



**Özgür Orhangazi**  
Kadir Has Üniversitesi  
ozgur.orhangazi@khas.edu.tr

## 2019 Sonuna Doğru Sermaye Hareketleri ve Kırılگانlıklar

2018'in ikinci yarısında yaşanan döviz krizinin ardından Türkiye ekonomisi küçülmeye, çok sayıda şirket borç ödemelerini aksatmaya başladı; enflasyon ve işsizlik oranları hızla yükseldi. 2019'un sonlarına doğru döviz kurunun görece istikrarlı seyrediyor olması, enflasyonun baz etkisiyle de olsa düşüş eğiliminde olması ve cari hesabın fazla vermeye başlaması, ekonominin "yeniden dengelendiği" söylemini ortaya çıkardı. Eylül verilerine göre sanayi üretim endeksinde yukarı yönlü bir eğilim görünse de işsizlik oranlarının yükselişi devam etmekte. Bu arada ABD merkez bankası Federal Reserve'ün (Fed) faiz indirimlerine devam etmesi ve Eylül ayından itibaren bilanço küçültmeye son vererek yeniden

"miktarsal genişleme" benzeri bir bilanço genişlemesine geçmesi ile aynı sıralarda Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) da yeni bir tahvil alım programı açıklaması, Türkiye ve benzeri "yükselen piyasalar"a dış sermaye akımlarının devam edeceği beklentisinin ortaya çıkmasına yol açtı. Nitekim 2000'li yıllarda Türkiye ekonomisine hâkim olan dış sermaye girişlerine bağımlı, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modelinin<sup>1</sup> kırılگانlıkları arttırmasına rağmen çok uzun bir süre devam edebilmesinin gerisinde de esas olarak başta Fed olmak üzere AMB ve Japonya Merkez Bankası tarafından da takip edilen miktarsal genişleme politikalarının ortaya çıkardığı ve daha önce görülmemiş

*"Türkiye ekonomisi esasen kriz dönemlerinde cari fazla vermekte, büyüme dönemlerinde ise cari açık vermektedir. Bu da üretimin ithal yatırım malları ile ara mallarına bağımlılığının doğrudan bir göstergesi sayılabilir."*

seviyelere ulaşan küresel likidite bolluğunun bir kısmının daha yüksek getiri peşinde Türkiye ve benzeri ülkelere yönelmesi yatmaktaydı.

### Fed ve AMB Türkiye'yi kurtarabilir mi?

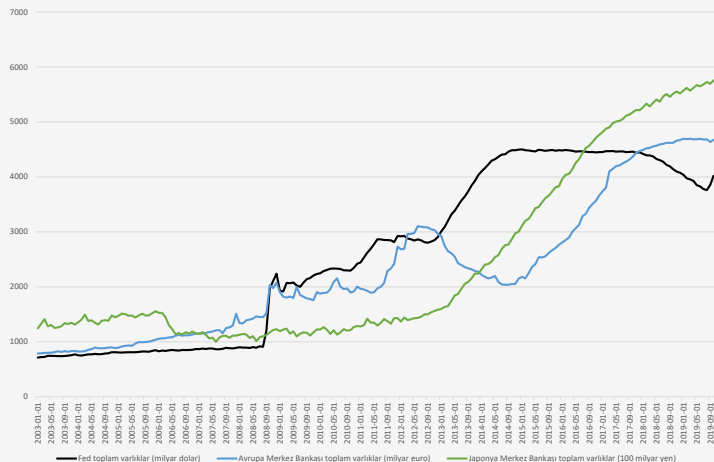
ABD'de 2008 Krizi'nin büyüklüğü karşısında faizleri yüzde 0'a kadar çeken Fed, bunun finansal kriz ve "Büyük Resesyon"dan çıkış için yeterli olmayacağını anlaşılmamasıyla daha önce benzeri görülmemiş bir parasal genişleme programı açıkladı. Fed, "miktersal genişleme" olarak adlandırılan bu programla bankaların elindeki sorunlu borç ve tahvilleri satın alarak bir yandan bankaları yüksek riskli borç ve finansal varlıklardan kurtarıp bankacılık sektörünü güçlendirmeyi, bir yandan da yeni bir kredi genişlemesini destekleyerek tüketim ve yatırımı arttırmayı amaçlamaktaydı. Başlarda kısa süreli olması beklenen bu program çerçevesinde bankalardan ipotekli konut kredilerine dayanan finansal ürünler ile Hazine borçlanma senetleri alan Fed, ekonomide canlanma emarelerinin zayıf kalması üzerine 2010'dan itibaren uzun vadeli finansal varlıkları da programa dâhil etti. 2012'ye geldiğinde ABD ekonomisinin halen beklenen büyüme temposunu yakalayamamış olması üzerine de önce aylık 40 milyar

dolarlık, daha sonra da 80 milyar dolarlık alımlara geçti. Benzer bir programı başlarda küçük çapta uygulayan AMB ise 2013'te bilançosunu daraltmaya başlamasının yarattığı istikrarsızlık ve Euro'nun sürdürülebilirliğinin sorgulanmaya başlanması üzerine 2014'ten itibaren miktersal genişlemeye hız verdi. 2010 sonrasında Japonya Merkez Bankası da benzer bir genişlemeye gitti. 2008'te 1 trilyon dolar civarında olan Fed varlıklarının büyüklüğü, 2014'te 4.5 trilyon dolara yaklaşırken, AMB'nin varlıklarının büyüklüğü de 2017'de 4.5 trilyon euroyu aştı. Japon Merkez Bankası'nı da hesaba kattığımızda dünya piyasalarına sürülen toplam para miktarı 10 trilyon doları hayli aşmıştı (bkz. Şekil 1).

Miktersal genişleme politikalarının nihai hedefi,

piyasalardaki uzun vadeli faiz oranlarını düşürerek kredi genişlemesini canlandırmak ve bu yolla yatırım ve tüketim harcamalarını arttırarak ekonomik büyümeyi sağlamaktı. Ekonomik büyümenin düşük seviyelerde seyretmesi, miktersal genişleme politikalarının da en başta öngörülenden daha uzun bir vadeye yayılmasına yol açtı. Ancak piyasalarda artan likiditenin oldukça küçük bir kısmı reel yatırımlara yöneldi. Bankalar, kredi vermekte çekingen davranarak ellerindeki paranın önemli bir kısmını yine merkez bankalarında rezerv olarak tutmayı tercih etti. Şirketler ise düşük faizlerle borçlanarak ya kendi hisselerini satın alıp borsada hisse senedi değerlerini arttırmaya ve ellerindeki kaynakları yatırımlara yönlendirmektense hissedarlara aktarmaya ya da bu fonları şirket satın almalarda

■ Şekil 1 : ABD, Avrupa ve Japonya'da miktersal genişleme



Kaynak: St. Louis Fed, FRED Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org>)

kullanarak ürün piyasalarındaki tekel güçlerini arttırmaya yöneldiler. Ortaya çıkan likiditenin büyük bir kısmı ise finansal varlık spekülasyonuna yöneldi. Borsa endeksleri tarihi zirvelere ulaşmaya, bitcoin gibi yeni spekülasyon alanları açılmaya başladı. Finansal yatırım fonlarının bu dönemde yöneldikleri piyasalardan bir diğeri ise getirilerin görece yüksek olduğu “yükselen piyasalar” oldu ve bu piyasalara yönelik sermaye akımları artışa geçti. Bu da Türkiye ve benzer ülkelerin dış borçlarını arttırarak büyümeleri ve varlık fiyatları ile kredi hacimlerinde hızlı yükselişler yaşanması sonucunu verdi.

2010’ların ortalarına gelindiğinde ise Fed bir açmazla karşı karşıya kalmıştı. Miktaral genişleme politikaları bir yandan ABD tarihinin en uzun genişleme dönemine yol açsa da büyüme oranları tarihsel ortalamanın altında kalmış, buna karşın finansal varlık balonları hızla büyümüşü. Fed’in endişesi, herhangi bir nedenden ötürü ekonomi yeniden resesyona girerse yahut yeni bir finansal kriz ortaya çıkarsa elinde kullanabileceği bir politika aracı kalmamış olmasıydı. Dolayısıyla Fed, 2013’ün ortalarında açıkladığı bilanço küçültme hedefi doğrultusunda 2015’te bilanço genişlemesine son verip 2017’den itibaren de bilançosunu

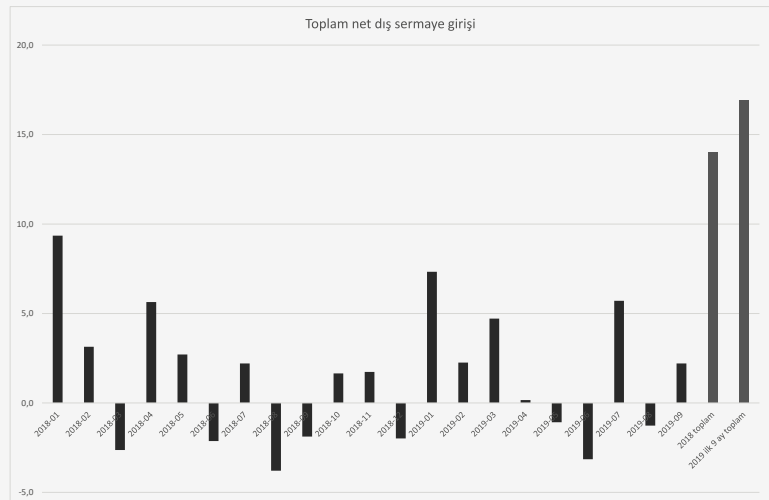
küçültmeye başladı. Bunu 2017 ve 2018’de yapılan faiz artışları izledi. Ne var ki, önce 2018’in başında, sonra da 2018’in sonlarında finansal piyasalarda yaşanan çalkantılar ve görece ufak çaplı olsa da sert düşüşler, ABD ekonomisinin resesyona girmek üzere olduğu yönünde artan beklentiler ve ABD ile Çin arasında yaşanmaya başlayan ticaret savaşlarının beklentiler üzerindeki olumsuz etkileriyle birlikte Fed’in hesaplarının tam olarak tutmayacağı ortaya çıktı. Yeni bir finansal çöküşün sorumlusu olmak istemeyen Fed, 2019’da önce faiz artırımlarını durdurdu, sonrasında da faizleri yeniden aşağı çekmeye başladı. Dahası, 2019’un son aylarında bankacılık sektöründe yaşanan likidite sorunlarına karşı yaptığı işlemlerle bilançosunu yeniden genişletmeye başladı (bkz. Şekil 1). Tam da bu şartlar altında Türkiye’ye yönelik sermaye

girişlerinin yeniden canlanması beklentisi, Merkez Bankası’nın son enflasyon raporunda “küresel finansal koşulların ılımlı seyredeceği”, “küresel ölçekte para politikalarının genişleyici yönde şekillenme eğilimi” ve benzeri ifadelerle yer buldu.<sup>2</sup> Bundan umulan, Türkiye’ye sermaye girişlerinin yeniden artması, döviz kuru üzerindeki baskıların hafiflemesi ve bu sayede Türkiye’de de faiz indirimlerinin devam etmesi ile borçluluğa dayalı, inşaat-odaklı büyümenin sürdürülmesi olsa gerek. Bu bağlamda 2018’den bu yana sermaye hareketlerinin nasıl seyrettiğine bir göz atmakta fayda var.

### 2018-2019’da sermaye hareketleri

Şekil 2, 2018 ve 2019’da aylık dış sermaye hareketlerini göstermekte. 2018’in başlarından itibaren dış sermaye

■ Şekil 2: Net dış sermaye girişleri, 2018-19 (milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (<https://evds2.tcmb.gov.tr>)

hareketlerinde bir oynaklık yaşanmaya başlandığı görülüyor. Önce 2018'in Mart ayında, daha sonra da Haziran ayında yaşanan dış sermaye çıkışları, Ağustos ve Eylül aylarında hızlanmış, Ekim ve Kasım'da yaşanan net girişlerden sonra yılın son ayında devam etmiş görünüyor. 2019'un şimdikiye kadar açıklanan ilk 9 aylık verileri de aynı oynaklığın devam ettiğini gösteriyor. Dış sermaye girişleri, yılın ilk üç ayında artarken dördüncü ayda durmuş, beşinci ve altıncı aylarda ise yerini çıkışlara bırakmış. Üçüncü çeyrek de yine giriş ve çıkış aylarının birbirini takip ettiği bir görünüm seyrediyor. Toplama baktığımızda ise her iki yılda da net dış sermaye girişlerinin yıllık düzeyde devam ettiğini, ancak bu toplamın 2018 öncesindeki girişlerin oldukça altında seyrettiğini görmekteyiz.

Dış sermaye girişlerini Tablo 1'de türlerine göre ayırdığımızda ise, 2018'de toplam net dış sermaye girişlerinin hemen hemen tamamının doğrudan yatırım biçiminde gerçekleştiği, buna karşılık portföy girişlerinin çıkışlara eşit olduğu ve genel olarak borç akımlarını gösteren "diğer" kaleminde 1 milyar dolara yakın net bir giriş olduğu görülmekte. 2019'un ilk 9 ayında ise hem portföy girişlerinin yeniden başladığını ve 4.6 milyar dolara ulaştığını hem de borç girişlerinin devam ettiğini

■ Tablo 1: Türlerine göre net dış sermaye girişleri, 2018-19 (milyar ABD doları)

	Doğrudan yatırımlar	Portföy yatırımları	Diğer yatırımlar				
			<b>Toplam</b>	<b>Diğer - Merkez Bankası</b>	<b>Diğer - Genel Hükümet</b>	<b>Diğer - Bankalar</b>	<b>Diğer - Diğer sektörler</b>
2018-01	0.7	5.3	3.4	-0.01	-0.12	1.01	2.51
2018-02	0.5	0.0	2.7	-0.01	0.16	1.22	1.31
2018-03	1.1	-2.3	-1.5	-0.32	0.03	-1.59	0.38
2018-04	0.9	-1.3	6.0	0.49	-0.17	3.78	1.91
2018-05	0.7	-1.0	3.0	-0.01	-0.06	0.54	2.53
2018-06	1.4	-0.5	-3.1	0.00	-0.15	-1.81	-1.09
2018-07	1.0	-0.5	1.7	-0.02	0.06	-0.02	1.66
2018-08	1.1	-1.5	-3.4	1.00	-0.01	-2.42	-1.97
2018-09	1.2	-0.3	-2.8	3.99	-0.32	-6.27	-0.15
2018-10	1.8	0.7	-0.9	-0.01	-0.09	-1.56	0.76
2018-11	1.4	2.5	-2.1	-0.24	-0.11	-2.96	1.19
2018-12	1.2	-1.1	-2.1	-0.50	-0.05	-2.49	0.92
2019-01	0.9	5.6	0.7	0.00	-0.10	0.15	0.69
2019-02	0.6	2.2	-0.5	-0.01	0.06	-0.57	0.04
2019-03	1.0	0.8	3.0	-0.02	-0.09	0.18	2.88
2019-04	0.4	-2.1	1.9	-0.46	-0.07	0.87	1.57
2019-05	0.6	-0.6	-1.2	-0.01	-0.13	-2.14	1.12
2019-06	1.0	-2.2	-1.9	1.06	-0.17	-0.78	-1.98
2019-07	0.8	1.3	3.6	0.00	-0.10	1.94	1.81
2019-08	0.8	-0.6	-1.5	-0.01	-0.30	-0.93	-0.21
2019-09	0.2	0.3	1.8	-0.01	-0.14	-0.02	1.93
2018 toplam	13.1	0.0	0.9	4.4	-0.8	-12.6	10.0
2019 ilk 9 ay toplam	6.3	4.6	6.0	0.5	-1.0	-1.3	7.8

**Kaynak:** TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (<https://evds2.tcmb.gov.tr>)

ve 6 milyar dolar seviyesine geldiğini görüyoruz. Burada iki önemli noktaya dikkat çekmek gerekiyor. Birincisi, 2018'de döviz krizinin yaşandığı aylarda dış sermaye çıkışları yaşanmış olsa da bu çıkışların çok yüksek bir miktarda gerçekleşmediği görülmektedir. Hisse senetleri ile borç senetlerine yapılan yatırımlardan oluşan, sıcak

para olarak da bilinen ve dış sermayenin en oynak ve en hızlı kalemi olan portföy akımlarında 2018'in sekizinci ayından itibaren bir miktar çıkış görünse de toplamda büyük oynamalardan söz etmek mümkün görünmüyor. Başka bir deyişle, Türkiye ekonomisinin kısa vadeli portföy tarzı dış sermaye akımlarının yarattığı

kırılganlıkları bu dönemde tam anlamıyla test ettiği söylenemez. İkincisi, 2018’de yaşanan toplam çıkışın hemen hepsi “diğer” kalemi altındaki bankacılık sektöründe görülmekte. 2019’a gelindiğinde ise hem portföy kalemi altında hem de “diğer sektörler” kalemi altında girişler devam etmekte. Bu da 2018’de yaşanan döviz krizinde portföy akımlarından ziyade bankacılık sektörünün yurtdışından sağladığı krediler kaleminin önemli bir etkisi olduğunu gösteriyor.

Hikâyenin dış sermaye hareketleri ile sınırlı olmadığı aynı dönemde yerleşiklerin sermaye hareketlerini incelediğimizde görüyoruz. Tablo 2’ye göre 2018’in kriz ayları olarak niteleyebileceğimiz Ağustos-Aralık döneminde yerleşiklerin toplam sermaye çıkışı 13 milyar dolara yaklaşmış durumda. 2018’in toplamında ise yerleşiklerin 16.5 milyar doları yurtdışına çıkardıkları görülüyor. Bu çıkışların oldukça küçük bir kısmının doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarına yöneldiği, büyük kısmının ise “diğer” kalemi altında yer aldığı görülüyor. 2018’de Türkiye’ye giren toplam dış sermaye 13 milyar dolar civarında kalırken, yerleşiklerin bundan daha fazla bir miktarı yurtdışına çıkardıkları gözlemlenmekte. Yine 2019’un ilk 9 ayında Türkiye’ye toplam 16.9 milyar dolarlık dış sermaye

girişi olurken 18.2 milyar dolarlık sermayenin yerleşikler tarafından dışarıya çıkarıldığını gözlemlemekteyiz. Bu ise sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu bir ekonomide yalnızca dış sermaye giriş ve çıkışlarının değil yerleşiklerin

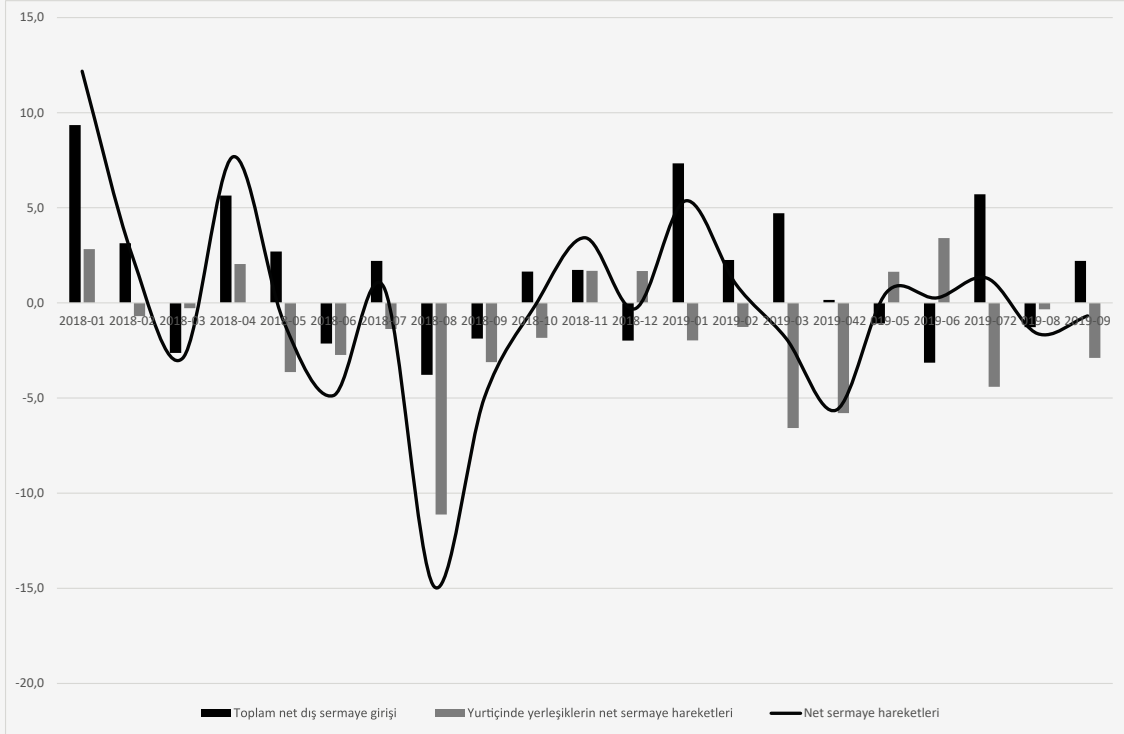
sermaye hareketlerinin ve sermaye kaçışının da giderek daha fazla önem kazandığını göstermekte. Nitekim Şekil 3, dış sermaye hareketleriyle yerleşiklerin sermaye hareketlerini birlikte göstererek net sermaye giriş çıkışlarını

■ Tablo 2: Yurtiçinde yerleşiklerin sermaye hareketleri, 2018-19 (milyar ABD doları)

	Yurtiçinde yerleşiklerin net sermaye hareketleri - toplam	Doğrudan yatırım	Portföy	Diğer
2018-01	2.8	-0.3	-0.2	3.4
2018-02	-0.7	-0.8	-0.3	0.4
2018-03	-0.3	-0.1	0.1	-0.3
2018-04	2.0	-0.2	0.6	1.6
2018-05	-3.6	-0.4	-0.1	-3.1
2018-06	-2.7	-0.3	-0.4	-2.0
2018-07	-1.4	-0.3	0.2	-1.3
2018-08	-11.1	-0.2	-0.8	-10.1
2018-09	-3.1	-0.2	-0.6	-2.3
2018-10	-1.8	-0.4	-0.1	-1.4
2018-11	1.7	-0.1	-0.6	2.4
2018-12	1.7	-0.4	-0.8	2.9
2019-01	-2.0	-0.2	0.5	-2.3
2019-02	-1.3	-0.2	-0.4	-0.7
2019-03	-6.6	-0.2	0.0	-6.4
2019-04	-5.8	0.0	-2.3	-3.5
2019-05	1.6	-0.6	0.1	2.2
2019-06	3.4	-0.4	0.1	3.7
2019-07	-4.4	-0.2	-1.2	-3.0
2019-08	-0.3	-0.1	-0.7	0.5
2019-09	-2.9	-0.2	-0.1	-2.6
2018 8-12	-12.7	-1.3	-3.0	-8.4
2018 toplam	-16.5	-3.6	-3.1	-9.7
2019 ilk 9 ay toplam	-18.2	-2.0	-4.1	-12.1

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (<https://evds2.tcmb.gov.tr>)

■ Şekil 3: Net sermaye hareketleri, 2018-19 (milyar ABD doları)



**Kaynak:** TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (<https://evds2.tcmb.gov.tr>)

özellikle kriz döneminde yerleşik sermaye çıkışlarının belirlediğine dikkat çekmekte. Görünen o ki bu dönemde yaşanan dış sermaye girişleri, yerleşiklerin sermaye çıkışlarını finanse etmiş durumda. Son olarak, ödemeler dengesinin faiz, temettü ödemesi vb. kalemlerden oluşan dış sermayeye yapılan ödemeler satırına baktığımızda, 2018'de faizlerin de yükselmesinin etkisiyle dış sermayeye yapılan ödemelerin 17.9 milyar dolar ile rekor seviyeye ulaştığını görüyoruz. Buna karşın yerleşiklerin yurtdışına yaptıkları yatırımlardan elde edilen gelirler 6.1 milyar dolar

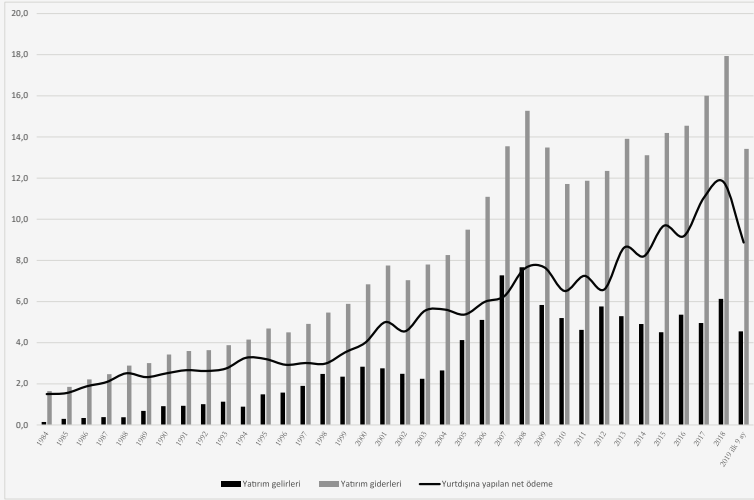
seviyesinde gerçekleşmiş. Bu ikisinin farkı olan net yatırım giderlerinin 2018'de 11.8 milyar dolar, 2019'un ilk ayında ise 8.9 milyar dolar olarak gerçekleştiğini görüyoruz. Kısacası, Türkiye ekonomisinin dış sermayeye yaptığı ödemeler hem brüt hem de net düzeyde artış göstermekte ve 2018 ile 2019'da düşük seviyede gerçekleşen dış sermaye girişlerine rağmen bu miktarın artış eğilimi devam etmekte. Bu da dış sermayeye yapılan ödemelerin, dış sermaye hareketleri ile yerleşiklerin sermaye hareketlerine ek olarak, ödemeler dengesinde takip edilmesi gereken önemli bir

kalem olduğuna işaret etmekte.

### Finansal kırılganlıklar ortadan kalktı mı?

Tablo 3, belli başlı yedi göstere üzerinden ekonominin finansal kırılganlıklarının seyrini özetlemekte. İlk sütun, cari hesap dengesindeki düzelmeyi göstermekte. 2018'de bir önceki yıla göre yarı yarıya düşen cari açık, 2019'un Eylül ayı itibarıyla cari fazlaya dönmüş durumda. İkinci sütundaki mal ve hizmet dengesine baktığımızda ise ticaret dengesinde önemli bir fazla verildiğini görüyoruz. Cari hesaptaki fazlanın ticaret hesabındaki fazlanın oldukça altında gerçekleşiyor

■ Şekil 4: Yatırım gelir ve giderleri, 1984-2019 (milyar ABD doları)



**Kaynak:** TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (<https://evds2.tcmb.gov.tr>)

olmasının nedeni ise yukarıda gördüğümüz gibi cari hesap altında kaydedilen dış sermayeye yapılan yatırım ödemelerinin artmış olmasından kaynaklanıyor. Peki, Türkiye ekonomisi için cari fazlanın ortaya çıkması kırılmalıkların azaldığının bir göstergesi midir? Tabloya baktığımızda en son cari fazlanın 2001 krizi esnasında gerçekleştiğini görüyoruz. Türkiye ekonomisi esasen kriz dönemlerinde cari fazla vermekte, büyüme dönemlerinde ise cari açık vermektedir. Bu da üretimin ithal yatırım malları ile ara mallarına bağımlılığının doğrudan bir göstergesi sayılabilir.

Üçüncü sütunda toplam dış borç stokunun GSYH'ye oranına baktığımızda ise yıllar içerisinde artan dış borçluluğa rağmen TL'nin değerli seyretmesinin borcun GSYH'ye oranını

görece düşük gösterdiğini ancak özellikle 2017 ve 2018'de TL'nin değer kaybıyla birlikte bu oranın yüzde 50'yi aştığını görüyoruz. 2019 yılı için "Yeni Ekonomik Program"ın iyimser GSYH tahminini kullanarak yapılan hesaplama dahi bu oranda kayda değer bir düşüş olmadığını gösteriyor. Dış sermaye hareketlerinin "diğer" kalemi altında listelenen dış borç hareketlerinin 2018 döviz krizi esnasındaki önemini yukarıda görmüştük. Bu konuda bir düzelmeden henüz söz etmek mümkün değil. Buna ek olarak, finansal kesim dışındaki firmaların net döviz açığının yüzde 10 civarında küçülmüş olmasına rağmen halen 183.2 milyar dolar gibi yüksek bir seviyede seyrettiği görülmekte.

Beşinci ve altıncı sütunlarda yurtiçi borçluluk oranlarına baktığımızda ise 2013'te zirveye ulaşan hanehalkı borcunun

GSYH'ye oranındaki düşüşün devam ettiğini gözlemliyoruz. Finansal olmayan özel sektör işletmelerinin borçlarının GSYH'ye oranı ise 2017'de zirveye ulaştıktan sonra 2018'de düşüş kaydetmiş, 2019'da ufak bir artış kaydetmiş durumda. Ancak 2019'da kredi büyümesinin oldukça yavaşlamış olması ve borç ödemelerinin bu işletmelerin gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturuyor olması, ekonominin toparlanmasının önünde engeller olarak yer almaya devam ediyor. Son sütundaki kamu kesimi net borç stokunun GSYH'ye oranında 2018 ve 2019'da gözlemlediğimiz hızlı artış ise kamu harcamalarının ekonomik küçülmenin daha sert gerçekleşmesinin önüne geçen, cari dengedeki iyileşmeyle birlikte, en önemli faktörler arasında yer aldığını gösteriyor.

Bir bütün olarak bu verileri değerlendirdiğimizde ekonomideki kırılmalıkların ortadan kalkmadığı görülmekte. Baştaki soruya dönersek, Fed'in faiz indirimlerinin ve miktarsal genişleme benzeri bilanço büyümesine yeniden başlamasının "yükselen piyasalar"a ve bununla birlikte Türkiye'ye yönelik dış sermaye girişlerini arttırarak ekonomiyi yeniden büyüme patikasına oturtması mümkün mü? Buna Avrupa Merkez Bankası'nın Eylül 2019'da başlattığı tahvil alım politikasını da eklersek, küresel likidite şartlarının görece

■ Tablo 3: Kırılganlık göstergeleri

	(1) Cari hesap dengesi (milyar ABD doları)	(2) Mal ve hizmet dengesi (milyar ABD doları)	(3) Dış borç stokunun GSYH'ye oranı	(4) Finansal kesim dışındaki firmaların net döviz pozisyonu (milyar ABD doları)	(5) Hanehalkı kredilerinin GSYH'ye oranı	(6) Finansal olmayan özel sektör işletmelerine bankalarca açılan toplam kredinin GSYH'ye oranı	(7) Kamu kesimi net borç stokunun GSYH'ye oranı
2000	-9.9	-10.7	%43.4		%4.0	%17.1	%41.5
2001	3.8	5.8	%56.7		%2.0	%14.5	%64.8
2002	-0.6	1.5	%54.4	-6.5	%1.9	%10.8	%59.9
2003	-7.6	-3.0	%46.2	-18.4	%2.9	%12.0	%53.6
2004	-14.2	-9.7	%39.8	-19.0	%4.8	%14.9	%47.6
2005	-21.0	-17.1	%34.1	-21.7	%7.2	%19.2	%40.1
2006	-31.2	-27.0	%37.8	-28.2	%9.0	%23.0	%32.7
2007	-36.9	-32.7	%37.0	-53.3	%11.3	%26.3	%28.2
2008	-39.4	-34.0	%36.7	-70.3	%12.4	%28.8	%26.8
2009	-11.4	-6.0	%41.7	-66.5	%14.0	%31.7	%30.9
2010	-44.6	-39.6	%37.8	-88.6	%16.1	%39.2	%27.4
2011	-74.4	-68.9	%36.7	-118.1	%17.2	%43.8	%20.8
2012	-48.0	-42.8	%39.2	-136.6	%18.2	%46.4	%15.3
2013	-63.6	-56.3	%41.4	-171.2	%19.6	%53.9	%10.9
2014	-43.6	-36.9	%43.5	-179.3	%18.7	%56.7	%9.1
2015	-32.1	-23.9	%46.6	-189.6	%17.9	%59.3	%6.9
2016	-33.1	-25.6	%47.5	-205.4	%17.6	%61.5	%8.4
2017	-47.3	-39.0	%53.4	-211.9	%17.1	%62.4	%8.4
2018	-27.0	-16.1	%57.6	-204.9	%14.8	%58.9	%13.6
2019	3.7	11.9	%56.2	-183.2	%14.3	%59.3	%14.8

**Kaynak:** (1), (2), (3), (4) TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (<https://evds2.tcmb.gov.tr>); (5), (6) Bank for International Settlements, "Credit to non-financial sector" (<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>); (7) Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kamu Finansmanı İstatistikleri (<https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>)

**Not:** (1), (2): 2019 Eylül sonu itibarıyla. (3) 2019 yılı için oran hesaplanırken "Yeni Ekonomik Program"daki yıl sonu dolar cinsi GSYH tahmini kullanılmıştır. (7) 2019 Haziran sonu itibarıyla.

olumlu seyretmesinin 2019'da dış sermaye girişlerinin önceki döneme göre düşük seviyede de olsa devam etmesini ve Türkiye ekonomisi için en kötünün ortaya çıkmamasını sağladığı söylenebilir. Ancak Türkiye'nin kredi notunun halen yatırım yapılabilir seviyenin altında olması

ve risk priminin oldukça yüksek olması, birçok uluslararası yatırım fonunun Türkiye'ye yatırım yapmasının önünde engel teşkil etmekte. Önümüzdeki dönemde Türkiye'deki getiri oranlarının görece yüksekliği daha spekülatif nitelikteki fonların Türkiye'ye yatırımlarını arttırmasına yol

açabilecek olsa da, bu ancak dış sermaye girişlerine bağımlı, borç artışına dayanan, inşaat odaklı büyüme modelinin bir süre daha canlanmasına ve bunun karşılığında da kırılganlıkların daha da artmasına yol açacaktır. Örneğin son Küresel İstikrar Raporu'nda IMF de yükselen piyasalardaki



yüksek dış borç oranlarına dikkat çekmekte ve olası bir finansal krizde bu borçların çoğunun çevrilmesinin oldukça güç olacağına vurgu yapmakta. Öte yandan, geniş kesimlerin reel gelirlerinin ve dolayısıyla toplam talebin gerilediği bir ortamda dış sermaye girişlerinde yaşanabilecek bir artışın yaratacağı büyümenin ise sınırlı olacağı beklenebilir. Aynı zamanda, bir

yandan yerleşiklerin sermaye çıkışının devam etmesi ile 2018 öncesine göre yüksek faiz oranlarının dış sermayeye yapılan ödemeleri arttırarak büyüme önünde bir fren teşkil edeceği de görünmekte. Jeopolitik risklerin seyri ve bu tabloya olası etkileri ise belirsizliğini korumakta.

### Son Notlar

1 Bu konuda ayrıntılı bir inceleme

için bkz. Ö. Orhangazi. 2020. Türkiye Ekonomisinin Yapısı: Sorunlar, Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri, Ankara: İmge. Özet bir değerlendirme için bkz. Ö. Orhangazi. 2019. "Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları, finansal kırılganlıklar ve kriz dinamikleri" Mülkiye Dergisi, 43(1): 111-137.

2 Bkz. TCMB 2019. Enflasyon Raporu 2019-III, 31 Temmuz 2019.