

## TÜRKİYE'DE 1994, 2001 VE 2018-2021 KUR KRİZLERİNİN YENİ NESİL KRİZ TEORİLERİ ÇERÇEVESİNDE İNCELENMESİ

Orhan ŞANLI<sup>1</sup>

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received: 27.08.2021

Accepted: 27.12.2021

#### JEL classification:

E4

E5

E6

#### Keywords:

New Generation Crisis

Theories

Currency Crisis

Exchange Rates

Turkey Economy

Foreign Debt

### MAKALE BİLGİSİ

#### Makale Geçmişi:

Geliş Tarihi: 27.08.2021

Kabul Tarihi: 27.12.2021

#### JEL kodu:

E4

E5

E6

#### Anahtar kelimeler:

Yeni Nesil Kriz Teorileri

Kur Krizi

Döviz Kurları

Türkiye Ekonomisi

Dış Borç

### ÖZET

*Türkiye, 1994 ve 2001 krizlerinin ardından sabit kur rejimini terk etmiş ve dalgalı kur rejimine geçmiştir. Fakat merkez bankasının rezervlerinin sınırlı olması, yüksek dış borç ve artan cari açık nedeniyle Türkiye'nin kur dalgalanmalarına karşı kırılganlığı artmıştır. Bu nedenle Türkiye 2018-2021 yılları arasında yeni spekülasyon kur şoklarına maruz kalmıştır. Kur şokları makroekonomik dengeleri bozmuştur. P. Krugman'ın ifade ettiği gibi Türkiye'de kur dalgalanmalarından kaynaklanan bir para-borç krizi meydana gelmiştir.*

*Bu çalışmada Türkiye'de yaşanan kur şokları Yeni Nesil Kriz Teorileri çerçevesinde incelenmiştir. Bu amaçla 1994, 2001 ve 2018-2021 dönemlerinde yaşanan kur şokları karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre Türkiye'deki kur şokları benzer nitelik taşımaktadır. Anı zamanda Türkiye'nin yaşadığı kur şokları 1998 Asya Krizi'ne benzemektedir. Yaşanan üç kur şoku faiz, enflasyon, ekonomik büyüme ve dış borç gibi makroekonomik değişkenleri olumsuz yönde etkilemiştir.*

### ABSTRACT

*After the 1994 and 2001 crises, Turkey abandoned the fixed exchange rate regime and switched to the floating exchange rate regime. However, Turkey's vulnerability to exchange rate fluctuations has increased due to the limited reserves of the central bank, high external debt and increasing current account deficit. Therefore, Turkey has been exposed to new speculative exchange rate shocks between 2018-2021. Exchange rate shocks deteriorated the macroeconomic balances. As P. Krugman has stated, a money-debt crisis has occurred in Turkey due to exchange rate fluctuations.*

*In this study, the exchange rate shocks experienced in Turkey were examined within the framework of New Generation Crisis Theories. For this purpose, exchange rate shocks in 1994, 2001 and 2018-2021 periods were compared. According to the results of the study, exchange rate shocks have similar characteristics in Turkey. At the same time, the exchange rate shocks experienced by Turkey are similar to the 1998 Asian Crisis. Three exchange rate shocks negatively affected macroeconomic variables such as interest rates, inflation, economic growth and foreign debt.*

1 Dr., Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Nazilli İİBF, İktisat Bölümü, orhan.sanli@adu.edu.tr, orcid: 0000-0002-3366-8993

## 1.GİRİŞ

Döviz kurlarında denge özellikle gelişmekte olan ülkelerin neoliberalizmle beraber yönetmeleri gereken en önemli konulardan biri haline gelmiştir. Bu nedenle döviz kuru rejimleri uzun yıllardır tartışılmış ve gelişmekte olan dünya için döviz kurları ve ekonomik büyüme ilişkisi makroekonomik politikaların en tartışmalı yönlerinden biri olarak kabul edilmiştir (Aghion vd., 2009:494, Levy-Yeati ve Sturzenegger, 2003:1173). Bu tartışmalar ise, ekonomik şoklar, spekülasyon ataklar, krizler, olağan üstü durumlar veya sürdürülebilir bir ekonomi için uygulanması gereken en ideal kur rejimi etrafında şekillenmiştir.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra liberal aynı zamanda finans ve sermaye odaklı yeni bir ekonomik sisteme geçilmesi için IMF ve Dünya Bankası gibi kurumlar kurulmuştur. Bu doğrultuda yeni ekonomik sistemin işleyebilmesi için küresel para sisteminin temelleri Bretton Woods sistemiyle atılmıştır. Bu sistem daha çok sabit kur rejimine dayanmaktaydı (Seyidoğlu, 2011:144). Böylece altın para ve Bretton Woods sistemi ile 1970'lere kadar sabit kur rejimleri ciddi şekilde destek görmüştür. Fakat 1970'lerden sonra Bretton Woods sisteminin çökmesiyle alternatif kur rejimlerine ilgi artmıştır. Böylece sanayileşmiş ülkeler esnek kur rejimine doğru yönelmiş fakat dünya genelinde birçok ülke sabit kuru uygulamaya devam etmiştir (Hagen ve Zhou, 2004:2).

Bu bilgiler doğrultusunda döviz kuru rejimlerinin özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyük öneme sahip olduğu söylenebilir. Çünkü 20.yy'ın son çeyreği itibariyle küresel çapta yaşanan para krizlerinin büyük çoğunluğu sabit kur rejimi uygulayan aynı zamanda gelişmekte olan ülke grubunda yer alan ülkelerde meydana gelmiştir. Krizlerin temel noktasını ise spekülasyon saldırılarıyla kontrolden çıkan kurların yol açtığı maliyetler oluşturmaktadır. Bu gelişmeler doğrultusunda dünya genelinde kur krizlerinin nedenlerini

araştıran ve krizleri matematiksel ve iktisadi bir alt yapıya dayandıran yeni teoriler geliştirilmiştir. Bu teoriler birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil kriz teorileri olarak sınıflandırılmıştır.

1980'lerden sonra liberalleşme çabalarını hızlandıran ve kur şoklarına karşı kırılganlığı giderek artan Türkiye için kur rejimleri ayrı bir öneme sahiptir. 2002'den önce sabit kur rejimi uygulayan Türkiye, 2002'den sonra esnek kur rejimine geçmiş ve enflasyon hedeflemesi birinci öncelik olmuştur. Türkiye sabit ve dalgalı kur rejimleri altında birden fazla kur krizi yaşamıştır. Bu krizlerin ilk sıralarında sabit kur rejimi döneminde yaşanan 1994 ve 200-2001 krizleri yer almaktadır. Ardından dalgalı kur rejimine geçilmesiyle ilk sayılabilecek kur krizleri 2018-2021 dönemleri arasında yaşanmıştır. Türkiye'de sabit ve dalgalı kur rejimi altında yaşanan krizlerde politik riskler, dış konjonktürden kaynaklanan gelişmeler ve ekonomi politikalarındaki hatalar etkili olmuştur. Krizlerin neticesinde ise Türkiye yüksek bütçe açığı, yüksek enflasyon, yüksek kur, yüksek faiz ve yüksek borç sarmalına girmiştir.

Bu çalışmada, gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'de kur krizlerinin sebep ve sonuçları yeni nesil kriz teorileri çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmanın amacı Türkiye'nin 2018-2021 yılları arasında yaşadığı ağır kur şoklarının yeni bir ekonomik krize yol açıp açmayacağını 1994 ve 2001 Krizleri ile karşılaştırılarak ortaya koymaktır. Çünkü 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan benzer kur şokları Türkiye'yi derin ekonomik krizlere sokmuştur. Her ne kadar Türkiye esnek kur rejimine geçmiş olsa da, merkez bankasının rezervlerinin sınırlı olması ve son zamanlarda faiz-enflasyon ve kur sarmalının etkili olması Türkiye'nin sabit kur rejimine yakın bir esnek kur rejimi uygulamasına neden olmaktadır. Dolayısıyla gerek dış kaynaklı olsun gerek iç kaynaklı olsun meydana gelebilecek yeni kur şokları Türkiye ekonomisini temelden sarsabilmektedir. Bu doğrultuda bu çalışma, son yıllarda yeniden başlayan yoğun spekülasyon kur şoklarının Türkiye için yarattığı risklere, olası makroekonomik sonuçlara ve yeni bir ekonomik krize yol açıp açmayacağına yönelik önemli tespitler

sunmaktadır. Özellikle 2021 yılının son çeyreğinde TL'nin dolar ve euro karşısında tarihin en düşük seviyesine inmesi, Türkiye'yi enflasyon, faiz, kur ve borç sarmalına doğru ittiği görülmektedir. Bu durumun hane halkı, devlet, bankacılık kesimi ve firmalar üzerinde gelir bozucu etkiye yol açması, politika yapıcıların Türkiye için dengeli bir kur politikasını belirlemeleri gerektiğini ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümlerinde kur rejimleri ve yeni nesil kriz teorileri ele alınmıştır. Çalışmanın dördüncü bölümünde ise 1980-liberalleşme döneminin başlamasının ardından Türkiye'nin yaşamış olduğu 1994, 2001 ve 2018-2021 dönemlerinde yaşanan spekülasyon kur şokları yeni nesil kriz teorileri çerçevesinde karşılaştırılarak incelenmiştir.

## 2. KUR REJİMLERİ

1950'li yıllardan sonra M. Friedman öncülüğünde esnek döviz kuru rejiminin faydalarını konu olan yeni çalışmalar ortaya çıkmıştır. 1970'li yılların hemen ardından yaşanan krizlerin daha çok sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde gerçekleşmesi, Friedman yanlısı görüşlere ilgiyi artırmıştır. Böylece 2000'li yıllara gelindiğinde sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülke sayısı giderek azalmıştır<sup>2</sup>.

Mundell (1963) ve Fleming (1962), Friedman'ın kur rejimini konu alan analizini sermaye hareketliliğini baz alarak genişletmişlerdir<sup>3</sup>. Buna göre, nominal veya reel fark etmeksizin uygulanacak kur rejimi, şokların kaynağına ve sermaye hareketliliğinin yoğunluğuna bağlıdır. Sermaye hareketliliğinin yoğun olduğu dışa açık ekonomilerde ticaretten kaynaklanan bir şok karşısında esnek kur sistemi şokları yok etmede daha etkilidir. Fakat para talebinde meydana gelen

değişikliklerin yol açabileceği şoklar karşısında sabit döviz kuru daha etkilidir (Bordo, 2003:7). Bu doğrultuda 20.yy'ın ikinci yarısından sonra yeni bir anlayışın yol açtığı dalga ile esnek kur rejimine doğru bir geçiş başlamıştır.

Sabit ve esnek kur rejimlerini destekleyen veya eleştiren bu tartışmalara rağmen, ülkeler için en ideal kur rejiminin hangisi olduğu konusunda kesin bir yargıya varmak oldukça zordur. Çünkü ideal kur rejimi bir ülkenin özel koşullarına bağlıdır<sup>4</sup>. Yani tüm dünya için en ideal ve her durumda geçerli olan ortak bir döviz kuru rejimi yoktur (IMF, 2000). Calvo ve Mishkin, (2003:115)'e göre ideal kur rejimi daha çok ülkenin ekonomik yapısı, kurumların özellikleri ve politik yapısıyla yakından ilgilidir

Bu doğrultuda döviz kurlarının yol açtığı yüksek seviyeli oynaklıklar ve belirsizler 1973'lerden itibaren araştırmacıları bu tür gelişmelerin ticaret üzerindeki etkilerini araştırmaya yöneltmiştir (Chowdhury, 1993:700-701). Fakat döviz kurlarına yönelik çalışmalar makro ve mikro alanları kapsayacak şekilde genişlemiştir. Çünkü döviz kuru rejimleri dış ticaretin yanı sıra, fiyat istikrarı, uluslararası sermaye akımları, dış şoklar, finansal gelişmeler, parasal bağımsızlık, kredibilite ve ekonomik istikrar gibi birçok alanı kapsamaktadır. Dolayısıyla döviz kurları, uluslararası finansal gelişmelerle ve dış kaynaklı uluslararası şoklarla yakından ilgili bir alan haline gelmiştir.

Küresel ekonomi ve ticaret geliştikçe döviz kuru rejimlerinin tartışma noktası da değişime uğramıştır. Neoliberal politikaların yaygın olmadığı 1980 öncesi dönemde ülkeler dışa daha kapalı vaziyetteydi. Bu nedenle 1980'lerde döviz kuru rejimleri istikrar araçları olarak incelenirken,

2 Sanayileşmiş ekonomiler büyük oranda esnek döviz kuru rejimine sahipken, gelişmekte olan dünyada sabit döviz kuru rejimleri daha yaygındı. Fakat gelişmekte olan ülkeler, giderek liberalleşen küresel ekonomik sisteme entegre olabilmek, fırsatlardan daha fazla yararlanmak, değişimlere daha çabuk uyum sağlamak amacıyla esnek kur sistemine doğru kaymaya başlamıştır (IMF, 2000).

3 Mundell R. A. (1963) ve Fleming J. M. (1962), çalışmalarında sabit ve esnek kur rejimlerinin uygulanması durumunda para ve maliye

politikalarının etkinliklerini incelemişlerdir. Bu yönü ile kur rejimlerine yönelik çalışmalar yoğunluk kazanmıştır.

4 Kur rejimleri, sabit, dalgalı müdahaleli ve serbest kur rejimi gibi farklı yöntemlerle uygulanmaktadır. Esnek döviz kuru rejimi uygulayan ülke sayısı artsa da bu ülkeler dönem dönem kurlara o kadar fazla müdahale eder ki, sabit kur rejimi uygulayan ülkelere farkları kalmaz (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005:1604). Yani, ülkeler risklerin, sorunların ve belirsizliklerin arttığı dönemlerde kur sistemine çok fazla müdahale etmektedirler.

ardından gelen yıllar itibariyle tartışmalar kur rejimlerinin dış şoklara karşı nasıl uygulanması gerektiği üzerine odaklanmıştır (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2001:2).

IMF, kur rejimlerini ülkelerden gelen bildirimler doğrultusunda uygulanan rejimin esneklik yoğunluğuna göre farklı kategorilere ayırmıştır. Bu doğrultuda kur rejimleri üçe ayrılmaktadır. Bunlar, sabit kur rejimi, sınırlı esnek kur rejimi ve yoğun esnek kur rejimidir (Babula ve Ötker-Robe, 2002:6). Tablo 1 ve 2’de IMF’nin sınıflamasına göre kur rejimlerinin detayları ve uygulayan ülkelerin oranı verilmiştir.

**Tablo 1.** Döviz Kuru Düzenlemelerinin Sınıflandırılması

Yöntem	Kategori	Uygulayan IMF Üyesi Ülkeler (%)
Sert Sabit Rejim	Değişim düzenlemesi (ayrı bir yasal ihale olmadan), Para Kurulu düzenlemesi	12,5
Yumuşak Sabit Rejim	Geleneksel sabitlenmiş düzenleme, Yatay bant içinde sabit döviz kuru, stabilize düzenleme, sürünen sabit, düzenleme tarzı tarama.	46,4
Dalgalı Rejim	Dalgalı, serbest dalgalı	34,4
Kalan	Yönetilen diğer düzenlemeler	6,8

Kaynak: IMF, 2019:12. Not: Kur rejimi uygulayan ülke sayısı IMF üye sayısı içindeki oranını ifade etmektedir.

IMF’nin ülkelerden gelen bildirimler doğrultusunda sınıflandırdığı kur rejimleri ve özellikleri tablo 1’de verilmiştir. Ana hatlarıyla üçe ayrılan kur rejimleri arasında en yaygın olanı yumuşak sabit kur rejimi veya diğer adı ile sınırlı esnek kur rejimidir. Tablo 1’de de görüldüğü gibi katı sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülke, IMF üyesi ülkelerin sadece %12,5’i kadardır. Dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerin oranı ise %34,4’tür. Daha önce de ifade edildiği gibi 2000’li yılların ardından sert sabit döviz kuru rejimleri birçok ülke tarafından terk edilmiştir. Fakat gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere sert sabit kur rejimini terk eden ülkeler tamamen dalgalı kur rejimi yerine sınırlı dalgalı kur rejimini tercih ettikleri anlaşılmaktadır. Bu durumun temel sebebi ise rezervlerin sınırlı ve sermaye kontrollerinin yaygın olmasıdır. Çünkü yoğun esnek kur rejimi gelişmekte olan ülkelerde rezervlerin tükenmesi, faizlerin fazla yükselmesi ve bütçe bozulmaları gibi temel problemlere yol açabilmektedir.

**Tablo 2: Ülkelerin Döviz Kuru Rejimlerine Göre Dağılımı**

Döviz Kuru Düzenlemesi	Döviz Kuru Çıpası				Parasal Hedefleme	Enflasyon Hedeflemesi	Diğer
	Dolar	Euro	Karma	Diğer			
Ülke Sayısı	38	25	9	9	24	41	46

Kaynak: IMF, 2019:12. Not: Ülke sayısı IMF’nin üyesi ülkeleri kapsamaktadır.

Tablo 2’de, IMF üyesi ülkelerinin sayısının döviz kuru düzenlemelerine göre dağılımı gösterilmiştir. Buna göre döviz kuru çıpası altında parasal sistemini yürüten IMF üyesi 81 ülke vardır. Bu ülkelerden 38’i dolar, 25’i de euro kullanmaktadır. Parasal toplam hedef doğrultusunda hareket eden 24 ülke vardır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi doğrultusunda döviz kuru düzenlemesi yapan ülke

sayısı 41’dir. Tablo 1 ve 2’den de anlaşılacağı gibi dünya genelinde oldukça farklı döviz kuru rejimleri uygulanmaktadır. Her ne kadar katı sabit kur rejimi uygulayan ülke sayısı az olsa da ara rejimler yoğunlukla uygulanmaktadır. Ayrıca ülkelerin önemli bir kısmı paralarını dolar ve euro gibi para birimleri karşısında sabitleyerek döviz kuru sorunlarını azaltmaya çalışmaktadırlar.

Birçok gelişmekte olan ülkede kurlar önemli bir politik konudur. Kurların kontrolden çıkması; yüksek faiz, düşük merkez bankası rezervleri, dolarizasyon, yüksek iç ve dış borç, bütçe açıkları, ekonomik küçülme, yüksek işsizlik gibi makro ve mikro düzeyde sorunlara ve hatta krizlere yol açmaktadır<sup>5</sup>.

Kur krizleri veya diğer adıyla para krizleri, ulusal para biriminin diğer para birimleri karşısında ani ve keskin bir şekilde değer kaybetmesi, dövizlere doğru spekülasyon atakların yükselmesi ve merkez bankalarının kurları kontrol altına almak için rezervlerini eritmesi ve faizleri yükseltmek zorunda kalması şeklinde tanımlanabilmektedir (Glick ve Hutchison, 2011:1-2). Başarılı bir spekülasyon atak karşısında yerel para birimi değer kaybederken, kesin başarıya ulaşamayan ataklarda paranın değeri ancak merkez bankası rezervlerinin azalması veya faizlerin artması pahasına korunabilmektedir<sup>6</sup>.

Finansal liberalleşmeyle birlikte tartışılan konuların başında döviz kuru oynaklıkları ile mücadelede sabit mi yoksa dalgalı döviz kuru rejimi mi uygulanması gerektiği konusu gelmektedir. Döviz kurları neden kontrol ediliyor sorusu bu tartışmaların çıkış noktasını oluşturmaktadır. Döviz kurlarının yol açabileceği maliyetleri engelleme konusunda çeşitli mekanizmalar geliştirilmiştir. Devletler döviz kuru oynaklıklarına ve bu oynaklıkların yol açabileceği maliyetin boyutuna göre kur rejimini belirlemektedir. Eğer dalgalı kur rejiminin yol açtığı etkiler kontrol altına alınabiliyorsa kurlar dalgalanmaya bırakılır. Fakat oynaklıkların yol açabileceği maliyetler yüksekse döviz kurları kontrol altına tutulur (Flood ve Rose, 1995:3-5).

---

5 Para krizlerinin maliyeti beklenenden daha yüksek olabilir. Para krizinin yol açtığı servet etkisi borç yükünü artırarak üretimi ve gelir dağılımı temelden bozabilir. Reform süreçleri sektöre uğrayabileceği gibi kayda değer miktarda döviz kaybı yaşanabilir. İlerleyen süreçte ülkenin uluslararası arenada itibarı zayıflayabilir ve bir ekonomide en önemli göstergelerden biri olan güven konusunda sorun yaşanabilir (Sagib, 2002:3).

6 1980'lerden sonraki kur krizleri sabit kur veya yarı sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde daha yoğun olarak görülmüştür. Bu nedenle literatürde sabit ve yoğun kontrol altındaki kur rejimlerinde yaşanan kur krizlerine yönelik en temel üç nesil kriz teorisi geliştirilmiştir. Bu

Liberal politikaların hızlı bir şekilde tüm dünyaya yayılmaya başladığı 1980'lerin ardından mali, finansal ve kur ksynaklı krizler ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu krizler daha çok Latin Amerika ve Asya ülkelerinde yaygınlık kazanmıştır. Bu durumun temel sebebi ise küresel ekonominin büyük ölçüde serbestleşmesiyle döviz kurlarının gelişmekte olan ülkelerde yol açtığı aşırı kırılganlıktır. Bu nedenle uygulanan döviz kuru rejiminin makroekonomik istikrarsızlığı nasıl tetiklediği veya krizlerden çıkmak için uygulanması gereken rejimler gelişmekte olan dünya için öncelikli konular arasında girmiştir. Öyle ki, Meksika (1994-1995), Şili (1982), Arjantin (2001-2002), Türkiye (2000-2001), Ekvator (1998), Rusya (1998), Doğu Asya (1997) gibi gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler, kur rejimlerinin yeniden gözden geçirilmesi gerektiğini ortaya çıkarmıştır (Calvo ve Mishkin, 2003:99-101).

Bir ekonomideki şoklar, spekülasyon ataklar ve beklentiler döviz kuru rejimleriyle kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Reel şoklara ve tepkilere karşı uygulanması gereken kur rejimi tartışmaları M. Friedman'dan beri devam etmektedir. Friedman'ın teorisine göre esnek kur rejimi uygulayan ülkeler sabit kur rejimi uygulayan ülkelere göre reel şoklara karşı daha yeteneklidir<sup>7</sup>. Friedman'ın bu teorisi yapışkan fiyat mekanizmasına dayanmaktadır. Yapışkan fiyatların geçerli olduğu bir ekonomide reel şoklara karşı esnek döviz kuru sistemi, reel fiyat ayarlamalarında daha etkilidir. Oysa sabit kur rejimi uygulayan ülkeler reel şoklara karşı çok daha yavaş tepki vermektedir (Friedman, 1953)<sup>8</sup>. Özellikle kısa dönem yapışkan fiyat mekanizması

kriz teorileri birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil olarak sınıflandırılır (Burnside, vd, 2016:79).

7 Broda (2004), M. Friedman'ın teorisini yeniden ele alarak kur rejimlerinin reel şoklara verdiği farklı tepkileri ölçmüştür. Sonuçlar, M. Friedman'ın teorisine uygun çıkmıştır.

8 Fakat Friedman, dalgalı döviz kuru rejimini destekleyen analizini rezerv sorunu çok fazla olmayan aynı zamanda gelişmiş olan ülkeleri baz alarak yapmıştır. Gelişmekte olan ülkeler için dalgalı kur rejiminin uygun olacağını yönünde ayrı bir fikir belirtmemiştir (Edwards, 2020:1-2). M. Friedman 1973 yılında bir konferansta bu konuda aynen şu ifadeleri kullanmıştır; "Uzun zamandır büyük ülkeler için dalgalı bir

ve eksik kur ayarlamalarının olduğu bir ekonomide reel şoklar fiyat sisteminde bozulmalara ve kaynakların yanlış tahsisine yol açmaktadır. Buna göre sabit kur rejimlerinde çıktıda yüksek oynaklıklar görülmektedir (Levy-Yeati ve Sturzenegger, 2003:1173).

Sabit döviz kurları ile ilgili bir diğer sorun istikrar amacıyla para politikasının kullanılamamasıdır. İhracat talebinde ani bir düşüş olduğu şok dönemlerinde sabit döviz kuru altında nominal ücret ve fiyatların geçerli olduğu bir ekonomide ihracat şokları büyük problemlere yol açabilmektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1995:74-75). Dolayısıyla farklı kur rejimi uygulayan ülkelerin krizlere ve şoklara verdiği tepkiler de farklılık göstermektedir.

Bunun yanı sıra kur rejimlerinde tercihler zamanla değişebilir. Yüksek enflasyon sorunu olan ülkelerde sabit kur rejimi kısa dönemde enflasyonu düşürmek için uygun bir yöntem olarak kabul edilmektedir. Fakat 1980'lerden sonra sermaye hareketliliğinin hızlanması neticesinde sermaye girişlerinin ve çıkışlarının yol açabileceği dengesizlikleri, şokları ve baskıları hafifletebilmek için kur ayarlamaları kaçınılmaz olmuştur. Ayrıca küresel ticaretin ve üretimin artmasıyla hem esnek kur rejimi hem de sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde enflasyon düşmeye başlamıştır. Böylece enflasyonla mücadelede kısa dönemde sabit kur rejiminin avantajı da azalmaktadır. Bu durumda sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada bu ülkeler esnek kur rejimine doğru bir geçiş yapabilmektedirler (Caramazza ve Aziz, 1998).

### 3. YENİ NESİL KRİZ TEORİLERİ

Para krizleri basit bir mekanizmaya dayanmaktadır. Kısa vadede nominal fiyatların katı olduğu bir ekonomide yerel para biriminin değer kaybetmesi döviz yükümlülüğü olan üretim sektöründe borçlanma maliyetinin artmasına yol açar. Borçlanma maliyetinin artması ise kar

oranlarını düşürmektedir. İlerleyen dönemlerde ise yatırımların ve dolayısıyla üretimin azalması ile sonuçlanabilir. Bu durumda para talebi düşerek yerel paranın değer kaybı artmaya başlar. Döviz piyasalarındaki arbitrajlı hareketlenmeler de para değerinin kaybını hızlandırır. Böylece beklentilerin veya kötü şokların yol açtığı bunaltı para krizlerine yol açmaktadır (Aghion vd, 2001:1122-1123).<sup>9</sup> Özellikle gelişmekte olan ülkelerde rezerv problemi olduğu için merkez bankalarının rezervlerini azaltarak ve faiz artışı yaparak müdahalede bulunmaları, krizlerin ekonomik etkisinin daha da derinleşmesine yol açmaktadır. Nihai aşamada kur rejimleri değişebilir ve ülkede çıkan kriz küresel bir boyut kazanabilir.

Fakat daha önce de ifade edildiği gibi krizler farklılık göstermektedir ve aynı iktisadi ve matematiksek alt yapı ile açıklanamamaktadır. Örneğin esnek döviz kuru uygulayan ve rezerv sorununun olmadığı ekonomilerde veya maliye politikasının güçlü olduğu ülkelerde de para krizleri görülebilmektedir. Ayrıca daha az gelişmiş finansal piyasalarda kriz esnasında çıktı daha fazla düşebilmektedir. Dolayısıyla basit para krizi mekanizması çeşitli krizleri yeterince kapsamamaktadır.

Küreselleşmede yeni bir evreye geçen dünyada sermaye hareketliliği çok fazla artmıştır. Bu gelişmeler neticesinde döviz kurları sermaye ve finansal hareketliliğin üzerinde etkili olmaya başlamıştır. Bu nedenle döviz kurları ile finansal kırılganlık arasında yakın bir ilişki olduğu söylenebilir (Einchengreen ve Hausmann, 1999:2-3). Böyle bir ekonomik sistem içerisinde spekülasyon saldırılar makroekonomi politikalarının en temel konularından biri haline gelmiştir (Krugman, 1999a:459). Çünkü spekülasyon atakları bazı ülkelerde krizin sebebi olurken, bazı ülkelerde krizi hızlandıran konular arasına girmiştir. Bu doğrultuda 1970'lerden sonra sabit döviz kuru

döviz kuru sisteminden yana olsam da bunun gelişmekte olan ülkeler için de mutlaka en iyi sistem olduğunu asla tartışmadım." (Friedman, 1973).

<sup>9</sup> Aghion vd, (2001)'e göre para krizleri iki gerçeğe bağlıdır. Birincisi, kriz olan ülkelerde özel sektörün döviz cinsinden borçlanması çok yüksektir. İkincisi ise döviz kuru şokları satın alma gücünü önemli ve kalıcı bir şekilde etkilemektedir.

sisteminin çökmesi ile krizleri spekülâtif atakları merkeze alarak açıklayan teoriler geliştirilmiştir<sup>10</sup>.

Bu teoriler yeni nesil kriz teorileri olarak isimlendirilmiştir. Kriz teorilerini açıklayan öncü teoriler birinci ve ikinci nesil ayrımı yapmaktadır. İlk teoriler kurlara yönelik dinamik spekülâtif ataklara ve sürdürülemeyen politikalara dayanmaktadır. Diğer teoriler ise kendi kendini besleyen spekülâtif ataklarla ve finansal dengesizlere dayanmaktadır (Nag, 2002:222).

Paul Krugman (1979) ve Food-Garben (1984) çalışmaları ile krizlerin nedenlerini teorik alt yapıya kavuşturan birinci nesil kriz modelini ortaya atmışlardır<sup>11</sup>. 1990'larda Avrupa'da meydana gelen krizlerin birinci nesil kriz teorisiyle açıklanamamasından dolayı ise Obsfedl (1994)'in katkılarıyla ikinci nesil kriz teorileri geliştirilmiştir. Fakat farklı sebeplerle yeni krizlerin çıkması, kriz teorilerinde üçüncü nesil teorilerin gelişimine neden olmuştur. Bu nedenle Krugman (1998-1999) ve Sach'ın (1998a, 1998b) çalışmaları doğrultusunda üçüncü nesil kriz teorileri geliştirilmiştir.

Kriz teorilerinin çıkış noktası krizlerin sebepleri arasında kur rejimlerinin etkisine dayanmaktadır. Özellikle 1970'lerden sonra çıkan parasal krizlerde sabit, az dalgalı veya dalgalı kur rejimi uygulamalarının etkisi kriz teorilerinde üzerinde durulan temel konulardan biridir. Krizlerin şu veya bu şekilde sabit kur rejimine daha yakın ülkelerde çıkması ise dikkatleri sabit kur rejimine doğru yöneltmiştir. Fakat daha önce de ifade edildiği krizlerin çıkış noktasında sabit kur rejiminin etkili olması, dalgalı kur rejiminin ideal bir rejim olduğunu ifade etmemektedir<sup>12</sup>. Çünkü kur rejimleri arasında seçim yapmak için ekonominin

10 Spekülâtif ataklar 1971'de Breetton Woods sisteminin ve 1973'te Smithsonian sisteminin çökmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda sabit kur rejimleri büyük ekonomilerde kısmen son bulmuştur. Fakat 1975-1998 arasında sabit kur rejimini sürdüren Asya, Güney Amerika ve Avrupa ülkelerinde spekülâtif ataklar yeni krizlere yol açmıştır (Krugman, 2001:1)

11 Food ve Garben, P. Krugman'ın kriz modelini geliştirmişlerdir. Sabit kur rejiminin ön görülebilir ve ön görülemeyen her iki durumda krize nasıl yol açabileceği incelenmiştir (Food ve Garben, 1988).

özelliklerini ve enflasyon geçmişini dikkate almak gerekmektedir (Fischer, 2001:4-22).

### 3.1. Birinci Nesil Kriz Teorileri

Birinci nesil kriz teorilerine göre krizlerin temel nedeni sürdürülemeyen maliye politikalarıdır. P. Krugman (1979) ile Flood ve Garber'in (1984) analizlerine dayanan bu teoride bütçe açıkları ve bütçe açıklarının finansman yöntemi krize giden sürecin zemin taşını oluşturmaktadır. Makroekonomik bozulmaların neticesinde bütçe açıklarının artması, rezervlerin erimesine veya borçlanmanın artmasına yol açmaktadır. Fakat rezervlerin ve borçlanmanın bir sınırı vardır. İki seçeneğin sonuna gelindiğinde bütçe açıkları artmaya devam ediyorsa, para basarak finansman yöntemine başvurulur. Parasal genişleme hem enflasyona sebep olduğu için hem de sabit kur rejiminin sürdürülebilmesi ile doğru orantılı bir politika olmadığından kriz kaçınılmaz olmaktadır (Burnside vd, 2007:1-2). Böylece istenmeyen enflasyon sorunu ile karşılaşan hükümet, sabit kur rejimini sürdürecektir gücü kalmadığında ödemeler dengesi krizi olarak adlandırılan bir para krizi ortaya çıkmaktadır (Krugman, 1979:311).

Burada makroekonomik dengesizliklerin yol açtığı krizlerin genişlemesinde ve hızlanmasında spekülâtif atakların etkisini göz ardı etmemek gerekmektedir. Çünkü piyasa yönlendiriciler, hükümetlerin para basma, borçlanma ve rezervleri kullanma konusunda bir sınırının olduğunu çok iyi bilmekte ve tahmin etmektedirler. Endişe ve beklenti ile devalüasyonun daha fazla olacağını veya kurların daha da değerleneceğini düşünen yatırımcılar tarafından ani bir spekülâtif ataklarla dövizde doğru bir talep genişlemesi olmaktadır

12 Aghion vd, (2001)'e göre, krizler şu beş farklı ortamda çıkabilir. Birincisi, döviz borcu çok yüksek olan ülkede kriz çıkabilir. İkincisi hem sabit hem de esnek döviz kuru uygulayan ülkelerde kriz çıkabilir. Üçüncüsü kamu sektöründeki dengesizlikler dışlama etkisiyle yerel para birimi üzerinde istikrar bozucu etkilere yol açabilir. Dördüncüsü, kredi arzındaki genişleme nominal faiz oranlarındaki değişikliklere tepki verdiğinde para politikası krizde etkisini yitirebilir. Beşincisi sıkı para politikası borç yükünü artırmaktadır.

(Krugman, 1979:311-312). Böylece mevcut kriz politikaları etkisiz kalarak kısır bir döngü içerisinde devam eden süreç devletin kur rejimini değiştirmesine kadar sürecektir.

Birinci nesil kriz teorileri 1970'lerde Meksika (1973-1982) ve Arjantin (1978-1981) gibi Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizleri açıklamaya yönelik olarak ortaya atılmıştır. Bu model özünde sabit kur rejimi altında aşırı genişleyici maliye ve iç politikaların ekonomiyi nasıl krize götürdüğünü göstermektedir. Ayrıca özel piyasa katılımcılarının politik tutarsızlıktan kar elde etmeye çalışmasının krizi hızlandırdığı kabul edilmektedir (Metz, 2003, Flood ve Marrion, 1998:1-2). Bu modelin temel bileşenleri ise satın alma gücü paritesi, bütçe kısıtlaması, bütçe açıklarının zamanlaması, para talebi, sabit kur rejimini terk etme kuralı ve kriz sonrası uygulanacak para politikasıdır<sup>13</sup>. Dolayısıyla bu modelde, bütçe açıkları, yükselen borç sorunu ve rezervlerin azalması gibi makro ekonomik dengesizlikler kur krizinden önce yaşanmaktadır. Böylece bu dengesizlikler spekülasyon atakların hızlandırıcı etkisi ile krize neden olmaktadır (Burnside vd, 2007:1-3).

### 3.1.1. Model

Birinci nesil kriz modelleri basit bir ekonomik modele dayanmaktadır ve belli varsayımları vardır. Ekonomide herhangi bir sorun yoktur ve ideal bir ön görüşü vardır. Tam sermaye hareketliliği altında, örtülmemiş faiz paritesi geçerlidir, yerli ve yabancı mallar arasında ikame tamdır. Satın alma gücü paritesinin her zaman geçerli olduğu modelde fiyatlar esneklerdir. Yabancı ürünlerin fiyat endeksi sabittir. Yani yurt içi fiyatlar nominal döviz kuruna eşit kabul edilir. Böylece enflasyon oranı döviz kurlarındaki değişim oranına eşittir. Aşağıda para piyasası modeli gösterilmiştir (Rangvid, 2002:616).

$$m_t^d - e_t = L(\dot{e}_t) \quad L < 0 \quad (1)$$

$$m_t^s = \ln(D_t + R_t) \quad (2)$$

Model 1 ve model 2'deki  $m^d$ ; para talebini,  $m^s$ ; para arzını,  $e_t$ ; nominal döviz kurundaki değişimi (log),  $e_t$ ; zamana göre döviz kurunun değişimini temsil etmektedir. Bunun yanı sıra merkez bankasının para arzı logaritması, merkez bankasının sahip olduğu yerel para birimi değerinden döviz rezervlerinin logaritmasına (R) ve merkez bankasının yurt içi kredi stokuna (D) bağlıdır.

Sabit kur rejiminde;  $e_t \equiv \bar{e}$  ise  $\dot{e}_t = 0$ 'dır, böylece;

Para talebinin sabit olduğu kabul edilir:  $m_t = \bar{e} \equiv m^-$

Modelin varsayımına göre merkez bankasının tuttuğu yurt içi kredileri,  $D_t$ , sabit dışsal olarak  $\mu$  oranda büyümektedir, çünkü hükümetin bütçe açığı durumunda merkez bankası ile yaptığı tahvil ticareti, parasal bir genişlemeye yol açmaktadır.

$$\mu = \frac{\dot{D}_t}{D_t} \quad (3)$$

Fakat para talebinin sabit olması ( $m^-$ ) ve para piyasasının dengede olması nedeniyle bütçe açığını finanse etmek için başvurulmuş parasal genişleme para arzında bir artışa yol açmayacaktır. Şu hâlde sabit para arzı ve para talebi ile büyüyen iç kredi, döviz rezervlerinde aynı oranda bir azalışa yol açacağı anlamına gelmektedir. Bu durumda yeni denge şu şekilde olacaktır:

$$\frac{\dot{D}_t}{D_t} = -\frac{\dot{R}_t}{R_t} = -\mu$$

Model krize giden süreci tam da bu noktada açıklamaya çalışmaktadır. Sabit kur rejimi altında, kredi genişlemesi (D) ile piyasaya enjekte edilen yerel para özel ajanlar tarafından talep edilmeyecektir. Bu kesim tam tersi yönde dövize yönelerek yerli para ile döviz değişimi amacıyla merkez bankasına hücum ederler. Bu nedenle para talebinde (m) reel bir artış gerçekleşmez. Böylece iç piyasadaki yerel kredi genişlemesi kadar merkez bankasının döviz rezervleri azalmaya devam edecektir.

Döviz rezervlerindeki sürekli bir azalış mutlaka spekülasyon ataklara yol açmaz. Burada merkez bankasının rezervlerinin ineceği son noktanın ve ne zaman sabit kur rejimini terk edeceğinin ön

13 Krugman (1979) ve Flood-Garben (1984) tarafından Modelin matematiksel alt yapısı, ilgili çalışmalarda detaylı bir şekilde kurulmuştur. Ayrıca Flood ve Marion (1998), Burnside vd, (2007) ve

Saqib (2002) gibi birçok iktisatçı birinci nesil modellerin teorik ve matematiksel alt yapısını yeniden yorumlamışlardır.



görülmesi spekülâtif atakların zamanını belirleyecektir. Bu öngörünün (merkez bankasının sabit kuru terk edeceğini ilan etmesi) gerçekleşmesi durumunda dövizde doğru ani bir spekülâtif atak başlar ve nihayetinde merkez bankası sabit kur rejimini terk eder<sup>14</sup>. Burada bir diğer önemli nokta merkez bankasının veya hükümetin sabit döviz kurunu korumak ve devam ettirmek isteyip istemeyeceğidir.

Birinci nesil modelleri, belirli varsayımlar altında makro ekonomik dengesizlik ve spekülâtif ataklara dayanmaktadır<sup>15</sup>. Fakat modelin varsayımlarına yönelik ciddi eleştiriler getirilmiştir. Örneğin yerli ve yabancı ürünler arasında tam ikamenin olmaması, fiyatların katı olması, sermaye kontrolleri, yurt içi kredi büyümesinde ve özel kesimin davranışlarında farklılıkların olması gibi durumlar, birinci nesil modellerin varsayımlarından sapmaktadır. Ayrıca, sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada rezerv kısıtı varsayımı pek mümkün gözükmemektedir. Bu nedenle birinci nesil kriz teorilerinin temel çerçevesinde büyük değişiklikler olmuştur.

### 3.2. İkinci Nesil Kriz Teorileri

Avrupa, 1980'ler itibarıyla dış ticaretin ekonomiye katkısının, ticari açıklığın ve liberalleşmenin artması ve Ortak Ticaret Politikasına geçilmesi gibi sebeplerden dolayı döviz kurlarının dalgalanmasına sınırlama getirmiştir. Bu gelişmelerle beraber ekonomik, ticari ve politik olarak bölgesel ve küresel piyasada etkisi artan Avrupa, Avrupa Parasal Sistemi'ni (EMS) geliştirmiştir. Bu sisteme ekonomik ve politik amaçlardan dolayı geçilmiştir (Busch, 1994:82-83). EMS ve Maastricht Anlaşması aslında,

14 Beklentiler bu modelde şu şekilde işlemektedir; finansal aktörler, sahip oldukları yerel para cinsinden varlıklarının değerine göre rasyonel bir beklenti içerisine girerek merkez bankasının sabit kur rejimini ne zaman terk edeceğini tahmin etmeye çalışmaktadırlar. Özel kesim ancak varsayımla merkez bankasının rejim değişikliğini önceden tahmin edebilmektedirler.

15 Krugman ve Flood-Garben modeli, Henderson ve Salant (1978)'in modeline dayanmaktadır. Salant ve Henderson (1978), altın piyasalarında spekülâtif atakların etkisini analiz etmişlerdir. Hükümetin altın fiyatlarını sabitlemeye yönelik politikaları, beklentilerle hareket eden yatırımcıların ani bir spekülâtif atakla harekete geçmesine yol açar (Salant ve Henderson, 1978). Böylece spekülâtif atakların ekonomi üzerindeki etkisini konu alan öncü çalışmalar, yeni nesil kriz teorilerine önemli bir bakış kazandırmıştır.

Avrupa'nın 1970'lerden beri ekonomik ve politik entegrasyonunu güçlendirmek için hazırlandığı Avrupa Parasal Birliği (EMU)'ne hizmet etmek amacına dayanmaktadır. Bu doğrultuda EMS'nin tam olarak yerleşmesi amacıyla Avrupa genelinde kurlar dar bir bant aralığında sınırlı bir dalgalanmaya bırakılmıştır. Bir süre istikrar kazanan EMS, 1992 itibarıyla piyasa baskıları altına girmiştir (Velis, 1995).

Eylül 1992- Ağustos 1993 arasında EMS, kurulduğu 1979'dan beri en sert krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu kriz karşısında ilk olarak İngiltere ve İtalya sabit döviz kurunu terk etmişlerdir. İspanya, Portekiz ve İrlanda iki kez devalüasyona giderken, üç İskandinav ülkesi (Finlandiya, İsveç ve Norveç) de dalgalı döviz kuru rejimine geçmiştir (Coakley, 1995:548).

1993'ün ortalarında yeniden döviz kuru bantlarının genişlemesiyle sonuçlanan ve 1993'te etkisi en yüksek seviyeye çıkan EMS krizi, ekonomistlerin kriz modellerini yeniden yorumlamalarına neden olmuştur. Öyle ki, Avrupa genelinde döviz kurlarına yönelik spekülâtif saldırılar altında ortaya çıkan kargaşa güvenli para birimlerini bile sarsmıştır. Bu doğrultuda Avrupa'da spekülâtif atakların kendi kendine krizi tetiklediği yönünde görüşler de yükselmeye başlamıştır<sup>16</sup> (Obstfeld, 1994:1-2).

EMS Krizi'ni açıklamaya yönelik çalışmalar, Krugman'ın ortaya attığı birinci nesil kriz teorilerinin EMS krizini tamamen açıklayamadığını ön görmüşlerdir. Çünkü Krugman (1979) ve Flood-Garber (1984)'in teorileri, ekonomi politikalarının sürdürülememesi nedeniyle spekülâtif atakların krizi hızlandırdığını iddia etmektedir. Böyle bir

16 Eichengreen ve Wyplosz (1993), EMS'nin işleyiş yapısını ve olası krizlerin sebep-sonuçlarını ele almışlardır. Özellikle P. Krugman, Flood-Garber (1984) ve M. Obstfeld (1986)'in modellerini karşılaştırarak spekülâtif atakların krizlerdeki etkisini tartışmışlardır. Ayrıca EMS sisteminin, birliğe üye olmak isteyen ülkelerde kendi kendini besleyen spekülâtif ataklarla krizlere sebep olabileceğini belirtmişlerdir. Benzer şekilde R. Portes (1993) de EMS'nin Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizine yönelik çeşitli açıklamalar yapmıştır. İtalya, Fransa, Danimarka, Finlandiya, İngiltere ve İspanya gibi ülkelerde ERM mekanizmasının yol açtığı etkiler ve spekülâtif ataklar tartışılmıştır.

ortamda merkez bankasının rezervleri bitene kadar piyasaya müdahale edilir ve sınırların sonuna geldiğinde sabit kur rejimi terk edilir. Fakat Obstfeld (1994), özellikle rezerv sorunu ve rezerv endişesinin Avrupa ülkeleri için yüksek olmaması nedeniyle Krugman'ın kriz teorisinin EMS krizini açıklamada yetersiz kaldığını iddia etmiştir. Obstfeld'e göre, EMS krizi, kendi kendini besleyen ve beklentilerle şiddeti artan spekülasyon saldırılarına bağlı olarak gelişen bir krizdir<sup>17</sup>. Yani piyasada oluşan spekülasyon beklentiler EMS krizinde olduğu gibi fiyat mekanizmasını etkileyerek hükümetlerin politik karar mekanizmasını yönlendirebilmektedir (Obstfeld, 1994:1-2).

Böylece spekülasyon beklentilerle şiddeti artan piyasa saldırıları, nihai aşamada spekülasyon saldırılarının daha fazla artmasına yol açar ve kriz meydana gelir. Krizle beraber sabit kur rejiminin sürdürülmesi imkânsız hale gelmektedir. Çünkü hükümetlerin devalüasyonun olmayacağını garanti etmediği veya piyasayı inandırmadığı sürece sabit döviz kuru sisteminin sürdürülmesi mümkün olmamaktadır. Ayrıca daha geniş bir bant aralığında dalgalanan EMS sistemlerinde bile spekülasyon saldırılarının önemli sonuçları vardır. Dolayısıyla döviz kurlarının bir para politikası aracı olarak kullanılmasının uygun olmayacağı yönünde önemli tespitler vardır (Obstfeld ve Rogof, 1995:74).

Sonuç olarak Avrupa Para Sistemi'ne üye ülkeler nihayet devam eden krizin ardından Döviz Kuru Mekanizması (ERM) oranları için dalgalanma bant genişliğini  $\pm\%2.25$ 'ten  $\pm\%15$ 'e çıkarmışlardır (Obstfeld, 1996:1038)<sup>18</sup>. Böylece daha geniş dalgalı kur sisteminin önü açılmıştır.

17 Winkler (1994), EMS Krizi'nin patlak vermesinin sebebi olarak rekabet edilebilirliği öne çıkarmıştır. Rekabet edilebilirliğin sağlanması için, uzun yıllardır devam eden nominal döviz kuru istikrarının Avrupa'da İtalya ve İngiltere gibi para birimlerinde neden olduğu gerçek değer artışının düzeltilmesi gerekiyordu. Fakat siyasilerin bu konuda bir uzlaşmaya varamaması nedeniyle piyasa baskıları bu düzenlemeyi yapmak zorunda kalmıştır. Rekabetin bozulması, siyasilerin bu sorunları çözme konusunda adım atmaması ve çeşitli para birimlerinin Alman markı karşısında baskı altına girmesi krizin patlak vermesinin temel gerekçeleridir (Winkler, 1994:68-69).

### 3.2.1. Stratejik Temeller (Obstfeld, 1996): Rezerv Oyunu ve Nash Dengesi

Obstfeld (1996), ikinci nesil kriz teorisini kendi kendini tetikleyen spekülasyon saldırılar çerçevesinde geliştirmiştir. Spekülasyon ataklarının sabit döviz kur rejiminin çöküşüne nasıl yol açtığını stratejik temeller altında oyun teorisiyle açıklamaktadır. Prototip bir modelde, yerel parayı tutan iki özel girişimci (tüccar) ve bir de rezervleri elinde tutan devlet veya merkez bankası vardır. Tüccar veya piyasada elinde döviz (ya da döviz karşılığı yerel para) tutan grup sayısı modelde iki ile sınırlandırılmıştır. Tüccar yerel para veya yerel para karşılığı döviz elinde tutarken (satarken), merkez bankası (veya hükümet) sahip olduğu rezervlerle (R) tüccarların alış-satış talebine cevap vermektedir. Buradaki en önemli kısıt hükümetin sabit kur rejimini sürdürme çabası içerisinde olmasıdır. Bu doğrultuda rezerv oyun teorisi, yüksek rezerv, düşük rezerv ve orta düzey rezerv olmak üzere üç farklı durumda spekülasyon saldırıları analiz etmektedir. Burada en iyi strateji ve Nash dengesinin yeri tespit edilmektedir. Rezerv oyun teorisi ve sonuçları aşağıdaki A, B ve C durumlarıyla gösterilmiştir<sup>19</sup>.

#### A. Yüksek Rezerv Oyunu (R=20)

	Tüccar 1	
Tüccar 2	0, 0	0, -1
	-1, 0	-1, -1

A durumu, yüksek bir rezerve sahip (rezerv miktarı: R=20) merkez bankasının ve bu ekonomide iki farklı tüccarın birbirinden habersiz olarak yaptıkları döviz veya yerel para taleplerini

18 EMS, Avrupa'da "parasal istikrar bölgesi" oluşturulmak amacıyla kurulmuştur. EMS, Döviz Kuru Mekanizması (ERM) çerçevesinde kurların iki taraflı merkezi oranlardan oluşan  $\pm\%2.25$  bant aralığında dalgalandığı "sabit ancak ayarlanabilir" bir döviz kuru sistemini ifade etmektedir (Gros, 2014:2).

19 Stratejik temeller analizi, Obstfeld'in 1996 yılında EMS krizi ve Meksika krizini (1994-1995) açıklamak amacıyla yaptığı çalışmanın 1039-1041 numaralı sayfalarındaki veriler ve bilgiler doğrultusunda incelenmiştir.

içeren yüksek rezerv oyununu göstermektedir. 20 birimlik dövize karşı, her bir tüccarın bu rezervleri satın alabilecek 6'şar birim yerel paraları vardır (döviz karşılığı yerel para). Burada her bir tüccar birbirinden bağımsız ve ayrı ayrı olarak yerel parayı döviz karşılığında merkez bankasına satmaları durumunda bu ticaretin maliyeti her bir tüccara 1 birim olacaktır. Her iki tüccar da yerel parayı döviz karşılığında satmaz ve ellerinde tutarlarsa kazanç ve kayıpları olmamaktadır. Fakat her iki tüccar ani bir atak ile 6'şar birimlik yerel paralarını satarlarsa karşılığında  $6+6=12$  birim döviz elde edebilmektedirler. Bu durumda merkez bankasının elinde hala 8 birimlik döviz olduğu için sabit kur rejimi sürdürülebilmektedir. Böylece rezerv sorunu olmayan veya yeterince rezervi olan hükümet, birbirinden bağımsız olarak piyasadan gelecek spekülasyon atakları domine edebilir ve mevcut sabit kur rejimini sürdürülebilir. Bu oyunda tek bir Nash dengesi vardır ve bu denge iki tüccarın da yerel varlıklarını ellerinde tuttukları  $(0,0)$  denge noktasıdır.

### B. Düşük Rezerv Oyunu (R=6)

		Tüccar 1	
		0,0	0, 2
Tüccar 2		2, 0	1/2, 1/2

B durumu, düşük bir rezerve sahip (rezerv miktarı:  $R=6$ ) bir merkez bankası ile bu rezervleri tamamen ayrı ayrı satın alabilecek ve 6'şar birim yerel paraya sahip iki tüccarın yer aldığı düşük rezerv oyununu göstermektedir. Normal şartlarda tüccarların ellerindeki bütün yerel para birimini satmaları durumunda oluşabilecek talep karşısında döviz rezervi açığı oluşur. Burada merkez bankasının bir anda sabit kur rejimini terk ederek %50 oranında devalüasyona gittiği düşünülün. Bu durumda her bir tüccar tüm yerel birimini satması durumunda (diğerinin satmaması durumunda) maliyetleri çıkardıktan sonra 2 birimlik net kazançta sahip olurlar. Fakat iki tüccar aynı anda yerel birimlerini satarlarsa bu durumda her bir tüccarın kazancı  $3/2-1=1/2$  olur. Bu

durumda iki tüccarın aynı anda satma stratejisi domine edilemez, ancak iki tüccarın aynı anda elinde tutabildiği strateji domine edilebilir. Buradaki Nash dengesi, sabit kur rejiminin çöktüğü strateji olan  $(1/2, 1/2)$  denge noktasıdır.

### C. Orta Düzey Rezerv Oyunu (R=10)

#### Tüccar 1

		Tüccar 1	
		0,0	0, -1
Tüccar 2		-1, 0	3/2, 3/2

C durumu, orta düzey bir rezerve sahip (rezerv miktarı:  $R=10$ ) olan merkez bankası ile bu rezervleri tamamen ayrı ayrı satın alabilecek ve 6'şar birim yerel paraya sahip olan iki tüccarın yer aldığı orta düzey rezerv oyununu göstermektedir. Bu teoride her bir tüccarın sahip olduğu 6 birimlik yerel varlık nedeniyle merkez bankasının rezervlerini tek başına yönetemezler. Ancak iki tüccar aynı anda satma stratejisi ile hareket ederse rezervleri yönlendirebilmektedir. Her bir tüccar tek başına bütün varlıklarını satarsa (diğeri elinde tutarsa) ve karşılığında döviz alırsa başarısız bir strateji olur ve satan tüccarın maliyeti 1, elinde tutanın maliyeti veya kazancı ise 0 olur. Fakat her iki tüccar aynı anda spekülasyon bir atakla dövize saldırırsa her birinin bu ticaretten kazancı  $5/2-1=3/2$  olur. Orta düzey rezerv oyununda bu durumda iki Nash dengesi ortaya çıkmaktadır. Bu iki dengeden biri sabit kur rejiminin ayakta kaldığı ve domine edilebildiği strateji olan elde "tutma"  $(0,0)$  denge noktasıdır. İkinci Nash dengesi ise birbirini tetikleyen spekülasyon saldırıların aynı anda gerçekleştiği ve sabit kur rejiminin çöktüğü strateji olan "satma"  $(3/2, 3/2)$  denge noktasıdır. Obstfeld'e göre, bu oyun teorisinde spekülasyon saldırı noktası kendi kendini tetikler ve döviz kuru rejiminin çöküşüne yol açmaktadır.

Özetle, yüksek rezerv oyunu teorisinde spekülasyon atakların bir etkisi yoktur ve saldırı spekülasyonlara zarar vermektedir. Dolayısıyla kendi kendini besleyen bir spekülasyon atak oluşmaz. İkinci durum

yani düşük rezerv oyunu teorisinde ise her bir spekülörün ayrı ayrı saldırması durumunda yüksek kazanç vardır. Bu durumda bir tüccarın kazancı ancak diğerinin daha az karı ile mümkün olmaktadır. Fakat aynı anda saldırımları durumundaki kazançları, ayrı ayrı saldırımları (diğerinin bekleme) durumundaki kazançlarından daha az olduğu için yerel paranın değer kaybetmesi gerekmektedir. Bu nedenle düşük rezervlere sahip ekonomide birbirini tetikleyen bir spekülatif saldırı beklenmez. Son olarak, orta düzey rezerve sahip bir ekonomide, ancak aynı anda bir spekülatif saldırı olursa her bir spekülörün kazancı maksimum olmaktadır. Bu nedenle kendi kendini tetikleyen veya besleyen spekülatif saldırılar orta düzey rezerve sahip bir ekonomide mümkün olmaktadır. Dolayısıyla her bir spekülörün kazancının daha fazla olması ancak diğerlerinin de spekülatif bir saldırı yapmasına bağlıdır (Obstfeld, 1996:1039-1041).

### 3.3. Üçüncü Nesil Kriz Teorileri

Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından küresel finansal sistem istikrar kaybetmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri liberalleşerek artmaya devam ederken finansal sistem savunmasız hale gelmiştir. Bretton Woods sisteminin son bulması ile ortalama 2 yılda bir küresel çapta derin etkilere yol açabilecek yeni krizler ortaya çıkmıştır. ABD’de yaşanan enflasyon krizi, EMS krizi, Meksika krizi, Asya krizi, Brezilya ve Rusya krizi bu konuda verilecek örnek arasında yer almaktadır (Akyüz, 2000:1-2).

Küresel finansal sistemin neoliberal akımların etkisi ile giderek liberalleşmesi, bankacılık krizi ve para istikrarsızlıklarının bir araya gelmesinde etkili olmuştur. Özellikle gelişmekte olan dünyada finansal girişlerde ve çıkışlarda ani değişimlerin yaşanması para istikrarsızlığını tetiklemiştir. Bu tür ani değişimler, yatırım-alacak-ödeme ilişkisinin bozulmasına yol açmış ve spekülatif saldırıları teşvik etmiştir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalleşme

patlama noktasına gelerek makro temelli krizlerin sebebi haline gelmiştir. 1997 yılında finansal balonun patlaması ile küresel bir etki yaratan Asya Krizi, yukarıda bahsedildiği gibi kontrolsüz finans sistemden kaynaklanmıştır.

1997 yılında yaşanan Asya Krizi, bu yönüyle daha önceki krizlerden oldukça farklı nedenlere dayanmaktadır. Bu doğrultuda birinci ve ikinci nesil kriz teorileri Asya Krizi’nin açıklamada yetersiz kalmıştır. Çünkü birinci nesil kriz teorilerinin (Krugman, 1994; Flood ve Garber, 1984) temel ön görüşleri Asya Krizi’nde tam olarak mevcut değildi. Örneğin Asya ülkelerinde herhangi bir makro bozulma ve ekonomik dengesizlik belirtisi yoktu. Bütçe açıkları, işsizlik ve enflasyon gibi temel konularda ciddi sorunlar da mevcut değildi. Bu gelişmeler doğrultusunda sabit döviz kurunu terk etmeye sebep olacak bir gerekçe de gözüküyordu. Dolayısıyla beklentilerin spekülatif atakları hızlandırarak krize neden olacağını iddia eden ikinci nesil kriz teorileri (Obstfeld, 1994) de Asya Krizi’ni açıklama da yetersiz kalmıştır (Krugman, 1999b).

Asya ülkeleri, 1990’lı yılların ortalarında ekonomik büyüme ve yaşam standartlarının hızlı yükselmesi nedeniyle oldukça dikkat çekici konuma gelmişlerdi. Buna rağmen Asya Krizi nasıl çıktı? Tasarruf oranlarının yüksek olmasına ve büyük ölçüde ekonomik olarak her şeyin yolunda gitmesine rağmen bu ülkeler yanlış nereden yaptılar? Asya ülkeleri mevcut büyüme hızları ve makroekonomik görünümün oldukça iyi olmasından dolayı krizin ön belirtileri göz ardı mı edildi?<sup>20</sup>. Bu sorulara cevap veren üçüncü nesil kriz teorileri ortaya atılmıştır

Finansal piyasalardaki araçlar Asya’da ekonomide merkezi bir rol oynamaktaydı. Finansal araçlar ve bankalar kısa ve uzun vadede çok fazla borç alıp borç vermeye başlamışlardır. Böylece finansal piyasalarda borçlanma ve yatırımlar riskli alanlara ve projelere kayarak balonun şişmesine yol açmıştır. Hükümet garantileri ile finansal

20 Bu sorulara P. Krugman (1999b), Radelet ve Sachs, (2000), Corsetti vd, (1998), IMF (1998), Bisignano (1999) gibi iktisatçı ve kurumlar finansal piyasalardaki bozulmaları ve yanlış hükümet politikalarını öne çıkararak cevap vermektedirler. Aghion vd, (2001) de benzer

şekilde özel sektördeki firmaların ve ticari bankaların finansal alt yapısındaki bozulmaları dikkate alarak krizi açıklamaya çalışmışlardır.

piyasalardaki yüksek kar odaklı ahlaki sorun, kredi genişlemesi doğrultusunda daha fazla artmıştır<sup>21</sup>. Önceki krizlerden farklı bir özelliğe sahip olan Asya Krizi'nden önce, bu ülkelerde varlık piyasalarında büyük bir balon oluşmuştu. Hisse senetleri ve emtia fiyatları çok fazla yükselmişti. Fakat riskli alanlara yönelik devam eden kredi genişlemesi nihayetinde yükümlülüklerin yerine getirilememesine yol açmıştır. Geri dönmeyen krediler, finans sektöründe özellikle kısa dönemli yükümlülüklerin sürdürülememesine yol açmıştır. Böylece balon patlayarak Asya Krizi olarak bilinen küresel bir kriz meydana gelmiştir (IMF, 1998, Corsetti, vd, 1998, Krugman, 1999b).

Rateled ve Sachs (2000), Asya Krizi'ne finansal kırılganlığın ve paniğin neden olduğu konusunda önemli sonuçlara ulaşmışlardır. Kısa dönemli borçlanmaların artması ve ekonomilerde çıkan bazı zayıflıklar, finansal kırılganlığın derinleşmesine yol açmıştır. Finansal kırılganlık ise paniği tetikleyerek hükümetlerin yeterince tedbir almamasının da etkisi ile krize yol açmıştır. Böylece paniğin etkisi ile yerliler ve yabancılar tarafından yönlendirilen sermaye çıkışlarının artması krizin derinleşmesini sağlamıştır. Bu doğrultuda Rateled ve Sachs (2000), her ne kadar finans sisteminde kırılganlıklar paniğe yol açsa da ekonomi yönetimi uygun politika ve ayarlamalar yapsaydı krizin engellenebileceğini iddia etmişlerdir. Çünkü zayıf finansal kurumlar, artan yolsuzluk, makroekonomik dengesizlikler ve yetersiz yasal politikalar kamu tarafından göz ardı edilmiştir.

Bu kriz, büyük oranda finansal piyasalardan reel piyasalara doğru genişleyerek makroekonominin dengesini de bozmuştur. Dolayısıyla, finansal

21 Rateled ve Sachs (2000), P. Krugman'ın kamu garantili kredi genişlemesinin Asya Krizi'nde itici bir güç olduğu şeklindeki görüşüne tamamen katılmamışlardır. Çünkü krizdeki finansal balona yol açan kredi genişlemesinin çoğu kamu garantisinden yararlanmayan özel firmalara gitmiştir. Yani bölgeye akan sermayenin yaklaşık 5'te 3'ü, kamu garantili alanlara gitmemiş, tam tersine, uluslararası banka kredilerinin yarısı ile portföy ve öz sermaye yatırımlarının neredeyse tamamı devlet garantisinde yer almayan banka dışı özel şirketlere gitmiştir (Rateled ve Sachs, 2000:149-150).

22 Krugman (1999b), Corsetti vd, (1998), Chang (2000), Bisignano (1999), 1997 Asya Krizi'nin en temel sebebi olarak, özellikle finansal sektörlerdeki yüksek kar isteğine dayanan ahlaki sorun ve kamu garantili projeleri-yatırımları görmekteyler. Yüksek kar duygusunun

piyasalarda, kurumlarda, borçlanma ve yatırım alanlarında, devlet garantili yatırım ve projelerde yaşanan gelişmeler ahlaki tehlike veya ahlaki çöküş etrafında meydana gelmiştir<sup>22</sup>.

Sonuç olarak Asya Krizi'nin patlak vermesi ile güven kaybı artmış ve sermaye çıkışları hız kazanmıştır. Sermaye çıkışları yerli ve yabancı yatırımcı ve borçluların ani saldırıları ile hızlanmıştır. Böylece hem iç faktörler hem de dış faktörler Asya Krizi'nde etkili olmuştur. Dünyada birçok ülkenin gıpta ile baktığı Asya ülkeleri, krizle beraber prestij kaybetmişlerdir. Refah, büyüme, istihdam ve diğer makro temelli kazanımlar, finans sisteminde kontrolsüz büyüyen balonun patlaması ile büyük ölçüde son bulmuştur. Bu da gösteriyor ki aslında Asya ülkelerinde krizden önce görülen yüksek ekonomik performans sağlam bir alt yapıya dayanmıyordu.

### 3.3.1. Ahlaki Tehlike Sorunu ve Aşırı Yatırım (P. Krugman, 1999b)

P. Krugman, Asya Krizi'nde ahlaki tehlikenin yatırımlarda aşırılığa ve ekonomik krize sebep olduğunu teorik bir alt yapıya oturarak açıklamıştır. P. Krugman'ın analiz ettiği ahlaki tehlike teorisi, birçok iktisatçı tarafından kabul görmüş ve ekonomilerin niteliksel zayıflığının nicel verileri manipüle edebileceğini göstermiştir. Çünkü krizden önce Asya ülkelerinde makroekonomik veriler oldukça iyi bir durumda olmasına rağmen zayıf nitelikli ekonomi ve finans sistemi krize yol açmıştır.

Kurumsal kredi yükümlülüklerine yönelik kamusal garanti politikaları ekonomilerde ahlaki bir soruna yol açar. Kamusal garantiler, yerilen kredilerin güvenliğinin ve geri ödenme yükümlülüğünün

yol açtığı kontrolsüz kredi genişlemesi, riskli alanlara yönelerek kısa vadeli yükümlülüklerin ve ödemelerin yapılamamasına yol açmıştır. Böylece kurumların ve finans piyasalarının bozulması ile kriz patlak vermiştir. Fakat bu görüşe karşı olanlar da vardır. Örneğin Silva ve Yoshitomi (2001), Japonya'yı baz alarak yaptıkları çalışmaya göre; Asya Krizi'nin en temel nedeni olarak görülen kamu garantileri ve ahlaki tehlike sorununun krizin temel nedeni olduğuna dair önemli kalıntılar ve göstergeler yoktur. Asya Krizi'ni deneyimli finans kuruluşları arasında içeride ve dışarıda bankaların kontrolsüz rekabetinin ve banka hareketinin G7'nin finansal ve iş döngüleri ile birleşmesi Asya Krizi'nde balonun patlamasını daha iyi açıklamaktadır (Silva ve Yoshitomi, 2001:44).

yeterince takip edilmemesine neden olmaktadır. Garanti politikaları denetleme ve kontrol mekanizmasının da güç kaybetmesine yol açmaktadır. Böylece ödeme risklerinin büyük oranda garanti altına alındığını ve sorumluluğun olmadığını düşünen finansal araçlar (kurumlar, bankalar...) riskli alanlara doğru yatırım yapmaya başlarlar.

Asya'da her ne kadar kesin bir garanti uygulamasını içeren yasal zorunluluk olmasa da kamu garantisi algısı Tayland ve Güney Kore başta olmak üzere Asya'da yayılmaya başlamıştır. Zamanla bu algılar uygulamaya dönüşmüş ve garantili finansal balon şişmeye başlamıştır. Bu konuda finansal araçların etkisi artmaya başlamış ve finansal araçların etkisi ile riskli alanlara yatırımlar yönelmiştir. Bu nedenle güvenli faiz oranlarında krediyi toplayan ve kredileri ödünç veren finansal araçlar Asya Krizi'nin en önemli kısmını oluşturmaktadır. P. Krugman, finansal araçların ahlaki tehlike altında aşırı yatırımlara ve ekonominin bozulmasına nasıl yol açtığını aşağıdaki örnek ve modellerle açıklamıştır.

**Tablo 3:** Ahlaki Tehlike ve Yatırım Kararı

	Güvenli Yatırım (Milyon dolar)	Riskli Yatırım (Milyon dolar)
İyi Durumda Getiri	107	120
Kötü Durumda Getiri	107	80
Beklenen Getiri	107	100
Sahibine Beklenen Getiri	7	10

23 Bu örnekte finansal aracının herhangi bir riski bulunmamaktadır. Çünkü kendisi sermaye koymak zorunda değildir, piyasadan güvenli faiz oranlarında yeterince sermaye toplayabilmektedir. Dolayısıyla iflas etmesi durumunda hiçbir kişisel bedel ödemeyeceği kabul edilir.

Finansal aracı uygun ve güvenli faiz oranlarında 100 milyon dolar para topladığı kabul edilsin. Finansal aracının bu 100 milyon doları değerlendirmek için önünde güvenli ve riskli olmak üzere iki yatırım alanı olduğu kabul edilsin<sup>23</sup>. İlk olarak; uygun koşullarda güvenli alana yatırım yaparsa 107, riskli alana yatırım yaparsa 120, uygun olmayan şartlarda riskli alana yatırım yaparsa 80 milyon dolar geri dönüş olacaktır. Ayrıca riskli yatırımların beklenen getirisi 100 milyon dolar olarak kabul edilsin. Bu tabloda riskten kaçınan rasyonel bir yatırımcı güvenli yatırım alanını tercih edecektir. Fakat bu noktada finansal aracı ahlaki tehlikeye yönelerek riskli alanlara yatırım yapmak isteyecektir. Çünkü güvenli yatırım yaptığı durumda her hâlükârda 7 milyon dolar kazanacaktır. Ancak riskli yatırım alanına yönelirse kötü durumda oluşabilecek 20 milyon dolarlık zarardan muaf olacağını bilir ve 10 milyon dolarlık beklenen kazanç için kaybı olmaz. Bu nedenle riskli yatırıma yönelerek 20 milyon dolarlık kazancı hedefleyeceği için ahlaki tehlike burada devreye girer. Böylece yatırım kararlarının güvenli alanlardan garanti ve sorumsuzluk duygusu ile riskli alanlara doğru çarpıtılması sosyal kayıplara yol açar. Sermayenin beklenen net getirisi 7 milyon dolar iken riskli alanlarda beklenen getiri sifıra düşmektedir (Krugman, 1999b:4-5).

Krugman, ahlaki tehlikenin ekonomide bozulmalara nasıl yol açtığını üretim ve sermaye denklemleri ile açıklamaktadır. Burada incelenen konu, garantili ve yeterince düzenlenmemiş aracı kurumların aşırı yatırımlara ve ekonominin bozulmasına nasıl yol açtığıdır. Bu nedenle Krugman ikinci dereceden üretim fonksiyonu kullanarak bu ilişkiyi incelemiştir<sup>24</sup>.

$$Q = (A+u)K - BK^2$$

Denklemden u, rassal bir değişkendir ve yatırım kararına belirsizlik katmaktadır.

Modelde sermaye getiriye sahiptir (R),

24 Krugman, modele bazı varsayımlar getirmiştir. Bu ekonomi sermaye satın alıp üretim yapan, dünya faizlerinde borçlanabilen, reel faizin sıfır olduğu küçük bir ekonomidir.

$$R = A+u - 2BK$$

Piyasada herhangi bir olumsuz durum olmaması durumunda sermayenin beklenen getirisi 1'e eşit olana kadar sermaye yatırımları devam eder. Bu durumda sermaye denklemi şu şekilde olur;

$$K = (A+Eu)/2B$$

Burada finansal aracılardan etkisi devreye girmektedir. Finansal aracılardan daha önce de bahsedildiği gibi katı bir ahlaki tehlike içerisinde olduğu kabul edilir. Çünkü aracı kurumlar, garanti çatısı altında oldukları ve herhangi bir sermaye koymadıkları için riskleri yoktur<sup>25</sup>. Bu noktada finansal aracı kurumların piyasada nasıl davrandıkları analiz edilmektedir;

Finansal araçlara göre, dünya faiz oranlarından yüksek bir sermaye getirisi yani  $R>1$  olduğu müddetçe saf bir kar vardır. Bu durumda "u" yani dünyada yatırımları belirsizleştiren rastgele bir durum,  $R>1$ 'i bozmadığı müddetçe saf kar devam edecektir. Fakat piyasada birden fazla kar rekabetiyle hareket eden aracı kurum olduğu için beklenen saf kar için rekabet oluşur ve aracı başına düşen kar azalır. Bu durumun gerçekleşmesi için;

- ✓ Tüm sermaye garantili araçlar tarafından satın alınır,
- ✓ Yatırımlar, sermayenin getiri oranı 1 ( $R=1$ ) olana kadar devam eder.

Böylece ahlaki tehlikeye maruz kalmış araçlar iyimser bir bakış açısı ile daha fazla yatırım yapmaya başlayarak sermaye stokunun yükselmesine neden olurlar. Yatırımların aşırı derecede artması ise şiddetlenen aşırı rekabet nedeniyle beklenen mevcut getirinin azalmasına yol açacaktır. Bu modeldeki ülkenin küresel sermayeye açık bir pozisyona sahip olması nedeniyle durum daha da kötüleşecektir. Çünkü ahlaki tehlikeye maruz kalmış aracı firmalar, yatırımların getirisinden daha fazla faydalanma isteği ile hareket edeceği için uluslararası piyasalardan daha fazla sermaye girişler olacaktır. Bu durum ise ekonomideki risklerin artmasına ve

gidişatın daha da kötüleşmesine yol açacaktır (Krugman, 1999b).

#### 4. TÜRKİYE'DE KUR KRİZLERİ

Türkiye, uzun yıllar boyunca çeşitli krizlere maruz kalmış bir ülkedir. Bu krizlerin ortak noktası ise krizlerin iç-dış makroekonomik sorun, siyaset ve uluslararası sermaye hareketliliği kaynaklı olmasıdır. Yani gerek 1980 öncesi olsun gerek 1980 sonrası olsun yerli ekonomik krizlerin hepsinde kötü makroekonomi yönetimi (faiz, enflasyon, bütçe açıkları, yatırım alanları...), iç siyasette krizi tetikleyen gelişmeler (seçimler, askeri müdahaleler, ...) ve ani sermaye çıkışları (kur ve faiz baskısı ile) Türkiye'nin kırılganlığının ana sebepleri olmuştur.

Türkiye'de yaşanan bu krizler, yeni nesil kriz teorileri çerçevesinde düşünüldüğünde daha çok birinci ve üçüncü nesil kriz teorileriyle açıklanabilmektedir. Özellikle Türkiye'nin temel problemlerinden olan yüksek faiz, yatırımların riskli alanlara yönelmesi, bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar, finansal sistemin zayıflığı, sıcak dış kaynağa aşırı bağımlılık, işsizlik, enflasyon, bütçe açıkları ve cari açık sorunları sabit kur rejimiyle birleştiğinde Türkiye'de 1994 ve 2001 Krizleri gibi çok derin krizler yaşanmıştır. Bu kriz dönemlerinde sermaye çıkışları, faizler, enflasyon ve kurlar ani şokların etkisi ile tarihi seviyelere fırlamıştır. Böylece spekülasyon atakları Türkiye'de krizleri tetikleyen unsur haline gelmiştir. 2001 yılından sonra ise sabit kur rejimi terk edilmiş ve dalgalı (kontrollü) kur rejimine geçilmiştir.

Fakat dış kaynaklı olmasından dolayı 2008 Küresel Krizi dışarıda bırakıldığında, Türkiye, dalgalı kur rejimi altında en ciddi ve ilk sayılabilecek kur krizini 2018-2021 dönemlerinde yaşamıştır. Kur krizi kısmi bir ekonomik krize dönüşerek, Türkiye yeniden yüksek enflasyon dönemine adım adım girmeye başlamıştır.

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak Türkiye'nin finansal liberalleşme süreci ve önceki dönemlerde yaşanan yerel kaynaklı krizler incelenmiştir.

25 Krugman, finansal aracılardan piyasada etkisini analiz ederken bazı varsayımlar getirmiştir. Buna göre piyasada ekonomik kar ile rekabet

eden birden fazla aracı kurum vardır. Ayrıca finansal aracı kurumlar da doğrudan sermayeye sahip olabilirler.

Ardından 2013 sonrası kurların yükselmesi ile başlayan 2018-2021 arasında en yüksek seviyeye çıkan kurların yol açtığı makroekonomik sorunlar ele alınmıştır. Dalgalı fakat sınırlı rezerv nedeniyle kontrollü bir kur sistemi uygulayan Türkiye'nin içerisinde bulunduğu bu krizin, yeni nesil kriz teorileri çerçevesinde incelenmesi uygun bulunmuştur.<sup>26</sup>

#### 4.1. Finansal Liberalleşme Çabaları ve Eski Krizler

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından hız kazanan finansal ve ticari liberalleşme çabaları, gelişmekte olan ülkelere 1980'li yıllardan sonra yansımıştır. Finansal liberalleşme, yeniden şekil alan global ekonomi sisteminde özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınabilmeleri için önemli bir dayanak olarak kabul görmeye başlamıştır. Örneğin McKinnon (1973) ve Shaw (1973), gelişmekte olan ülkeler için tasarruf, yatırım, teknoloji ve beşerî sermaye artışlarının finansal liberalleşme ile olacağını ifade etmişlerdir. Böylece ekonomik kalkınmanın temel dayanağı olarak finansal liberalleşmenin önemine atıf yapmışlardır (Balassa, 1990:56-57)<sup>27</sup>.

Finans, sermaye ve yatırım hareketliliği ve ticaret, küreselleşme ve neoliberal politikalarla 1990'lardan sonra daha da hız kazanmıştır<sup>28</sup>. Bu politikaların etkisi ile Çin, Rusya, Brezilya, Hindistan, Güney Afrika, Türkiye, Malezya, Endonezya'nın yanı sıra Asya ve Güney Amerika gibi farklı kıta ve bölgelerden birçok gelişmekte olan ülke dışa açılma sürecine hız vermiştir. Böylece küresel üretim, tedarik zinciri, ticaret,

26 Yeni nesil kriz teorileri daha çok sabit kur rejimi ile yüksek kontrollerin olduğu dalgalı kur rejimlerine yönelik olarak ortaya atılmıştır. Bu doğrultuda 2000 yılında sonra dalgalı kur rejimine geçen Türkiye, enflasyon hedeflemesinden dolayı kurlar üzerinde yoğun bir kontrol mekanizması uygulamaktadır. Dolayısıyla yeni nesil kriz teorileri, Türkiye gibi rezervleri sınırlı ve yüksek faiz uygulayan gelişmekte olan ülkelerin yeni kur rejimi sistemlerine yönelik tutarlı açıklamalara sahiptir.

27 McKinnon ve Shaw'ın finansal liberalleşmeyi konu alan tezleri, tasarruf ve sermaye birikiminin kalkınmaya etkisi üzerine odaklanmıştır. Finansal liberalleşmenin olmaması halinde ise tasarruflar verimli bir şekilde kullanılamaz. Çünkü finansal liberalizasyonun olmadığı durumda öz sermayeye dayalı gerçekleşen yatırım düşük üretkenliğe yol açacaktır.

28 Seyidoğlu (2011), 1990'lardan sonra küreselleşmenin ve liberalleşmenin hızlanmasında teknoloji, iletişim ve bilişim

yatırım ve sermaye gelişmiş ülkelere doğru hızlı bir şekilde yön değiştirmiştir.

Fakat gelişmekte olan ülkelerin yeni ekonomi sistemine yönelik yeterli ve sağlam alt yapıya sahip olmamaları, bu ülkeleri küresel krizlere karşı daha kırılgan hale getirmiştir. Bir yandan finansal entegrasyon ve liberalleşme hızla gelişirken diğer yandan uzun dönemli yeni tip krizler ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle kötü makroekonomik performanslar, finans sisteminin kırılgan yapısı ve döviz kuru rejimlerine yönelik tutarsız uygulamalar, krizleri tetiklemeye başlamıştır (Delice, 2003:75).

Dolayısıyla finansal liberalleşme uygulamalarının başarılı olduğu konusunda büyük şüpheler vardır. Çünkü Latin Amerika ve Doğu Asya ülkeleri ile Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülke bu politikaların ardından peş peşe derin finansal krizlere maruz kalmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:108-110). Bunun yanı sıra uzun yıllardır devam eden yüksek faiz, yüksek sermaye girişi ve sabit kur politikaları, gelişmekte olan ekonomilerin yapısında ciddi sorunlara yol açmıştır. Enflasyon sorunu, yabancı tasarruf ve sermayeye bağımlılık, cari açık, döviz rezervi sorunu, aşırı değerli yerel para ve yüksek ithalat gibi temel sorunlar finansal liberalleşmeyle birlikte bu ülkelerin mücadele etmek zorunda kaldıkları alanların başında gelmektedir<sup>29</sup>.

Finansal sistemin liberalleşmesinden en fazla etkilenen ülkelerin başında ise Türkiye gelmektedir<sup>30</sup>. 1980 öncesinde dışa kapalı, sabit

alanlarında yaşanan gelişmelerin yanı sıra, Sovyetler Birliği'nin dağılması ve iki kutuplu bir dünyadan tek kutuplu bir dünyaya geçişin küreselleşme üzerinde itici bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Böylece ABD öncülüğündeki batı bloku ile Rusya öncülüğündeki Doğu bloku arasında süren soğuk savaş dönemi son bulmuş ve dünya ABD liderliğinde tek blok üzerinde yeniden yapılanmaya başlamıştır (Seyidoğlu, 2011:141).

29 Seyidoğlu, (2011:144), hükümetlerin para politikasının, kurlar ve faiz oranları üzerindeki etkisinin finansal liberalleşme nedeniyle giderek zayıfladığını, sermaye girişlerine olan ihtiyacın reel faizlerin enflasyonun da üzerinde kalmasına yol açtığını ve bu tür bağımlılık nedeniyle ani şoklara ve krizlere karşı ülkelerin savunmasız kaldığını belirtmiştir.

30 Finansal liberalleşmeye paralel olarak OECD'nin 2018 yılı raporuna göre, Türkiye 1990'ların ardından serbest ticaretten en fazla yararlanan ülkelerin başında gelmektedir (OECD, 2018). Bu yönüyle



kur ve ithal ikameci politikaya dayanan ekonomik sistem, yaşanan ödemeler dengesi ve diğer makro-mikro bazı sorunlar nedeniyle terk edilmiştir. Örneğin, Türkiye'nin liberalleşmeye gitmesinin ana gerekçeleri arasında 1973 Petrol Krizi'nin ardından ortaya çıkan düşük büyüme, yüksek enflasyon, işsizlik, bütçe açıkları ve cari açık ve rezervlerin tükenmesi önemli bir yere sahiptir. 1970'li yıllarda kamu desteği ile artan özel sektör yatırımları sayesinde Türkiye'de büyüme 1971-1973 arasında ortalama %7,9 iken enflasyon oldukça düşük seviyelerde kalmıştır. Fakat bu dönemde sanayi sektörü devlet desteğine ve ara malı ile hammadde ithalatına bağımlı hale gelmiştir. Bu bağımlılığın olumsuz sonuçları 1973 Petrol Krizi'nde ortaya çıkmıştır. Krizle beraber küresel enerji fiyatlarının ani bir şekilde yükselmesi, petrole bağımlı olan Türkiye'de ticaret sisteminin bozulmasına yol açmıştır. Ayrıca, artan ithalat fiyatlarının firmalar için aşırı bir maliyet oluşturmaması amacıyla hükümetin devalüasyona gitmemesi neticesinde Türk lirası aşırı değerli hale gelmiştir. Bu durum ithalatı yine cazip hale getirirken ihracatta ciddi sorunlara yol açmıştır (Sancak, 2002:4-5, Yentürk, 1999:89).

Devalüasyon yapılmaması ve artan döviz talebinin rezervlerden karşılanması, merkez bankası rezervlerinin bitme noktasına gelmesine ve kısa vadeli borçlanmaya yol açmıştır. Böylece 1973'lerde cari fazla veren Türkiye, 1977'ye geldiğinde cari açık veren bir ülkeye dönüşmüştür. İhracattaki bozulma ve borçlanmanın artması ve üretimin yavaşlaması nedeniyle 1970'lerin sonunda Türkiye ekonomisinin büyümesi %1'in altına inmiş, cari açığın milli gelir içerisinde payı %5,5'e çıkmıştır. 1979 yılında enflasyon ise %100'ün üzerine çıkmıştır (Sancak, 2002:4-5). Bu gelişmelerin ardından Türkiye 1980 sonrasında yeni bir liberal ekonomi programı başlatmıştır.

---

Türkiye'nin finans ve ticaret alanlarında yaptığı serbestleşme reformları gelişmiş ülkeleri bile geride bırakmıştır. Dolayısıyla Türkiye finans ve ticari liberalleşmenin olumsuz etkilerine de en fazla maruz kalan ülkelerden biri olmuştur.

31 Türkiye'nin 1980'lerden sonra mali bir reform süreci başlatmasının sebebi, sistemde önemli eksiklerin bulunması ve bu

Böylece 1980 yılından 24 Ocak Kararları ile Türkiye'de yeni bir ekonomi ve kalkınma programına geçilmiştir. Yeni dönemle birlikte ihracata dayalı, kur ve faiz politikalarında büyük değişimler ön gören ve finansal liberalleşme temelli bir süreç başlamıştır. Bu doğrultuda küresel sermayeye, fonlara, yatırımlara, dış borçlanmaya ve dövizlere kapılar açılmıştır (Ural, 2003:16-17).

Türkiye'de dışa açık bir ekonomi politikasının başarılı olabilmesi amacıyla bir dizi mali reformlar gerçekleştirilmiştir. Bu reformlar liberal politikalar çerçevesinde sistemin işleyişini ve devamlılığını esas alan, finansal serbestleşmeyi, sermaye akımlarını, dış borçlanmayı ve döviz girişlerini destekleyen gelişmelerdir. Yapılan reformların önemli bir yanını ise Türk lirasının istikrara kavuşturulması ve para politikasının etkinliğinin artırılması oluşturmuştur<sup>31</sup>. 1980'lerden sonra bu tür mali reformlar doğrultusunda gerçekleştirilen düzenlemelerin bazıları ise şunlardır; 1980'de kredi ve mevduat faiz oranlarının serbest bırakılması, 1985 sonrası bankalar arası para piyasası işlemlerinin geliştirilmesi, 1985'te devlet menkul kıymetler işlemlerinin başlatılması, 1987'de açık piyasa işlemlerinin başlatılması, 1981'de Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPK) devreye girmesi ve 1982'de SPK'nın kurulması, Menkul Kıymetler Piyasası'nın geliştirilmesi, döviz rejimlerinin düzenlenmesi ve döviz işlemlerinin serbestleştirilmesidir (Saraçoğlu, 1996).

#### **4.1.1. Liberalleşme Sonrası İlk Büyük Kriz: 1994 Krizi ve Kur Şokları**

Türkiye'nin finans ve diğer alanlarda küresel gelişmelere paralel olarak hızla liberalleşmesi bazı ekonomik sorunları beraberinde getirmiştir. Öncelikle 1980 öncesi var olan mali açıklar ve enflasyon sorunu çözülememiş ve Türkiye'nin hassas konularından biri olmaya devam etmiştir.

durumun mali ve parasal sorunlara yol açmış olmasıdır. Reforma ihtiyaç duyulan önemli eksiklikler şunlardır; negatif reel faiz oranlarının yol açtığı finansal baskı, sermaye piyasalarının eksikliği, döviz işlemlerindeki aşırı kısıtlamalar, finansal işlemlerdeki yüksek vergiler, piyasa şartlarının yerine hükümet kararlarının daha çok dikkate alınmasıdır (Saraçoğlu, 1996:111-112)

Kamu borçlanmasının artması faiz ödemelerini artırmış ve bütçe dengesinde önemli sarsıntılara yol açmıştır. Bu durum risk primlerini yükseltirken belirsizliği tetiklemiştir. Özellikle sermaye ve döviz işlemlerinin serbestleştirilmesinin yol açtığı sorunlara karşı politika uygulayıcıların geleneksel yöntemlerle (dışa kapalı ülke uygulamaları) müdahalede bulunması sorunları çözememiş, tam tersine Türk lirasının değer kaybetmesine yol açmıştır. Döviz talebi yükselirken finansal sistem güven kaybetmiştir. Böylece gerek ekonomi yönetiminin başarısız uygulamaları gerek liberalleşmenin finansal ve ekonomik sistemde yol açtığı kırılmalıklar nedeniyle Türkiye 1994 yılında derin bir ekonomik krize girmiştir (Saraçoğlu, 1996:124).

Aşırı spekülasyon sermaye akımları ve sıcak para girişleri 1990'lerden itibaren Türkiye ekonomisinde yüksek faiz, kur ve cari açık ile para arzında ve kredi stokunda büyük bir artışa yol açmıştır. Bu gelişmelerin yanı sıra hükümetin sıcak para girişlerini değerlendirememesi ve sürecin iyi yönetilememesi 1994 Krizi'nde büyük bir rol oynamıştır (Yentürk, 1996:108). Krizin ardından Türkiye ekonomisi yaklaşık yıllık bazda %6,1 daralmış ve Türk lirası dolar karşısında yılın ilk çeyreğinde neredeyse %50 değer kaybetmiştir.

Kurları dengede tutmak için müdahalede bulunan merkez bankası rezervlerinin yarısını kaybetmiş, kısa süreli faizler fırlarken, enflasyon üç hanelere yükselmiştir.

Hükümetin, artan bütçe açıklarını, zaten çok yüksek olan kısa vadeli iç borçlanma yerine parasal genişleme ile finanse etmeye çalışması finans sektöründe spekülasyon ataklarına ve olumsuz beklentilere yol açmıştır. Tablo 4'te yer alan bilgilere göre, 1994 Krizi'ne giden süreçte özellikle 1992-1993 yıllarına yönelik veriler krizin adım adım geldiğini göstermektedir. Cari denge, bütçe dengesi, iç borç stoku ve dış borç 1993 yılında bir önceki yıla göre katlanarak artmıştır. Türkiye'nin uluslararası kredi notu düşmüş, yurt dışı borcu olan ticari bankaların döviz yönelmesi sermaye çıkışlarının artmasına yol açmıştır. Merkez bankası ise spekülasyon atakları ve rezervlerin azalmasını önlemek ve kurları kontrol altında tutmak için gecelik faizleri rekor seviyelere çıkarmıştır. Fakat merkez bankası hamlelerinin başarılı olmaması ve ticari bankaların döviz talebini sürdürmesi piyasada endişeleri daha da yükseltmiştir. Böylece halkın da yerel paralarını bankalardan çekmeye başlaması ve döviz yönelmesi bankacılık sektörünü olumsuz yönde etkilemiştir (Celasun, 2013:2-4)

**Tablo 4:** 1994 Krizi'nde Makroekonomik Görünüm

	1992	1993	1994	1995
<b>Büyüme</b>	6,4	7,9	-6,1	8
<b>Cari Denge (%GSYH)</b>	-0,5	-3,2	0,3	-2,4
<b>Bütçe Dengesi (%GSYH)</b>	-4,3	-6,7	-3,9	-4
<b>İç Borç Stoku (Milyon TL)</b>	194	357	799	1,3
<b>Dış Borç (Milyar dolar)</b>	58,6	70,5	68,5	76
<b>TÜFE</b>	66	71	125	76,1
<b>Reel Efektif Döviz Kuru (TÜFE bazlı)</b>	114,9	125,7	95,7	103,1

Kaynak: EVDS, 2021, Eğilmez, 2020.

Kısacası 1994 Krizi, dönemin siyasi ve ekonomik şartları dikkate alındığında daha çok aşırı liberalleşmenin, yetersiz finansal alt yapının ve tecrübenin, siyasi mücadelelerin ve hükümetin çözemediği makroekonomik problemlerin neden olduğu bir kur krizi olarak tarihe geçmiştir. Kamu kesimini borçlanma gereği 1991-1993 arasında GSMH'nin %10-12'ine kadar ulaşmıştır. Bütçede faiz yükünün çok fazla artması nedeniyle personel giderleri bile karşılanamaz hale gelmiştir. Seçim atmosferinden kaynaklanan genişletici maliye politikaları ile terörle mücadele harcamaları ise bütçe açıklarının zirveye çıkmasına yol açmıştır. Halk arasında dolarizasyon önemli bir korunma aracı haline gelirken, spekülatif ataklar krizde etkili olmuştur. Bu doğrultuda birinci nesil kriz teorilerinin 1994 Krizi'ni açıklamaya yönelik önemli bilgiler sunduğu söylenebilir. Bunun yanı sıra üçüncü nesil kriz teorileri çerçevesinde incelendiğinde, 1994 Krizi'ne giden süreçte kontrolsüz finansal liberalleşme ve bankacılık sektörünün yüksek kar güdüsüyle genişleyen kredi politikaları da etkili olmuştur. P. Krugman'ın "Ahlaki Sorun" teorisinde olduğu gibi, aşırı liberalleşme, yüksek faizli finans iştahı Türkiye'de sağlam alt yapıya oturtulmamış finans sisteminin liberalleşmesini tetiklediği görülmüştür.

#### 4.1.2. 28 Şubat Siyasi Krizi

1997 yılındaki 28 Şubat Siyasi Krizi'nin incelenmesi, 2001 krizine ve devamında 2002 seçimlerine giden sürecin anlaşılmasına katkı sağlayacaktır. Bu nedenle 2001 Ekonomi Krizi'ne giden süreçte ilk olarak 28 Şubat Siyasi Krizi incelenmiştir.

1994 Krizi'nin etkisi yavaş yavaş ortadan kaybolurken Türkiye'yi yeni bir siyasi ve iktisadi kriz sürecine sokan 1997 ve 2000-2001 krizleri meydana gelmiştir. 1997 yılında yaşanan 28 Şubat Siyasi Krizi, Türkiye'de hükümetlerin dağılmasına ve sosyal, ekonomik, siyasi, idari, hukuki ve toplumsal alanlarda köklü değişimlere yol açmıştır. Adını 28 Şubat 1997'de yapılan Milli Güvenlik

Kurulu olağan üstü toplantısından çıkan kararlardan alan bu kriz post modern darbe olarak tarihe geçmiştir. Dönemin Refah Partisi ve ANAP Koalisyonu, MGK'da çıkan iltica ile mücadele kararlarının ardından Başbakan Necmettin Erbakan'ın istifası ile dağılmıştır. Böylece askeri ve siyasi gruplar arasında genişleyen anlaşmazlıklar ilerleyen süreçte ekonomiye olumsuz yönde yansımıştır. Buna göre, 1997 yılında yaşanan Asya Krizi'nin 28 Şubat Siyasi Krizi ile ilerleyen dönemlerde birleşmesinin ardından Türkiye ekonomisi 1997 genelinde %8,3 büyürken, 1998 yılında ancak %3,8 oranında büyümüştür.

RF-ANAP Koalisyonunun yıkılması ile yerine ANASOL-D koalisyonunda Türkiye'nin 55. hükümeti kurulmuştur<sup>32</sup>. Fakat 28 Şubat'ın etkileri ANASOL-D koalisyonunun kurulması ile ortadan kalkmamıştır ve uzun yıllar devam etmiştir. Öyle ki, 1999 seçimleri, 2000-2001 Ekonomik Krizi ve 2002 yılında yapılan erken seçimlerde de 28 Şubat Krizi belirleyici olmuştur. Çünkü ANASOL-D ortaklığı, dönemin siyasi koşulları altında artan belirsizliği ortadan kaldıramamıştır. Siyaset ve asker arasında devam eden anlaşmazlıklar daha da şiddetlenmiştir. Bu gelişmelerin ardından 1998 yılında ANASOL-D'nin başbakanı Mesut Yılmaz, 2000 yılında yapılması planlanan seçimleri 18 Nisan 1999 yılında yapılması yönünde karar almıştır. Fakat 1998 yılında patlak veren Türk Bank skandalı<sup>33</sup> nedeniyle koalisyonu dışarıdan destekleyen bazı partiler Mesut Yılmaz'a verdikleri desteklerini çekmişlerdir. Böylece 55. Hükümetin başbakanı Mesut Yılmaz'ın istifasını vermesinin ardından hükümet düşmüştür. Mesut Yılmaz'ın istifasının ardından seçimlere 1,5 ay kala Bülent Ecevit başbakanlığında geçici hükümet kurulmuştur. Nihayet 1999 yılında yapılan seçimlerinin sonucunda tek başına parti kurmak için yeterli çoğunluğa sahip olmayan DSP-MHP-Anavatan partileri koalisyon kurarak 57. Hükümeti kurmuşlardır.

32 ANASOL-D Koalisyonu; Anavatan Partisi, Demokratik Sol Parti ve Demokrat Türkiye Partisi ortaklığında Mesut Yılmaz başbakanlığında kurulan Türkiye'nin 55. hükümetidir.

33 Türk Bank Skandalı, diğer adıyla Türk Ticaret Bankası'nın 1998 yılında özelleştirilmesi sürecinde Başbakan Mesut Yılmaz'ın adının da karıştığı yolsuzluk olayıdır.

Türkiye'nin 57. Hükümeti, dönemin siyasi, askeri, sosyal ve ekonomik şartları nedeniyle daha fazla devam edememiş ve 2002 yılında Türkiye yeniden erken seçime gitmek zorunda kalmıştır. Çünkü, 1999 yılında yaşanan depremler, meclis içerisinde yaşanan siyasi kavgalar, 28 Şubat Krizi'nin devam ediyor olması ve dış kaynaklı bazı gelişmelerin de etkisi ile Türkiye kendini 2001 Ekonomik Krizi'nin ortasında bulmuştur<sup>34</sup>. 2001 Krizi, 1996'dan beri devam eden bütün askeri, siyasi, toplumsal, hukuki, idari ve ekonomik sorunların bir sonucu olan, aynı zamanda 2002'de Türkiye'yi erken seçimlere götüren bir krizdir.

#### 4.1.3. 2000-2001 Ekonomi Krizleri ve Kur Şokları

1990'lardan sonra hız kazanan liberalleşmenin de etkisi ile 1999 yılına gelindiğinde bütçe açıkları ve iç borç stokları zirveye çıkmış ve GSYH içerisinde payı yükselmiştir<sup>35</sup>. Bu doğrultuda Türkiye yeniden yüksek kamu borcu, yüksek enflasyon ve yüksek faiz sarmalına girmiştir. Dolayısıyla enflasyonun, işsizliğin, faizlerin kontrol altına alınması, istikrarlı ve adil bir büyümenin sağlanması hükümetin birinci hedefi haline gelmiştir. Özelleştirme, yapısal reformlar, mali disiplin, kamu gelirleri yöntemi ve sürünen sabit kur ayarlamaları doğrultusunda 3 yıllık IMF programı oluşturulmuştur. Bu sarmaldan çıkmak için kamu gelirlerinin artırılması amacıyla özelleştirme gelirleri büyük önem arz etmekteydi. Kur politikası ve TCMB'nin net iç varlık hedefleri programın uygulanması için araç olarak kullanılmıştır. Programa göre ilk olarak sabit kur altında 2000 yılında TL yaklaşık %20 devalüe edilecektir. Ardından 2001 yılında enflasyon ve kurların dengeye gelmesinin ardından dalgalanan kur rejimine geçilecektir. TCMB ise net iç varlık hedefleri doğrultusunda piyasadaki likitideyi

kontrol ederek enflasyonu düşürecektir (Köylüoğlu, 2019).

Fakat IMF programının önemli sorunları vardır. Örneğin bankacılık sektörünün zayıflığı göz ardı edilmiştir. Özellikle bankaların son yıllarda artan kısa dönemli döviz yükümlülükleri programın krizle sonuçlanmasında önemli bir etken olduğu söylenebilir. IMF, bankacılık sektöründeki bu kısa açık pozisyonlarının azaltılması için düzenlemeler getirmiştir. Fakat bankalara yönelik düzenlemeler bankalarda likitide sorununa yol açmıştır. Çünkü bankalara dayatılan bu kural neticesinde bankalar TL üzerinden borçlanma piyasalarına hücum etmişlerdir. Ortaya çıkan aşırı likitide sorununu aşmak için faizler artırılmış ve hazine kağıtları fonlanmaya başlamıştır. Bu gelişmeler bankalarda büyük kayıplara yol açmıştır. Belirsizliğin ve endişelerin artmasıyla birlikte bankalar arası kredi kanalları azalmış ve yabancılar ellerindeki hazine kağıtlarını hızla satarak Türkiye'den milyarlarca dolar sermaye çıkarmışlardır (Turan, 2011:68-70).

2001 Şubat Krizi'nin ilk yansıması 2000 yılı Kasım ayında yaşanmıştır. Aşırı likitide talebi 22 Kasım 2000 yılında Türkiye'yi derin bir krizin içerisine sokmuştur. Bankaların gecelik borçlanma faiz oranları Kasım ayı içerisinde üç kattan fazla artarak %300'ün üzerine çıkmıştır. Kasım- aralık arasında merkez bankası kurları sabit tutmak için yaklaşık 5,5 milyar dolar rezerv satmıştır. Bu kayıp merkez bankası brüt döviz rezervlerinin yaklaşık %22'sine denk gelmektedir. Döviz rezervlerinde yaşanan hızlı azalma ve faiz oranlarındaki 4 kattan fazla artış, endişelere ve baskılara yol açarken, spekülasyon ataklar hız kazanmıştır. Bu doğrultuda merkez bankası, kurları harekete geçiren spekülasyon ataklara karşı faiz artışı, rezerv satışı ve IMF'den 7,5 milyar dolarlık ek kredi desteği ile karşılık vermiştir<sup>36</sup> (Uygur, 2001:6-9).

34 1999 yılında yaşanan depremlerin, erken seçimin, siyasi ve askeri alanlarda devam eden sürtüşmelerin de etkisi Türkiye ekonomisi 1999'da %3,4 oranında küçülmüştür. Olağan üstü haller dışında Türkiye'deki ekonomik krizlerde siyasetin etkisinin çok fazla olduğu söylenebilir. Çünkü sürekli yaşanan hükümet değişimleri, erken seçimler ve siyasi kargaşalar özellikle finansal kesimde spekülasyon atakları hızlandıran, yatırımcıları kaçmasına neden olan en önemli sebepler arasında yer almaktadır.

35 Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH içerisindeki payı 1999'da %11,9'a, iç borç stokunun aynı yıl GSMH içerisindeki %29'a yükselmiştir.

36 Merkez Bankası'nın bu hamlesi oldukça yüksek bir maliyete yol açmıştır. Çünkü merkez bankası hem yüksek faiz uygulamış, hem rezervlerinin önemli bir kısmını yitirmiş hem de IMF'den kısa dönemli yüksek faizle borçlanmıştır (Uygur, 2001:22).

Bu dönemde hem TL hem de döviz talebinin katlanarak artması bankacılık sektörüne büyük zarar vermiştir. Ekonomi yönetiminin yanlış uygulamaları, bankacılık sektörünün zayıf olması ve sermaye ihtiyacının yüksek olması krizde oldukça etkili olmuştur. Dolayısıyla Kasım krizi, mali, finansal ve bankacılık krizlerini birlikte barındıran ve spekülasyon atakları ile hız kazanan bir kriz olarak kabul edilebilir<sup>37</sup>.

2000 yılı Kasım Krizi'nde uygulanan politikalarda geç kalınması ve yeterli sonuç vermeyen geçici çözümler, Türkiye'yi tarihin en derin kur krizlerinden biri olan 2001 Şubat Krizi'ne sürüklemiştir. Bunun yanı sıra Kasım Krizi'ni geri püskürtmek amacıyla para politikasının bütün araçları devreye sokulduğu için, Şubat 2001 Krizi'ni geri püskürtecek mekanizma büyük ölçüde zayıflamıştı.

Şubat Krizi'ne giden süreçte spekülasyon atakları hızlandıran bir diğer önemli siyasi konu ise 19 Şubat 2001'de başbakan ile cumhurbaşkanı arasında yaşanan anayasa kitapçığının fırlatılması olayıdır. Bu olayın kamuoyuna açıklanmasının hemen akabinde dövize yönelik spekülasyon bir hareket başlamıştır. Gecelik faizler %6200'e kadar yükselmiştir. Merkez bankası ise faiz artışlarının yanı sıra döviz satarak kurları dengelemeye çalışmış fakat merkez bankasının rezervleri 1 hafta içerisinde 5,3 milyar dolar azalmıştır. Sabit kur rejimi altında döviz kuru çıpası ile 3 yıllık IMF programını yürütmeye çalışan merkez bankası, döviz saldırılarına daha fazla dayanamayarak nihayet 21 Şubat günü dalgalı kur rejimine geçmiştir. Böylece serbest piyasada dalgalanmaya başlayan döviz kurları nedeniyle dolar, TL

37 IMF'nin birinci başkanı S. Fisher'e göre döviz kuru çıpasının neden olduğu cari açık sorununun yol açtığı panik 2001 Krizi'nde spekülasyon atakları yol açmıştır. Korkut Barotov da benzer şekilde, Türkiye'nin ödemeler dengesi sorunu olmamasına rağmen döviz kuru çıpasına dayalı IMF programına dahil olmanın büyük bir hata olduğunu belirtmiştir (Turan, 2011:71). OECD'nin 2001 Şubat ayı raporuna göre ise Türkiye'de 2001 Krizi'nin yaşanmasında şu konular etkili olmuştur; kamu bankalarının son yıllarda zarar etmesi, kamu kesimi borç stokunun %62'ye yükselmesi, kamu bankalarının ve özel bankaların döviz açıklarının 18-20 milyar dolara ulaşması, özelleştirme hamlelerinin geç kalması, 1999 depreminin bütçede neden olduğu yükün borçlanmayla karşılanması, küresel enerji fiyatlarının artması, TL'nin krizden önce değer kazanması ve kriz öncesi faizlerin düşmesi nedeniyle bankaların gelirlerinin önemli ölçüde düşmesidir (Çakıcı, 2001:476).

karşısında on günde yaklaşık %40 değer kazanmıştır (Uygur, 2001:23).

Bu gelişmeler doğrultusunda çeşitli programlarla enflasyonu düşürme ve 2002'de dalgalı kur rejimine geçme hedefleri fiilen ortadan kalkmıştır. Ekonominin dengeye oturtulması ve istikrarlı kur-büyüme-enflasyon üçlüsünün sağlanması için uygulamaya alınan IMF programı başarısız olmuştur. Çünkü P. Krugman'ın birinci nesil kriz teorilerinde belirttiği gibi 2001 Krizi, kötü ekonomi yönetiminin, bütçe açığı, borçlanma ve yüksek enflasyon nedeniyle nihai aşamada spekülasyon atakları yol açmasının bir sonucudur. Merkez bankasının rezervlerinin kayda değer bir oranda erimesi, gecelik faiz oranlarının tarihin en yüksek seviyesine çıkması ve spekülasyon ataklarının durdurulamaması nedeniyle sabit kur rejimi terk edilmek zorunda kalmıştır.

Bu krizde daha önce de ifade edildiği gibi siyasetin etkisi göz ardı edilmemelidir. 28 Şubat ve devamında yaşanan siyasi gelişmeler, koalisyon hükümetlerinin 1996-2001 arasında istikrarlı bir politika uygulayamaması, başbakanlar ve cumhurbaşkanları arasında yaşanan gerilimler, terör olayları ve mevcut ekonomik sorunlar bir araya gelerek krize yol açmıştır. Bu kriz özü itibarıyla birinci nesil kriz teorileriyle açıklanabilmektedir. Çünkü sabit kur rejiminin uygulanması, bütçe açıklarının ve döviz üzerinden dış borçların artması, siyasi belirsizliklerin artması makroekonomik sorunların bozulmasına yol açmış ve yüksek enflasyon ile spekülasyon kur atakları krize yol açmıştır<sup>38</sup>. Fakat 2001 Krizi'nin bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar nedeniyle derinleşmesi, üçüncü nesil kriz teorilerinde

38 2001 Krizi'nden sonra IMF programına yönelik ağır eleştiriler getirilmiştir. Özellikle döviz kuru çıpasının uygulanması daha önce birçok ülkede krize yol açmasına rağmen neden Türkiye'de de uygulandığı yönünde eleştiriler ilk sıralarda gelmektedir. Bunun yanı sıra IMF'nin bazı makro ve mikro bazda sorunları göz ardı ederek programı dayatması ayrı bir eleştiri konusu olmuştur. Tabii ki burada siyasi irade ile ekonomi yönetimi arasında yaşanan anlaşmazlıkları da dikkate almakta yarar vardır. Hükümetin IMF'nin 2000 yılı Kasım Krizi'nde ön gördüğü tavsiyeleri siyasi kaygı nedeniyle uygulamaması veya geç kalınması krizi tetiklemiştir. Sonuç olarak 2001 Krizi, tam bir spekülasyon atakları ile döviz kuru rejiminin değişmesine yol açan siyasi-ekonomik bir krizdir.

bahsedilen ahlaki sorun ilkesiyle uyuşmaktadır. Özellikle bankacılık sektörünün 1990'lardan sonra kontrolsüz bir şekilde gelişmesi ve kredi

kanallarının kar güdüsü ve siyasi baskılar nedeniyle genişlemesi krizi açıklamada üçüncü nesil kriz teorilerini de ön plana çıkarmaktadır.

**Tablo 5. 2001 Krizi'nde Makroekonomik Görünüm**

	1999	2000	2001	2002
<b>Büyüme</b>	-3,6	6,6	-6	6,4
<b>Cari Denge(%GSYH)</b>	-0,4	-3,7	1,9	-0,3
<b>Bütçe Dengesi (%GSYH)</b>	-12,7	-11,9	-16,8	-15,9
<b>İç Borç Stoku (Milyar TL)</b>	22,9	36,4	122	149
<b>Dış Borç (Milyar dolar)</b>	103	118	113	129,6
<b>TÜFE</b>	68,8	38	68,5	29,1
<b>İşsizlik</b>	7,7	6,5	8,4	10,3
<b>MB Brüt Döviz (Milyar dolar)</b>	23,1	19,6	18,7	26,7
<b>Reel Efektif Döviz Kuru (TÜFE)</b>	127,3	147,6	116,3	125,4
<b>Dolar Kuru (Alış Satış ortalaması)</b>	0,42	0,62	1,23	1,51

Kaynak: EVDS, 2021, Eğilmez, 2020.

2001 Krizi'nin Türkiye'ye faturası tablo 5'te gösterildiği gibi çok ağır olmuştur. Kasım krizinden farklı olarak şubat krizinde hem yerliler hem yabancılar dövizle saldırmışlardır. Türkiye'den ciddi bir sermaye çıkışı yaşanırken, Türkiye aynı zamanda faiz-kur-enflasyon sarmalına girmiştir. Ekonomi yaklaşık %6 küçülmüş ve dolar kuru 1999-2001 arasında %200 değer kazanmıştır. Bütçe açıklarının milli gelir içerisindeki payı %16'yı geçmiş ve iç borç stoku 22 milyar liradan 122 milyar liraya fırlamıştır. Benzer şekilde faizler ve dış borç da yükselmiştir. Enflasyon %70'e yaklaşırken işsizlik krizden sonra bile bir süre %10'un üzerinde kalmıştır.

Merkez bankası dalgalı kur rejimi altında enflasyon hedeflemesine geçerken, yeni bir IMF programı devreye girmiştir. Bunun yanı sıra 2001 Krizi'nin akabinde siyasi, toplumsal ve sosyolojik açıdan Türkiye yeni bir döneme girmiştir. Koalisyon hükümetleri ortadan kalkmış ve tek parti iktidarı ile 2002 seçimleri sonuçlanmıştır. Türkiye, Avrupa ve batı bloğu ile daha yakın ilişkiler kurmaya başlarken, AB'ye üyelik yolunda yeni bir eşik

geçilmiştir. Bu gelişmelerin ardından yüksek değerlerde yabancı sermaye ve yatırımlar Türkiye'ye yönelirken istikrarlı bir büyüme dönemi başlamıştır. Siyasi irade gerçekleştirdiği yapısal reformların yanı sıra küresel ve yerel çapta ortaya çıkan olumlu rüzgârı da arkasına alarak 2003'ten beri tek başına iktidar görevini sürdürmeye devam etmektedir. Fakat Türkiye, 2013'lerden sonra adım adım yaklaşan kur odaklı yeni bir ekonomi-siyaset krizine yakalanmıştır. Küresel çapta olumlu yönde esen rüzgârın 2013'lerden sonra tersine dönmeye başlaması ve dış ve iç siyasette ortaya çıkan sorunlar, Türkiye'yi 2018-2021 dönemleri arasında oldukça şiddetli kur şoklarına sokmuştur.

#### **4.2. Dalgalı Kur Rejiminde İlk Kur Krizleri: 2018-2021 Spekülatif Kur Şokları**

28 Şubat Siyasi Krizi, 1999 Depremi ve Koalisyon dönemleri, seçimler ve nihayetinde 2001 Krizi Türkiye'de askeri, siyasi, sosyal, ekonomik, hukuki ve hatta kültürel açıdan köklü bir değişikliğe yol açmıştır. 2003 itibarıyla koalisyonlar son bulurken, ekonomi ve hukuk merkezli, batı yönünde yeni bir

istikrar dönemi başlamıştır. AB ve ABD ile yakın ilişkilerin kurulması ile uluslararası yatırıma, sermayeye ve uluslararası kuruluşlara daha liberal bir bakış açısı gelişmeye başlamıştır. Böylece ekonomiden siyasete, hukuktan sosyal hayata kadar yeniden bir kalkınma süreci başlamıştır.

Bu gelişmelerin ardından kurlar istikrarlı hale gelmiş, enflasyon ve faizler tek haneli rakamlara düşmüştür. Merkez bankası ise dalgalı kur rejimine geçerek, spekülasyon ataklara karşı daha güçlü pozisyon almıştır. Merkez bankası, yeni dönemde fiyat istikrarı ve fiyat hedeflemesine geçerken, dalgalı kur rejiminin devamını esas edinmiştir. Fakat merkez bankasının reel olarak herhangi bir kur hedefi olmamasına rağmen gerek fiyat istikrarının tesis edilmesi gerekse de iktisadi ve finansal temellerden kopmuş bir döviz kuruna karşı gerekli önlemlerle ve araçlarla tepki vermektedir (TCMB, 2017:1).

2001 Krizi'nin ardından küresel bazlı liberalleşmenin ve ulusal bazda uygulanan kalkınma programlarının etkisi ile Türkiye uluslararası piyasalardan bol ve ucuz kredi temini imkanına kavuşmuştur. Gelişmiş ülkelere göre daha yüksek faizlerin olması sayesinde Türkiye'ye sıcak para girişleri muazzam seviyelere ulaşmıştır. Fakat bir yandan da cari açık ve dış borç sürekli artmaya başlamıştır. Özelleştirme gelirleri ve sıcak para girişleri ise cari açığın finansı için uzun bir süre iş görmüştür (Yeldan, 2009:17).

2008 Küresel Krizi, her ülkeyi olduğu gibi Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. Fakat bu kriz, Türkiye'nin ABD ile dış ticaretinin çok yüksek olmaması nedeniyle daha çok alternatif pazarlarda yaşanan ABD merkezli sorunlar üzerinden Türkiye'yi etkilemiştir. Bu sayede kriz Avrupa ve Amerika'ya göre Türkiye'de daha hafif atlatılmıştır.

Krizin ardından uygulanan genişletici maliye ve para politikaları sayesinde Türkiye 2011 yılında rekor bir oranda büyüyerek tüm dünyada dikkatleri üzerine çekmeyi başarmıştır. Çünkü

finansal krizin ardından gelişmiş ülkelerde faizlerin dip yapmış olması, yatırımcıların yüksek faizlerin uygulandığı gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmelerine yol açmıştır. Bu ülkelerin başında ise 2000 yılı sonrası uyguladığı yeni reformlar sayesinde küresel büyümenin üzerinde bir oranda büyüyen ve sermaye sahiplerinin iştahını kabartan Türkiye gelmektedir. Böylece dış kaynağın önünü açan Türkiye'nin aynı zamanda dolar cinsinden dış borcu artarken, cari açık sorunu ön plana çıkmaya başlamıştır. Özellikle küresel çapta faizlerin yeniden artmaya başlamış olması, yüksek dış borç ve cari açığı olan Türkiye'nin finansman maliyetlerini de yükseltmiştir (Congressional Research Services, 2018)<sup>39</sup>.

Türkiye'nin uzun yıllardır uyguladığı dış finans merkezli, düşük kur ve yüksek faize dayanan yüksek büyüme hedefli model, son yıllarda küresel ve yerel kaynaklı ekonomik ve siyasi gelişmelerin etkisi ile büyük ölçüde işlevini yitirmeye başlamıştır. Böylece kurlarda yaşanan dalgalanmalara karşı daha kırılgan hale gelen Türkiye'nin savunma politikaları krizi önleyemez hale gelmiştir. Türkiye'de büyüme modelinin işlev kaybetmesinde ve kur krizine zemin hazırlanmasında, şu gelişmeler önem arz etmektedir; Suriye başta olmak üzere Orta Doğu'da yaşanan savaşlar, küresel faizlerin artmaya başlaması, Avrupa Borç Krizi, 2013'te yaşanan Gezi Olayları, 2015 seçimleri ve terör olayları, 15 Temmuz Darbesi, parlamenter sistemin değişmesi, Brexit ve Avrupa'da aşırı sağın güç kazanması, kur ve ticaret savaşları, 2017 Referandumu, 2018-2019 Genel ve Yerel Seçimler, Avrupa ile yaşanan siyasi çekişmeler, ABD-Türkiye arasında yaşanan Rahip Brunson krizi, S-400 ve F-35 anlaşmazlıkları, Akdeniz gerilimi, Türkiye'nin NATO üyeliği ve AB'ye üyelik ilişkileri başta olmak üzere batı ile sorunlarının artması, Covid-19 Krizi ve devamında Joe Biden'in ABD başkanı olması, Türkiye'nin adım adım kur krizine girmesine ve krizin

39 Türkiye'nin yeniden kırılganlığının artmasında ve spekülasyon kur şokları içerisinde girmesinde, son 20 yıldır artarak devam eden yerel çapta şu sorunlar da önemlidir; cari açığın, kamu ve özel sektörün dış borcunun rekor seviyelere ulaşması, para ve maliye politikalarında siyasi baskıların artması, iktisadi milliyetçiliğin popüler hale gelmesi,

bankacılık sektörünün riskli alanlara kredi dağıtması ve kontrolsüz kredi genişlemesinin hız kazanması, inşaat sektörünün ekonomide lokomotif görev üstlenmesi, ulusal ve uluslararası yatırımcıların finans piyasalarında güven kaybetmesi.

derinleşmesine yol açan en temel iç ve dış gelişmelerdir.

Bu gelişmelerin neticesinde Türkiye’de 2018’de başlayan kur krizinin dalgalı kur rejiminin karşılaştığı ilk ciddi kur krizi olduğu söylenebilir. Yeni nesil kriz teorileri açısından da incelendiğinde Türkiye’nin içerisinde bulunduğu bu krizin borç ve para krizi olduğu görülmektedir<sup>40</sup>. Böylece küresel çapta yaşanan finansal sıkılaştırmanın ve iç piyasadaki durgunluk nedeniyle 2018’de gelişmekte olan piyasalarda en fazla Türkiye’yi etkileyen bir kur krizi meydana gelmiştir (Akçay ve Güngen, 2019:2).

Kurların hızlı yükselmesi ile başlayan krizin ilk adımları, sermaye çıkışları, düşük büyüme, yüksek enflasyon ve bütçe açığı, yüksek faiz ve dış borç, politika belirsizliği ve seçimler, göç krizi, batılı müttefiklerle yaşanan kriz niteliğindeki anlaşmazlıklar şeklinde gelişmeye devam etmiştir. 2018 yılına gelindiğinde genel seçimlerin ardından Türkiye adı konulmamış bir kur krizine girmiştir. Ayrıca son yıllarda artan ekonomik riskler nedeniyle 2020 yılında Türkiye, Covid-19 Krizi’ne karşı hazırlıksız yakalanmıştır. Son iki yılda ikinci bir kur krizinin pandemi ile birleşmesi Türkiye için ekonomik riskleri daha da artırmıştır (Ewing, 2020). Fakat son yılların en önemli kur şoku 2021 yılının son ayında yaşanmıştır. 2021 yılı kasım- aralık dönemlerinde kurlara yönelik başlayan spekülasyon atakları Türkiye tarihinin en sert kur şoklarından biri olarak literatüre girmiştir. Öyle ki birkaç hafta içerisinde TL karşısında dolar ve euro %100’den fazla değer kazanmıştır. Yerli ve yabancılar tarafından başlatılan spekülasyon kur saldırıları politik söylemlerin etkisi ile şiddetlenmiştir. Merkez Bankası ise 2014 yılından beri ilk kez 2021 Aralık ayı içerisinde 5 kez

40 Yeni nesil kriz teorileri, genelde sabit kur rejimi altında yaşanan kur krizlerini açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiştir. Fakat Türkiye her ne kadar dalgalı kur rejimine geçtiyse de bu yeni kur rejimi kontrollü-dalgalı ve kısmen de sabit denilebilecek bir rejim olduğu için, ayrıca merkez bankasının sınırlı rezervlere sahip olmasından dolayı, yeni nesil kriz teorilerinin Türkiye’deki son krizi açıklamaya yönelik önemli tespitleri olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle Türkiye’deki yeni kur rejiminde müdahale araçları ve rezerv sınırı kriz teorilerinin göstergesi olarak kabul edilmiştir.

41 Dolarizasyon oranı toplam mevduatlar içerisinde döviz mevduatlarının oranını veren bir göstergedir. Dolarizasyon

müdahalede bulunmuştur. Politika yapıcılarının söylemleri ve belirsizlik kur şoklarını tetiklemiştir. Bu durum doğrudan mal ve hizmet fiyatlarına yansiyarak kısa süreli yoğun enflasyonist baskılar başlamıştır. Aralığın üçüncü haftasından itibaren hükümet tarafından açıklanan dövize endeksi mevduat programı ise kurlardaki suni artışın durmasına ve TL’nin kısa sürede yeniden %50 değer kazanmasına neden olmuştur.

Bu dönemlerde enflasyonla mücadelede uygulanan politikaların sonuç vermemesi ve hatalı politikaların uygulanması, spekülasyon atakları doğrultusunda 2013 yılından sonra dolarizasyon sorununu yeniden başlatmıştır. Öyle ki 2013’te %25’e gerileyen dolarizasyon oranı, 2021’de %55’e kadar yükselmiştir (TÜSİAD, 2021:6)<sup>41</sup>. Ayrıca Covid-19 salgınında tüm dünyada para politikalarının kısmen askıya alınarak faizlerde tarihi düşüşler yaşanmış olmasına rağmen, Türkiye’de 2018 yılından beri devam eden kur krizi nedeniyle dünyanın tersi yönde hareket ederek faizler %19’a yükselmiştir. Bu kadar yüksek faize rağmen geçmiş yıllardan kaynaklı kayıpların fazla olması nedeniyle ne kurlar ne de enflasyon yeterince düşmemiştir<sup>42</sup>.

Çalışmanın bu bölümünde, 2018, 2020 ve 2021’de spekülasyon ataklarının yol açtığı kur şoklarının en temel iç ve dış sebepleri ve kur şoklarının ekonomik sonuçları incelenmiştir. Ayrıca geçmiş krizlerde olduğu gibi yeni kur krizlerinde siyaset ve kriz ilişkisine değinilmiştir. Çünkü Türkiye’deki krizler üzerinde iç ve dış politik gelişmeler önemli bir etkiye sahip olmuştur. Böylece özellikle 2018 ve 2021 yıllarında Türkiye’nin gördüğü en sert kur şokları arasına giren kur krizlerin 1994 ve 2001’de olduğu gibi bir bankacılık ve ekonomik krize yol açıp açmayacağı tartışılmıştır. Bu doğrultuda kur

gelişmekte olan ülkelerde en temel problemlerden biridir ve bu oranın yükselmesi para politikasının etkinliğini zayıflatmaktadır. Böylece kronikleşen bir enflasyon sorunu nedeniyle para politikasının en temel amacı işlevsiz hale gelmektedir. Aralık ayında dolarizasyon yaklaşık %65’e çıkmıştır.

42 Dünya’da salgın nedeniyle artan parasal ve mali genişlemenin ekonomide olumlu sonuçlara neden olmasına rağmen, Türkiye, salgını yüksek enflasyon ve dolarizasyon gibi kırılganlıklar ile karşıladığı için atabileceği adımlar sınırlı kalmış ve yeterince bir etki oluşmamıştır (TÜSİAD, 2021:5).



krizlerin nedeniyle oluşan riskler, beklentiler ve muhtemel politikalar hakkında mütevazı yorumlar yapılmıştır.

#### 4.2.1. Son Kur Krizlerinin Nedenleri

Türkiye’de son kur krizleri, 2018, 2020 ve 2021’de yaşanan ve kurların ani bir şekilde spekülasyon ataklarla sıçrama yaşadığı dönemler üzerinden incelenmiştir. Kur krizi devamında para-borç krizine yol açmıştır. Çünkü kurların yükselmesine paralel olarak Türkiye’de yatırım, borç, bütçe açığı, cari açık, faiz, kur, büyüme, işsizlik ve enflasyon gibi temel makroekonomik göstergelerde bozulmalar başlamıştır. Uluslararası piyasalarda Türkiye güven kaybederken, risk primleri yükselmeye devam etmektedir. Bunun yanı sıra Türkiye’de siyasi olarak yaşanan gelişmeler de belirsizliği tetiklemektedir. Kur krizleri iç ve dış kaynaklı olarak ele alınmıştır.

#### Dış Kaynaklı Sebepler

2008 Krizi, küresel ticaret anlayışının değişiminde önemli bir milattır. Çünkü krizin yol açtığı kayıplar ve piyasa ekonomisinin krizi önlemede çaresiz kalması, neoliberal politikalara olan güveni sarsmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda krizin ardından dünyada neoliberalizmden neo-merkantilizm, neo-keynesyencilik gibi çeşitli isimlendirmelerle anılan yeni bir korumacı döneme doğru eğilim başlamıştır. Bu doğrultuda 2008-2009 Krizi, “neoliberalizmin krizi” olarak kabul edilmiştir (Chorev ve Bab, 2009, Dumenil ve Levy, 2016).

Yeni dönemde popüleritesi artan korumacılık, yeni korumacılıkla başlayıp geleneksel korumacılıkla ticaret ve kur savaşlarına dönüşen bir süreci ifade etmektedir. Böylece küresel çapta korumacılık merkezli önemli sayılabilecek şu gelişmeler yaşanmıştır; kur savaşları, artan iktisadi milliyetçilik, AB’de anti-entegrasyon söylemler, aşırı sağ partilerin güç kazanması, Brexit’in gerçekleşmesi, ABD’de Donald Trump’un başkan seçilmesi, ABD-Çin-Avrupa arasında ticaret savaşlarının başlaması, pandemi döneminde temel gıda ve sağlık ürünleri savaşları. Ayrıca, 2010 yılı sonrasında Orta Doğu’da başlayan Arap Baharı Olayları ve devamında Suriye’de gelişen iç savaş,

Afganistan’da gelişen sorunlar, Uygur Türkleri meselesi, Çin Denizi Sorunu, mülteci akımları, Kırım’ın işgali ve ABD-Çin arasında gerilime yol açan diğer konular gibi siyasi ve askeri gelişmeleri de göz ardı etmemekte fayda vardır. Çünkü 2008 Krizi’nin ardından dünya genelinde gelişen bu tür siyasi, ekonomik, ticari, askeri, küresel ve toplumsal olaylar nedeniyle küresel belirsizlikler artmış ve ulus devlet anlayışı güç kazanmıştır.

Korumacılığın ve iktisadi milliyetçiliğin artması ise üretim, tüketim ve sermaye hareketliliği konularında milliyetçiliği tetikleyerek küresel çapta gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının hızlanmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler aynı zamanda küresel yatırımlarda, ticaretin akışında ve ekonomik büyümede yavaşlamaya yol açmıştır. Böylece kriz öncesi on yılda ortalama %3,5 oranında büyüyen küresel ekonomi, krizin ardından on yıllık dönemde yaklaşık %2,5 oranında büyümüştür. Aynı dönemlerde küresel mal ve hizmet ihracatında ortalama büyüme ise %6,5’ten %3’e gerilemiştir (World Bank, 2021). 2008’den sonra özellikle ticari özgürlük endeksinde artış durmuş (Heritage Foundation, 2021) ve dünya genelinde serbest ticaret güç kaybetmiştir.

2008 Krizi’nin ardından artan korumacılığın küresel çapta neden olduğu değişimler şöyledir; Bölgesel Ticaret Anlaşmaları (BTA) azalmaya başlamış, tarife oranlarındaki düşüş büyük oranda durmuş, ekonomik ve ticari büyüme yavaşlamış, doğrudan yabancı yatırım girişleri gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere doğru yön değiştirmiş ve azalmaya başlamış, cari işlemler dengesi gelişmekte olan ülkelerin aleyhine, gelişmiş ülkelerin lehine değişmeye başlamış, küresel ekonomik işbirliği ve ticareti kolaylaştırmaya yönelik politikalar güç kaybetmiş, ticareti engelleyen tarife ve tarife dışı uygulamalar daha fazla artmış, küresel faiz oranları sürekli dalgalanmaya başlamış, dolar endeksi küresel

çapta değer kazanmış, Brexit gerçekleşmiş, ticaret ve kur savaşları meydana gelmiştir (Şanlı, 2021)<sup>43</sup>.

Ekonomiden sağlığa, siyasetten askeri konulara kadar küresel çapta ortaya çıkan son gelişmeler Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkeyi de derinden etkilemiştir. Kurlar 2013'lerin ardından artmaya başlarken, küresel çapta artan belirsizlik nedeniyle yüksek faizlere rağmen Türkiye'ye sermaye girişleri yavaşlamış ve kurlar yeterince düşmemiştir. Özellikle 2020 yılına damga vuran Covid-19 Krizi, Türkiye'yi ikinci bir kur şokuna sokmuş ve küresel çapta sermaye ve yatırımlar neredeyse durma noktasına gelmiştir. 2021 yılında ise salgının mutasyona uğraması ve Avrupa'da hat safhaya ulaşan enerji krizi nedeniyle küresel ekonomik toparlanmanın yeterince hızlanması, Avrupa'da Amerika'da enflasyonist baskıların faiz artımı ihtimalini hızlandırması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kur baskılarını artırmaktadır.

Dünya'da artan siyasi ve ekonomik belirsizliğin de etkisi ile Türkiye'nin özellikle Avrupa ve ABD ile ilişkileri çok fazla gerilmiştir. Avrupa'da yükselen aşırı sağ görüşler ve birliğin hukuki kuralları, Türkiye'nin iç ve dış siyasi hamleleri üzerinde baskı yaratmaya başlamıştır. AB ile üyelik müzakereleri büyük ölçüde askıya alınırken, birlik tarafından yaptırım tehditleri de artmıştır. Bunun yanı sıra Türkiye'nin ABD ile yaşadığı siyasi ve ekonomik krizler yaptırım konularını gündeme getirmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda gerek uluslararası yatırım ve kalkınma örgütlerinin, gerekse de uluslararası kredi derecelendirme kurumlarının yanlı-yansız Türkiye aleyhine aldıkları kararlar, Türkiye'de kur şoklarının ve spekülasyon ataklarının etkisini güçlendirmiştir.

### **İç Kaynaklı Sebepler**

Türkiye'de yaşanan kur krizlerinin iç kaynaklı siyasi ve ekonomik birçok nedeni vardır. Fakat bu konuların her biri oldukça detaylı olduğu ve kendi içerisinde ayrı ayrı birçok alana ayrıldığı için konu

43 Bu gelişmelerin neticesinde küresel ekonomi politikası belirsizliği yükselmiş ve aradan geçen yıllara rağmen kriz öncesi seviyeye gerilememiştir (Economic Policy Uncertainty, 2021).

çalışmanın bu kısmında temel başlıklar üzerinden ele alınmıştır. Kur şoklarının Türkiye'ye maliyeti oldukça ağır olmuştur. 2013-2021 yılları arasında artan politik risklerin kurlar üzerindeki etkisi oldukça ağır olmuştur. Türk lirası diğer para birimleri karşısında tarihi kayıplar yaşayarak ortalama dolar kuru 2 TL'den 8.5 TL'ye yükselmiştir. Ekonomik büyüme 2010-2014 arasında %7.6 iken 2015-2020 arasında bu oran %4'ün altına gerilemiştir. Merkez Bankası'nın net rezervleri 2021 yılı içerisinde 9 milyar dolar ile 2003 yılından beri en düşük seviyeye indi. Swap hariç net rezervler ise -50 milyar doların üzerine çıkmıştır. Böylece 2002'den beri swap hariç net rezervler ve net yatırım pozisyonu 2019 itibariyle ilk kez eksi olarak gerçekleşmiştir. Üretici enflasyonu %40'ı tüketici enflasyonu ise 2018 ve 2021 yıllarında kur şoklarından dolayı %20'yi aşarak 2005 yılından beri en yüksek seviyeye çıkmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar, 2018 yılında 2011-2017 dönemlerinin gerisinde kalmıştır. Risk primleri 600'ün üzerine çıkarak son 20 yılın rekorunu kırmıştır. 2014'ten itibaren işsizlik oranları çift haneye çıkarak 2020 hariç hemen hemen her dönem yükselmiştir.

Türkiye uzun yıllar boyunca düşük kur yüksek faiz politikası uygulamıştır. Fakat düşük kur politikası Türkiye'de ithalatın artması ile cari açık sorununa yol açmıştır. Örneğin 2011 yılında Türkiye'de ekonomik büyüme %8.5 iken cari açık 70 milyar doları geçmiş ve cari açığın GSYH içerisindeki payı %9'a yaklaşmıştır. Böylece cari açık ve yüksek enflasyon Türkiye'nin kronik ekonomik sorunları arasına yerleşmiştir. Ayrıca ihracatın ithalata bağımlılığının yüksek olması ve dış borçlanmanın artması Türkiye'nin kur oynaklıklarına karşı kırılganlığını artırmıştır.

Bu nedenle Türkiye'nin 2018 ve sonrasında karşılaştığı kur şoklarının aslında bir borç krizi olduğu söylenebilir<sup>44</sup>. Nobel ödüllü ekonomist Paul Krugman da bu doğrultuda Türkiye'de 2018'de yaşanan krizin aslında Asya ve Latin Amerika'da

44 Aghion vd., (2001)'nin belirttiği para krizi yaşayan ülkelerde görülmesi muhtemel iki sorun olan özel sektörün yüksek döviz borcu ve para krizinin yol açtığı satın alma gücünde azalma sorunları, son yıllarda Türkiye'de en büyük problemler arasında yer almaktadır.

yaşanan klasik para-borç krizi olduğunu ileri sürmüştür. Çünkü Türkiye uzun yıllar boyunca yabancı borçlanmanın gözdesi haline gelmiş fakat son yıllarda bu durumun tersine dönmesi borç krizini tetiklemiştir (Krugman, 2018a)<sup>45</sup>. P. Krugman ayrıca, Türkiye'deki döviz borçlarının GSYH içerisindeki payının giderek yükselmesinin 1998 Asya Krizi'ne benzer küresel bir para-borç krizini tetikleyebileceğini ifade etmiştir (Krugman, 2018b).

2018 öncesinde yaşanan gelişmeler ve bu gelişmelerin para politikasını zayıflatmış olması, 2018-2021 yılları arasında Türkiye'nin şiddetli yeni kur krizlerine girmesinde etkili olmuştur. Dönemin siyasal ve ekonomik koşulları nedeniyle bozulmuş ekonominin ve kurların dengeye oturtulması için kullanılan merkez bankasının rezervlerinde kayda değer bir azalma olmuş, bütçe açıkları ve borçlanma giderek artmış ve faizler yeniden yükseliş trendine girmiştir. Para ve maliye politikalarının giderek güç kaybettiği bu dönemlerin sonunda Türkiye'nin 2018, 2020 ve 2021 yıllarında yeni spekülasyon ataklarına ve şoklara maruz kalması ve Türkiye'yi döviz krizi sayılabilecek bir sürece sokmuştur. Bu nedenle Türkiye'nin kur krizine girmesinde etkili olan 2018 öncesi siyasi ve ekonomik gelişmelerin incelenmesi gerekli bir durum haline gelmiştir.

Türkiye'de son yıllarda spekülasyon ataklarına maruz kalarak kurların değerlendirilmesine yol açan iç kaynaklı olayların başlangıç noktası olarak 2013 yılında yaşanan Gezi Parkı olayları ve 17-25 Aralık soruşturmaları kabul edilebilir. İlk olarak Gezi Parkı Olaylarında siyasal iktidar ve muhalif gruplar arasında gerilim çok fazla artmıştır. Artan gerilim ve Türkiye geneline yayılan gösteriler karşısında hükümetin ortaya koyduğu tepkiler nedeniyle uluslararası piyasalardan art arda tepkiler ve uyarılar gelmiştir. İlerleyen günlerde gösterilerin şiddetinin artması, suç unsuru sayılabilecek gelişmelerin yaşanması ve amacından uzaklaşması

nedeniyle Türkiye derin bir politik krizle karşı karşıya kalmıştır. Yılın son ayında yaşanan 17/25 Aralık Soruşturmaları ise Gezi Parkı Olaylarının bitmesi ile dengeye oturmak üzere olan kurları yeniden harekete geçirmiştir. Bu dönemlerde artan belirsizlik ve uluslararası piyasalardan gelen tepkilerin de etkisi ile kurlarda ani bir sıçrama yaşanmıştır. Kurlara yönelik başlayan hem yerli hem de yabancı spekülasyon atakları nedeniyle dolar, euro ve sterlin %20-30 oranında değer kazanmıştır.

Kur krizine giden sürecin temel taşlarını oluşturan bir diğer gelişme ise 2015 yılında tekrarlanan genel seçimler ve çözüm sürecinin son bulmasıyla yaşanan terör faaliyetleridir. 2015 yılında 7 Haziran seçimlerinin sonuçlarına göre tek başına hükümet kurmak mümkün olmamıştır. Bu nedenle koalisyon arayışları hız kazanmış fakat bir başarı elde edilememiştir. Hükümetin kurulamaması sorunu 1 Kasım 2015'te seçimlerin tekrarlanmasıyla son bulmuştur. Fakat iki seçim arasında Türkiye genelinde terör faaliyetleri çok fazla artmış, çözüm süreci sekteye uğramış ve sonunda rafa kaldırılmıştır. Terör faaliyetlerinin artması, siyasal belirsizliğin ekonomik aktivitelere tesir etmesi, dönemin küresel belirsizlikleri ile birleşince Türkiye'de kurlara yönelik spekülasyon atakları bir kez daha şiddetlenmiştir. Böylece Türk lirası, dolar, euro ve sterlin karşısında %22'den fazla değer kaybetmiştir.

Kur krizine giden süreçte etkili olan diğer iç gelişmeler ise 15 Temmuz Darbe girişimi ve 2017 yılında gerçekleşen referandumdur. 15 Temmuz ve devamında yaşanan gelişmeler, Türkiye'de yeni bir süreci başlatmıştır. Ekonomiden siyasete, hukuktan bürokrasiye köklü bir değişim başlamıştır. Özellikle batı eksenli anlayış popülaritesini yitirirken, Asya ve doğu eksenli politik-ekonomik anlayış güç kazanmaya başlamıştır. İktisadi ve politik alanda yaşanan bu değişimin neticesinde Türkiye ilerleyen yıllarda

45 P. Krugman, Türkiye'nin 2018'in birinci döneminde yaşadığı kur krizinin borç ve para krizi olduğu konusuna, Asya ve Latin Amerika ülkelerinde 1997-98 yıllarında yaşanan krizlere benzerlik göstererek açıklama getirmiştir. Krugman ayrıca, Türkiye'deki kırılganlığın nedenleri arasında yabancı para ile borçlanmanın önemi üzerinde durmuştur. Kur krizinde sebebin ekonomi yönetiminin değişmesi

veya ABD'de faizlerin artması ya da başka iç-dış gerekçeler olabileceğini belirtmiştir. Bu nedenle Türkiye'nin yaşadığı son krizlerinin sebep sonuçları üzerinde P. Krugman'ın işaret ettiği yeni nesil kriz teorileriyle açıklanabileceğine yönelik ön görüşler oluşmuştur.

batı bloğu ile yeni sorunlar yaşamaya başlamıştır. Türkiye genelinde AB üyeliğine yönelik destek düşerken, NATO, BM ve IMF gibi batı tarzı entegrasyonlar da geniş çaplı eleştiriye maruz kalmıştır. Ayrıca darbe girişiminin arkasında ABD ve Avrupa ülkelerinin olduğu yönünde artan siyasi ve toplumsal söylemler, Türkiye'nin 15 Temmuz sonrasında politik bakış açısının yön değiştirmesinde etkili olmuştur. Ardından 2017 yılında Türkiye'de gerçekleştirilen referandum ve Avrupa genelinde bazı ülkelerde seçimlerin de aynı yılda gerçekleşmiş olması hem AB içerisinde hem de Türkiye'de karşılıklı siyasi söylemlerin sertleşmesine yol açmıştır. Bütün bu gelişmelerin ardından Türkiye'de kurlar yeniden yükselmiş ve spekülasyon atakları sermaye çıkışı hız kazanmıştır.<sup>46</sup>

2018'e kadar yaşanan bu tür gelişmeler, merkez bankasının rezervlerini kayda değer oranda düşürmüştür. Çünkü merkez bankası, ekonomik gerçeklerle örtüşmeyen bu tür spekülasyon ataklarına karşı tedbir almak amacıyla faiz artırımını ve rezerv satışlarına odaklanmıştır. Fakat her ne kadar merkez bankaları, para politikası araçları ile bu tür ataklara karşı müdahalede bulunsa da rezervlerin kısıtlı olması ve faizlerin üst sınıra dayanmış olması nedeniyle kurlardaki saldırılar kontrol altına alınamamıştır. Çünkü belirsizliğin olduğu ortamlarda para politikası etkinliğini ve gücünü yitirmektedir. Bu nedenle iç ve dış belirsizlik ve güven ortamı ile desteklenen para politikası ancak bu ortamda kur ve enflasyon sorununa çare olabilir.

Dolayısıyla 2013-2018 yılları arasında güçlü para politikasının her olayın ardından yıpranmış olmasının ve rezervlerin giderek düşmesinin neticesinde 2018 ve devamında en şiddetli spekülasyon atakları yaşanmıştır. Oysa, küresel çapta Türkiye aleyhinde yaşanan gelişmeler, Gezi Olayları, çözüm sürecinin patlak vermesi, 2015

46 Türkiye'de özellikle 15 Temmuz referandum sürecinde milliyetçilik çok fazla artmıştır. Bu doğrultuda batı karşıtı söylemlerin sertleşmesi ve artması, Türkiye'nin güvenilirliğini olumsuz yönde etkilerken gelen yatırımların da azalmasına yol açmıştır. 2017 Referandumunu ise Türkiye'nin yönetim şeklinin değişmesine yönelik bir referandum olduğu için Türkiye'de siyasi kaygılar çok fazla artmış ve kur hareketliliğini tetiklemiştir.

seçimleri arasında yaşananlar ve 15 Temmuz Darbe girişimi gibi gelişmeler normal şartlarda 2018'de yaşanan kur şoklarından çok daha derin bir şoka yol açabilirdi. Fakat daha önce de ifade edildiği gibi gerek merkez bankasının daha güçlü olması ve Türkiye'nin özellikle ABD ve Avrupa ile daha güvenli ve belirgin bir ilişkisinin olması büyük kur şoklarını engellemiştir.

Küresel çapta gelişen olumsuz tablo ve Türkiye'de yaşanan siyasi gelişmeler, faiz, enflasyon ve döviz kuru sorunları ile bir araya gelince Türkiye 2018, 2020 ve 2021 yıllarında üç defa şiddetli ve ani kur şoku yaşamıştır. En şiddetli kur şoklarından biri 2018 meydana gelmiş ve süreç spekülasyon atakları ile kriz etkisi yaratmıştır. Kurlara yönelik başlayan ani saldırılar, merkez bankasının faiz ve rezerv araçları ile geri püskürtülmeye çalışılmıştır. Fakat her türlü önleme rağmen kurlar, şok öncesi dönemin üzerinde bir noktaya yerleşmiştir.

2018 yılında genel seçimlere gidilen süreçte Türkiye'de toplumsal, ekonomik ve siyasi belirsizlik giderek artmıştır<sup>47</sup>. Seçim meydanlarında siyasi partiler arasında sertleşen söylemler ekonomik faaliyetlere de yansımıştır. Bunun yanı sıra seçim ekonomisinin uygulanması, faizlerin baskı altında kalması, genişletici para ve maliye politikaların yaygınlaşması, ABD-Türkiye hattında ilişkilerin bozulması yatırımcılarda sorgulama ve güvensizlik problemlerine yol artırmıştır (Congressional Research Services, 2018). Ayrıca dış ilişkileri hedef alan siyasi söylemler, Türkiye'de sermaye çıkışlarını hızlandırırken seçim sonrasında patlak verecek olan kur şoklarına zemin hazırlamıştır.

2018'in ikinci yarısında, 2016'dan beri Türkiye'de tutuklu olan ABD vatandaşı rahip Andrew Brunson olayının patlak vermesi Türkiye'nin son yıllarda yaşadığı en şiddetli kur şoklarından birine yol açmıştır. Öyle ki, 2018'e 3,8 TL seviyesinden

47 2018 seçimlerinin önemi, ilk kez Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi'ne geçilmesinden kaynaklanmaktadır. Parlamenter meclis sisteminden başkanlık sistemine geçilmesi ile Türkiye'de yeni bir dönem başlamıştır.

başlayan dolar, temmuz ve ağustos aylarında yaşanan ABD-Türkiye hattındaki siyasi ve ekonomik gerilim nedeniyle 7.2 TL'ye ulaşmıştır. Böylece neredeyse %100 denilebilecek bir oranda değer kazanan dolar karşısında TL tarihin en düşük seviyesine inmiştir.

Türkiye'de spekülasyon kur şokuna yol açan siyasi krizin perde arkası 15 Temmuz 2016'ya uzanmaktadır. 15 Temmuz soruşturmaları kapsamında 9 Aralık 2016'da casusluk faaliyetleri gerekçesi ile rahip tutuklanmıştır. 2017 yılında bu konu üzerinde kayda değer bir gelişme yaşanmadı. 2018'de ise bu konu ABD-Türkiye arasında derin bir krize yol açmıştır. Böylece son yıllarda Suriye, S-400, 15 Temmuz ve DAES gibi konularda iki ülke arasında gerilmiş olan ilişkiler Rahip Brunson olayı ile yaptırım krizine dönüşmüştür (Yorulmaz, 2018:3-4).

Duruşmalar neticesinde rahibin ABD'nin baskılarına rağmen tahliye edilmemesi nedeniyle 19 Nisan 2018'de Türkiye'ye yönelik ilk yaptırım mesajı gelmiştir. Ardından Rahip Brunson ve F35 konusu birlikte ele alınmaya başlanmış ve karşılıklı yaptırım tehditleri ile konu çözümden uzak bir hal almıştır. Fakat 24 Haziran seçimlerinin hemen ardından rahip, sağlık gerekçeleri nedeniyle ev hapsine alınmıştır. ABD tarafı ise baskılara devam etmiş ve Türkiye'deki iki bakana karşı yaptırım kararı almıştır. Bu gelişmelerin hemen ardından ABD ve Türkiye arasında ekonomik ve siyasi bir krize yol açan Rahip Brunson olayı nihayet, ekim ayında yurt dışı yasağının tamamen kaldırılmasıyla son bulmuştur (Euronews, 2018).

2018'deki seçim ve yeni bakanlar kurulunun belirlenmesinin, Rahip Brunson olayının ve diğer iç-dış siyasi sorunların ardından dolara yönelen spekülasyon atakları nihayet Rahip Brunson olayının çözüme kavuşturulması ile azalmıştır. Bu doğrultuda 7.2 TL'ye çıkan dolar, olayın ekim ayında çözüme kavuşması ile 6 TL'nin altına kadar inmiştir. Faizler oranları düşerken, BIST değer kazanmış ve piyasalarda bir rahatlama havası oluşmuştur. Fakat bu tarihten sonra yıla 4 TL'nin altında başlayan dolar, bir daha 5 TL'nin altına inmemiştir.

Ayrıca devam eden aylarda gerek F-35 anlaşmazlıklarının şiddetlenmesi gerek son yıllarda artan siyasi ve ekonomik sorunlardan dolayı ekonomik kayıpların devam etmesi, Türkiye'nin kur kırılganlığını daha da artırmıştır. Merkez bankası kurları dengede tutabilmek amacıyla döviz satışlarını artırmış, 2019'da politika faiz oranlarını %24'e kadar çıkarmış ve bankacılık düzenlemeleri ile spekülasyon saldırılar kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır. Fakat gerek para politikası gerekse de maliye politikası ve bankacılık sektörü son yıllarda yaşanan gelişmeler nedeniyle güç kaybetmiştir.

Türkiye, halihazırda ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi için dış finansmana ihtiyaç duyan, aynı zamanda cari açık sorunu ile mücadele eden bir ülkedir. Fakat uzun süredir devam eden güçlü sermaye girişleri ile desteklenen kredi genişlemesinin sağladığı güçlü büyüme, sermaye girişlerinin azalması ile tersine dönmeye başlamıştır. Bu durum Türk lirasının değer kaybetmesine yol açmıştır. Aynı zamanda bu durum Türkiye'yi Endonezya, Hindistan, Brezilya ve Güney Afrika ile kırılgan ülkeler sınıfına sokmuş ve bu kırılganlık son yıllarda yaşanan kur krizleriyle daha da artmıştır. Bunun yanı sıra 2014-2019 arasında, sadece 2016 yılı hariç her yıl seçim olmuş ve seçimlerde siyasi kaygılardan dolayı faizlerin baskı altına alınarak kredi ve borçlanmanın teşvik edilmesi de Türk lirasının değer kaybetmesinde etkili olduğu söylenebilir (Ozkan, 2021).

Yeni ve şiddetli sayılabilecek bir diğer kur şoku ise 2020 yılında pandemi nedeniyle yaşanmıştır. Bu dönemde tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de yaşanan sermaye çıkışları ve kur şokları spekülasyon ataklarından kaynaklanmıştır. Fakat Türkiye, pandeminin ilk dönemlerinde dünya genelinde kur şoklarını en şiddetli yaşayan ülkelerin başında gelmiştir. Çünkü son 7 yılda gerek iç gerek dış kaynaklı olsun, ekonomik, toplumsal ve siyasi açıdan sorunlar yaşayan Türkiye, para ve maliye politikalarının zayıflaması ile kur şoklarına karşı daha kırılgan hale gelmiştir. Örneğin, Türkiye Mütteahhitler Birliği'nin raporuna göre, dış kaynağa bağımlılığın yüksek olması ve

makroekonomik politikaların zayıf seyretmesi nedeniyle küresel belirsizlik ve finansal sıkılaşma son yıllarda en fazla Türkiye ve Arjantin'i stres altına sokmuştur (TMB, 2018:2). Böylece dış politikada belirsizliğin ve iç siyasette kutuplaşmanın artması ile para politikası pandemi döneminde daha fazla güç kaybetmiş ve kur şokları yeniden başlamıştır. Geline nokta Türkiye, yüksek kur, yüksek enflasyon, yüksek işsizlik ve yüksek dış borç sorunu ile mücadele etmek zorunda kalmıştır.

2020 yılının sonlarına doğru gerek küresel çapta oluşan olumlu havanın, gerek iç siyasette ve ekonomi politikalarında yaşanan olumlu gelişmelerin etkisi ile Türk lirası dünyada en fazla değer kazanan para birimleri arasında girmiştir. Böylece Türk lirası, özellikle dolar karşısında yaklaşık %20 değer kazanmıştır. Ayrıca yeni ekonomi paketlerinin ve kalkınma programlarının ilan edilmesi ile küresel gelişmelere paralel olarak Türkiye ekonomisi de toparlanmaya başlamıştır. Burada kurların dengelenmesi büyük bir önem arz etmiştir. Dış sermaye girişlerinde kayda değer bir artış görülmüş ve kurlardaki balon etkisi yaratan aşırı ısınma, yavaş yavaş yerini soğumaya bırakmıştır. Para politikası ve maliye politikası yönetiminde piyasa yanlısı değişimlerin olmasının kurların dengelenmesinde önemli bir etkisi olmuştur.

Fakat Türkiye, 2021'in mart ayı itibari ile yeniden bir kur şoku ile karşı karşıya kalmıştır. Merkez bankasında yapılan yönetim değişikliği yeni kur saldırılarında etkili olmuştur. Böylece döviz kurları karşısında değer kazanan lira, yeniden değer kaybederek ani spekülasyon ataklarına maruz kalmıştır. Bu gelişmelerin ardında Türk lirası dolar karşısında neredeyse %22 değer kaybetmiş ve dolar yaklaşık 8.5 TL bandında sabitlenmiştir. Bunun yanı sıra siyaset kanadında faiz-enflasyon ilişkisine yönelik geleneksel anlayışın dışında bir bakış açısının olması, merkez bankasındaki değişikliğin de bu doğrultuda olduğu yönündeki görüşler, yatırımcılar üzerinde endişeleri artırmış ve faiz indirimi için bir beklenti oluşmuştur. Bu durum artan enflasyonla beraber yeni bir kur krizi

konusunda endişeleri tetiklemeye başlamıştır (Turak, 2021).

Nihayet Türkiye tarihinde görülen en ağır kur şoklarının sonuncusu 2021 yılının son ayında yaşanmıştır. Son kur şoklarının yaşanmasında şu gelişmeler etkili olmuştur; faiz-enflasyon ilişkisini baz alan ortodoks iktisat görüşlerine karşı çıkılması, politik ve siyasi söylemlerin artması, politika faiz oranlarında indirimlerin başlayarak 19'dan 14'e gerilemesi, enflasyonun şiddetli bir şekilde günden güne artması, ekonomi yönetiminde değişimlerin gerçekleşmesi, dünya genelinde enerji ve gıda enflasyonunun artması ve ABD'de faiz artırımını mesajlarının gelmesi gibi daha çok iç kaynaklı gelişmeler TL'nin yeniden tarihin en düşük seviyesine inmesine neden olmuştur. Öyle ki kasım ayı içerisinde 8.5TL civarında olan dolar kuru, aralık ortamasında 18 TL'yi geçerek Türk Lirası %60'a yakın değer kaybetmiştir. Aynı dönemler arasında euro, 20 TL'yi, paund ise 24 TL'yi aşmıştır. Böylece son aylarda TL, dünyada en fazla değer kaybeden para birimi olmuştur. Özellikle faiz indirimlerinin devam edeceği yönündeki beklentiler yabancı ve yerli yatırımcıların dövizde hücum etmesini daha şiddetlendirmiştir. Artan döviz fiyatları ise kısa süre içerisinde enflasyona yansiyarak gıda, konut ve araç piyasaları başta olmak üzere Türkiye'yi yeniden kur-enflasyon-faiz sarmalına sürüklemeye başlamıştır. Fakat aralık ayının ikinci yarısında hükümet tarafından açıklanan dövizde endeksli TL mevduatı programı kurlarda kayda değer bir düşüşe yol açmıştır. Böylece dolar 11 TL'euro 13 TL seviyelerine gerilemiştir. Son spekülasyon kur şokunun Türkiye'ye maliyeti oldukça yüksektir. Yaklaşık 3 hafta içerisinde TCMB'nin döviz rezervleri yaklaşık 20 milyar dolar azalırken, kur şokları hiç şüphesiz yüksek enflasyonist baskıları artırmıştır.

Türkiye'nin büyüme modeli doğrultusunda uzun yıllardan beri artarak devam eden yüksek dış borç ve cari açık sorunu, 1998 yılında Asya ülkelerinde yaşanan para-borç kriziyle benzerlik göstermektedir. Bu doğrultuda 2018-2021 yılları arasında Türkiye'nin yaşadığı kur krizlerinin açıklanmasında üçüncü nesil kriz teorilerinin

önemli ip uçları sunduğu görülmektedir. Ayrıca kur krizi ile mücadele etmenin neticesinde merkezin rezervlerinin azalmaya başlaması ve faizlerin dalgalı bir seyir izlemesi ekonomik büyümeyi de olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir. Bütçe açıkları yükselirken, bütçe finansmanı için gereken kaynağın borçlanmadan ve parasal genişlemenden sağlanması enflasyonist baskıları da artırmıştır. Özellikle pandemi krizinde bütçe açıklarının tarihin en yüksek seviyelerine ulaşması, gelecek dönemlerde Türkiye’de yeniden kur krizini tetikleyebilir. Bütçe açıklarının ve diğer makroekonomik göstergelerdeki bozulmaların artmasının kur krizine yol açabileceğini ifade eden birinci nesil kriz teorileri de Türkiye’deki son yıllarda yaşanan kur krizlerini açıklamaya önemli katkı sağladığı anlaşılmaktadır.

Sonuç olarak Türkiye, daha çok siyasi konulardan kaynaklanan bir kur krizi ile mücadele etmektedir. TL’nin aşırı değer kaybetmesinin makroekonomik yansımaları daha çok enflasyon, bütçe açığı ve dış borç maliyetlerinde artış şeklinde devam etmektedir. Henüz kurlarda bir dengelenme oluşmamıştır. Fakat 1994 ve 2001’de ki krizlere benzer bir ekonomik ve bankacılık krizi henüz yoktur. Bankacılık sektörü oldukça sağlam ve yüksek karlar açıklamaya devam etmektedir. Buna rağmen kur oynaklıklarının devam etmesi Türkiye’de ekonomik riskleri ve belirsizlikleri tetiklemektedir. Makroekonomik dengede aşırı oynaklıklar artmaktadır, dolarizasyon enflasyon korunma aracı olarak ilgi görmeye devam etmektedir, reel gelir giderek düşmektedir.

#### **4.2.2. Kur Krizlerinin Ekonomik Sonuçları**

Türkiye’de 2001 Krizi’nin ardından 2018’de yaşanan en şiddetli kur şokları makroekonomik performansı bozmuştur. Böylece kurlarda yaşanan krize paralel olarak ilerleyen dönemlerde Türkiye ekonomisinde üretim, enflasyon, tüketim, faiz, dış borç ve bütçe açığında bozulmalar başlamıştır.

Küresel çapta Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) aleyhine gelişen güçlü dolar ve yükselen döviz borçları nedeniyle Türk varlıklar 2018 itibarıyla

önemli ölçüde zayıflamış ve GOÜ para birimlerinden negatif ayrılmıştır. Özellikle 2018 Ağustos ayında ABD’nin Türkiye’ye yönelik yeni yaptırım kararları alması ve Rahip Brunson krizinin derinleşmesi TL varlıklarında satış baskısının artmasına yol açmıştır. Bu doğrultuda Türk lirası %40 değer kaybetmiş ve son yıllarda yükselişe geçen kredi temerrüt risk primleri (CDS) 545 puan ile en yüksek değere ulaşmıştır. Aynı dönemlerde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’nin kredi notlarını indirmiş olması TL varlıklarını daha da değersizleştirerek ekonomik bozulmayı tetiklemiştir (TMB, 2018:2-3).

2018’in ortalarında Türkiye’de spekülasyon atakları hız kazanan kur şokları ekonomik büyümeyi 2019’un birinci yarısına kadar olumsuz yönde etkilemiştir. 2019’un ikinci yarısından itibaren ise kurların dengeye oturmuş olması ve faiz oranlarının enflasyondaki düşüşe paralel olarak gerilemiş olması ekonomik toparlanmayı hızlandırmıştır (Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2020:23).

2020 yılının ortalarından itibaren yaşanan enflasyonist baskıların temel sürükleyicisi döviz kuru oynaklıkları ve kredi genişlemesinin yol açtığı talep artışları olmuştur. Özellikle pandemi nedeniyle 2020 yılında GOÜ’lerden portföy çıkışları hız kazanmıştır. Fakat 2020’nin üçüncü çeyreği itibarıyla küresel çapta risk iştahının artmasına rağmen Türkiye’de portföy çıkışları iç dinamiklerden kaynaklanan sebepler dolayısıyla devam etmiştir. Bu doğrultuda Türk lirasındaki kur yönlü oynaklıklar artarken, Türk lirası da diğer para birimlerinden negatif yönde ayrılmıştır (TCMB, 2021a:17-20).

2013 yılından sonra yerli ve küresel çapta gelişen siyasi ve ekonomik kaynaklı sorunlar nedeniyle Türkiye ekonomisinde artmaya başlayan borç-enflasyon-kur-faiz dörtlüsü makro ve mikro ekonomik dengeleri temelden sarsmaya başlamıştır. Makroekonomik gelişmeler tablo 6’da gösterilmiştir

**Tablo 6: 2013-2021 Arası Türkiye’de Makroekonomik Görünüm<sup>48</sup>**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
R. E. Döviz Kuru	100.89	105.69	99	93.49	86.27	76.36	76.19	62.17	54.33
Dolar (Nominal)	1.9	2.19	2.72	3.02	3.65	4.81	5.67	7.01	8.83
TCMB Brüt Döviz Rezervleri	112	106	95	92	84	71	81	49	78
İhracat (Milyar Dolar)	161	166	150	149	164	177	180	169	220
Politika Faiz Oranları (%) *	5	10	7.75	8	8	24	19.75	17	14
Büyüme (%)*	8.4	4.9	6	3.3	7.5	2.9	0.9	1.8	7.4
Enflasyon (%)	7.40	8.14	8.81	8.53	11.92	20.30	11.84	14.6	21.31
İşsizlik (%)	8.7	9.8	10.2	10.8	10.8	10.9	13.6	13.1	11.2
Dış Borç Stoku (Milyar Dolar)	394	407	399	408	454	443	435	450	446
Genel Bütçe Dengesi (Bin TL)	-19.932	-23.305	-25.185	-32.853	-49.299	-72.089	-124.904	-175.745	-45.579
KKBG (Milyar TL)	7	10	0.7	27	56	91	140	296	
KK Faiz Ödemeleri	51	52	55	53	61	81	112	149	
GSYH (Milyar Dolar)	967	968	864	869	858	778	761	720	603
KBGSYH ( Dolar)	12.614	12.158	11.085	10.894	10.589	9.453	9.126	8.538	
CDS Risk Primi*	240	270	272	311	295	566	506	652	554

Kaynak. World Bank, 2021, TCMB, Investing, 2021, 2021b, TÜİK, 2021. 2021\* verileri 26 Aralık 2021 tarihine kadar açıklanan verileri kapsamaktadır.

Reel efektif döviz kurlarının ve doların TL karşısında yıllar içerisindeki değişimi incelendiğinde kur krizine giden süreç ve krizin yol açtığı ekonomik bozulma daha iyi anlaşılmaktadır. Efektif döviz kuru, kurlar yükseldikçe zaman içerisinde 100’ün altına inmiş ve 2021 yılı itibarıyla 54 bandına gerilemiştir. Efektif döviz kurları yaklaşık %45 gerilerken, doların TL karşısındaki değeri 2013-2021 arasında 4 kat artarak yaklaşık 2 TL’den 8.8 TL’ye yükselmiştir.

Reel efektif döviz kurlarının değerinin düşmesi, dış ticaret fazlası veren ülkelerde ihracatın daha fazla teşvik edilmesine yol açmaktadır. Fakat Türkiye’de dış ticaret açığının yüksek olması ve ihracatın ithalata bağımlılığın %60’ları geçmiş olmasından dolayı ihracatta beklenen artışın gerçekleştiği söylenemez. Dolayısıyla kurların değerlenmesinin Türkiye’de ihracat rekabetini artırdığı yönündeki görüşlerin tam olarak karşılığı yoktur<sup>49</sup>. İhracatın değişimi incelendiğinde zaten doların dört kat

48 : GSYH, Büyüme, KBGSYH, cari fiyatlarla ifade edilmiştir. Dolar kuru, nominal fiyatlarla dolar alış değerini, R. E. Döviz Kuru ise TÜFE’ye göre hesaplanmış reel efektif döviz kuru göstermektedir. KKBF, kamu kesimi borçlanma gereğini, KK faiz ödemeleri ise kamu kesimi faiz ödemelerini göstermektedir. Dış borç stoku, toplam dış borç stokunu göstermektedir. CDS Risk Primi, 5 yıllık ülkelerin CDS puanını ve yıl içinde ulaştığı en yüksek seviyeyi göstermektedir. 2021\* yılı için, büyüme ve GSYH birinci çeyrek dönemi, ihracat ocak-temmuz toplamını, enflasyon temmuz sonunu, işsizlik haziran sonunu, kurlar ağustos ortasını, dış borç stoku birinci çeyrek sonunu, brüt döviz rezervleri ağustos ortasını, bütçe dengesi haziran sonunu göstermektedir. Politika Faiz oranları, TCMB- 1 hafta repo faiz oranlarında yılın en yüksek değerini göstermektedir.

49 Reel efektif döviz kuru (REF), TL’nin reel olarak değerlenmesiyle artarken, TL’nin değer kaybetmesi durumunda düşmektedir. Dolayısıyla REF’teki artış, Türk emtialarının yabancı emtialar karşısında değerlenmesi anlamına gelmektedir (TCMB, 2021c:6). Tam tersi durumda ise Türk emtialarının ucuzlaması ihracatı teşvik ettiği için, son yıllarda kurların yükselmesinin Türk firmalarının rekabet gücünü artırdığı yönünde bir bakış açısı oluşmuştur. Fakat daha önce de ifade edildiği gibi katma değeri yüksek ve yüksek teknoloji odaklı ihracatın ithalata bağımlılığının yüksek olması nedeniyle kurların yükselmesinin yeterince Türk ihracatına yansımadağı anlaşılmaktadır.



değerlenmesine rağmen ihracattaki büyümenin çok daha sınırlı kaldığı görülmektedir.

Kurların yükselmesini önlemek amacıyla merkez bankasının para politikası araçlarını güçlü bir şekilde kullanmasının neticesinde brüt döviz rezervleri %50'den fazla azalırken, politika faiz oranları %5'ten %24'e kadar yükselmiştir. Toplam döviz rezervlerinin azalması enflasyonun ve kurlara yönelik spekülasyonun etkisinden kaynaklanmıştır. Özellikle 2018-2021 yıllarında siyasi ve ekonomik belirsizliğin neticesi olarak merkez bankasının rezervleri kayda değer miktarda azalmıştır. Örneğin TCMB'nin swap hariç toplam net rezervleri Ağustos 2021 itibarıyla -41 milyar dolara gerilemiştir (TCMB, 2021d). Küresel çapta yaşanan daraltıcı para politikalarına paralel olarak Türkiye'de politika faiz oranları yükselirken, 2018'deki kur şoku nedeniyle faizlerin %24'e yükselmesi ekonomik büyümeyi temelden sarsmıştır. 2020'nin ortalarında pandemide ekonomik canlanmanın yeniden sağlanması için politika faiz oranları %10'un altına gerilemiştir. Fakat yerel çapta yaşanan ekonomik ve siyasi gelişmelerin neticesinde politika faiz oranları yılın sonlarına doğru yeniden yükselmek zorunda kalmıştır. Çünkü enflasyonun yükselmeye başlaması ve döviz talebinin artması neticesinde spekülasyon kur saldırıları başlamıştır<sup>50</sup>. 2021 yılının son çeyreği itibarıyla politika faiz oranları beklentilerin tersine indirilmeye başlanmış ve aralık içerisinde %14'de gerilemiştir. Faiz oranlarındaki indirimler kurlara ve enflasyon yansımış ve TL, kurlar karşısında tarihin en düşük seviyesine gerilemiştir.

Kur şoklarına paralel olarak ekonomik büyümenin zaman içerisinde düşmesi, kur krizinin sonuçlarını açık bir şekilde göstermektedir. Türkiye'nin büyüme ortalaması son yıllarda giderek düşmüş ve 2019'da %0,9 büyüme gerçekleşmiştir. Özellikle 2018'in son çeyreğinde ve 2019'un ilk iki çeyreğinde Türkiye ekonomisinin küçülmesinin 2018'de yaşanan kur krizinden kaynaklandığı söylenebilir. 2019'daki 0,9 oranındaki büyüme ise

Türkiye'nin 2009 yılından beri gördüğü en düşük büyüme olmuştur. 2010-2014 arasında Türkiye ekonomisi ortalama %7,6 büyürken, pandemiden önce 2015-2019 arasında %4,1 oranında büyüebilmiştir. Bu da gösteriyor ki, rezerv sorunu başta olmak üzere ekonomik ve siyasi gelişmelerin neticesinde Türkiye'deki büyüme modelinin işlevi zayıflamaya başlamıştır. Çünkü yüksek döviz borçlanmasının ve cari açık sorununun sürdürülebilirliği giderek zorlaşmaktadır. 2021'de ise ekonomik toparlanmanın hız kazanması ve baz etkisinin de katkısı ile Türkiye ekonomisinin son 10 yılın en yüksek büyüme oranına ulaşacağı tahmin edilmektedir. 2021 için beklentiler %9'un üzerindedir. 2021 genelinde ihracatın büyümeye katkısının son yılların en yüksek seviyesine çıkacağı beklenmektedir.

Türkiye'nin son üç yılda karşılaştığı spekülasyon kur şokları, enflasyon ve işsizlik oranlarının çift haneye yükselmesinde etkili olmuştur. Kurların adım adım yükselmesinin ardından işsizlik oranları 2019'de %13,6'ya kadar yükselmiştir. Enflasyon oranı ise %7,4'ten 2018'de %20'nin üzerine kadar yükselmiştir. Çünkü TL'nin değer kaybetmesi bir yandan ithalatı pahalı hale getirirken diğer yandan üretim maliyetinin yükselmesine yol açmıştır. 2020 ve 2021 yıllarında enflasyon ve işsizlik pandemi ve diğer yerel ve küresel gelişmeler nedeniyle yüksek oranda gerçekleşmiştir. 2021'in kasım ayı itibarıyla %21'e çıkan enflasyon oranının, son aylarda yaşanan kur şoklarının etkisi ile daha da fazla yükselmesi beklenmektedir.

Türkiye'de son yıllarda kurların aşırı değerlenmesinin etkisi ile brüt dış borç stoku 450 milyar dolara yaklaşmıştır. Dış borç stokunun GSYH içerisindeki payı ise yaklaşık %60'tır. Özel sektörün kısa vadeli yükümlülüklerinin kur oynaklıklarından çok fazla etkilendiği ortadadır. Dolayısıyla kurların dengeye oturması sürdürülebilir bir dış borç politikası açısından büyük önem arz etmektedir.

Türkiye'de son yıllarda yaşanan bir diğer sorun ise bütçe açıkları ve bütçe finansmanı için gereken

50 Küresel çapta faizler düşerken Türkiye'de faizlerin artması büyük oranda iç dinamiklerden kaynaklanmıştır.

borç tutarıdır. Gerek seçimlerin etkisi ile gerek kur şoklarının etkisi ile genel bütçe dengesinde açıkları yıllar itibariyle artmaya başlamıştır. Öyle ki 2013'te 30 milyar TL'nin altında olan bütçe açığı, 2015 seçimleri ve devamında yaşanan diğer ekonomik ve siyasi gelişmeler neticesinde 2016'da 30 milyar TL'yi aşmıştır. Fakat bütçe açığını en çok tetikleyen gelişmeler ise 2018-2020 yılları arasında yaşanan seçimler, kur krizleri, siyasi ve ekonomik belirsizlikler ve pandemi krizi olmuştur. Böylece 2016'da 30 milyar TL olan bütçe açıkları 2019'da 124 milyar TL'ye kadar yükselmiştir. 2020'de ise bu rakam pandemi ve devam eden kur şokları nedeniyle 170 milyar TL'yi aşmıştır. Bütçe açıklarının artması ise finansman ve borçlanma ihtiyacını tetikleyerek kamu kesimi borçlanma gereğinin 7 milyar TL'den yaklaşık 300 milyar TL'ye kadar yükselmesine neden olmuştur<sup>51</sup>. Borçlanmanın maliyeti olan kamu kesiminin faiz ödemeleri de üç kattan fazla artmıştır. Bu tablo, Türkiye'de makroekonomik bozulmaların, bütçe açıklarının, borç ve faiz ödemelerinin daha genişleyebileceğini göstermektedir. Bütçe dengesinin giderek bozulması aynı zamanda enflasyon ve işsizlik üzerinde ayrı bir baskı yaratması muhtemeldir.

Kurların yükselmesi bir yandan ekonomik büyümeyi yavaşlatırken diğer yandan dolar cinsinden toplam GSYH ve kişi başına düşen GSYH'nin düşmesine yol açmaktadır. 2013-2014 dönemlerinde toplam GSYH 960 milyar doları aşarak Türkiye tarihinin en yüksek değerine ulaşmıştır. Kişi başına düşen GSYH değeri ise 12.500 doların üzerine çıkarak rekor seviyeye ulaşmıştır. Fakat gerek kur krizi gerek diğer etkenlerden dolayı toplam GSYH azalarak 2019'da 760 milyar dolara, 2020'de ise 720 milyar dolara gerilemiştir. 2013'ten beri ekonomik büyümenin hep pozitif olmasına rağmen cari dolar fiyatları ile GSYH kur şoklarının etkisi ile sürekli gerilemiştir. Kişi başına düşen gelir ise 8.500 dolara kadar gerilemiştir. 2021'de kurların yükselmesinden dolayı bu rakamın 8 bin doların altına düşme

ihtimali de vardır. Bu veriler ışığında Türkiye'nin küresel sınıflandırmada pozisyonunun son 8 yıldır gerilediği söylenebilir. Uluslararası standartlara göre Türkiye aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin üst sınıfında yer alırken yavaş yavaş gelişmekte olan ülkelerin orta sınıfına gerilemeye başlamıştır. Bu göstergeler dengelenmemiş kurların ekonomik büyüme ve kalkınma üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda kur şokları Türkiye'de CDS yani risk primlerinin de artmasına yol açmıştır. 2013 yılında en fazla 240'a çıkan CDS değeri, 2018'de 566'ya, 2020'de 652'ye kadar yükselmiştir. Çünkü bir yandan kur merkezli ekonomik bozulmalar, diğer yandan artan siyasi sorunlar Türkiye'de yatırım risklerini son yılların en yüksek seviyesine çıkarmıştır. Bu doğrultuda Türkiye'nin borçlanma maliyetleri artarken, kredi olanakları da zayıflamaktadır. Böylece kurlardaki toparlanma sağlanamadığı gibi yeni spekülasyon kur ataklarına karşı savunma mekanizması güç kaybetmiştir.

Sonuç olarak son üç yıldır devam eden kur krizi Türkiye ekonomisinin temellerini sarsmaya başlamıştır. Ekonomik büyüme yavaşlarken bu durum Türkiye'yi enflasyon, kur ve faiz sarmalına doğru sürüklemeye başlamıştır. Dış finansal kaynaklar bir yandan azalırken diğer yandan finans kaynaklarının maliyetleri çok fazla artmaya başlamıştır. Kur krizinin politik endişelerle derinleşmesi çözüm olanaklarını da zorlaştırmaktadır. Kur ve enflasyondaki artışların bir sonucu olarak faizlerin artması beklenirken tam tersine düşmesi ekonomik riskleri ve belirsizlikleri tetiklemektedir. Diğer yandan, merkez bankasının azalan rezervlerinin hızlı bir şekilde artırılmaması, faizler üzerinde artan siyasi baskı, maliye politikasının güç kaybetmeye devam etmesi, bütçe açıklarının artması ve Türkiye'nin yeni bir seçime hazırlanmaya başlaması nedeniyle Türkiye yeniden bir kur krizine girebilir. Olası bir kur krizinin maliyetleri ise çok daha ağır olabilir ve Türkiye'yi derin bir resesyona sürükleyebilir. Bu nedenle hızlı bir

51 Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), kamunun bütçe açıklarını örtmeye yarayan önemli bir kavramdır. Bütçe açıklarının yol açtığı

finans ihtiyacı neticesinde kamu kesiminin ne kadar borçlanmasını gerektiğini göstermektedir (Yıldız, 2006)

şekilde siyasetin para ve maliye politikası üzerindeki baskısının son bulup güven ortamının sağlanması büyük önem arz etmektedir. İç politikada ayrımcı söylemlerin son bulup, dış politikada ikili ilişkilerin güçlendirilmesi Türkiye ekonomisinin geleceği açısından önemlidir. Ayrıca hukuk, demokrasi ve ekonomik kalkınma konularında hızlı bir şekilde yapısal reformların oluşturulması, krizin sonlandırılması ve sürdürülebilir büyümenin tesisi için önemlidir. Her ne kadar 1994 ve 2001 benzeri krizler henüz mevcut olmasa da Türkiye’de ekonomik kırılganlık ve belirsizlik özellikle kur oynaklıklarından dolayı her geçen gün artmaktadır. Bu konuda politika yapıcılarının ilk olarak merkez bankasının bağımsızlığını pekiştirip, ortodoks iktisat fikirlerine geri dönülmesi için çalışma yapmaları kısa vadeli dengeli kur politikası açısından önemlidir. Uzun vadede ise hukuktan yapısal reformlara kadar her alanda geniş bir düzenleme oldukça elzemdir.

## 5. SONUÇ

Bu çalışmada yeni nesil kriz teorileri ve Türkiye’de yaşanan 1994, 2001 ve 2018-2021 dönemlerinde yaşanan kur şoklarının sonuçları incelenmiştir. 1970’li yıllardan sonra sabit kur rejimi Breetton-Woods sisteminin çökmesi ile derin bir yara almıştır. Gelişmiş ekonomiler dalgalı ve esnek kur rejimlerine doğru bir geçiş yaparken gelişmekte olan ülkelerde sabit kur rejimleri varlığını sürdürmüştür. Fakat 20.yy’ın son çeyreği itibariyle yeni ve farklı gerekçelere dayanan yeni kur krizleri yaşanmaya başlamıştır. Bu yeni krizlerin çoğu ise sabit kur rejimi uygulayan ve daha çok gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda krizlerin temellerini açıklayan birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil kriz teorileri geliştirilmiştir. Kriz teorilerinde ortaya atılan en önemli konu, sabit kur rejimi uygulayan veya merkez bankasının rezerv sorunu olan ülkelerde spekülasyon atakları krizin sebebi veya krizi hızlandıran bir etken olmaktadır.

1980’den sonra Türkiye, liberalleşmenin getirdiği riskler karşısında kırılgan bir ülke haline gelmiştir. Dış şoklara açık hale gelen Türkiye’de aynı zamanda siyasi problemler artmaya başlamıştır.

Bu doğrultuda Türkiye liberalleşme sonrası ilk derin krizini 1994 yılında yaşamıştır. 1994 Krizi’nde spekülasyon atakları döviz talebi artarken kurlar hızlı bir şekilde yükselmiştir. Merkez bankasının rezervleri azalırken faizler artmış ve ekonomik büyüme yavaşlamıştır.

1994 Krizi’nin yol açtığı kayıplar telafi edilmeden Türkiye’de yeni bir siyaset krizi yaşanmıştır. 1997 yılında 28 Şubat Siyasi Krizi, aynı zamanda hükümetlerin kurulamaması ve sürekli yenilenen seçimler Türkiye ekonomisini yeniden krize doğru sürüklemeye başlamıştır. 1998 Asya Krizi gibi küresel çapta yaşanan krizler ile 1999 Marmara Depremi, siyaset krizinin ekonomi krizine dönüşmesinde etkili olmuştur. Nihayet Türkiye’de ilk olarak 2000 yılında Kasım Krizi olarak tarihe geçen likitide krizi meydana gelmiştir. Kasım Krizi’nin hemen ardından Türkiye tarihinin en derin krizi sayılabilecek bir kriz olan 2001 Şubat Krizi ile karşılaşmıştır. 19 Şubat 2001 tarihinde MGK toplantısında dönemin başbakanı ile cumhurbaşkanı arasında yaşanan diyalog patlamak üzere olan krizin nihayet patlak vermesine yol açmıştır. Bu olayın kamuoyuna duyurulmasının hemen ardından yerli ve yabancı fon sahipleri dövize akın etmeye başlamıştır. İlk gün Kasım Krizi’nde 5 milyar dolar, Şubat Krizi’nde ise 7 milyar dolardan fazla döviz talebi meydana gelmiş ve gecelik faizler %7000’e kadar çıkmıştır. Bankacılık krizi ardından ekonomik krize dönüşerek işsizliğin ve enflasyonun yükselmesi ile sonuçlanmıştır. Krizin sonucunda ekonomi küçülmüş, merkez bankasının rezervleri azalmış, işsizlik ve enflasyon birkaç yıl boyunca çift hanede kalmış, krizin yol açtığı kayıpların telafisi uzun bir süre almış, faizler tavan yapmış, dış yatırımcı milyarlarca doları Türkiye’den çıkarmış, birçok banka ve iş yeri iflas etmiştir. Krizin ardından merkez bankası uyguladığı sabit kur rejimini terk ederek enflasyon hedefli dalgalı kur rejimine geçmiştir.

Siyasi ve ekonomik anlamda çıkmaz içerisinde olan Türkiye’de 2002 seçimlerinin ardından yeniden istikrarlı bir dönem başlamıştır. Liberalleşme ve batı ile yakın ilişkilerin kurulması sayesinde Türkiye yabancı yatırımcıların gözdesi haline

gelmiştir. Yıllar itibariyle yabancı borçlanmanın da etkisi ile ekonomik büyüme dünya ortalamasının üzerinde olmuş ve Türkiye’de refah katlanarak artmıştır. Öyle ki kişi başına düşen gelir 3000 dolardan 10 yıl gibi kısa süre içerisinde 12.500 doların üzerine çıkmıştır.

Fakat yıllar itibariyle Türkiye’de cari açık ve dış borç tarihin en yüksek seviyelerine çıkmıştır. Faizler sermaye girişlerini destekleyecek bir oranda kalırken, Türk lirasının uzun yıllar değerli kalması, ithalatı cazip hale getirmiştir. Böylece dış kaynağa daha bağımlı hale gelen Türkiye, bir yandan dış borç diğer yandan cari açık sorunu ile mücadele etmeye başlamıştır.

2008 Küresel Krizi’nin yol açtığı kayıpların telafi edilmesinin ardından küresel faiz oranlarında meydana gelen artışlar, Türkiye’den sermaye çıkışlarını hızlandırmıştır. Nihayet Türkiye’nin uzun yıllardır uyguladığı dış kaynağa bağlı büyüme modeli adım adım işlevini yitirmiş ve Türkiye’nin cazibesini azaltmıştır. Ayrıca 2008 Krizi’nin ardından küresel çapta gelişen siyasi, ekonomik, askeri ve ticari olaylar hem yatırım hareketliliğini hem de ticareti olumsuz yönde etkilemiştir. Korumacılık merkezli ticaret anlayışının güç kazanması, gelişmekte olan ülkeler aleyhine bir sürecin önünü açmıştır. Bu doğrultuda kur savaşlarının meydana gelmesi, Avrupa ve Amerika’da aşırı sağ ve iktisadi milliyetçiliğin güç kazanması, Brexit’in gerçekleşmesi ve 2018’de başlayan ticaret savaşları tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye’nin ekonomisini de etkilemeye başlamıştır. Bunun yanı sıra Suriye Savaşı, Arap Baharı olayları, Kırım’ın İşgali, Uygur Türkleri meselesi, Çin Denizi sorunu ve seçimler gibi siyasi askeri olaylar küresel belirsizliği ve ekonomik kayıpları tetiklemiştir. Bu doğrultuda Türkiye’de kur riskleri yükselmiştir.

Türkiye’de son yıllarda yaşanan kur krizlerinin yerel kaynaklı sebepleri de vardır. Gezi Parkı olayları, 2015 yılında gerçekleşen seçimler, Çözüm Süreci’nin son bulması, terör faaliyetleri, 15 Temmuz Darbe Girişimi, 2017 Referandumu, Rahip Brunson Krizi, 2018 Genel Seçimleri ve 2019 Yerel Seçimler, Covid krizi, Türkiye’de ekonomik alt yapıyı bozan gelişmeler olarak görülmektedir.

2013’ün ardından küresel ve yerel kaynaklı bu tür siyasi ve ekonomik gelişmeler neticesinde Türkiye’de kurlar dört kattan fazla artmış ve 2018’de Türkiye derin bir kur krizine girmiştir. Kurların yükselmesi ise borç ve cari açığın maliyetlerini artırırken, P. Krugman’ın ifade ettiği gibi 1998 Asya Krizi’ne benzer bir borç-para krizi meydana gelmiştir.

2018 kur krizinde siyasi sebepler daha ağırlıklı olmuştur. Dönemin seçin koşulları ve 15 Temmuz Darbe girişimi Türkiye’de batı karşıtı bir dönemin kapılarını açmıştır. Gerek Avrupa ile gerek ABD ile derin bir siyasi kriz baş gösterirken, Türkiye’nin NATO üyeliği ve AB’ye üyelik süreci sorgulanmaya başlanmıştır. Dış politikada yaşanan S-400, F-35, rahip Brunson ve Doğu Akdeniz gerilimleri nedeniyle Türkiye uluslararası yaptırımlara maruz kalmıştır. Bu doğrultuda CDS risk primumu yükselirken, yabancı yatırım çıkışları artmış, sermaye girişleri ise azalmıştır. Aynı zamanda para ve maliye politikaları üzerinde seçim kaynaklı siyasi baskıların artması nedeniyle finansal piyasalarda güven sorunu daha fazla artmıştır.

Böylece Türkiye 2018 yılında yeniden kur krizine girerken, para politikasının savunma gücü giderek zayıflamış, faizler yükselmiş ve döviz rezervleri azalmıştır. 2013 yılından beri devam sorunlar nedeniyle 2018’de patlak veren kur krizleri, 2020 ve 2021 yıllarında yeniden ortaya çıkmıştır. Özellikle pandemi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere çok fazla sermaye çıkışı olmuştur. Fakat sermaye çıkışları Türkiye’de yeni bir kur şokuna yol açarken, Türk lirası diğer gelişmekte olan ülkelere negatif ayrılmıştır. Çünkü spekülasyon kur ataklarına karşı para politikasının savunma mekanizması son yıllarda yaşanan kur ve enflasyon şokları nedeniyle giderek zayıflamıştır. 2020’nin sonlarına doğru ise küresel ekonominin yeniden canlanmaya başlaması ve Türkiye’de para ve maliye politikalarının güçlendirilmesi yönünde yapılan düzenlemeler Türk lirasının diğer para birimlerinden pozitif yönde ayrışmasına neden olmuştur. Kurlar inerken, yabancı yatırımcılar yüksek faizler ve oluşan güven ortamı nedeniyle yeniden gelmeye başlamıştır. Fakat bu durum çok uzun sürmemiş ve 2021’in Nisan ayında merkez

bankasında yaşanan yönetim değişikliği ve faizler üzerinde oluşan indirim baskıları kurları yeniden harekete geçirmiştir. Bu doğrultuda Türk lirası %20'den fazla değer kaybetmiştir. Merkez bankasının yeni yönetimi 2021 yılı eylül ayı itibariyle faiz indirimlerine başlamış ve aralık itibariyle faizler %19'dan 14'e gerilemiştir. Fakat Avrupa ve ABD'de artan enflasyon krizine karşı faiz artırımını yönünde beklentiler artmıştır. Bir yandan Türkiye'de politika faizlerinin yükselen enflasyona rağmen düşürülmesi, diğer yandan dünya genelinde yoğun bir faiz artışı döneminin yaklaşması Türkiye'de son yılların en derin kur şokuna yol açmıştır. Öyle ki birkaç hafa içerisinde dolar ve euro, TL karşısında %100'den fazla değer kazanarak 20'li rakamlara yaklaşmıştır. Olumsuz beklentilerle şiddetlenen kur şoku, para ve maliye politikalarının temel iktisat kurallarından farklı karar almaları neticesinde Türkiye ekonomisinde tarihi bir kırılmağa yol açmıştır. Elektronik aletlerden temel enerji girdilerine, gıdadan otomobil ve konuta kadar her alan ithal girdi fiyatlarından artış enflasyonist baskılara yol açmıştır. Aynı zamanda Avrupa'da yaşanan doğal gaz krizi, Türkiye'deki kur şoklarını ve enflasyonist baskılar üzerinde etkili olmuştur. Fakat aralık ayının son 10 gününde gerek dövize endekli mevcut programının ilan edilmesi, gerek bankaların yüksek oranda döviz satmalarından dolayı olsun TL, yeniden değer kazanmaya başlamıştır. Kurlarda sürecin tersine dönmesi endişeleri hafifletmiş olmasına rağmen 2 ay öncesine göre kurlar hala yüksektir. Bunun yanı sıra faiz indirimlerinin devam etmesi, merkez bankasının ekside olan swap hariç net rezervlerinin daha da azalmasına neden olmaktadır. Bu durum merkez bankasının takas işlemlerine ve piyasayı fonlama mekanizmasına zarar verebilir. Yeni kur şokları olması durumunda merkez bankasının imkanlarını kaybetmesi spekülasyon kur saldırılarını hızlandırabilir. Makroekonomik denge, fiyat hedeflemesi ve sürdürülebilir büyüme için para ve maliye politikalarının temel iktisat kuralları içerisinde kalması hayati öneme sahiptir.

Sonuç olarak Türkiye, dalgalı kur rejiminde 2018, 2020 ve 2021'de yeniden kur krizi denilebilecek bir sürecin içerisine girmiştir. Spekülasyon kur atakları ani dalgalanmalara yol açarken, artan enflasyonla mücadele etmek için faizlerdeki dalgalanmalar ekonomik belirsizliği artırmaktadır. Yeni nesil kriz teorileri bu yönüyle Türkiye'deki kur krizini açıklamaya yönelik önemli ipuçları sunmaktadır. Özellikle makroekonomik dengenin bozulması, yatırımların reel sektörlere yeterince yansımaması ve kredi genişlemesinin borçlanmayı artırması spekülasyon kur ataklarına karşı Türkiye'nin kırılmağını artırmıştır. Bu nedenle riskler Türkiye için hala çok yüksektir. Yeni bir kur şokunun Türkiye ekonomisine faturası ağır olabilir. Türkiye şiddetli bir enflasyon-kur-faiz sarmalına girerse arz ve talep yönlü bozulmalar nedeniyle işsizlik yeniden yükselebilir. Kısa bir süre içerisinde ekonomik büyümenin de bu durumdan etkilenmesi halinde Türkiye ekonomisi durgunluğa girebilir. Ayrıca dış politikada yaşanan gelişmeler, iç siyasette özellikle 2023 seçimlerinin gündeme gelmesi ve güven ortamının bozulması yatırımları azaltırken, ekonomik riskleri yükseltmektedir. Bu doğrultuda yapılması gerekenler arasında şu politikalar önemlidir; para ve maliye politikalarının bağımsızlığının sağlanması, siyasal kaygıların ekonomik hedefleri bozmasına izin verilmemesi, güven ortamını oluşturarak yabancı sermaye girişlerinin desteklenmesi, tarım ve sanayi gibi reel sektörlere olan desteklerin artırılması, kamuda bütçe açığına yol açan harcamaların tasarruf tedbirleri kapsamında azaltılması, olası bir seçimin neden olabileceği belirsizliğin giderilmesi, spekülasyon ataklara yol açan siyasal söylemlerin azaltılması, temel iktisat kurallarına bağlı kalınması, para politikasına olan güvenin tesis edilmesi, döviz rezervi sorununun çözülmesi, dış politikada ikili ilişkilerin geliştirilmesi ve acilen ekonomi, hukuk ve demokrasi endeksi yapısal reformların oluşturulması gerekmektedir. Böylece Türkiye'nin kırılmağına yol açan kur oynaklıkları azalabilir ve sürdürülebilir bir kur politikası enflasyon ve faiz indirimlerini destekleyebilir.

## KAYNAKÇA

- Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2001). Currency Crisis and Monetary Policy in an Economy With Credit Constraints. *European Economic Review*, 45(7), 1121-1150.
- Aghion, P., Bacchetta, P., Rancie` re, R., Rogoff, K. (2009). Exchange Rate Volatility and Productivity growth: The role of financial development. *Journal of Monetary Economics*, 56,494–513
- Akçay, Ü, Güngen, A. R. (2019). The making of Turkey's 2018-2019 Economic Crisis, Working Paper, No. 120/2019, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin.
- Akyüz, Y. (2000). Causes and Sources of the Asian Financial Crisis. Symposium on Economic and Financial Recovery in Asia UNCTAD X, Bangkok, 17 February 2000.
- Babula, A., Ötçer-Robe, İ. (2002). The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990 Evidence from De Facto Policies. *IMF Working Paper*, No. 02/155.
- Balassa, B. (1990). Financial Liberalization in Developing Countries. *Studies in Comparative International Development*, 25(4), 56-70
- Bordo, M. D. (2003). Exchange Rate Regime Choice In Historical PERSpective. *NBER Workin Paper Series*, Working Paper No: 9654.
- Broda, C. (2004). Terms of Trade and Exchange Rate Regimes In Developing Countries. *Journal of International Economics*, 63 (1) 31–58.
- Bsignano, J. (1999). Precarios Credit Equilibria: Reflections on the Asian Financial Crisis. *Bank for International Settlements*, Monetary and Economic Department Basle, Switzerland.
- Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S. (2007). Currency crises models. In: Jones G. (eds) *Banking Crises*. Palgrave Macmillan, London.
- Busch, A. (1994). The Crisis in the EMS. *Government and Opposition*, 29(1), 80-96.
- Calvo, G. A. Mishkin, F.S. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 99–118.
- Caramazza, F., Aziz, J. (1998). Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s. *International Monetary Fund*, Economic Issues (13).
- Celasun, O. (2013). The 1994 Currency Crisis in Turkey. *Macroeconomics and Growth Group Development Research Department, The World Bank*.  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.2705&rep=rep1&type=pdf>
- Chang, H.J. (2000). The Hazard of Moral Hazard: Untangling the Asian Crisis. *World Development*, 28(4), 775-788.
- Chorev, N., Babb, S. (2009). The Crisis of Neoliberalism and the Future of International Institutions: A comparison of the IMF and the WTO. *Theor Soc*, 38, 459–484.
- Chowdhury, A. (1993). Does Exchange Rate Volatility Depress Trade Flows? Evidence from Error- Correction Models. *The Review of Economics and Statistics*, 75(4), 700-706.
- Coakley, J. (1995). The ERM Crises and Maastricht. *Review of International Political Economy*, 2(3), 548-560.
- Congressional Research Services, (2018). Turkey's Currency Crisis. <https://fas.org/sgp/crs/mideast/IF10957.pdf>
- Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (1998). What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview. *NBER Working Paper*, No: 6833.
- Çakıcı, E. (2001). 2000–2001 Yılı Ekonomik Krizlerin Sebepleri ve Sonuçları. *Yeni Türkiye Dergisi*, Eylül- Ekim Ekonomik Kriz Sayısı, 475–490.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20, 57-81.

- Dumenil, G., Levy, D. (2016). *The Crisis of Neoliberalism*. Cambridge, Massachusetts; London, England: Harvard University Press.
- Economic Policy Uncertainty, (2021). <https://www.policyuncertainty.com/>
- Edwards, S. (2020). Milton Friedman and Exchange Rates in Developing Countries. NBER, Working Paper 27975.
- Eğilmez, M. (2020). Türkiye Ekonomisinin Son 17 Yılı. <https://www.mahfiegilmez.com/2020/01/turkiye-ekonomisinin-son-17-yl.html>
- Eichengreen, B., Hausmann, R. (1999). Exchange Rate and Financial Fragility. *NBER, Working Paper No: 7418*.
- Eichengreen, B., Charles, W. 1993. The Unstable EMS. Discussion Paper No. 817. London: Centre for Economic Policy Research.
- Euronews, (2018). Adım adım Brunson krizi: Nereden çıktı, nasıl çözüldü? <https://tr.euronews.com/2018/10/12/adim-adim-brunson-krizi-abd-turkiye-iliskilerinde-yaptirimlar-noktasina-nasil-gelindi>
- EVDS, (2021). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>
- Ewing, J. (2020). Turkey Braces for Yet Another Currency Crisis. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2020/08/27/business/turkey-currency-crisis.html>
- Fischer, S. (2001). Distinguished Lecture on Economics in Government Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3-34.
- Fleming, J. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 9(3), 369-380.
- Flood R. P., & Marion, N. (1998). Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. *NBER, Working Paper No: 6380*, Cambridge.
- Flood, R. P., & Rose, A. K. (1995). Fixing exchange rates A virtual quest for Fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, 36 (1), 3-37.
- Flood, R.P., & Garben, P.M. (1984). Collapsing Exchange Rate Regimes. *Journal of International Economics* 17 (1984) 1-13.
- Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago (1953), pp. 157-203
- Friedman, M. (1973). Statement and Testimony. In U.S. Congress, Joint Economic Committee, Hearings before Subcommittee on International Economics, How Well are Fluctuating Exchange Rates Working?, pp. 114-120. 93rd Congress, 1st Session, 20-27 June 1973.
- Glick, R., & Hutchison, M. M. (2011). Currency Crises. Working Paper Series 2011-22, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Gros, D. (2014). The EMS Crisis of the 1990s Parallels with the present crisis? *CEPS Working Documents*, No. 393 / March 2014.
- Güloğlu, B., Altunoğlu, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *I.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No: 27 (Ekim 2002), 107-134.
- Hagen, J., Zhou, J. (2004). The Choice of Exchange Rate Regimes in Developing Countries: A Multinomial Panel Analysis. *Journal of International Money and Finance, Elsevier*, 26(7), 1071-1094.
- Heritage Foundation, (2021). 2020 Index of Economic Freedom: Trade Freedom. <https://www.heritage.org/index/visualize>.
- IMF, (1998). The Asian Crisis: Causes and Cures. *IMF's World Economic Outlook*, Washington.
- IMF, (2000). Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062600.htm>

- IMF, (2019). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018. International Monetary Fund, Washington, DC: IMF.
- Investing, (2021). Turkey CDS 5 Years USD. <https://www.investing.com/rates-bonds/turkey-cds-5-year-usd>
- Köylüoğlu, B. (2019). 1994, 2001 ve 2018 Krizlerinin Karşılaştırılması. *Strateji & Finans*. <https://www.stratejivefinans.com/kriz-dinamiklerini-anlamak-1994-2001-ve-2018-ekonomik-krizlerinin-karsilastirilmesi/>
- Krugman, P. (2001). Crisis: The Next Generation. [https://econ.tau.ac.il/sites/economy.tau.ac.il/files/media\\_server/Economics/Sapir/conferences/Krugman.pdf](https://econ.tau.ac.il/sites/economy.tau.ac.il/files/media_server/Economics/Sapir/conferences/Krugman.pdf)
- Krugman P. (1999a). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. In: Isard P., Razin A., Rose A.K. (eds) International Finance and Financial Crises. Springer, Dordrecht. [https://doi.org/10.1007/978-94-011-4004-1\\_2](https://doi.org/10.1007/978-94-011-4004-1_2).
- Krugman P. (1999b). What Happened to Asia. In: Sato R., Ramachandran R.V., Mino K. (eds) Global Competition and Integration. Research Monographs in Japan-U.S. Business & Economics, vol 4. Springer, Boston, MA.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Krugman, P. (2018a). Turmoil for Turkey's Trump. *The New York Times*.
- Krugman, P. (2018b). Partying Like It's 1998. *The New York Times*
- Levy-Yeyati, E. Y., Sturzenegger, F. (2001). Exchange Rate Regimes and Economic Performance UTDT, CIF Working Paper No. 2/01, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=263826> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.263826>
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. *The American Economic Review*, 93 (4) 1173–1193.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European Economic Review*, 49 (6) 1603–1635.
- Metz, C. E. (2003). First-Generation Model-Krugman (1979). In: Information Dissemination in Currency Crises. Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems, vol 527. Springer, Berlin, Heidelberg.
- Mundell, R. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne D'Economique Et De Science Politique*, 29(4), 475-485.
- Nag, R. (2002). Macroeconomic Adjustment and Currency Crisis: A Third Generation Approach Under Rational Expectation. *Indian Economic Review*, 37(2), 221-232.
- Obstfeld, M. (1994). The Logic of Currency Crises. *Cahiers economique et monetaires*, 43, 189–212.
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs. (1998). "The Onset of the East Asian Financial Crisis." Mimeo.
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 73-96.
- Obstfeld, M. (1996). Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features. *European Economic Review*, 40, 1037-1047.
- OECD, (2018). The Long View: Scenarios For The World Economy To 2060. <https://www.oecdilibrary.org/docserver/b4f4e03een.pdf?expires=1556378964&id=id&accname=guest&checksum=8BCB9EC510768012E9719FF3ED547440>
- Ozkan, G. (2021). Turkey's Collapsing Lira: Government is Running Out of Options for Embattled Currency. *The Conversation*. <https://theconversation.com/turkeys-collapsing-lira-government-is-running-out-of-options-for-embattled-currency-143365>
- Portes, Richard. 1993. EMS and EMU After the Fall. *The World Economy*, 16(1): 1-16.



- Rangvid, J. (2002). Second Generation Models of Currency Crisis. *Journal of Economic Surveys*, 15(5), 613-646.
- Rateled, S., & Sachs, J. (2000). The Onset of the East Asian Financial Crisis. NBER Chapters, in: Currency Crises, pages 105-153, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Salant, S., & Henderson, D. (1978). Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold. *Journal of Political Economy*, 86(4), 627-648.
- Sancak, C. (2002). Financial Liberalization and Real Investment: Evidence From Turkish Firms. *IMF Working Paper*, No:02/100.
- Saqib, O. F. (2002). Interpreting Currency Crises : A Review of Theory, Evidence, and Issues. DIW Discussion Papers, No. 303, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin.
- Saraçoğlu, R. (1996). 5 Financial Liberalization in Turkey. In *Interest Rate Liberalization and Money Market Development*. USA: International Monetary Fund. <https://www.elibrary.imf.org/view/books/071/03637-9781557755636-en/ch05.xml>
- Seyidoğlu, H. (2011). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2), 141-156
- Silvia, L. A. P., & Yoshitomi, M. (2001). Can "Moral Hazard" Explain the Asian Crises?. *Asian Development Bank Institute Research Paper 29*, Tokyo.
- Strateji ve Bütçe Başkanlığı, (2020). Yıllık Ekonomik Rapor 2020. <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/10/Yillik-Ekonomik-Rapor-.pdf>.
- Şanlı, O. (2021). 21.YY'da Korumacılığın Ticaret ve Kur Savaşları Kapsamında Küresel Ekonomiye Etkileri: Ampirik Bir Analiz. ADÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- TCMB, (2017). 2018 Yılı Para ve Kur Politikası. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3>
- TCMB, (2021a). Yıllık Faaliyet Raporu 2020. <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2020/tr/index.html>
- TCMB, (2021b). <https://evds2.tcmb.gov.tr/>.
- TCMB, (2021c). Real Effective Exchange Rate. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/65b5812f-f1cd-4cb9-8ca6-a978c77f74f4/REERMetadata.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-65b5812f-f1cd-4cb9-8ca6-a978c77f74f4-mBdDyzm>
- TCMB, (2021d). TCMB Rezervleri ve Swap İşlemleri 13 Ağustos 2021. <https://tcmb-reserves.github.io/#>
- TMB, (2018). İnşaat Sektörü Analizi. *TMB Araştırma Yayınları*, Ekim-2018.
- TUİK, (2021). <https://www.tuik.gov.tr/>
- Turak, N. (2021). Erdogan Calls on Turks to Help Stabilize the Lira as Investors Fear a Monetary Crisis. *CNBC*. <https://www.cnbc.com/2021/03/24/erdogan-calls-on-turks-to-support-lira-investors-fear-monetary-crisis.html>
- Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 56-80.
- TÜSİAD, (2021). 2021 Türkiye Ekonomisi. *Ekonomik Araştırmalar Bölümü Mart 2021*, Yayın No: TÜSİAD-T/2021-03/620.
- Ural, M. (2003). Finansal Krizler ve Türkiye. *DEÜ.İ.İ.B.F.Dergisi*, 18(1), 11-18.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Discussion Paper, No. 2001/1, Turkish Economic Association, Ankara.
- Velis, J. O. (1995). The Collapse of the EMS: Symptomatic of a Doomed EMU? Fourth Biennial International Conference of the European

Community Studies Association, Charleston, SC, May 11-14, 1995.

Winkler, A. (1994). The EMS crisis and the prospects for European Monetary Union. *Intereconomics*, 29(2), 68-74.

World Bank, (2021). <https://data.worldbank.org/>

Yeldan, E. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde? *Çalışma ve Toplum*, 2009/1, 11-28.

Yentürk, N. (1999). Short Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s. *The Developing Economies*, 37(1), 89-113.

Yıldız, H. (2006). Türkiye'de Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin Artış Nedenleri ve Kamu Borçlarının Boyutları.. *Mevzuat Dergisi*, 9 (107).

Yiğitoğlu, A. İ. (2005). 2001 Krizi Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinin ve Bankacılık Sektörünün Değerlendirilmesi. *Sosyoekonomi*, 2005-01, 115-125.

Yorulmaz, R. (2018). ABD Yaptırımları ve Kur Krizinin Bölge Ekonomilerine Yansımaları. *Ortadoğu Araştırmaları Merkezi*, No:218 / Eylül 2018.