Sınıflar, İstanbul: İletişim Yayınları
- Kılıçaslan, H . (2016) Kamu Hizmetleri ve Finansmanı Açısından Türkiye'de Kamu Özel İşbirlikleri, Balkan Sosyal Bilimler Dergisi , ( ) , 385-398 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/bsbd/issue/43860/539491>, adresinden 24.12.2019 tarihinde erişildi.
- Kılınçaslan, İ. (2010) **Kent Ekonomisi**, İstanbul: Ninova Yayınları

- Kibritçioğlu, A. (2001) "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001" Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, Eylül-Ekim, 174-182.
- Kinleberger, Charles P. ve Robert, Z. Aliber. (2014) **Çılgınlık, Panik ve Çöküş, Finansal Krizler Tarihi**, Çev. Ümit Şensoy, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, II. Basım
- Kozanoğlu, H. (2011) "Finansallaşma ve Türkiye", **Uç(ur)amayan Balon: Finans** içinde, der. Hayri Kozanoğlu, Ayrıntı Yayınları, İstanbul,
- Kömürcü, M. Can. (2018) Dünyanın en büyük 8 ekonomik krizi, 17.09.2018 <https://www.milliyet.com.tr/dunyanin-en-buyuk-8-ekonomik-krizi-molatik-9353/>, adresinden 15.12.2019 tarihinde erişildi.
- Kömürlü, R. ve Önel, H. (2007) Türkiye'de Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları , **YTÜ Mim. Fak. E-Dergisi** YTÜ Arch. Fac. E-Journal Cilt 2, Sayı 2, 2007.internet erişim, <http://www.journalagent.com/megaron/pdfs/MEGARON-30301-ARTICLE-KOMURLU.pdf>
- Kurtulan, Ö. (2011) "Finansal Müsadere ve Bankacılığın Değişen Yüzü", **Uç(ur)amayan Balon: Finans** içinde, der. Hayri Kozanoğlu, İstanbul: Ayrıntı Yayınları
- Kurtuluş, H. (2000) Türkiye'de Kentsel Metropoliten Alanların Biçimlenmesinde Devletin Rolü, "**Devlet ve Kapitalizm II**" içinde, İktisat Dergisi, Ağustos 2000, Sayı; 404, S; 57-65
- Kuzey Ormanları Savunması Derneği (2015) [https://kuzeyormanlari.org/wp-content/uploads/2015/04/Yasam\\_Doga\\_Cevre\\_Insan\\_ve\\_Hukuk\\_Karsisinda\\_3\\_Havalimani\\_Projesi.pdf](https://kuzeyormanlari.org/wp-content/uploads/2015/04/Yasam_Doga_Cevre_Insan_ve_Hukuk_Karsisinda_3_Havalimani_Projesi.pdf) adresinden 01.04.2019 tarihinde erişildi.
- Lapavitsas, C. (2009) "Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation", **Historical Materialism**, 17 (2): 114-48.
- Lapavitsas, C. (2010<sub>a</sub>) "Finansallaşmanın Krizi", **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Haz. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, İstanbul: s. 9-24.

- Lapavitsas, C. (2010<sub>b</sub>) “Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere”, **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Haz. Costas Lapavitsas, Çev. Tuncel Öncel, İstanbul: s. 25-74.
- Malthus, T.R. (1836) Principles of Political Economy, Considered with a View to Their Practical Application, 2nd ed., London: W. Pickering, <http://oll.libertyfund.org/title/2188>, adresinden 22.06.2015 tarihinde erişildi.
- Marx, K. (1999) **Artı-Değer Teorileri** İkinci Kitap, Çev. Yurdakul Fincancı, Ankara: Sol Yayınları
- Marx, K. (2003) **Kapital III. Cilt**, Çev. Alaattin Bilgi, 4. Baskı, Ankara: Sol Yayınları
- Marx, K. (2005) **Ekonomi Politiğin Eleştirisine Katkı**, Çev. Sevim Belli, Ankara: Sol Yayınları
- Marx, K. (2008) **Grundrisse**, Çev. Sevan Nişanyan, 1. Baskı, İstanbul: Birikim Yayınları
- Marx, K. (2011) **Kapital I. Cilt**, Çev. Mehmet Selik ve Nail Satlıgan, İstanbul: Yordam Kitap
- Marx, K. (2012) **Kapital II. Cilt**, Çev. Mehmet Selik, 1. Basım, İstanbul: Yordam Kitap
- Marx, K. (2016) **Kapital III. Cilt**, Çev. Mehmet Selik ve Erkin Özalp, 2. Basım, İstanbul: Yordam Kitap
- Milliyet (2014, 1 Kasım) Kentsel Dönüşümde Devrim Niteliğinde Adım, <http://www.milliyet.com.tr/kentsel-donusumde-devrim-niteliginde-ankara-yerelhaber-450903/>, adresinden 01.08.2019 tarihinde erişildi.
- Milliyet, (2014, 1 Ekim). Bakan Güllüce: “İmar Transferi İle Kentsel Dönüşümü Kolaylaştıracamız, 01.10.2014, ”<https://www.milliyet.com.tr/yerel-haberler/istanbul/bakan-gulluce-imar-transferi-ile-kentsel-donusumu-kolaylastiracagiz-10408372>, adresinden 27.03.2018 tarihinde erişildi

- Milliyet, (2015, 16 Mart) Anonim Şirket gibi yönetilmeli, <https://www.milliyet.com.tr/siyaset/anonim-sirket-gibi-yonetilmeli-2028726>, adresinden 11.12.2019 tarihinde erişildi.
- Milliyet, (2016, 02 Temmuz) İstambula ok yanlış yaptık, <https://www.milliyet.com.tr/siyaset/istanbul-a-cok-yanlis-yaptik-2272170>, adresinden 29.06.2019 tarihinde erişildi.
- Minsky, H. P. (1982) Can it Happen Again?, Essays On Instability And Finance, M. E. Sharpe ine., New York,
- Minsky, H. P. (2013) **İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı**, Çev. Oğuz Esen, Ankara, Efil Yayınevi
- Mishkin, Frederic S. (1996) "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", NBER Working Paper No. 5600 (Also Reprint No. r2129) Issued in May 1996 NBER Program(s):EFG, ME, <http://www.nber.org/papers/w5600.pdf>, 21 Kasım 2017. tarihinde erişildi.
- Mishkin, Frederic S. (1998) **International Capital Mobility, Financial Volatility and Financial Instability**, NBER Working Paper, No. 6390
- Mishkin, Frederic S. (2001) **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper Series, 8087 January
- Mishkin, Frederic S. (2004) **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison-Wesley,
- Mishkin, Frederic S. (2007) "Financial Instability and Monetary Policy", November 05, 2007, **At the Risk USA 2007 Conference**, New York, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20071105a.htm>, 9 Aralık 2017. tarihinde erişildi.
- Morris, C. (2008) **The Trillion Dollar Melt down: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash**, New York, Public Affairs

- OECD, (2018) Analytical house prices indicators
- OECD, (2020) Broad Money (M3) Index, SA,  
<https://data.oecd.org/money/broad-money-m3.htm>  
adresinden 16.05.2020 tarihinde erişildi.
- Oğuz, S. (2015) “Sermaye Birikimi ve Teknolojik Gelişme: Uzun Dalgalar Teorileri”, **Finansallaşma, Devlet ve Politik İktisat** içinde, Der. Hakan Mihçı, Ankara; NotaBene yayınları. Sy.279-304.
- Okur, M. ve Çatıkkaş, Ö. (2018) Bir Gölge Bankacılık Uygulaması Olarak Gayrimenkul Finansmanında Alternatif Bir Faizsiz Finansman Modeli: İpoteğe Dayalı Paylaşımlı Faizsiz Finansman Modeli. **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 384-400.
- Oran, S. S. (2017) **Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emekliliğin Finansallaşması Sermayeyi BESlemek**, İstanbul: Notebene Yayınları
- Öniş, Z., ve Şensen, F. (2003). Rethinking the Emerging Post-Washington Consensus: A Critical Appraisal. Economic Research Center Working Paper in Economic.
- Özatay, F. (2013) **Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Doğan Kitap
- Özdemir, B. K. (2013) **Finansal Küreselleşme ve Krizler**, Ankara: Seçkin Yayınevi
- Özgür, B. (2019, 7 Mayıs) Mega Projelerdeki Sinsi Anlaşma,  
<https://www.gazeteduvar.com.tr/yazarlar/2019/05/07/mega-projelerdeki-sinsi-anlasma/> adresinden 13.08.2019 tarihinde erişildi.
- Özlüer, F. (2015) Yeni İmar Düzeni, İmarda yeni plan yeni kapan,  
<http://www.evrensel.net/haber/102233/yeni-imar-duzeni>, 17.01.2015 tarihinde erişildi.
- Öztürk, M. Y. (2008) **Geç Kapitalistleşme Sürecinde Kriz: Türkiye 1979 Krizi**, İstanbul, Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları

- Painceira, J. P. (2010) Finansallaşma Dnememinde Gelişmekte Olan lkeler: Sürekli Açıktan, Döviz Rezervi Biriktirmeye”, **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, Haz. Costas Lapavitsas, ev. Tuncel ncel, İstanbul: Yordam Kitap, s. 256-298
- Poyraz, G. (2019) 2007-2008 Küresel Finansal Krizin ngrlebilirliği zerine Tartışmalar, **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi** - Journal of Economic Policy Researches Cilt/Volume: 6, Sayı/Issue: 2, 2019 E-ISSN: 2148-3876
- Resmi Gazete, (2007) 5582 Karar Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin eşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun,6 Mart 2007. Resmi Gazete, Sayı : 26454 <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/03/20070306-1.htm>, adresinden 25 Aralık 2018. tarihinde erişildi.
- Resm Gazete, (2018) 30443 Sayılı Yapı Kayıt Belgesi Verilmesine İlişkin Usul ve Esaslar, Sayı : 30443, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/06/20180606-8.htm>, adresinden 6 Haziran 2018 tarihinde erişildi.
- Resm Gazete, (2019) Kentsel Dönüşüm İçin Yeni Yönetmelik, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/10/20191019-1.htm> adresinden 21.06.2019 tarihinde erişildi.
- Ricardo, D. (2007) Ekonomi Politiiğin ve Vergilendirmenin İlkeleri, ev. Tayfun Erten, İstanbul: Belge Yayınları.
- Riskonomi, (2011) Riskonomi Editorial, ABD Emlak piyasasında 1989 S&L (Savings&Loans) Krizi, <http://www.riskonomi.com/wp/?p=1610> 1/15/11. adresinden 12.12.2019. tarihinde erişildi.
- Rosen, R. J. (2007) “The Role Of Securitization in Mortgage Lending”.Chicago Fed Letter, No:244. <file:///C:/Users/hp/Downloads/cflnovember2007-244-pdf.pdf>, adresinden 17.12.2017 tarihinde erişildi.
- Roubini, N. ve Mihm, S. (2012) Kriz ekonomisi: Dünya ekonomisinin çöküşü ve geleceği, ev. İ. Tezcan, İstanbul: Pegasus Yayınları.

- Sağlam, E. (2013, 8 Haziran) Faiz baskısı tüketiciden çok 'Merkez'in üzerinde, <https://www.hurriyet.com.tr/faiz-baskisi-tuketiciden-cok-merkez-in-uzerinde-22991434>, adresinden 21.03.2019 tarihinde erişildi.
- Santos, P. L. D. (2009) "Günümüz Kapitalizminde Bankacılığın İçeriği Üzerine", **Finansallaşma Ve Kapitalizmin Krizi**, İstanbul: Yordam Kitap,
- Sarıtaş, S. (2011) Kriz Teorileri Doğrultusunda 2008 Krizinin Değerlendirilmesi, **Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Satlıgan, N. (2012) "Günümüz Kapitalizmin Pamuk İpiliği: Hayali Sermaye Spekülasyonu", **Kapital'in İzinde** içinde, yazarlar: Satlıgan, N. Sungur, S. Tonak, E. Ahmet, İstanbul: Yordam Kitap, I. Basım, sy. 184-205
- Savran, S. (2013) **Üçüncü Büyük Depresyon: Kapitalizmin Alacakaranlığı**, İstanbul: Yordam Kitap
- Sayıştay Başkanlığı, (2015). Kamu İşletmeleri 2015 Yılı Genel Raporu. Sayıştay Başkanlığı. [https://www.sayistay.gov.tr/tr/Upload/62643830/files/raporlar/genel\\_raporlar/kit\\_genel/2015\\_Ki2.pdf](https://www.sayistay.gov.tr/tr/Upload/62643830/files/raporlar/genel_raporlar/kit_genel/2015_Ki2.pdf) adresinden alındı
- Schiller, Robert J. (2008) **The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It**, Princeton University Press
- Sendika.org (2015, 13 Mayıs) AKP sermayeye çalıştı, vergi borçlarını sıfırladı, 13.05.2015. <https://sendika63.org/2015/05/akp-sermayeye-calisti-vergi-borclarini-sifirladi-263700/> adresinden 20.06.2017 tarihinde erişildi.
- Sezgin, A. Ş. (2018) **İnşaat Sektörü**, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İstanbul: Türkiye İş Bankası
- Sina, R. (2011) Göz göre göre kriz. Deutsche Welle (DW). Erişim adresi: <https://www.dw.com/tr/göz-göre-görekriz/a-14802306>, adresinden 12.05.2019 tarihinde erişildi.
- Smith, A. (2006) **Milletlerin Zenginliği**, Çev. Haldun Derin, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları

- Smith, N. ve Williams, P. (2015) **Kentin Mutenalaştırılması**, Çev. Melike Uzun, İstanbul: Yordam Kitap
- Smith, T. (2011) Sistematik Bir Küreselleşme Diyalektiğine Doğru, **Yeni Yüzyılda Diyalektik**, Haz: Bertell Ollman ve Tony Smith, Çev. Şükrü Alpagut, İstanbul: Yordam Kitap, s. 244-270.
- Soederberg, S. (2016) **Borç Refahı Devletleri: “Para, Disiplin ve Artık Nüfus”**, Çev. Eren Karaca, İstanbul: Nota Bene Yayınları
- Sönmez, M. (2015) **AK Faşizmin İnşaat İskelesi**, İstanbul: NotaBene Yayınları
- Sönmez, S. (1998) **Dünya Ekonomisinde Dönüşüm**, Ankara: İmge Kitabevi Yayınları,
- Sözcü, (2017, 27 Ocak) Erdoğan'dan gökdelen eleştirisi, <https://www.sozcu.com.tr/2017/gundem/erdogandan-gokdelen-elestirisi-1645798/> adresinden 29.06.2019 tarihinde erişildi.
- SPK (2013) Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2), 5 Temmuz 2013 Resmi Gazete, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm>, adresinden 28.03.2018 tarihinde erişildi.
- SPK (2014) Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3), 4 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır., [file:///C:/Users/hp/Downloads/134523%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/hp/Downloads/134523%20(4).pdf),3/1/201
- SPK (2018) Sermaye Piyasası Araçları, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/76> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.
- SPK (2018) Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/3/0> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.

|             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| SPK, (2014) | Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (III-59.1),<br><a href="http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140121-14.htm">http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140121-14.htm</a> 21 Ocak 2014 SALI, Resmi Gazete.Sayı : 28889, adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                        |
| SPK, (2013) | Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, <a href="http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/833">http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/833</a>                                                                                                                                                |
| SPK, (2013) | Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1), 7 Haziran 2013, 28670 sayılı Resmi Gazete,<br><a href="http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20130607/0">http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20130607/0</a> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                                                                 |
| SPK, (2014) | Varlığa Veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1),<br><a href="http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm">http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm</a> , 9 Ocak 2014, Perşembe Resmi Gazete, Sayı : 28877 adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi. |
| SPK, (2014) | İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-60.1)<br><a href="http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/07/20140717-8.htm">http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/07/20140717-8.htm</a> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                                            |
| SPK, (2017) | Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)'Nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b), 7 Mart 2012, 30000 sayılı Resmi Gazete,<br><a href="https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm">https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/03/20170307-17.htm</a>                  |
| SPK, (2018) | "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin İstatistikler",<br><a href="http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0">http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0</a> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                                                 |
| SPK, (2019) | Yatırım Ortaklıkları Halka Arz Verileri<br><a href="http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/417">http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/417</a> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                                                                                                                       |
| SPK, (2019) | SPK, Aylık İstatistik Bültenleri.<br><a href="https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/9/0/3">https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/9/0/3</a> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                                                                                                                             |
| SPK, (2019) | SPK 2018 Faaliyet Raporu,<br><a href="https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/7/5">https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/7/5</a> adresinden 18.05.2019 tarihinde erişildi.                                                                                                                                         |

|                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sweezy, P. (2007)                                                | Kapitalist Gelişme Teorisi, Çev. Gülsüm Akalın, İstanbul: Kalkedon Yayınları                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Sweezy, P. M (2011)                                              | Neden Durgunluk?, "Kapitalizmin Finansal Krizi; Büyük Finansal Krizin Nedenleri ve Sonuçları" içinde, Der; Abdullah Ersoy, Çev; Abdullah Ersoy, Ankara: İmaj Yayınevi, S: 45-52                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| T.C. Başbakanlık<br>Yüksek Denetleme<br>Kurulu, (1990)           | <b>1988 Kamu İktisadi Teşebbüsleri Genel Raporu</b> , Ankara                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| T.C. Cumhurbaşkanlığı<br>Strateji ve Bütçe<br>Başkanlığı, (2020) | Strateji ve Bütçe Başkanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, <a href="http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/">http://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/</a> , adresinden 20.04.2020 tarihinde erişildi.                                                                                                                                                                                                                                                 |
| T24, (2019, 06<br>Temmuz)                                        | Erdoğan'ın Merkez Bankası Başkanı'nı görevden alması tartışılıyor: Özel bir kanun hükmü, kararname ile aşılabilir mi? <a href="https://t24.com.tr/haber/erdogan-in-merkez-bankasi-baskani-ni-gorevden-almasi-tartisiliyor-ozel-bir-kanun-hukmu-kararname-ile-asilabilir-mi,829367">https://t24.com.tr/haber/erdogan-in-merkez-bankasi-baskani-ni-gorevden-almasi-tartisiliyor-ozel-bir-kanun-hukmu-kararname-ile-asilabilir-mi,829367</a> , adresinden 14.04.2020 tarihinde alındı |
| T24, (2019, 23<br>Haziran)                                       | Trump: Fed Başkanı'nı görevden almakla hiç tehdit etmedim, <a href="https://t24.com.tr/haber/trump-fed-baskani-ni-gorevden-almakla-hic-tehdit-etmedim,827372">https://t24.com.tr/haber/trump-fed-baskani-ni-gorevden-almakla-hic-tehdit-etmedim,827372</a> , adresinden 22.04.2020 tarihinde alındı.                                                                                                                                                                               |
| Taşar, O. (2012)                                                 | Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisinin Yapısal Dönüşümü, Konya: Palet Yayınları                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| TCMB, (2008)                                                     | Finansal İstikrar Raporu, Sayı 6                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| TCMB, (2018)                                                     | TCMB 2018 Yeni Konut Fiyat Endeksi Fiyat İstatistikleri Veri Tabanı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| TCMB, (2018)                                                     | TCMB 2018 İkinci El Konut Fiyat Endeksi Fiyat İstatistikleri Veri Tabanı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| TCMB, (2019)                                                     | TCMB 2018 Yeni Konut Fiyat Endeksi Fiyat İstatistikleri Veri Tabanı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| TCMB, (2019)          | TCMB 2018 ikinci El Konut Fiyat Endeksi Fiyat İstatistikleri Veri Tabanı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| TCMB, (2020)          | Efektif Döviz Kuru,<br><a href="https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_2/5868/DataGroup/turkish/bie_rktufey/#collapse_2ind">https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_2/5868/DataGroup/turkish/bie_rktufey/#collapse_2ind</a> . Tr. 10.05.2020.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| TCMB, (2020)          | TCMB Verileri, <a href="https://evds2.tcmb.gov.tr/">https://evds2.tcmb.gov.tr/</a> adresinden 27.05.2020 tarihinde alındı.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| TCMB, (2020)          | Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu - Borçluya Göre Dağılım (ABD doları),<br><a href="https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_6/5977/DataGroup/turkish/bie_osuvbg/">https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_6/5977/DataGroup/turkish/bie_osuvbg/</a> adresinden 27.05.2020 tarihinde alındı.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| TCMB, (2020)          | Uluslararası Yatırım Pozisyonu,<br><a href="https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+istatistikler/Uluslararası+Yatırım+Pozisyonu/">https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+istatistikler/Uluslararası+Yatırım+Pozisyonu/</a> adresinden 27.05.2020 tarihinde alındı.                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| TCMB, (2020)          | TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi,<br><a href="https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?">https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?</a> adresinden 27.05.2020 tarihinde alındı.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Tekeli, İ. (2010)     | Konut Sorununu Konut Sunum Biçimleriyle Düşünmek, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| The Economist, (2020) | The Economist: House pricesaresurginginTurkey, Ireland, and Iceland,<br><a 514="" 551="" 923="" 939"="" data-label="Page-Footer" href="https://www.google.com/search?q=house+prices+are+surging+in+Turkey%2C+Ireland+and+Iceland&amp;tbm=isch&amp;ved=2ahUKEwiw3-GLxN_nAhXUO1AKHa3AAsYQ2-cCegQIABAA&amp;oq=house+prices+are+surging+in+Turkey%2C+Ireland+and+Iceland&amp;gs_l=img.3...206623.228643..229097...0.0..0.369.3001.0j17j2j1.....0....1..gws-wiz-img.....35i39.eAMed2PhMK4&amp;ei=HitOXrDYN9T3wAKtgYuwDA&amp;bih=443&amp;biw=1080&amp;hl=tr#imgsrc=vKBOXYjs4SKaMM, ind. Tar. 20.02.2020&lt;/a&gt;&lt;/td&gt;&lt;/tr&gt; &lt;/table&gt; &lt;/div&gt; &lt;div data-bbox="> <p>274</p> </a> |

- Thompson, G. (1977) The Relationship Between The Financial and Industrial Sector in The U. K. Economy. **Economy and Society**, 235-283.
- TOKİ (2019) TOKİ Kuruluş ve Tarihçe, <https://www.toki.gov.tr/kurulus-ve-tarihce> 25.04.2019
- TOKİ, (2016) Geleceğin Türkiye'sini inşa ediyoruz... Building Turkey of the Future... TOKİ Kurumsal TOKİ Corporate Profile <http://i.toki.gov.tr/content/images/main-page-slider/16012017212815-pdf.pdf>, İnd. Tar. 14.12.2019
- TOKİ, (2020) Kaynak Geliştirme ve Gelir Paylaşımı Projeleri, <http://www.toki.gov.tr/kaynak-gelistirme-ve-gelir-paylasimi-projeleri>, adresinden 21.05.2020 tarihinde erişildi.
- Toplu Konut Kredileri Yönetmeliği, (1997) <http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=7.5.4375&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=> adresinden 12.08.2018 tarihinde erişildi.
- Torunlar GYO. (2019) Torunlar GYO 2018 Faaliyet Raporu, [http://www.torunlargyo.com.tr/pdf/faaliyetraporlari/TRN\\_FRAT\\_2018\\_uyg37.pdf](http://www.torunlargyo.com.tr/pdf/faaliyetraporlari/TRN_FRAT_2018_uyg37.pdf) (20.03.2019)
- Trichet, Jean-Claude. (2003) "Asset Price Bubbles and Their Implications for Monetary and Financial stability", <http://www.bis.org/review/r020426a.pdf> adresinden 29.03.2017 tarihinde alındı.
- TÜİK, (2018) Konut Satış İstatistikleri, Eylül 2018, (Çevrimiçi) [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1056](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1056), 25 Ekim 2018, adresinden 27.12.2018 tarihinde alındı.
- Tümtas, M. S. (2008) Yeni Dönem Kentsel Politika Önerisi Kentsel Dönüşüm, **"Birikim ve Yerel Siyaset"** içinde, İktisat Dergisi, Kasım-Aralık 2008, Sayı: 500, S: 56-62
- Türkay, M. (2009) **Sermaye Birikimi, Kalkınma, Azgelişmişlik**, İstanbul, Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları

- Türkiye Bankalar Birliği, (2019) Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri İstatistikleri Mart 2019  
[https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/istatistikraporlar/ekler/1182/Tuketici\\_Kredileri-Mart\\_2019.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/istatistikraporlar/ekler/1182/Tuketici_Kredileri-Mart_2019.pdf) adresinden 27.05.2020 tarihinde alındı.
- Türkiye Bankalar Birliği, (2020) Mart 2020 Döneminde Bankacılık Sektörü Mayıs 2020, [https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7666/Mart\\_2020\\_doneminde\\_Bankacilik\\_Sektoru.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7666/Mart_2020_doneminde_Bankacilik_Sektoru.pdf) adresinden 27.05.2020 tarihinde alındı.
- Türkiye Finans Bankası, (2019) Kira Sertifikası (Sukuk)  
<https://www.turkiyefinans.com.tr/tr-tr/bireysel/yatirim-hizmetleri/sayfalar/kira-sertifikasi-sukuk.aspx>, adresinden 21.07.2019 tarihinde erişildi.
- WorldBank (2019) The World Bank Data. WorldBank:  
<https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=2017&start=1960> adresinden 03.19.2019 tarihinde alındı
- YASED, (2018) Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2018 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu, YASED Uluslararası Yatırımcılar Derneği
- Yeldan, E. (2010, Ocak 06) Kapitalizmin Finansallaşma Süreci ve Küresel Kriz,  
[http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan244\\_06Ock10.pdf](http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan244_06Ock10.pdf), adresinden 10.09.2019 tarihinde erişildi.
- Yellen, Janet L. (2009) A Minsky Melt down: Lessons for Central Bankers", 2009, (Çevrimiçi) <http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2009/april/yellen-minsky-meltdown-central-bankers/> 7 Mart 2017.
- Yenişafak, (2018, 29 Haziran) Erdoğan'a 20 öneri,  
<https://www.yenisafak.com/yazarlar/yusufkaplan/erdogana-20-oneri-2046261>, adresinden 20.07.2019 tarihinde erişildi.
- Yentürk, N ve Çimenoglu, A. (2005) Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi, "**Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**" içinde, Haz. Nurhan Yentürk, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, S; 99-129

- Yeşilbağ, M. (2016) “Hegemonya Harcı: AKP Döneminde İnşaata Dayalı Birikim Rejimi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt 71, No. 2, 2016, s. 599-626.
- Yıldırım, K. (2013) Makro İktisat, Ed. İlyas Şıklar, Burhan Doğan, Ankara, **Anadolu Üniversitesi Yayınları**,
- Yıldızoğlu, E. (2015, 20 Mart) Döviz Fiyatları Sermaye Hareketleri, [http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/231814/Doviz\\_Fiyatlari\\_Sermaye\\_Hareketleri.html](http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/231814/Doviz_Fiyatlari_Sermaye_Hareketleri.html) adresinden 19.10.2019 tarihinde erişildi.
- Ziraat Portföy, (2019) Ziraat Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu, <https://www.ziraatportfoy.com.tr/TRK/ziraat-portfoy-kisa-vadeli-kira-sertifikasi-katilim-fonu>, 21.07.2019.



## ÖZGEÇMİŞ

Sinan Araman, 1978 Mazgirt/Tunceli’de doğdu. Mazgirt Yukarı Oyumca Köyü’nde ilkokul eğitiminin ardından, ortaokul ve lise eğitimini 1993 yılında Darıca/Gebze’de tamamladı. 1995 yılında başladığı Çukurova Üniversitesi, İİBF İşletme bölümünü 2001’de bitirdi. 2006’da Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Kalkınma İktisadi ve İktisadi Büyüme bölümünde lisansüstü eğitimine başladı. Yüksek lisansı “Türkiye’de Teknolojik Gelişme Sorunsalı Açısından Üniversite-Sanayi İşbirliğinin Değerlendirilmesi” başlıklı tez çalışmasını savunarak 2009’da başarıyla tamamladı. 2010 yılında Londra’da, Oxford House College’de yabancı dil eğitimine katıldı. 2011 yılında ise İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Doktora Programına kaydoldu.

2005-2014 yıllarında işletme uzman öğretici sıfatıyla çok sayıda özel eğitim kurumunda çalıştı. Bu kurumlarda AÖF-KPSS İşletme ve İktisat dersleri anlattı. Ayrıca, KGK Bağımsız Denetim sınavına yönelik Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Finansal Yönetim dersleri, SPK sermaye piyasası lisanslama sınavlarına yönelik Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Bankacılık Mevzuatı dersleri verdi. 2013-2019’da Ataşehir Adıgüzel MYO Yönetim ve Organizasyon Bölümü Sağlık Kurumları İşletmeciliği Programında öğretim görevlisi olarak çalıştı. Sağlık Kurumları Yönetimi, İşletme Yönetimi, Yönetim ve Organizasyon, Genel Ekonomi, Davranış Bilimleri vb. dersler verdiği bu kurumda ayrıca çeşitli dönemlerde MYO Yönetim Kurulu üyesi, program ve bölüm başkanlığı görevlerinde bulundu.