

T.C.
İSTANBUL NİŞANTAŞI ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANABİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK (TEZLİ) YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜRKİYE'DE FİNANSAL KRİZLERİN NİTELİĞİ: 2000 SONRASI
DÖVİZ, FAİZ, ENFLASYON ÜZERİNE BİR İNCELEME

Beyhan Gizem DİKİCİ

Yüksek Lisans Tezi

TÜRKİYE’DE FİNANSAL KRİZLERİN NİTELİĞİ: 2000 SONRASI
DÖVİZ, FAİZ, ENFLASYON ÜZERİNE BİR İNCELEME

Beyhan Gizem DİKİCİ

T.C.
İstanbul Nişantaşı Üniversitesi
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı
Finans ve Bankacılık (Tezli) Yüksek Lisans Programı

Yüksek Lisans Tezi

ORCID ID: 0009-0004-4684-6578

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Yılmaz AYDIN

İstanbul
Mayıs 2024

KABUL VE ONAY

Beyhan Gizem DİKİCİ tarafından hazırlanan “Türkiye’de Finansal Krizlerin Niteliği: 2000 Sonrası Döviz, Faiz, Enflasyon Üzerine Bir İnceleme” başlıklı bu çalışma, 20 Mayıs 2024 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi: **Dr. Öğr. Üyesi Parla ONUK** _____
İstanbul Nişantaşı Üniversitesi

Jüri Üyesi: **Doç. Dr. Özgür KANBİR** _____
Giresun Üniversitesi

Tez Danışmanı: **Doç. Dr. Yılmaz AYDIN** _____
İstanbul Nişantaşı Üniversitesi

Jüri tarafından kabul edilen bu çalışmanın Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Enstitü Yönetim Kurulu;

Karar Tarihi :
Karar Numarası :

Dr. Öğr. Üyesi Şerafettin SEVGİLİ
Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını tezimin/projemin kaynak gösterilen durumlar dışında özgün olduğunu bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

20 Mayıs 2024

Beyhan Gizem DİKİCİ



SAVUNMA ÖNCESİ ONAYLAR

BENZERLİK ONAYI		
Başlık	Türkiye’de Finansal Krizlerin Niteliği: 2000 Sonrası Döviz, Faiz, Enflasyon Üzerine Bir İnceleme	
Savunma Tarihi	20 Mayıs 2024	
Sayfa Sayısı	128	
Benzerlik Yüzdesi (%)	21	
Benzerlik Yüzdesi (%) (Kaynakça Hariç)	19	
Taranan Program	Turnitin 02.05.2024	
Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmamın kapak sayfası, giriş, özet, ana bölümler ve sonuç kısımlarından oluşan çalışmam için şahsım ve tez danışmanım/Enstitü Sorumlusu tarafından intihal tespit programında taraması yapılmıştır. Tez Danışmanımın gözetiminde tamamladığım çalışmamın azami benzerlik oranlarına göre intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.		
Öğrenci Beyhan Gizem DİKİCİ	Danışman Doç. Dr. Yılmaz AYDIN	Enstitü Sorumlusu

TEZDEN ÇIKARILAN YAYIN		
Yayın Künyesi	Dikici, B. D. & Aydın, Y. (2023). Yabancı Sermayeye Dayalı Büyüme Politikası Ve 2018 Döviz Krizi. 9.Uluslararası Ekonomi Yönetimi ve Pazar Araştırmaları Kongresi.	
Yayın Türü	☐ Ulusal Hakemli Dergide Makale ☐ Uluslararası Hakemli Dergide Makale ☐ Ulusal Kongre/Sempozyumda Bildiri ☒ Uluslararası Kongre Sempozyumda Bildiri	
	Enstitü Sekreteri	

TEŞEKKÜR

Bu çalışmada başlangıçta finansal krizlerin tanımları yapılarak metinleri kavramamız sağlanmıştır. Türkiye’de meydana gelen özellikle 2000, 2001, 2008 ve 2018 yıllarında yaşanan ekonomik krizler bahsedilerek, finansal piyasadaki yaratmış olduğu etkilerine değinilerek döviz, faiz, enflasyon gibi makroekonomik verilerin etkisinden bahsedilmiştir.

Bu amaçla hazırlamış olduğum çalışmada benden değerli vaktini, desteğini ve çalışmamın araştırma planlamasından yazılmasında kadar olan tüm süreçte yardımlarını esirgemeyen çok değerli danışmanım Doç. Dr. Yılmaz Aydın’a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Tezde dikkat etmem gereken noktalarla ilgili bilgisinden faydalandığım sayın Dr. Öğr. Üyesi Parla Onuk’a teşekkürü bir borç bilirim.

Son olarak bugünlere ulaşmamda emeklerini hiçbir zaman ödeyemeyeceğim, her zaman benim yanımda olan ve beni destekleyen güzel aileme şükranlarımı sunarım.

Beyhan Gizem DİKİCİ

Mayıs, 2024

ÖZET

Beyhan Gizem DİKİCİ

Türkiye’de Finansal Krizlerin Niteliği: 2000 Sonrası Döviz, Faiz, Enflasyon

Üzerine Bir İnceleme

Yüksek Lisans Tezi

İstanbul, 2024

Tarihsel süreç boyunca Türkiye ekonomisi finansal krizlerin birçok yıkıcı etkisine maruz kalmıştır. Krizler karşısında uygulamaya alınan politikalarla yapıcı olmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın amacı, Türkiye'nin 2000 yılından sonra yabancı sermaye girişlerine bağımlı hale gelmesi ve ABD Merkez Bankası'nın (FED) politika faizindeki değişikliklerin Türkiye'nin makroekonomik değişkenleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma verileri, ABD Merkez Bankası'nın (FED) politika faizlerinde değişikliğe gitmesiyle, Türkiye'deki döviz kuru, faiz oranları, enflasyon, yabancı sermaye girişleri, cari açık, büyüme ve dış borç rakamları gibi ekonomik göstergeler üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermiştir. FED'in faiz oranlarında artışa geçmesi, Türkiye gibi gelişen piyasalar için önemli ekonomik zorluklar yaratmıştır. Bu çalışmada, makroekonomik yapılar karşılaştırılarak analiz yapılmıştır. Çalışma 2000-2022 yılları dönemini kapsamakta olup veriler TÜİK, TCMB EVDS, Hazine ve Maliye Bakanlığı, OECD, IMF, Federal Reserve System dataları kullanılarak derlenmiştir. Sonuç olarak, 1989 yılında kısmen serbest bırakılan yabancı sermaye girişleri 2000'de tamamen serbest bırakılmıştır. 2001 kriziyle birlikte döviz kuru rejimi değişmiş ve dalgalı döviz kuru benimsenmiştir. GEGP ile birlikte ülkenin gelişmesi için önemli adımlar atılmıştır. FED'in politika faizlerini yükseltmesiyle, Türkiye'deki faiz oranlarının düşük seviyelerde kalması yabancı sermaye girişlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu durum da Türkiye'de döviz kuru artışına, Türk Lirası'nın değer kaybına, enflasyonun artmasına, ekonomik büyümenin daralmasına rastlanılmıştır. FED'in yüksek politika faiz oranlarına tepki olarak, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası TL'yi değerlendirmek için politika faiz oranını artırarak yabancı sermayeyi ülkeye çekerek ekonomik büyümeyi sürdürmeyi amaçlamıştır. Sonuç olarak; ekonomik istikrarı sağlamak ve yabancı sermaye girişleriyle döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltarak TL'nin değerini artırmaya yönelik bir strateji benimsenmiştir.

Anahtar Kelimeler

FED politika faizi, finansal kriz, yabancı sermaye girişleri, döviz kuru, faiz, enflasyon

ABSTRACT

Beyhan Gizem DİKİCİ

The Nature of Financial Crises in Turkey: An Examination on Exchange Rates,
Interest Rates, and Inflation After 2000

Master's Thesis

İstanbul, 2024

Throughout its historical process, the Turkish economy has been subjected to many destructive effects of financial crises. Policies have been implemented in response to these crises to be constructive. The aim of this study was to examine the effects of Turkey's dependency on foreign capital inflows since 2000 and changes in the US Federal Reserve's (FED) policy interest rates on Turkey's macroeconomic variables. The study data showed that changes in the US Federal Reserve's policy interest rates had significant effects on economic indicators such as exchange rates, interest rates, inflation, foreign capital inflows, current account deficits, growth, and external debt figures in Turkey. The increase in the FED's interest rates has created significant economic challenges for emerging markets like Turkey. In this study, quantitative data analysis was conducted by comparing macroeconomic structures and using descriptive statistical methods to complete the research. The study covers the period from 2000 to 2022, and the data were compiled using TUIK, TCMB EVDS, Ministry of Treasury and Finance, OECD, IMF, and Federal Reserve System data. In conclusion, foreign capital inflows, partially liberalized in 1989, were completely liberalized in 2000. With the 2001 crisis, the exchange rate regime changed, and a floating exchange rate was adopted. Important steps have been taken for the country's development with the IMF. With the increase in the FED's policy interest rates, the low interest rates in Turkey have led to a decrease in foreign capital inflows. This situation has led to an increase in the exchange rate, depreciation of the Turkish Lira, increase in inflation, and contraction of economic growth in Turkey. In response to the FED's high policy interest rates, the Central Bank of the Republic of Turkey aimed to attract foreign capital into the country by increasing the policy interest rate to appreciate the Turkish Lira and sustain economic growth. As a result, a strategy has been adopted to ensure economic stability and increase the value of the Turkish Lira by reducing pressure on exchange rates through foreign capital inflows.

Keywords

Financial crisis, foreign capital inflows, exchange rates, interest rates, inflation

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
ETİK BEYAN	ii
TEŞEKKÜR	iv
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar DİZİNİ	vi
ŞEKİLLER DİZİNİ	vii
KISALTMALAR DİZİNİ	viii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLERE İLİŞKİN KAVRAMSAL VE TEORİK PERSPEKTİF	4
1.1. Finansal Kriz Kavramı	4
1.2. Finansal Krizin Temel Unsurları	4
1.3. Finansal Krizin Türleri	5
1.3.1. Bankacılık Krizi	6
1.3.2. Döviz (Para) Krizi	7
1.3.3. Borsa Krizi	12
1.3.4. Dış Borç Krizi	12
1.4. Finansal Krizin Nedenleri	13
1.5. Finansal Kriz Göstergeleri	15
1.5.1. Frankel ve Rose Modeli	15
1.5.2. Kruger, Osakwe ve Page Modeli (1998)	16
1.5.3. Esquivel ve Larrain Modeli	17
1.5.4. Kamin, Lizando ve Reinhart Modeli (1997)	18
1.5.5. Trilemma Modeli	18
İKİNCİ BÖLÜM: TÜRKİYE’DE FİNANSAL KRİZLER: TARİH VE ANALİZ	25
2.1. 2000 Yılı Kriz Öncesi Dönem	25
2.2. 24 Ocak 1980 Kararları	30
2.3. 1994 Krizi	31
2.4. 5 Nisan Kararları ve Uygulanan Finansal Çalışmalar	34
2.5. 9 Aralık 1999 İstikrar Programı	35
2.6. Kasım 2000 Krizi	36

2.7. Şubat 2001 Krizi.....	40
2.8. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	45
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SERMAYE GİRİŞLERİNE DAYALI BÜYÜME VE 2000 YILI SONRASI FİNANSAL GELİŞMELER.....	48
3.1. Türkiye’de Finansallaşma	48
3.2. Türkiye’de Sermaye Girişine Dayalı Büyüme Politikası	52
3.2.1. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Bağlı Cari Açığın Genişlemesi	56
3.2.2. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Bağlı Dış Borç Artışı	57
3.2.3. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Bağlı Kredi Genişlemesi.....	60
3.3. Düşük Kur-Yüksek Faiz Politikası.....	61
3.4. 2002-2007 Yılları Arasında Türkiye’ye Yönelik Dış Sermaye Akışları ve Ekonomik İstikrar.....	64
3.5. 2008-2009 Yılları Arası Küresel Finansal Sarsıntının Türkiye’ye Etkileri	66
3.6. 2008-2013 Yılı Parasal Genişleme.....	69
3.7. 2014-2017 Yılları Faiz ve Kur Kısılacı	72
3.8. 2018-2023 Yılları Arası Döviz Krizi ve Salgın Hastalık	73
3.8.1. Döviz Krizinin Sebepleri	75
3.8.2. Döviz Krizinin Sonuçları.....	76
3.8.3. Kriz Dönemi ve Salgın Hastalık	77
3.8.4. Covid 19 Salgınının Dünya Ekonomisine Etkileri	78
3.8.5. Covid-19 Salgınının Türkiye’ye Etkileri	82
3.9. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Faiz Oranına Etkisi	86
3.10. FED Faiz Kararının Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Etkisi	89
3.11. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Döviz Kuru Üzerine Etkisi	92
3.12. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Enflasyon Oranına Etkisi.....	94
3.13. FED Faiz Kararının Türkiye’deki GSYH Büyüme Oranına Etkisi.....	96
3.14. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Borç Stoklarına Etkisi.....	99
3.15. FED Faiz Kararının Cari Açık Üzerine Etkisi.....	101
SONUÇ	103
KAYNAKLAR.....	106

TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo 1. Türkiye'nin 1980 Öncesi ve 1980 Sonrasında Yaşadığı Ekonomik Krizlerin İncelemesi	27
Tablo 2. Türkiye’de 1991-1995 Yılları Arası Makro Ekonomik Rakamları	33
Tablo 3. İnterbank Gecelik Faiz Oranları (En Yüksek ve En Düşük)	37
Tablo 4. Merkez Bankasının Haftalık Döviz Rezervi (Milyon Dolar)	38
Tablo 5. Enflasyon Oranları (Yıllık Bazda Yüzdesel Gösterim)	41
Tablo 6. Şubat 2001 Krizi Oluşum Süreci	42
Tablo 7. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye’ye Notları	43
Tablo 8. Bankacılık Sektöründeki Faiz Oranları	44
Tablo 9. Türkiye’nin Dış Borç Rakamları ve Dağılımı (Milyon Dolar).....	58
Tablo 10. Türkiye’ye Yönelik Dış Sermaye Girişleri (Milyon Dolar)	66
Tablo 11. G-20 Ülkelerindeki Büyüme Trendleri (%) Reel GSYH Büyüme Tahmini ..	78
Tablo 12. Türkiye’ye Sektörlere Göre Yapılan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Milyon ABD Doları).....	91

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Finansal Kriz Şeması	6
Şekil 2. Döviz Krizinin Ortaya Çıkma Mekanizması	9
Şekil 3. Trilemma Modeli (Üçlü Açmaz)	19
Şekil 4. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişi ve Büyüme	23
Şekil 5. Net Sermaye Girişleri (Milyon USD), Cari Açık (Milyon USD) ve Büyüme Oranı (%).....	53
Şekil 6. 2000-2023 Yılları Arası Yabancı Sermaye Girişi, Faiz, Enflasyon ve Döviz Kuru İlişkisi (Milyon ABD Doları).....	62
Şekil 7. 2000-2010 Yılları Arası Türkiye’ye Yönelik Dış Sermaye Akışları (Milyar ABD Doları)	65
Şekil 8. Türkiye’de 2008-2013 Yılları Arası Cari Açık, Faiz, Enflasyon ve Dolar Kuru Gösterimi.....	70
Şekil 9. 2008-2013 Yılları Arası Yabancı Sermaye Girişi ve Büyüme Rakamları.....	71
Şekil 10. Türkiye’de 2014-2017 Yılları Arası Faiz Ve Dolar Kuru Karşılaştırması	72
Şekil 11. Gelişmiş Ülkelerde ve Türkiye’de İşsizlik Oranları (%)	81
Şekil 12. Türkiye’de 2019-2023 Yılları Arası Enflasyon Rakamları	83
Şekil 13. Türkiye’de 2019-2023 Yılları Arası Faiz Oranı	84
Şekil 14. 2020 Yılı Dolar/TL Grafiği.....	85
Şekil 15. Türkiye’de Faiz Oranı Artışının Ekonomiye Etkisi.....	87
Şekil 16. FED Politika Faizi ve TCMB Politika Faiz Oranı Karşılaştırması.....	88
Şekil 17. FED Politika Faiz Oranları Ve Türkiye’de Toplam Dış Sermaye Girişi (Milyar ABD Doları) Karşılaştırması	90
Şekil 18. FED Politika Faizi ve Döviz Kuru Karşılaştırması	92
Şekil 19. FED Politika Faizi ve Enflasyon Oranı Karşılaştırması	94
Şekil 20. FED Politika Faizi ve Türkiye’nin GSYH Büyüme Oranına Etkisi	97
Şekil 21. FED Politika Faizi ve Türkiye’nin İç ve Dış Borç Stoğu/GSYH Oranına Etkisi (%).....	99
Şekil 22. FED Politika Faizi ve Türkiye’nin Cari Açık (GSYH Oranı %) Karşılaştırması	102

KISALTMALAR DİZİNİ

Kısaltma	Açıklama
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AKP	Adalet ve Kalkınma Partisi
AMB	Avrupa Merkez Bankası
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	Bankacılık Düzeleme ve Denetleme Kurulu
BIST100	Borsa İstanbul 100 Endeksi
COVID-19	Koronavirüs
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DİE	Devlet İstatistik Enstitüsü
DTH	Döviz Tevdiat Hesabı
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	Federal Reserv Bank (ABD Merkez Bankası)
FİTCH	Fitch Ratings
G-20	Grup 20
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	International Money Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KGF	Kredi Garanti Fonu
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKM	Kur Korumalı Mevduat
MGK	Milli Güvenlik Kurulu
M1	Dar Para Arzı
M2	Geniş Para Arzı
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü
S&P	Standard & Poor's
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TL	Türk Lirası

TMSF	Türkiye Mevduat Sigorta Fonu
TÜRMOB	Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
USD	Amerikan Doları (\$)
Vb.	Ve Benzeri
YP	Yabancı Para



GİRİŞ

Finansal krizler önceden öngörülemeyen olayların aniden ortaya çıkmasıyla makro boyutta devleti etkilerken mikro boyutta firmaları ve tüketicileri ekonomik yönden etkileyerek zarar görmelerini sağlar. Piyasadaki arz ve talep dengesini bozar. Döviz kuru, faiz oranları ve enflasyon gibi makro ekonomik veriler olumsuz yönde etkilenir. Yaşanan krizler ülke ekonomisinde ciddi anlamda tahribatlar yaratır. Bunlar; 1994 krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi, 2018 döviz kuru krizleridir. Bu çalışmanın konusu, Türkiye'nin 2000 yılından sonra yabancı sermaye girişlerine bağımlı hale gelmesi ve Amerikan Merkez Bankası FED'in politika faizindeki değişimiyle birlikte Türkiye'nin makroekonomik yapıları üzerindeki etkilerinin incelenmesidir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Tezin birinci bölümü, finansal krizin kavramsal açıklamasıyla başlamaktadır. Finansal krizin türleri olan bankacılık krizi, döviz (para) krizi, borsa krizi ve dış borç krizi adımlarından bahsedilmiştir. Frankel ve Rose Modeli, Kruger, Osakwe ve Page Modeli, Esuquivel ve Larrain Modeli, Kamin, Lizando ve Reinhart Modeli ve Trilemma Modellerine değinilerek finansal kriz oluşumunda geliştirilen göstergelere değinilmiştir. Trilemma modelinden bahsedilerek seçilen göstergelerle riskleri azaltarak daha doğru ve etkili kararlar alınmıştır.

İkinci bölümde Türkiye'de yaşanan finansal krizler tarih ve analiz başlığı altında 2000 yılı öncesinde krizlerin piyasaya etkisi kısaca anlatılmıştır. 24 Ocak 1980 yılında ithal ikameci modelden vazgeçilerek ihracata dayalı büyüme politikasına geçiş yapılmıştır. 1989 yılında yabancı sermaye girişleri serbest bırakılarak ekonomik büyüme hedeflenmiştir. 2000 yılından sonra yabancı sermayenin tamamen serbest bırakılmasıyla birlikte sermaye girişi artmış ve bu da Türk Lirası'nın değerinin yükselmesine neden olmuştur. Döviz kuru azalmış, ithalat artmış, ihracat azalmıştır. Dolayısıyla ithalat kaynaklı cari açık büyümüştür. Sonuç olarak 1 Nisan 1994 krizi meydana gelmiştir. 5 Nisan kararları ilan edilerek uygulamaya konulmuştur.

Faizlerin yükselmesi ve ekonomide oluşan durgunluğun çözümü 9 Aralık 1999 istikrar programı başlığı altında incelenmiştir. Ardından Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ortaya çıkmış ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sayesinde liberalleşme yönlü yeni reformsal hareketlerden bahsedilmiştir.

Üçüncü bölümde sermaye girişlerine dayalı büyüme ve 2000 yılı sonrası finansal gelişmeler başlığı altında detaylı bir şekilde incelenmiştir. Türkiye, finansal piyasalarda uygulanan politikalar sayesinde büyüme ve gelişme kaydetmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, enflasyonla mücadele, döviz ve bankacılık sektöründeki düzenlemelerle finansallaşma açısından önem arz eden bir program olmuştur. Türkiye'de sermaye girişine dayalı büyüme politikası, cari açığın genişlemesi, dış borç artışı ve kredi genişlemesi başlıkları incelenmiştir. Düşük kur ve yüksek faiz politikası ele alınarak, 2018 döviz krizinin sebepleri ve sonuçları anlatılmıştır. 2020 yılında Covid-19 salgını dünya ekonomisini derinden etkilerken, Türkiye ekonomisi de önemli ölçüde sarsılmıştır.

Gelişmiş ülkelerin politika faiz oranları gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergelerini etkilemektedir. 2013 yılında FED'in politika faiz kararı Türkiye'de ve gelişmekte olan ülkelere öncelikle sermaye girişlerini önemli ölçüde etkilemiştir. FED'in sıkı para politikası sonucunda azalan sermaye girişleri öncelikle döviz kuru artışına ve buna bağlı olarak enflasyona yol açmıştır. Böylece istikrarsız büyüme sürecine girilmiştir.

Bu çalışmada makroekonomik veriler karşılaştırılarak analiz yapılmıştır. Uluslararası alanda kabul görmüş akademik çalışmalar, kitaplar, makaleler ve dergilerden alınan bilgilerle literatür taraması yöntemi kullanılmıştır. Ek olarak, TÜİK, TCMB EVDS, Hazine ve Maliye Bakanlığı, OECD, IMF, Federal Reserve System gibi kurumların yayınlamış oldukları raporlar tezin yazımında yönlendirici olmuştur. Krizleri kıyaslayabilmek ve tezin daha iyi bir şekilde anlaşılabilmesi için şekil, tablo gibi verilerle desteklenmiştir.

2000 yılı sonrasında Türkiye, ekonomik istikrarı güçlendirmek ve finansal sektörü geliştirmek amacıyla önemli reformlar gerçekleştirmiştir. TCMB bağımsızlığının ilan edilmesi, dalgalı kur sistemine geçiş, finansal piyasalar ve bankacılık sektörüne yönelik getirilen düzenlemeler, ekonomik politikalarla atılan adımlarda önemli bir dönemeç oluşturmuştur. Bu reformlar, sermaye girişlerinde düzenli bir artışa neden olmuştur. Bu artışlar, 2008 yılı hariç, 2010 yılının ilk yarısına kadar devam etmiştir. Sermaye girişleri sonucunda döviz kurunun düşmesiyle birlikte fiyat istikrarı sağlanmış ve büyüme performansı olumlu sonuçlar vermiştir. Fakat kurların düşük olması sonucunda uluslararası piyasalarda Türkiye'nin rekabet gücü azalmış ve cari açık önemli boyutlara

ulaşmıştır. 2013 yılındaki FED'in açıklamaları ve Türkiye'deki siyasi belirsizlikler, yabancı sermaye girişlerinin azalmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda döviz piyasasında kur üzerinde baskı oluşmuş ve makroekonomik dengesizlikler ortaya çıkmaya başlamıştır. Fiyat istikrarı bozulmuş ve istikrarsız büyüme sürecine girilmiştir. Türkiye ekonomisi Trilemma problemiyle karşı karşıya kalmıştır. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde hem faiz oranları hemde döviz kuru üzerinde etkili bir kontrol yeteneğine sahip olan Merkez Bankası, ekonomik dengeyi sağlamak adına faiz ve döviz kuru arasında tercih yapma durumunda kalmıştır.

Bu alışmada, FED'in faiz kararının gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de sermaye girişlerini azaltarak döviz kuru, faiz oranları ve fiyat istikrarını nasıl etkilediği gösterilmiştir. Buna göre çalışmanın amacı, Türkiye'de 2018 yılında yaşanan döviz krizinin, sermaye girişlerine dayalı büyüme modeli olduğunu göstermektir. Bu modelde, sermaye girişleri, talep genişlemesine ve büyümeye yol açarken, cari açık ve dış borç artışı ekonomide kırılganlığa yol açmaktadır. Bu alışma, Türkiye'de 2018 yılında yaşanan ekonomik istikrarsızlığın anlaşılmasına ve gelecekteki krizlere karşı etkili politika önerilerinin geliştirilmesine katkı sağlamayı hedeflemektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLERE İLİŞKİN KAVRAMSAL VE TEORİK PERSPEKTİF

1.1. Finansal Kriz Kavramı

Kriz kavramının kökeni Yunanca ve Latince dillerine dayanmaktadır. Günümüzde kullandığımız kriz kavramı Yunanca, "krinein" sözcüğünden gelmekte ve tercümesi karar vermek anlamına gelmektedir. Birçok anlamı olan kriz kelimesinin Latincedeki anlamı Yunancadaki anlamıyla birebir örtüşmektedir. Genelde kabul gören, diğer bir anlamı ise "yıkıma götüren dönüşüm süreci" olmasıdır (Yılmaz, 2001: 10).

Bilimsel alanda karşılaştığımız birçok kriz türü vardır. Bunlar; ekonomik kriz, siyasi kriz, mali kriz, hükümet krizi şeklinde devam ettirebiliriz. Fakat bazı durumlarda kriz kelimesinin anlamı kişiden kişiye göre değişebilmektedir. Finansal kriz terimi hem ekonomik hem de politik olmak üzere iki farklı anlamda kullanılmaktadır. Kriz, belirsiz bir anda ortaya çıkan, bu krizi yaşayan ülkenin kendini yeniden yapılandırması için bir olanaktır. Bu tanımda yaşanan ekonomik ve politik krizin ülkenin çöküş içinde olmasıyla geçmişteki ekonomilerine nazaran daha güçlü bir şekilde ayağa kalkıp kendini tekrardan yenilemesi için bir fırsat olabileceğini bize anlatmaktadır (Aslan ve Terzi, 2013: 385).

1.2. Finansal Krizin Temel Unsurları

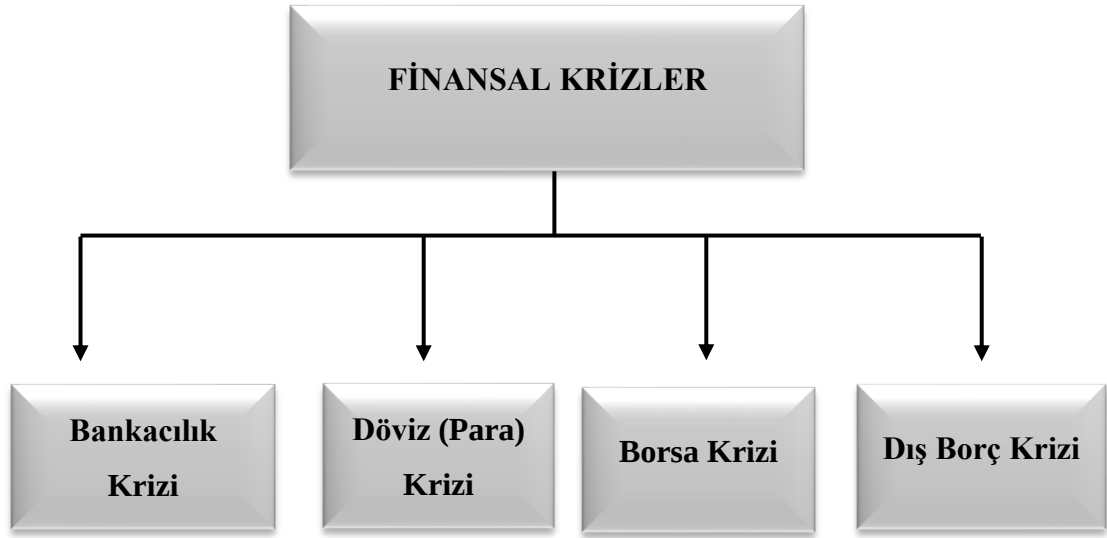
Gerçekleşen çöküş durumunu kriz olarak adlandırdıktan sonra, krizin temel özelliklerinin bilinmesi gerekir (Aktan ve Şen, 2001: 1225):

- Kriz, önceden kesinleşmeyen veya öngörülemeyen olayların bir anda ortaya çıkmasıdır. Finansal krizler, makro boyutta devleti etkilerken mikro boyutta firmaları derinden sarsacak sonuçlar ortaya çıkarır. Yaşanılan bu olumsuz olayı aniden ve beklenmedik bir anda derinden etkileyerek çöküşü simgelemesini kriz olarak adlandırmak doğrudur. Fakat her sorun da krize neden olmaz. Rutin hayatta yaşadığımız olaylar krizi temsil etmemektedir. Çünkü krizdeki ilk nedenin beklenmedik bir zamanda, aniden ortaya çıkmasıyla, ciddi bir sorunu hissettirmesi ve bir çöküş havası yaratması kriz olarak düşünülmektedir.

- Finansal krizin en temel unsuru, krizin beklenmedik bir zamanda önceden tahmin edilemeyen bir durumla ortaya çıkmasıdır. Bu durum, ekonomik belirsizlik ve riskin finansal sistemde artmasına neden olur.
- Krizin bir diğer önemli özelliği ise insanlar, firmalar ve devletler için bir tehlike unsuru olarak görülmesidir. Fakat her yaşanan krizi "negatif" olarak algılamamak gerekir. Finansal krizin ortaya çıkması sonucunda ülkenin yeniden yapılanması için bir fırsat olanağı sağlayabilir.
- Krizin zaman açısından ne kadar süreceği belli olmaz. Kısa veya uzun vade içinde yaşanır. Finansal krizin ne derece etkili olup olmayacağını, kısa veya uzun vade de devam edeceğini alınacak önlemler belirler. Hükümet ya da organizasyon içinde olan kişiler bu süreyi alacakları önlemler ile birlikte önemli derecede azaltabilir.
- Ekonomik dengesizlikler ve makroekonomik performansın zayıf olması da finansal krizin temel unsurları arasında yer almaktadır. Yüksek enflasyon, işsizlik, negatif yönlü büyüme, döviz kuru dalgalanmaları gibi faktörler finansal sistemi zayıflatarak krizleri tetiklemektedir.
- Finansal kuruluşlardaki likidite sıkıntıları finansal kriz dönemlerinde görülmektedir. Bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılayamaması veya kredi verme yeteneklerinin zayıflaması krizin derinleşmesine neden olmaktadır.
- Gayrimenkul veya hisse senetleri gibi varlık fiyatlarındaki aşırı yükselişler veya ani düşüşler finansal krizleri tetikleyebilir.

1.3. Finansal Krizin Türleri

Finansal krizler, ekonomik sistemdeki dengesizlikler, aşırı risk alma ve diğer faktörlerin bir araya gelmesiyle ortaya çıkan karmaşık olaylardır. Krizlerin ortaya çıkmasıyla birlikte tehlikeli durumun piyasada yayılması, şirketlerin performansında negatif yönlü hareketlenme ve piyasaların görevini yerine getirememesi gibi durumlar ortaya çıkar. Bu durumlar genellikle ülkenin borsa endeksinde düşüşlerin yaşanması, hükümetin görevlerini yerine getirememesi veya nakit para akışında sorunlar yaşanması gibi sebepler krizin oluşmasında yeterli bir sebeptir. Aşağıda, şekil 1'de görüldüğü gibi finansal krizleri bankacılık krizleri, döviz krizleri, borsa krizleri ve dış borç krizleri şeklinde dört gruba ayırabiliriz.



Şekil 1. Finansal Kriz Şeması

Kaynak: Aslan ve Terzi, 2013: 387

Finansal krizler, döviz ve hisse senedi piyasası gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen (batık) kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak kabul edilebilir (Kibritçioğlu, 2001: 175).

1.3.1. Bankacılık Krizi

Teoride bankacılık krizleri bir veya daha fazla bankanın yaşadığı sorunlar nedeniyle güvenin sarsılması ve mevduat sahiplerinin aniden paralarını çekmek için hücum etmesi durumu olarak tanımlanabilir. Bu krizler genellikle likidite sıkıntısı, kredi riskleri ve bulaşma faktörleriyle ortaya çıktığı görülür (Şimşek, 2007: 56).

Bankacılık krizleri daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülür. Bu ülkelerin mali sektörlerindeki şirketleri iflasa sürükler. Bankaların bilançosunda ortaya çıkan kötü durumla birlikte, şirketlerin iflas sayılarının artması, mevduat sahipleri oluşan durum karşısında kendilerini güvende hissetmeyip mevduatlarını geri çekmek istemesi gibi durumlarla karşılaşılır. Mevduat sahipleri bankadaki yüksek oranlı mevduatlarını çekmeleriyle birlikte likidite riski oluşmasını sağlar. Böylelikle oluşan likidite sorunu diğer bankalara sıçrar. Çünkü insanlar kendilerini tedbir amaçlı para çıkışlarını arttırdıkça sistem bu durumdan olumsuz etkilenecek ve piyasaya olan güven azalacaktır. Bunun

devamında maliyetlerin artması ve kredi talebinin azalmasıyla ekonomide durgunluk meydana gelecektir.

Bankacılık krizleri ekonomideki sorunla birlikte bankacılık kesimini de krize sokarken tam tersi durum da söz konusu olabilir. Bankacılık sektöründe yaşanacak bir krizle birlikte ekonomik kriz de yaşanabilir. Bankacılık sektöründe yaşanan krizin hızlı bir biçimde yayılması, iflasın yaşanmasına da olanak sağlar. İflas etmiş bankalarda alacaklı kişiler daha çok zararla karşılaşır ve bu durum marka boyutta tehlike arz eder. Bankacılık sektöründe yaşanabilecek krizin bir ortak özelliğinin de dış borçlar olmasıdır. Bankadan borç para alamama veya borç paranın geri ödenmemesinde yaşanan sıkıntılar yabancı yatırımcının ülkeyi terk etmesine olanak sağlar.

Bankacılık krizlerinin ortaya çıkma sebepleri nakdi sorunlar, ahlaki tehlike sorunları, makro boyuttaki ekonomik sorunlar ve finansal serbestleşme ile düzenleyici kurumların yetersizliği önemli sorunlar meydana getirmektedir (Yay, Yay ve Yılmaz, 2004: 20).

1.3.2. Döviz (Para) Krizi

Döviz krizleri bir ülkenin ulusal para biriminin aşırı değerlenmesiyle başlar. Bu durumda ulusal ve uluslararası güven sorunu ön plana çıkar ve özellikle döviz ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların spekülative saldırılarına neden olur. Bu krizleri yönlendiren de esas itibariyle bu spekülative ataklardır. Döviz ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışıyla belirgin hale gelir (Erdem, 2008: 123).

Spekülative saldırılar şu sonuçları doğurmaktadır (Demirel, 2009: 45):

- Döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların görülmesi
- Makro ekonomik göstergelerin zayıf olması
- Yerli paraya olan güvenin azalması ve sonuç olarak yerel paranın değer kaybetmesi
- Siyasal suikast veya terör eylemleri gibi olayların meydana gelmesi
- Yabancı para birimlerine yatırım yapma talebinin artması
- Finansal alt yapının yetersiz durumda olması
- Ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin görülmesi

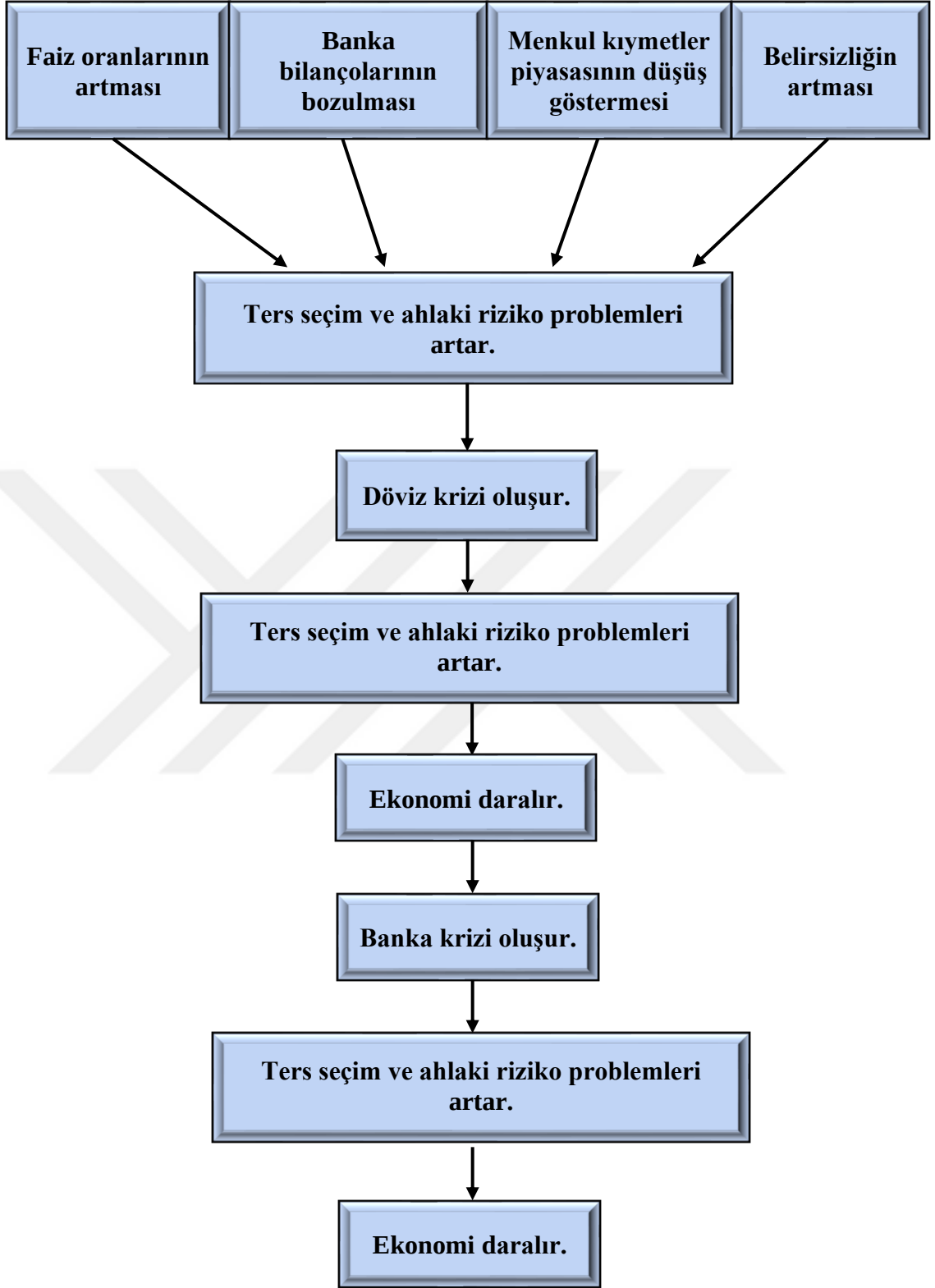
Spekülatif saldırıların başlamasıyla birlikte ulusal paraya olan güvensizlik döviz alımlarını başlatarak, mevcut döviz kuru üzerinde bir baskı oluşmasına yol açar. Bu baskı neticesinde ülkedeki yöneticiler çeşitli kararlar alır ve ekonomiye müdahalede bulunurlar. Bu müdahaleler TCMB rezervlerinde ciddi bir erimeyi meydana getirir ya da ulusal faizde artış sonucunu doğurur. Eğer spekülatif saldırı sonucunda devletin alacağı karar gecikirse finansal kriz daha da büyüyecek ve böylelikle döviz krizinin daha da derinleşmesini sağlayacaktır.

Döviz kuru kriziyle ilgili bir örnek verirse 2018 yılında yaşanan siyasi gerginlikle birlikte, döviz kurlarındaki artış sonucunda ekonomik hareketlilik yaşanmaya başlanmıştır. 1 Ocak 2018 tarihinde 1 dolar'ın değeri 3,77 TL iken, 14 Ağustos tarihinde zirveye çıkan dolar kuru 6,89 seviyelerini görmüştür. Euro bölgesinde de benzer artışlara rastlanılmıştır. Siyasi tartışmalar bu durumun temel nedeni olarak gösterilebilir. Özellikle ABD ile yaşanan siyasal kriz sermaye girişlerinde ciddi anlamda sıkıntılar yaratmıştır. Öte yandan S-400'lerin alımında yaşanan olaylar da bu durumu tetiklemiştir. Bu tür olayların yaşanması piyasadaki belirsizliği ve riskleri artırmıştır. Başka bir nedense TCMB'nin faiz artışı konusunda tereddüt etmesi ve faizleri artırmamasıdır. Bu da enflasyon oranlarının yükselmesine neden olmuştur (Eğilmez, 2018).

Dolar kurunun artmasıyla birlikte petrol fiyatlarında önemli artışlara rastlanılmıştır. Bu durum cari açığı olumsuz yönde etkilemiştir. GSYH, kurlardaki dalgalanmayla birlikte gerilemeye başlamıştır. Dış borcun GSYH'ye oranına baktığımızda artışlar meydana gelmiştir. Döviz kurlarındaki artışlarla birlikte bazı şirketler iflas etmiş veya konkordato ilan etmişlerdir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler farklılık gösterir. Gelişmiş olan ülkelerin ekonomilerinde enflasyon oranları düşük seviyelerdedir. Bu nedenle para birimleri güçlü konumdadır. Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon seviyeleri yüksek olmakla birlikte değişkenlik göstermektedir. Dolayısıyla risk almamak için kısa vadeli borçlanmayı tercih ederler.

Faiz oranlarındaki yükseliş, banka bilançolarının bozulması, menkul kıymet piyasasının düşmesi ve artan belirsizlik durumu ters seçim ve ahlaki riziko problemlerine yol açarak döviz krizine neden olmakta ve bunun sonucunda ekonomik daralma yaşanmaktadır. Ekonomik faaliyetin daralması sonucunda bankacılık krizi ortaya çıkmaktadır.



Şekil 2. Döviz Krizinin Ortaya Çıkma Mekanizması

Kaynak: Doğanlar, Bal ve Özmen, 2007: 269

Gelişmekte olan ülkelerde görülen döviz krizi ekonomiyi derinden etkileyerek finansal krize yol açmaktadır. Şekil 2’de görüldüğü gibi faiz oranlarının artmasıyla birlikte, banka bilançolarının bozulması, menkul kıymetler piyasasında yaşanan düşüş ve devamında belirsizliğin artması gibi durumların birkaçının veya hepsinin oluşumuyla birlikte ters seçim ve ahlaki riziko problemleri artar. (Mishkin, 1998: 19). Finansal işlemler gerçekleşmeden önce ters seçim sorunu oluşur. Kredi verenler, kredi almak isteyenlerin güvenilirliği hakkında tam bilgiye sahip olmadıkları için, kredi kullanma taraftarı olan kimseler faiz oranlarının yüksek oluşunu kabul ederek borçlanmaya razı olurlar. Vadesi geldiği zaman borcunu ödememe olasılığı yüksek olan borçlular iyi ve kötü kredi risklerini ayırt etmeye çalışacaklardır. Fakat tam bilgiye yetkin olunmadığı için ödünç verenler ters seçim korkusuyla verecekleri kredi miktarını azaltacaklardır. Ahlaki risk sorunu ise ters seçim sorununun tam tersi durumudur. Finansal işlemler gerçekleştikten sonra oluşuyorsa ahlaki tehlike sorunu var demektir. Krediyi alan taraf, bu krediyi kendi arzu ve istekleri doğrultusunda kullanım sağlayabilir. Kişi kullandığı krediyi batırabilir ya da üretken olmayan projelerde kullanabilir. Bu durumda krediyi veren taraf amaçları dışında kredinin kullanılması sonucu ahlaki risk ve geri dönmeme riski taşıyan kredileri önlemek için takip yoluna başvuracaklardır. Fakat tüm bunlarda kredi veren taraf için maliyetlerin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla krediyi kullandıran taraf ve alan taraf arasında ahlaki risk sorunundan kaynaklanan bu terslik kullandırılacak kredi miktarının azalmasına neden olacak ve yatırımların olması gereken düzeyden daha düşük seviyelerde oluşmasına neden olacaktır (Mishkin, 1999b: 4-5).

Bankaların geri dönmeyen krediler sebebiyle bilançolarında bozulmalar meydana gelir. Ülkelerin finansal serbestleşmeye geçmelerinin ardından sermaye girişlerinde artışlar meydana gelebilir. Böylelikle bankaların kullandıracak kredi miktarında yükselme söz konusu olur. Serbestleşmenin ardından kredi kullanım miktarında artışla birlikte, kredinin risk taşıyan yatırımlarda kullanılması, geri dönmeyen kredilerin çok fazla miktarlara ulaşması ve bankaların bilançolarında bozulmaların meydana gelmesi gibi durumlar yaşanmaya başlanır. Sermaye girişlerinin yanı sıra ülkeden sermaye çıkışları da döviz krizine neden olabilecektir. Yabancı yatırımcılar sermayelerini ülkeden çekmeleri sonucunda sermaye çıkışları da ekonomileri devalüasyon yapmak zorunda bırakabilecektir (Mishkin, 1998: 19; Mishkin, 1999a: 710-720; Mishkin 1999b: 13-14).

Menkul kıymetler piyasasında meydana gelen düşüş krize yol açmaktadır. Finans sektöründe faaliyet gösteren firmaların net varlıklarının azalması sonucunda ters seçim ve ahlaki risk sorunları çoğalır. Borçlanan tarafın, krediyi veren tarafa ödemesi pahasına risk alma eğilimlerini arttırmaktadır (Miskhin, 1998: 20). Şekildeki son faktör olan belirsizliğin artması durumu finansal krizi tetiklemektedir. Belirsizlik ekonomide durgunluğun yaşanması, büyük firmaların iflas etmeleri veya politik istikrarsızlıklardan kaynaklanır. Belirsizliğin artması ekonomide bilgi eksikliğine ve finansal piyasalarda iyi ve kötü kredi risklerinin birbirlerinden ayırt edilememesi durumlarına neden olarak, ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının artmasına neden olacaktır (Miskhin, 1999b: 8; 1998: 20).

Ülkede yaşanan politik ve siyasi kararsızlıklar döviz (para) krizinin diğer bir nedeni olarak karşımıza çıkar. Bu dengesizliklerle birlikte ekonomideki döviz kurlarında dalgalanmalar meydana gelir. Hemen her döviz krizinin başlangıcında bunun gibi olayların etkilerini görürüz. Döviz krizlerini, ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ikiye ayırabiliriz. Sabit kura sahip ülkelerde ödemeler dengesi krizi, esnek kura sahip ülkelerde ise döviz kuru krizi olarak adlandırılır (Erdoğan, 2006).

Ödemeler Dengesi Krizi; bir ülkenin, başka bir ülkeden ihraç ettiği mallardan daha fazlasını üretmeyip ithal ediyorsa bu aradaki oluşan farkı finanse etmenin bir yolunu bulması gerekir. Ülkenin ithalatı için ödeme yapamadığı durumda veya dış borç geri ödemelerine hizmet veremediğinde ortaya çıkar. Bununla birlikte ülkenin ulusal para biriminin değerinde hızlı bir düşüş meydana gelir. Yatırımcılar fonlarını çekmeye karar verirler (Helleiner ve Pauly, 2005).

Döviz Kuru Krizi; Bir ülkenin yerli para birimine yönelik yapılan spekülasyon saldırıları sonucunda, ülke parasının devalüe edilmesi veya ülke parasının serbest piyasada değersizleşmesinden dolayı ülkedeki ekonomi otoritelerinin uluslararası rezervleri büyük ölçüde harcamak ya da faiz oranlarını artırmak yoluyla çöküşte olan parayı kurtarmaya çalışmak zorunda kalmaları biçiminde gelişen krizler döviz krizleri olarak adlandırılır (Murat, 2006: 14).

1.3.3. Borsa Krizi

Finansal piyasalarda oluşan spekülâtif ataklar ya da borsada işlem gören kağıtları olan şirketler, bankalardan kullandıkları kredileri vadesi geldiğinde geri ödeyememeleri durumunda şirketin adına olan hisselerin fiyatlarının düşmesi sonucunda ortaya çıkar. Borsa krizlerinin temel sebepleri şu şekildedir (Aslan ve Terzi, 2013: 387):

- Siyasi ve politik tartışmaların derinleşmesi ve devletin belirsizliklerinin artmasıdır. Bunun anlamı siyasi parti sayılarının çok olması nedeniyle seçimlere girip, sandık sonucunda tek başına güçlü hükümetlerin çıkamaması, seçimlerin çok sık tekrarlanması ve siyasette uzlaşma zeminin zayıf olmasıdır.
- Borsa piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin bilanço dengelerinin bozulmasıdır. Borsada işlem gören firmaların senetlerinin bazı durumlar nedeniyle iflasa geçtiklerini ya da zarar açıklamalarını ilan etmeleriyle birlikte borsadaki işlem hacminin ciddi anlamda düşüşü söz konusu olur.
- Yabancı sermaye girişinin artması, özellikle sıcak para olarak adlandırılan menkul kıymetler piyasasında etkisini gösterir. Bu durum borsa piyasasını daha fazla entegre hale getirir. Çünkü yabancı sermaye genellikle hızlı likidite sağlayan finansal enstrümanlara yatırım yapar. Ancak bu fonlar ülkeden hemen çıkabileceği için, finansal piyasalarda dalgalanmalar ve hatta krizler oluşturabilir. Yani yabancı sermayenin ani çıkışları, ekonomik istikrarı olumsuz etkiler.
- Ülke ekonomisindeki makro etkenlerin bozulması, borsadaki işlemlerinin daha önce yapılan işlemlere oranla düşmesi ve hisse senedi kağıtlarının değerinin giderek düşmesidir.

1.3.4. Dış Borç Krizi

Ülkenin kamu ve özel sektörlerine ait dış borçlarını sermaye yetersizliğinden dolayı ödenememesi durumuna denir. Bu duruma neden olan etken alınmış dış borçların vadesi geldiğinde ödenememesi durumunda borç tutarın yeniden yapılandırmaya girmesiyle şartların zorlaşmasıdır. Dış borç krizleri bir ülkenin dış borçlarını düzenli olarak öderken ana para ve faizlerini ödeyemeyeceğini ilan etmesi olarak tanımlanabilir (Turgut, 2007: 38).

Alınmış dış borç tutarların doğru alanlarda ve verimli araçlarda değerlendirilmemesiyle birlikte tüketim, yanlış yatırım gibi unsurlar çatısı altına yönlendirilmesiyle borçların geri ödenme vadesi geldiğinde ülke ekonomisi sıkıntıya düşer. Dış borç krizi, genellikle ülkenin dış ticaret açığı, yetersiz döviz rezervleri, yüksek dış borç yükü veya ekonomik dengesizlikler gibi faktörlerden kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak ülkenin mali güçsüzlüğüne, para biriminin değer kaybetmesine ve ekonomik istikrarsızlık gibi sorunlara neden olur.

Başka bir tanımla anlatacak olursak kamu ve özel sektör tarafından yapılan uzun vadeli yatırımların dış borç krizine sürüklenmesinde vadenin uzaması ile nakdi yönden geri kazanımı arasındaki sürenin, belirlenen zaman içerisinde ödenememesiyle gerçekleşir. Hükümetin dış borç ödemesinin gecikmesiyle birlikte ilgili nakdin yapılandırmaya gitmesi ve gerekli finansmanın bulunamamasıyla birlikte, ülkeye yatırım yapmak isteyen kuruluşların bu gibi olayları risk unsuru olarak algılamasıyla birlikte yatırım yapmaktan kaçınması döviz girdisinin de kaçmasına neden olmaktadır. Böylelikle döviz krizinin de başlangıcına sebep olur.

1.4. Finansal Krizin Nedenleri

Bir ülkedeki ekonomiyi bozucu başlıca etkenler vardır. Bu etkenler hem makro boyutta hem de mikro boyutta olmaktadır. Finansal krizler, arz fazlalığı ve talep daralmasından meydana gelir. Finansal krizlerin nedeni her zaman ekonomik nedenler olmayabilir. Ülkede oluşan iklim değişiklikleri ve doğal afetler ekonomiyi etkileyerek krize sebebiyet verir. Ekonomik, siyasi, teknolojik, askeri alanda meydana gelen darbeler, siyasal alanda yaşanan hükümet gerginlikleri krizin oluşmasına neden olur. Bunun yanı sıra dünyada yaşanan gelişmelerde ülkeyi etkiler. Küreselleşme, ihracat ve ithalattaki serbestleşmeler, büyük pazarın oluşu krizlere davetiye çıkarır (Aktan ve Şen, 2001: 1225-1230).

Fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışlar, istihdam ve üretimde meydana gelen dalgalanmalar, işsizlik, depresyon ve hiperenflasyona yol açar. Döviz kurlarında meydana gelen artışlar kriz dönemlerinde piyasanın artması ve varlıkların azalmasıyla sonuçlanır. Bu durumda döviz kurlarında baskı meydana gelir. Türkiye'de 2001 yılında oluşan kriz döviz kurlarında aşırı dalgalanmalarla sonuçlanmıştır. Teknoloji alanında yapılan yeniliklere ayak uyduramayan şirketler geri kaldıkları için direnmeleri çok zor olacaktır. Buda krize sürükleyen başka bir nedendir (Uçurum, 2019: 44):

G-20 "Finansal Piyasalar ve Dünya Ekonomisi Konferansı Deklarasyonu "da finansal piyasalarda yaşanan kriz nedenleri şu şekilde özetlenmiştir:

- Finansal piyasalarda ortaya çıkan yüksek güçlü büyüme,
- Sermaye akımlarında görülen artış,
- Finansal piyasalar hakkında risklerin yeterince değerlendirilmemesi ve piyasa katılımcılarının daha fazla getiri elde etmek istemeleri, bunun sonucunda risk yönetiminin zayıf olduğu ortaya çıkması,
- Zayıf sermaye standartları, risk yönetiminin zayıf olduğu yönler karmaşık ve şeffaf olmayan finansal ürünlerin artmaya başlaması ve sonuç olarak yüksek kaldıraç oranlarının finansal sistemde kırılğanlıklar oluşturması,
- Finansal piyasalarda meydana gelen riskleri, ülkedeki denetim ve düzenleyici otoritelerin yeteri kadar değerlendirememesi veya gözden kaçırmış olması, finansal inovasyonun sağlanamaması ve finansal piyasalara yönelik düzenlemelerin olmaması

İpotekli konut kredileri, konut satış fiyatlarının aşırı düşmesi durumunda, alıcılar ve satıcılar üzerinde olumsuz etkilere neden olur. Alıcılar için konut değer kaybı, ipotekli kredinin geri ödenmesini zorlaştırabilir ve negatif zkaynak durumuna düşmelerine yol açar. Bu durumda alıcılar mülkiyetlerini satamayabilir veya borçlarını ödemekte güçlük çekebilirler. Satıcılar ise konut satış fiyatlarının düşmesiyle bekledikleri geliri elde edemeyebilir ve ipotek kredilerini kapatmakta zorlanabilirler. Bu durum mali zorluklara ve borç sıkıntılarına neden olabilir. Bankaların kredi verirken yeterince araştırma yapmamış olması riski artırır. Kredi alan kişilerin finansal durumlarını detaylıca değerlendirmemeleri ise bireysel ve toplu olarak finansal krizleri tetikler.

Finansal şirketler, sermaye getiri oranını artırmak amacıyla portföylerini daha düşük sermayeyle finanse etmeye yönelmişlerdir. Ancak, bu strateji risk faktörünün yanlış değerlendirilmesine neden olabilir ve sonucunda krizi dize getirir (Savaş, 2012: 154-159).

Yaşanan finansal krizler ülkeleri farklı yönlerden etkilemektedir. Her lke aynı sorunları aynı anda yaşamayabilir. Finansal krizler, genellikle ülkenin finansal sisteminin sağlıklı bir durumda olmamasından kaynaklanmakta ve büyük oranda parasal kayıplara neden olmaktadır. Bu durum işletme sahiplerini çalışanların ücretlerini ödeyememe riskiyle

karşı karşıya bırakarak işçilerini işten çıkarma durumunu doğurabilir. Böyle durumlarda ülkenin özel tasarruflarında önemli azalmalar gözlemlenir. Bunun yanı sıra, işsizlikle beraber üretim azalmış olup, taleplerde de düşüş söz konusu olacaktır. Milli gelirde azalma olup şirketler iflasa sürüklenecektir. Bununla birlikte vergi gelirleri de azalacaktır. Yoksulluk, işsizlik vb. faktörlerde ortaya çıkacaktır (Yangibayev, 2011: 94).

1.5. Finansal Kriz Göstergeleri

1.5.1. Frankel ve Rose Modeli

Ülkedeki toplam dış borç tutarının GSYH'ye oranı, aylık bazda ithalata oranı, cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı gibi değişkenler, bu modelde dışsal şoklara karşı kırılganlığı gösterir (Frankel ve Rose, 1996 :3). Bu model de 1971-1992 yılları arasındaki Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 105 gelişmekte olan ülkenin yıllık verilerini kapsayan çalışma, bir krizin oluşmasından önce tahmin edilip edilmeyeceği ve farklı ülkelerin kriz oluştuktan sonra benzer tepki vermediklerini araştırmaya yöneliktir. Bu nedenle, döviz kurunda yaşanabilecek %25 oranındaki değer kaybı ya da yıllık devalüasyon oranında %10'luk bir artış finansal kırılganlık olarak kabul edilmekte ve bağımlı değişken bu kritere göre oluşturulmaktadır (Tarkun, 2012: 54).

Finansal krizlerin olasılığını tahmin etmeye yarayan modellerden biri olan Frankel ve Rose modelinin, yedi farklı değişkeni bulunmaktadır. Bunlar;

- Ticari bankalara borçlar
- İmtiyazlı borçlar
- Değişken oranlı dış borçlar
- Kamusal borçlar
- Kısa vadeli borçlanmalar
- Kalkınma bankaları ya da kurumsal bankalardan alınan kredi borçlanmaları
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımları gibi faktörler bu modelde sayılan değişkenler arasında yer almaktadır (Gür ve Tosuner, 2002: 9-36).

Bu gösterge içerisinde sayılan yedi parametredeki değerlerin toplamı dış borçlarla orantılıdır. Ülkedeki toplam dış borç tutarının GSYH'ye oranı, aylık bazda ithalata oranı, cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı gibi değişkenler bu modeldeki dışsal şoklara karşı kırılabilirliğin hassas olduğunu gösterir.

1.5.2. Kruger, Osakwe ve Page Modeli (1998)

Bu model, başka krizi tanımlayan Frankel ve Rose modelinden esinlenilmiş ve eksik olduğu düşünülerek geliştirilmiştir. Normal döviz kuru endeksi üzerindeki değişim büyüklüğü hesaplanarak ve uluslararası rezerv kayıpları da dikkate alınarak model tanımlanmıştır. Araştırma modeli 1977 yılından başlayarak 1993 yılına kadar devam etmiştir. Bu yıllar arasında 19 gelişmekte olan ülke araştırmaya konu edilmiş ve incelenmiştir. Seçilen ülkelerin yıllık ekonomik verileriyle birlikte krizin bölgesel bulaşma etkisi de gözlemlenmiş ve model oluşturulmuştur. Araştırma boyunca, iki ana soruya odaklanılmıştır. Birincisi, para krizlerinin ekonomik nedenlere mi dayandığı yoksa başka etmenlerin etkisiyle mi gerçekleştiğidir. İkincisi ekonomik temellerin belirlenmesinin ardından, bulaşıcı faktörlerin varlığının incelenip incelenmediğidir (Gür, 2002).

Cari açığa oluşan farkın fazla olması ve ülke rezerv oranlarının az olması sebebi ülkelerin krize girme olasılığının yüksek göstergesi olduğunu gösterir. Bu modelde kullanılan değişkenler şu şekilde sıralanmaktadır (Kruger ve Page, 1998: 1-36);

- Dış borcun GSYH'ye oranı
- M2 para arzının rezervlere karşı oranı
- Cari açığın GSYH'ye oranı
- Yurt içi kredilendirmedeki artış oranları
- Bankacılık sektörünün özel sektör bünyesindeki haklarının GSYH'ye oranı
- Tüketici fiyat endeksine göre enflasyon oranı
- Reel döviz kuru oranları
- Dış ülkelere yansıtılan faiz oranları

Bu modeldeki en önemli değişken banka borçlarının aşırı derecede artış yönünde olmasıdır. Bu faktör ülkedeki bankacılık sektörünün güçsüzleştiği bir durumda ülke içindeki finansal sisteminde zayıflamasıyla birlikte parasal krizlere yol açtığı ve bununla birlikte dışarıdan gelebilecek spekülasyon saldırılarının sonucunda güçsüz kalacağından dolayı sistemin krize müsait olabileceğini gösterir. Diğer bir önemli değişken olan M2 para arzının rezervlere karşı oranıdır. Bir ülkenin uluslararası rezerv oranlarının düşük olması parasal krize karşı müsait olduğunu açıklamaktadır (Gür, 2002).

1.5.3. Esquivel ve Larrain Modeli

Bu modelde ülkenin nominal döviz kurları üzerinde ciddi oranda değişikliklerin krize neden olabileceği gibi devalüasyon oranlarının diğer ülkelere oranla daha yüksek olması, nominal devalüasyonun milli para biriminde ve satın alma gücünün bundan dolayı etkilenmesi faktörleri kriz olarak değerlendirilir. Esquivel ve Larrain modeli diğer krizlere yönelik geliştirilen modellere oranla başarı ölçüsü yüksek olan probit modelidir. Bu model 15 gelişmiş ve 15 orta gelirli gelişmekte olan ülkeleri kapsamakla birlikte 1975-1996 tarihleri arasında inceleme yapılmıştır. Bu tarihsel süreç içerisinde 117 kriz yaşanmış olmakla birlikte 60 tanesi başarılı biçimde sonuçlanmıştır. Frankel ve Rose modeli ile benzerlikleri olan modelimizin ortak noktaları sadece finansal açıdan çöküşleri incelemiş olmalarıdır. Bu modelde kullanılan temel fonksiyonel değişkenler şu şekilde sıralanmaktadır (Gür ve Tosuner, 2002: 27-28);

- Reel döviz kurları
- Senyoraj
- Cari işlemler dengesindeki açığın GSYH'ye oranı
- Rezerv oranlarındaki yıllık değişimin GSYH'ye oranı
- Dış ticaret haddinde yaşanan şoklar
- Kişi başına düşen negatif gelir tutarındaki artışın gölge değişkeni
- Bölgesel bulaşma değişkenleri

Erken uyarı sistemi modelindeki amaç temel göstergelerin optimal değerlerini hesaplayarak belirli kritik gösterge değerlerinin üzerine çıktığı zaman değerlerin 24 ay boyunca takibinin sürdürülmesi gerektiği savunulur. Değerler bir önceki yılın değerleri

ile karşılaştırılır. Bu değerlerin karşılığı yüzdelik cinsten ifade edildiğinde %10-%20 oranında değişim gösteriyorsa kriz sinyali veriyor demektir. Bu göstergedeki kritik değer oranları şu şekildedir; üretim endeksi, uluslararası rezervler ve ihracat alanındaki rakamlar bir önceki yıla oranla %10 değer kaybediyorsa, döviz kuru rakamları %10 artıyorsa, yurt içi kredilendirmedeki GSYH'ya oranında %19 artış gözlemleniyorsa, reel mevduat faiz oranlarındaki artış %15 ve M1, M2 para arzı çarpanındaki artış %17 ise 2 yıl içerisinde finansal kriz olması kaçınılmazdır (Karaçor ve Alptekin, 2006: 238-255).

1.5.4. Kamin, Lizando ve Reinhart Modeli (1997)

Bu çalışma olması ihtimal finansal krizleri de döviz kurlarının ani şok dalgalanmalar karşısında değer kaybetmesi veya bir ülkenin döviz rezervlerinin büyük ölçüde değer kaybederek düşmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Krizlerin gerçekleşeceğini tahmin etmeye yarayan bu modeldeki temel değişkenler kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bunlar (Alpdoğan, 2019: 187);

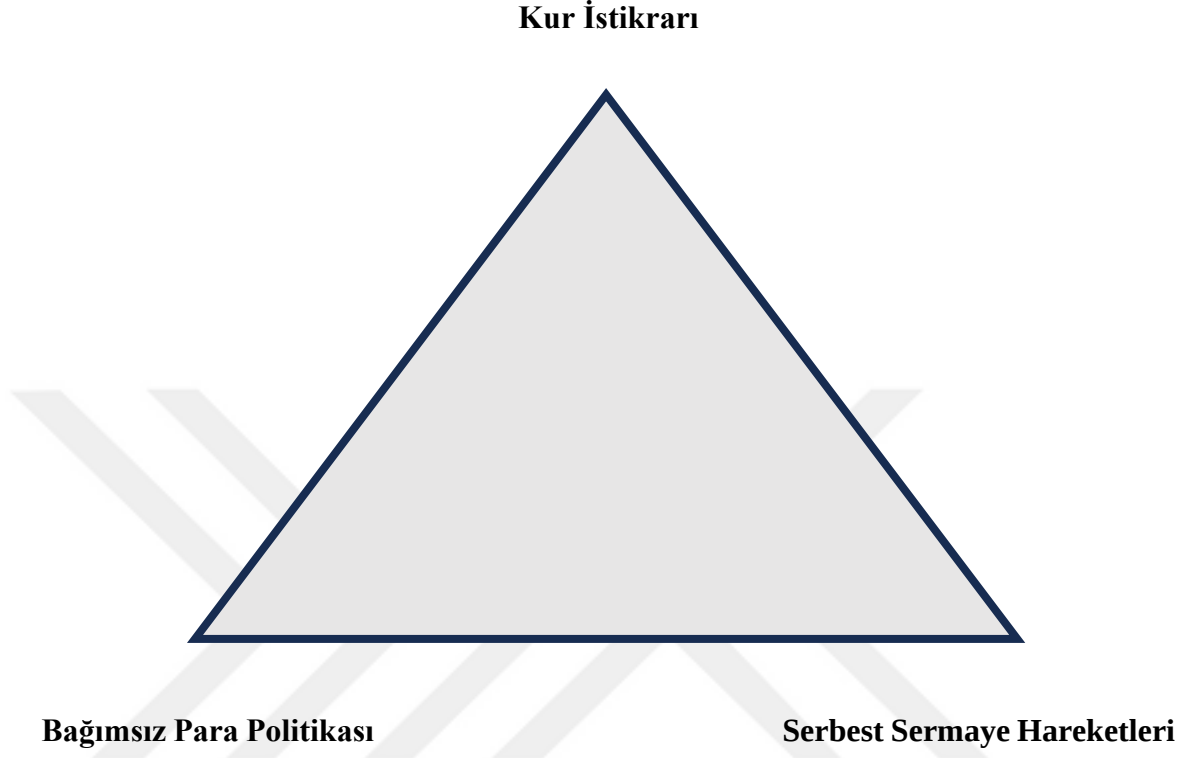
- Yerli para birimin değerindeki artış
- Cari işlemler dengesindeki açık
- Rezerv kayıpları
- Yurt içinde verilen kredi rakamlarındaki artış
- Para çarpanındaki değişim
- Reel faiz oranları

Kamin, Lizando ve Reinhart modeli hakkında yapılan çalışmada 15 gelişmekte olan ülke ve 5 gelişmiş ülke verileri incelenerek analiz yapılmıştır. Bunun sonucunda yaşanabilecek parasal krizlerin tahmini sinyal yaklaşımı adı altında test edilmiştir. Bu model 1970-1995 yılları arasında toplamda 20 ülke arasında yaşanan 79 ayrı ekonomik krizlere karşı uygulanmıştır (Eren, 2010: 24).

1.5.5. Trilemma Modeli

Trilemma Hipotezi, 1960'lı yıllarda Robert Mundell ve Marcus Fleming'in birlikte yapmış oldukları çalışmalarla başlayan ve Frankel tarafından geliştirilen makroekonomik bir çalışmadır. "Üçlü açmaz", "imkansız üçleme" veya "trilemma" olarak adlandırılan

model, dışa açık bir ekonomide belirlenen hedeflerin hepsine aynı anda ulaşamayacağını ifade eder. Değişkenler sırasıyla serbest sermaye hareketleri, bağımsız para politikası ve sabit döviz kuru olmak üzere 3'e ayrılmıştır.



Şekil 3. Trilemma Modeli (Üçlü Açmaz)

Kaynak: Aslan ve Terzi, 2013; 381

Şekil 3'te yer alan üçgenin köşelerinde gösterilen hedeflerden sadece iki tanesi aynı anda gerçekleştirilebilir. Buna göre:

- (1) Bağımsız para politikası sisteminden vazgeçilerek döviz kuru istikrarını sağlamak ve serbest sermaye hareketleri politikalarını uygulamak.
- (2) Sermaye hareketleri serbestliği sisteminden feragat edilerek döviz kuru istikrarı sağlamak ve bağımsız para politikası kurallarını tercih etmek.
- (3) Döviz kuru istikrar politikasından feragat ederek kurun serbest dalgalanmasına olanak sağlamak, sermaye hareketleri ve bağımsız para politikası kurallarını uygulamak.

Birçok ülkede meydana gelen ekonomik krizler ülkeleri farklı çözüm yolu arayışı içerisinde bulundurmıştır. Trilemma başka bir ifadeyle imkansız üçleme teorisi bu arayış

içerisindeki arzu edilen bir politikadır. Dışa açık ekonomilerde kullanılan üçlü faktör olarak sunulan bağımsız para politikası, döviz kuru istikrarı ve serbest sermaye hareketleri faktörlerinden sadece ikisinin tercih edilme zorunluluğunun bulunması ve sürecin sağlıklı işleyebilmesi için birinden feragat edilmesi gerekmektedir (Aydın, 2014: 2-3).

Türkiye’de 1980 yılı öncesinde sermaye hareketleri denetim altında iken sabit döviz kuru rejimi ve bağımsız para politikası uygulanmıştır. 1980 yılı sonrasında yabancı sermayenin serbest bırakılmasıyla dalgalı döviz kuru rejimi ve bağımsız para politikası uygulamaya alınmıştır. Merkez Bankası’nın faiz oranlarını belirleyerek ve zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek bu yeteneği kullanması para politikasının bağımsızlığını vurgulamaktadır. ABD’de serbest sermaye hareketleri ve bağımsız para politikasını tercihi nedeniyle uyguladıkları döviz kuru dalgalı kur rejimidir. Dolayısıyla doları başka bir ülkenin para birimi ile değiştirmek istediğimizde kur önceden FED tarafından belirlenmiş kur değil piyasadaki anlık belirlenmiş olarak karşımıza çıkar. Euro bölgesi ülkeleri, serbest sermaye hareketleri ve sabit döviz kuru rejimini tercih ettikleri için kendi başlarına bağımsız para politikası izleyemezler. Para politikasını Avrupa Merkez Bankası belirler ve bu politikaya uymak zorundadırlar. Çin, sabit döviz kuru rejimi ve bağımsız para politikasını uygulamaktadır. Sermaye hareketleri denetlenmektedir. Çin Merkez Bankası yerel kişilerin döviz alım ve satımını yıllık bir limit dahilinde kontrol altına tutmaktadır (Eğilmez, 2013).

1.5.5.1. Döviz kuru istikrarı

Döviz kuru istikrarını tanımlayacak olursak; cari kur ile olması gereken döviz kuru arasında oluşacak fiyat farklarının birbirlerine yakın olması, döviz kuru piyasasında oluşacak ani fiyat dalgalanmalarının yaşanmaması gibi faktörler döviz kuru istikrarını amaçlamaktadır (Öztürk, 1992: 6-7).

Döviz kuru sisteminde alınan kararların belirlenmesinde TCMB ve hükümet birlikte sonuca varmaktadırlar. Ülkemizde uygulanan döviz kuru piyasalarını düzene sokan ve ilgili politikaları belirleyen Merkez Bankası sistemin düzenli işlemesinden sorumlu görev ve yetkilerinden biri olarak tanımlanmaktadır. Merkez Bankası genellikle para politikasında değişiklik olduğu zaman döviz kuru politikalarında bir düzenlemeye

gitmektedir. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizle birlikte dalgalı kura geçiş sağlayan hükümet piyasada oluşacak arz ve talep dengelerini sağlamaya çalışmıştır.

Sermaye hareketlerinin kur istikrarı açısından önemi, sermaye hareketi denilen işlemlerin dış ticaret ihtiyaçlarından bağımsız hale gelmesinden kaynaklanır. Bu durum, yabancı yatırımcıların para birimlerini alıp satarken sadece ticari amaçlarla değil, aynı zamanda yatırım getirisi ve spekülasyon gibi finansal hedeflerle de hareket etmelerini sağlar. Dolayısıyla, döviz kurları, dış ticaretin gereksinimlerinden ziyade spekülatif taleplere daha duyarlı hale gelir. Bu durum kurların piyasadaki arz ve talep koşullarına daha hızlı tepki vermesine ve spekülatif dalgalanmalara karşı daha hassas olmasına yol açar. Kur istikrarının sağlanmasında dış ticaretin yanı sıra sermaye hareketlerinin de göz önünde bulundurulmasının önemini vurgular (Duygulu, 1998: 108-114)

1.5.5.2. Bağımsız para politikası

Para Politikasının Bağımsızlığının belirlenmesindeki temel etken Merkez Bankası kararlarıdır. Merkez Bankası bu kararları vermede hiçbir etki ve baskı altında kalmadan vermektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bağımsız para politikasını belirlenmesinde finansal istikrarı sağlamak için ana hedefi fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir.

Para politikasının uygulanacağı alanlar belirlenirken ortamın enflasyonist ya da deflasyonist etkileri göz önünde bulundurularak uygulamaya geçilir. Ülke içinde yaşanan ekonomik durumlar uygulanacak para politikasının niteliğini belirlemektedir.

Başka bir ifadeyle Merkez Bankası'nın para politikasını kullanmasındaki temel koşul piyasaya nakit sürmesi ya da geri çekmesi ile sınırlıdır (Tüyen, 2014: 22). Para politikasının kullanılmasındaki temel amaçlar (Orhan ve Erdoğan, 2013);

- Fiyat istikrarını sağlamak
- Tam istihdamı sağlamak
- Ekonomik büyümeye destek olmak
- Faiz istikrarı sağlamak
- Finansal piyasalarda istikrarı sağlamak

Tarihsel açıdan para politikasını incelediğimizde, 1970'li yıllara kadar Keynesyen görüşün hakim olduğu dönemlerde, maliye politikası uygulamalarını desteklemek amacıyla para politikası daha pasif bir rol oynuyordu. Ancak, 1973 yılında yaşanan stagflasyon kriziyle birlikte, para politikası daha etkin bir şekilde kullanılmaya başlandı. Fiyat artışlarıyla başlayan, yüksek enflasyonist ortamın yatışması ve fiyat istikrarının sağlanması için Merkez Bankası'nın bağımsızlık tartışmaları ortamında para politikası kullanılmaya başlanmıştır. Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlaması amacı birinci faktörüdür (Altuntaş, 2018: 24-25).

1.5.5.3. Serbest sermaye hareketleri

Ülke içerisine dışarıdan gelecek olan sıcak paranın veya ülke içerisinden çıkan sermayenin hiçbir şekilde kısıtlamaya takılmadan ilgili makamlarca sık denetime tabi olmadan ve uygulanan makro ekonomik politikaların işleyişi ile paranın dolaşımında olmasına serbest sermaye hareketleri olarak tanımlayabiliriz.

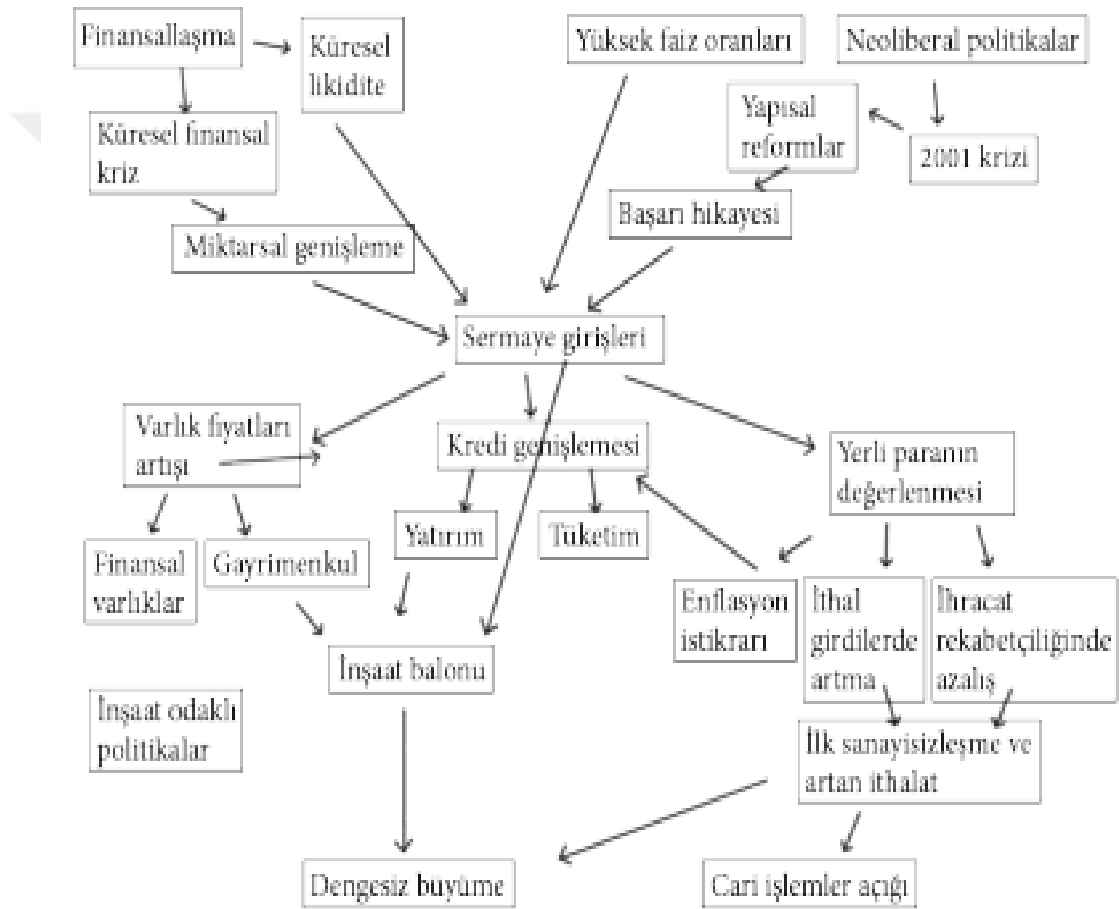
24 Ocak 1980'de alınan kararlar Türkiye, esnek serbest piyasa sistemine dayalı dışa dönük ekonomi politikalarını temel alan kapsamlı bir yapısal uyum programını başlatmıştır. Bu tarihle birlikte ülkede geniş çaplı bir reform ve serbestleşme süreci başlamıştır (Canbay, 2018). Teknolojinin de gelişmiş olmasıyla birlikte yatırım enstrümanlarına olan ilgi ve bilginin erişebilirlik seviyesi artmıştır. Böylelikle gelişmiş olan ülkelerde ki fonların dünya ölçeğinde daha hızlı yatırıma müsait olduğunu ortaya koymuştur. Sermaye hareketlerinin artmasıyla birlikte işlemsel anlamda arbitrajda artmıştır. Faiz ve kur arbitrajına bağlı olarak yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılar bir ülkeden diğer ülkeye kolaylıkla kayabilen sermaye hareketleri miktarı artmıştır (Girdap, 2007).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesindeki denetimlerin azalması ve uygulanan makroekonomik politikaların etkinliği önemli rol oynar. Faiz oranı ile yurt dışı faiz arasındaki fark, yatırımcıların sermayelerini değerlendirmek için hareket etmelerine neden olur; yüksek yurt içi faiz oranları, sermayenin bu yöne akmasına yol açar.

Ülkeye giren sermaye ile birlikte döviz girişlerindeki artış o ülkenin uluslararası rezervlerini artırarak ülke ekonomisinde önemli kazanımlara kaynak sağlamış olur. Sermaye akımıyla birlikte döviz kurlarında artış giderek düşmeye başlar. Sabit kur sisteminde merkez bankasının müdahalesi söz konusudur. TCMB kur istikrarını korumak

için yerli para birimiyle döviz olarak kurlara müdahalede bulunur. Esnek kur sisteminde Merkez Bankası müdahalesi söz konusu değildir. Kur arz ve talebin yaratmış olduğu hareketlenmelerine göre değişim içerisinde bulunur (Seyidoğlu, 2001(a): 396-591).

Ülke içerisinde meydana gelen bir kriz ile yerli yatırımcıların başka bir ülkenin para biriminde sermayelerini değerlendirmeleri kendi ülke yerli para birimine olan talebi azaltmış olmaktadır. Bununla birlikte döviz kurlarına olan talebin artmasıyla yerli para birimine olan değer azalmış olacaktır.



Şekil 4. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişi ve Büyüme

Kaynak: Aydın, 2022: 66

Şekil 4’e göre Türkiye ekonomisi 1989 yılından önce yabancı sermaye girişlerine kapalı olmasıyla birlikte tasarruf açığı verirken, 1989 yılından sonra finansallaşma ve neoliberal politikalar sermaye girişlerini hızlandırmıştır. 2001 yılında yaşanan kriz sonucunda GEGP’nin uygulanması, bankacılık sektörünün güçlendirilmesi, esnek kura geçiş

ekonomiyi canlandırmıştır. Bu politikalar sonucunda Türkiye'ye yabancı sermaye akımlarında artış yaşanmıştır.

Sermaye girişleri 2008 yılında ABD'de yaşanan küresel finansal kriz sonucunda yavaşladı ve 2009 yılında durgunlaştı. Küresel kriz sonucunda ihracatta yaşanan daralmayla birlikte ekonomi küçüldü. Türkiye bu krizden çok etkilenmedi. Çünkü 2001 krizinde alınan önlemler bankacılık sektörünün güçlü durumda olması ve Türkiye' de finansal piyasalarda çok fazla türev ürünün olmaması krizin bizi teğet geçmesini sağladı. 2009 yılında merkez ülkelerde uygulamaya alınan miktarsal genişleme politikası ile birlikte yabancı sermaye girişlerinde tekrar artış yaşanmaya başlamıştır.

Finansallaşma ve yüksek faiz oranlarının olduğu ortamda yabancı sermaye girişleri artmıştır. Kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarındaki artış sonucu büyüme rakamları artmış ve TL değelenmiştir. Yerli paranın değerlenmesi sonucunda ithalat artmıştır. Ekonomi büyürken cari işlemler açığı yani dış borcumuzunda arttığını görmekteyiz. Yurt içi borçluluk oranlarının artması, ekonomik büyümeyi, faiz oranlarını ve kredi genişlemesini oldukça kırılgan hale getirmiştir. Özellikle konut kredileri aracılığıyla gerçekleşen kredi genişlemesi, inşaat sektörünün önemli ölçüde büyümesine ve toplam iç talebin artmasına neden olmuştur. Artan iç talep, ekonomik büyümeyi desteklerken, yabancı sermaye girişlerinin TL'yi değerli hale getirmesiyle birlikte, bir kısmı da ithalatta artışa neden olarak cari açığın genişlemesine yol açmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL KRİZLER: TARİH VE ANALİZ

2.1. 2000 Yılı Kriz Öncesi Dönem

Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulduğu yıldan itibaren 1990'lı yıllara kadar yaşadığı ekonomik zorluklar kıtlık, yoksulluk ve kara borsa gibi faktörlerden kaynaklanmıştır. 1950'lerde döviz rezervlerinin azalmasıyla birlikte ithalat kısıtlamaları meydana gelmiştir. Yaşanan bu krizler sonucunda ekonomide daralmalar ortaya çıkmıştır. 1990'lardan itibaren Türkiye'de meydana gelen ekonomik sıkıntılar ülke üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır (Karabulut, 2002).

Türkiye'de 1950'li yıllarda dış ticaret açığı sorunları nedeniyle ithal ikameci politikalar benimsenmiştir. 1960'lı yıllarda ithal ikameci ve korumacı dış ticaret politikaları uygulamaya alınmıştır. Bu politikaların uygulanmasıyla, ülkeye döviz girdisi artırılarak tasarruf edilmesi amaçlanmış, aynı zamanda yerli üretimi, istihdamı ve milli geliri destekleyen bir politka izlenmiştir. İthal ikameci poltikaların benimsenmesiyle, dışa bağımlılığın azalması beklenirken, uygulanan bu politikalar tam tersi bir etkiye yol açmış ve ekonomi daha fazla dışa bağımlı hale gelmiştir. Bu dönem boyunca dış ticaret yönünde sürekli açık vermeye başlanmıştır.

1970'li yıllarda, Türkiye'de dış ticaret açıklarını kapatmak amacıyla devalüasyon uygulanmıştır. Bu dönemde yaşanan petrol krizleri ve petrol fiyatlarının artması, net hata noksan kaleminin negatif bakiye vermesine neden olmuştur. Yaşanan krizden dolayı özellikle Avrupa ülkeleri gibi petrol ithal eden ülkelerin ekonomileri olumsuz etkilenmiştir. Türkiye'de benzer şekilde etkilenmiş ve ekonomik olarak zorlu bir süreç yaşamıştır. Petrol fiyatları aydan aya yükseliş trendine girmiştir. Küresel ekonomide yaşanan finansal kriz dünya ekonomisini de etkilemiştir. Türkiye'nin ihraç ettiği ürünlere olan talebin azalmasına neden olurken, yurt dışından ithal yollarla aldığı petrolü karşılayamamasına sebep olmuştur (İbiş, 2013: 22).

1960 ile 1980 arasında, dış ticarete belirlenen hedeflere ulaşılammışve bu dönemde dış ticaret rakamları daha da kötüleşmiştir. Bu durumun nedeni, uygulanan dış ticaret politikasının yerel üretim yerine ithal ürünlere destek sağlaması ve ihraç edilen ürünlerin çoğunlukla tarımsal ürünlerden oluşmasıydı. Ekonomik dengenin düzeltilmesi için çeşitli önlemler alındı, ancak bu önlemler ekonominin finansal açıdan kötüye gitmesini

durduramadı. Ekonomi politikasında bir geçiş yaşandı ve ihracata dayalı büyüme politikası benimsendi, bu da 24 Ocak 1980 kararlarıyla gerçekleşti.

24 Ocak 1980 yılında ekonomik istikrar tedbirleri kapsamında ekonomi piyasalarında kısa ve uzun vadeli hedefler içeren önemli kararlar duyuruldu. Bu kararlar, ikili fiyat farklarını azaltmak, döviz girdisini artırmak amacıyla ihracatı desteklemek ve kamu borçlarını azaltma yoluna girilmesini amaçladı. Türk lirasının ABD doları karşısında değerin düşürölmesi ve ihracatın ithalata göre daha fazla teşvik edilmesiyle, döviz girdisinin artırılması ve günlük kur sisteminin benimsenmesi hedeflendi. Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT), mal ve hizmet fiyatlarını artırmıştır. Bu dönemde yapılan ihracat, özellikle sanayi ürünlerine çekilmiştir. İlerleyen yıllarda bu oranda önemli artışlar gözlemlenmiştir (Devlet Planlama Teşkilatı, 1990).

24 Ocak kararlarıyla alınan hedefler şu şekilde sıralayabiliriz (Kaya, 2013: 8; Hepaktan, 2008):

- Programın uygulanmasıyla yerel para birimi, %48,6'lık bir devalüasyonla dolar karşısında 47 TL'den 70 TL'ye kadar yükseltilmiştir.
- Piyasa koşulları hedef alınarak fiyat kontrol ve sınırlamaları kaldırıldı.
- KİT'lerin özelleştirilmesi için reform planları yapıldı.
- Bu dönemde döviz piyasasında alım satımlar serbest bırakıldı ve faiz oranları serbest hale getirildi.
- İthalat kademeli olarak serbest bırakıldı.
- Dış ticarete serbestleşme yoluna gidilerek, yabancı sermaye yatırımları teşvik edildi ve kar transferlerine kolaylık sağlandı.
- Kamu kaynaklı önlemler alınarak küçölme yönünde politikalar izlenmiştir.

1980 yılı öncesinde yaşanan krizler incelendiğinde, bankacılık sektörünün veya sermaye akımlarının etkisinin neredeyse hiç olmadığı görölmüştür. Fakat 1980 yılından sonra bu durum tam tersine dönmüştür. Krizin asıl nedenleri bankacılık sektöründe veya sermaye akımlarından oluşmaktadır. Bu sorunlar içşel olmamakla birlikte dışsal aktörlerin de kontrolünde gelişmektedir (Uygur, 2001)

Tablo 1'de görüldüğü gibi Türkiye'nin 1980 öncesi dönemde yaşadığı sorunlar genellikle içsel kaynaklı olup yapısal sorunlar taşımaktadır. Ödemeler dengesi krizleri yokluk veya kıtlık şeklinde ortaya çıkmıştır. 1980 sonrasında, finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte, meydana gelen krizler farklı bir yapıya bürünmüştür. Dışsal faktörlerden kaynaklanan finansal krizler daha çok likidite veya döviz krizi şeklinde ortaya çıkmıştır.

Dış ticaret açığından meydana gelen problemler 1980 öncesi dönemde yapısal nedenlerden, 1980 sonrası dönemde de dışsal etkenlerden kaynaklandığı görülmektedir. Dış ticaretteki ithalat ve ihracat kalemlerinde artışlar yaşanmıştır. Krizi önlemek adına uygulanan politikalarda farklıdır. 1980 öncesi uygulanan politikalar daraltıcı maliye ve bütçe politikaları iken 1980 sonrası dönemde daraltıcı para politikası tercih edilmeye başlanmıştır. Devlet bütçesi finansmanında 1980 öncesinde vergiler ve uzun vadeli dış krediler kullanılıyorken, 1980 sonrası dönemde kısa vadeli dış kaynaklı krediler ve yoğun iç borçlanma seçeneği tercih edilmiştir.

Tablo 1. Türkiye'nin 1980 Öncesi ve 1980 Sonrasında Yaşadığı Ekonomik Krizlerin İncelemesi

	1980 Öncesi Dönem	1980 Sonrası Dönem
Krizlerin Sebebi	Sorunlar daha çok içsel kaynaklı olup ödemeler dengesi krizleri niteliğinde	Yaşanan sorun dışsal kaynaklardan oluşan finansal para krizleridir (Döviz krizi, Likidite krizi)
Krizlerin Reel Ekonomiye Yansımaları	Sınırlı	Geniş ölçekte ve yaygın
Finansal Krizler Karşısında Alınan Önlemler	Daraltıcı bütçe ve maliye politikalarının uygulanması	Daraltıcı para politikasının uygulanması
Dış Ticaret Açığı	Yapısal etkenler nedeniyle meydana gelir	Dışsal etkenler nedeniyle meydana gelir

Bankacılık Sektörü	Devletin kontrolü altında olup kriz etkisi bulunmamakta	Krizleri meydana getiren temel etken konumunda
Sermaye Akımları	Belirli kısıtlamalara tabi olan ve krizlerin meydana gelmesinde herhangi bir rolünün bulunmaması	Tamamen serbest ve krizleri oluşturan temel etkenlerden biri konumunda
Devlet Bütçesi Finansmanı	Uzun vadeli dış kaynaklı krediler ve vergiler	Kısa vadeli dış kaynaklı krediler ve iç borçlanma

Kaynak: Somçağ, 2006

Türkiye ekonomisinde bazı finansal düzenlemeler meydana getirilmiştir. 1987 yılında hazine bonosu, tahvil ve hisse senedi gibi açık piyasa işlemleri uygulanmaya başlanmıştır. 1988 yılında İnterbank kurulmuştur. Yapılan dış ticaretlerdeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. 1990 yılında Türkiye ekonomisi dışa dönük bir ekonomiye geçmiştir (BDDK, 2006).

1980 yılı öncesinde sabit döviz kuru rejimi, Türk lirasının değerini ekonomik koşullara göre hükümet tarafından belirlenip ayarlandığı bir sistemdi. Ancak Ocak 1980'de başlatılan istikrar programıyla birlikte esnek bir döviz kuru politikası benimsendi. Bu değişiklik, Türk lirasının diğer para birimlerine karşı değerinin önemli ölçüde azalmasına ve kara borsanın engellenmesine yol açtı, böylece tek bir geçerli kur oluştu. Mayıs 1981'den itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, günlük olarak kur ayarlamalarına başlamıştır. 1982'nin sonunda, ticari bankalara döviz pozisyonu bulundurma izni verilmiştir. Bu kararın amacı, döviz transferlerini bankacılığa aktarmak ve sermaye kaçışını önlemektir. 7 Temmuz 1984 tarihli ve 30 sayılı Kararname ile, serbestçe belirlenen bir döviz kuru rejimi oluşturulmasına yönelik düzenlemeler getirilmiştir. Bunlar (TCMB, 2002: 11-12);

- Banknot, madeni para ve diğer ödeme araçlarının TL cinsinden ithalatında kısıtlamalar kaldırılmış olup, ancak ihracatı için devletin izniyle hareket edilmesi gerekmektedir.
- Türkiye'de yaşayanlar, yanlarında döviz bulundurma, bankalarda yabancı para hesabı açma ve yabancı para ile ödeme yapma yetkisine sahiptir.
- TCMB, külçe altın ithal etme ve ihracat yapma yetkisi verilmişken, bankaların yerel piyasada külçe altın satma izni bulunmaktadır.
- Bankaların, Türkiye’de ikamet eden vatandaşlardan döviz mevduatlarını kabul etmelerine yurtdışında döviz hesabı bulundurmalarına ve buralarda işlem yapmalarına izin verilmiştir.
- Her türlü menkul kıymetin ithalatı ve ihracatına izin verilmiştir.
- Yabancı vatandaşlar, ellerindeki dövizleri bozdurarak ve tüm para transferlerini banka kanalıyla yaparak gayrimenkul satın alma ve aynı haklara sahip olma imkanına sahiptirler.
- Yabancı vatandaşlar, döviz cinsinden sermayelerini getirerek ilgili yerlerde yatırım yapma, hisse senedi edinme, ticari aktivitelerde bulunma ve ortaklık kurma imkanına sahip olmuşlardır.

1988 yılının başlarında enflasyon rakamlarının giderek artması, üretimin düşmesi, faizlerin ve bütçe açıklarının artması sonucuyla yeni bir krizle karşı karşıya kalınmıştır. Dönemin devlet başkanı tarafından, zorunlu karşılık ve likidite oranlarını artırılmış, ihracat gelirlerinin bankalar tarafından altı ay içinde satılması şartı getirilmiş, ihracatta vergi iadesi ve ithalat teminat oranları artırılmış, KİT ürünlerine fiyat artışı yapılmış ve kamu harcamaları kısıtlanmıştır. Alınan tedbirlerle birlikte iç talebin kısılarak ihracatın artırılması amaçlanmış fakat faizlerin yükselmesiyle birlikte özel sektörün yatırım ve üretim olanakları olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu durum, sermaye yönlü TL’den kaçışa, faizlerin ve dövizle yönelik talebin artmasına neden olmuştur (Kaya, 2013: 13).

Yaşanan bu gelişmeler neticesinde 11 Ağustos 1989 yılında sermaye hesabı serbest bırakılmış ve 22 Mart 1990'da Türk Lirası'nın konvertibilitesi ilan edilmiştir. Türkiye'deki sermaye hareketlerinin serbest bırakılması finansal serbestleşme olarak tarihe geçmiştir. Yüksek enflasyon ve artan kamu tasarruf açığı nedeniyle, BDDK ve Rekabet Kurumu

gibi serbest piyasa ekonomisini denetleyen kurumlar henüz daha kurulmamış iken sermaye hesabının serbest bırakılması, finansal kırılganlığın artmasına neden olmuştur. Bu tarihten 4 yıl sonra, Türkiye ekonomisi yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır .

1994 yılından sonra Türkiye, tarihinin en etkili finansal kriziyle karşı karşıya kalmıştır. Kriz sonrasında yapılan düzenleme programında bütçe açıklarının kapatılması hedeflenmiştir. İstikrar programı yürürlüğe girdikten bir süre sonra IMF ile birlikte Stand-by anlaşması imzalanmıştır (Uygur, 2001).

2.2. 24 Ocak 1980 Kararları

1970'lerin sonlarındaki krizler ve ithal ikame politikasının başarısızlıkla sonuçlanması sonucunda, enflasyonun artması, döviz sıkıntısı, ithal girdilerin artışı, ihracatın durgunluğu, dış borç yükünün artışı, yerli tasarrufların azalması, işsizlik ve negatif büyüme gibi olumsuzluklarla karşı karşıya kalınmıştır. Alınan önlemlerle dış ticaret açığı kısmen düzeltilebilmiş ancak yıllık enflasyon oranı 1980'de rekor seviyeye ulaşarak artmıştır. Gerekli istikrar önlemleri alınmasına rağmen, ekonomik krizi çözmede yetersiz kalınmış ve daha köklü değişiklikleri içeren 24 Ocak 1980 istikrar önlemleri uygulanmıştır.

24 Ocak kararlarının uzun vadeli yapısal hedefleri şu şekildedir:

- Faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve finansal liberalizasyonun sağlanması hedeflenmiştir.
- Kamusal hizmetlerin kapsamının daraltılmasıyla daha rekabetçi bir mal piyasasının oluşturulması amaçlanmıştır.
- Esnek döviz kuru politikasının kabul edilmesi ve Türk Parası Koruma Yasası'nın revize edilmesiyle döviz piyasasının düzenlenmesi sağlanmıştır.
- Kamu sektörünün küçültülmesi ve özelleştirme sürecinin başlatılması hedeflenmiştir.
- Sermaye Piyasası Kanunu'nun kabul edilmesi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın tekrar faaliyete geçirilmesiyle sermaye piyasasına canlılık kazandırılması amaçlanmıştır (Karaçor, 2007).
- Enflasyonun kontrol altına alınması sağlanmıştır.

- Dış ticaretin serbestleştirilmesi planlanmıştır.
- Sıkı para politikası ve vergi yasalarında yapılan değişiklikler gibi önlemler alınmıştır (Kocadağ, 2010: 70).

24 Ocak kararlarıyla Türkiye ekonomisi, ithal ikameci politikadan ayrılarak ihracatı teşvik eden bir politika izlemeye başlamıştır. Bu kararlar, Türkiye ekonomisinin uluslararası rekabet gücünü artırarak dünya ekonomileriyle entegrasyonunu hızlandırmayı amaçlamıştır. Böylelikle ekonominin küresel pazarlara açılmasında hız kazanmıştır (Tatlisu, 2017).

2.3. 1994 Krizi

24 Ocak 1980 yılında Türkiye’de istikrar programının devreye sokulmasıyla bazı alanlarda yenilikler meydana gelmiştir. Dış ticaret ve finansal alanda serbestleşme hedeflenmiştir. 1980 yılından önce ithal ikameci model uygulanıyordu. 24 Ocak 1980 Kararları’yla ihracata dayalı büyüme modeli tercih edilmiştir. Kapalı ekonomi modelinden dışa açık bir makro ekonomi modeline geçiş sağlanmıştır. Aynı yıl içerisinde ülkede askeri darbe meydana gelmiş olmakla birlikte yönetim el değiştirmiş ve yeni bir yönetim dönemine geçiş sağlanmıştır. Kısa süre içerisinde ekonomik istikrar sağlanmıştır (Devrim, 2001: 943).

1989 yılı öncesinde, sermaye hareketleri kısıtlıydı. Dönemin Cumhurbaşkanı Turgut Özal, yeni bir reformla sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları kaldırarak finansal alanda serbestleşmeyi sağladı. Sermaye hareketlerinin serbest olmasıyla birlikte ülkeye hem yerli hem de yabancı sıcak para giriş çıkışları yaşandı. Sermaye hareketleri üzerindeki denetim ortadan kalkınca Türkiye yabancı sermaye girişlerinin merkezi haline geldi. Sıcak paranın ülkeye girişiyle birlikte pozitif yönlü gelişmeler sağlanmıştır. Bankacılık sektörünün açık pozisyonlarında büyüme meydana gelmiş ve TL döviz karşısında giderek değer kazanmıştır. Dolar yarı yarıya ucuzlamıştır. Merkez Bankasındaki döviz rezervleri giderek artmış ve iç piyasaya giren para zaman içerisinde enflasyonu tetiklemiştir.

Sermaye hareketleri üzerindeki denetimin ortadan kalkmasıyla birlikte iç ve dış yönlü sermaye hareketleri artmıştır. Kamu açıkları ve mali serbestleşme, reel faiz politikası uygulaması sonucunda, döviz kuru ile faiz arasındaki makasta açılmıştır. Türkiye’ye

giren dövizin TL'ye çevrilmesiyle, yüksek faiz getirisi sağlayan yatırım aracı olan hazine bonusu ve devlet tahvillerine yatırımlar yapılmıştır. Kamu menkul kıymetlerine yapılan yatırımların vade sonunda önemli faiz kazançları elde ettiği görülmüştür. Faiz gelirinden elde edilen tutarın tekrar dövize çevrilmesiyle, vade içerisinde paranın yerli para biriminde kalması Türkiye'nin aleyhine olmuş ve TL'nin değer kazanmasına yol açmıştır. Ayrıca, yatırımcılar için ek bir gelir elde etme fırsatı ortaya çıkmakta ve bu kazanç, arbitraj karı olarak bilinmektedir. Faiz oranlarının yüksek olmasıyla birlikte değerli döviz kuru "sıcak para" olarak adlandırılan spekülasyon sermaye girişini hızlandırmıştır (Sönmez, 1998: 503-504).

Ülkede döviz girişlerinin artmasıyla birlikte bankalar ve şirketler yurt dışında borçlanmalarını yabancı para cinsi üzerinden yapmıştır. Böylelikle kısa vadeli borçlar artmış, bankalar ve şirketler döviz üzerinden pozisyon açarak risklerini artırmışlardır. Yabancı sermayenin iç piyasaya girişi ile birlikte döviz kurlarındaki dengenin bozulması ve faiz oranları tehlike unsuru oluşturmaya başlamıştır. Yabancı yatırımcının ürkmesi halinde kriz kaçınılmaz hale gelecektir.

Döviz kurlarındaki değer kaybı, Türk Lirası cinsinden değer artmasına yol açarak ihracattaki büyümeyi azaltmış ve ithalatın artmasına neden olarak dış ticaret açığının artmasına sebep olmuştur. Kısa vade içerisinde Türkiye'nin borçlanarak yaptığı ithalatla kazandığından çok tüketen bir ülke haline dönmüştür.

Kamu kesiminde borçlanmaya ihtiyaç duyulmuştur. Teoride faizlerin artmasıyla birlikte, iç tüketimde talebi kısıması gerekirken, 1993 yılında ters yönlü bir durum söz konusu olmuştur. Döviz kurunun düşük olmasıyla birlikte yürütülen politika sürdürülürken kamunun daha kolay borçlanması ve faiz yükünün azaltılması amacıyla üç aylık borçlanma ve faiz oranlarının düşürülmesine yönelik müdahaleler gerçekleştirilmiştir. Döviz ve ithalat talebindeki artış, döviz kuru üzerindeki fiyat-talep ilişkisinde bir artış beklenirken, düşük döviz kuru politikası sürdürülmüştür. İthalatın giderek artması ve bunun sonucunda dış ticaret açığının artması çelişkileri daha da güçlendirmiştir. Vergi gelirlerinin yetersiz kalması ve finanse edilemeyen harcamalar, iç borçlanmaya yol açmıştır (Sönmez, 1998: 499-500).

1989-1993 yılları arasında makro yönlü istikrar göz ardı edilmiştir. Enflasyon oranları yaklaşık %60 artarken, döviz kurlarındaki artış oranı %50 civarında kalmıştır.

Dolayısıyla TL biriminde aşırı değerlenme meydana gelmiştir. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme ile birlikte ihracat %8 seviyesinde seyrederken, ithalat talebi giderek artmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı %50'nin altına düşmüştür (Yeldan, 2002a: 5a).

Dış ticarete açık bir piyasa ekonomisinde, faiz oranları, döviz kurları ve sermaye akışları gibi üç temel gösterge büyük öneme sahiptir. 1994 krizinde, kamu borçlanma ihtiyacının arttığı bir dönemde, faiz oranları indirilmiş ve Türk Lirası'ndan kaçışlar başlamış. Buna bağlı olarak döviz talebi artmıştır. Türkiye'nin 1994'te krize girmesinin nedenlerinden biri yabancı sermaye çıkışları olmuştur (Yıldırım,1998: 139).

Mali piyasalarda yaşanan gelişmelerden dolayı borsa sektörü de etkilenmiştir. Endeksin hızla yükselmesinin ardından döviz kuru değer kazanmaya başlamış ve ulusal para birimi TL değer kaybetmiştir. Bu dönem içerisinde piyasada TL bolluğu yaşanırken Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi ekonomik anlamda olumsuz etki yaratmıştır. Döviz talebi patlamıştır.

Tablo 2. Türkiye’de 1991-1995 Yılları Arası Makro Ekonomik Rakamları

	1991	1992	1993	1994	1995
Enflasyon (TÜFE) (%)	66.0	70.1	66.1	106.3	93.6
Enflasyon (TEFE) (%)	55.3	62.1	58.4	120.7	88.5
Reel Büyüme (%)	0.3	6.4	8.1	-6.1	8.0
Dış Ticaret Dengesi (Milyar Dolar)	-7.3	-8.1	-14.1	-4.2	-13.2
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	64.6	64.3	52.1	77.8	60.6
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%)	0.1	-0.6	-3.6	1.9	-1.3

Kaynak: Hazine, 2004: 43-44; DİE, 2003: 445-616.

Tablo 2’de, 1991 yılında enflasyon oranlarının %66,0 olduğu görülmekte olup, 1994 yılında bu oran üç haneli rakamlara yükselerek %106,3 seviyesine ulaşmıştır. Geçen yıla göre yaklaşık olarak iki katına çıkan enflasyon, gelir dağılımını olumsuz etkilemiştir. Yükselen enflasyon, alım gücünün azalmasına ve dolayısıyla yoksulluğun artmasına sebep olmuştur. Büyüme oranları incelendiğinde 1991’de %0,3 olan reel büyüme oranı,

1994 yılında %-6,1 seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu dönemde Türk Lirası, yabancı para karşısında değer kaybetmiştir. Dış ticaret dengesizliği 1991 yılında -7.3 oranındayken, 1995 yılında yaklaşık iki kat artarak -13.2'lere yükselmiştir. Türkiye 1994 yılı öncesinde eksi % 3,6 milyar cari işlemler dengesi/GSMH oranıyla bir kriz dönemi yaşamıştır.

1994 krizine neden olan diğer etkenler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Mangır, 2006):

- Yüksek faiz oranlarının etkisiyle sermaye akışlarını çekmek amacıyla, 1993'te cari işlemler açığı 6,4 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır.
- Ücret artışları, iç borçlanma ve seçimle ilişkili fiyatlama stratejileri sonucunda kamu borçlarının yükselmesi ve bu borçların piyasadan yeterince alınmaması, piyasada aşırı Türk lirasının dolaşmasına sebep oldu.
- Merkez Bankası'nın tam manasıyla bağımsız olamaması ve hazine kaynaklarının kısa dönemli finansmanda kullanılması, likidite sıkıntılarına yol açtı.

TCMB piyasaya müdahalede bulunmak için rezervlerinden döviz satmıştır. Türk Lirası cinsinden faiz oranları bankalar arası piyasada yükselmiş ve Hazine, borçlanmasını daha yüksek faiz oranından kullanmıştır. Ticari bankalar, mevduat ve kredi faiz oranlarını önemli ölçüde artırmıştır (Sönmez, 1998: 500-501).

2.4. 5 Nisan Kararları ve Uygulanan Finansal Çalışmalar

Türkiye 1994 yılı başlarında finansal krize girmiştir. Dolar ve TL arasındaki ilişki bozulmuş, enflasyonist beklentiler büyük ölçüde artmış hazine borçlanmasını sağlayamaz hale gelmiştir. Bu gibi durumlar makro ve mikro açıdan ciddi anlamda sıkıntılar yaşatacağı için ekonomide istikrarı sağlamak adına 5 Nisan kararları alınmıştır. Yayınlanan programın temel amacı kısa vade içerisinde dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olan faktörleri ortadan kaldırmaya çalışmak, döviz piyasasında yaşanan fiyat hareketlerinin yeniden istikrara kavuşmasını sağlamak, enflasyonu düşürmek, ihracat yönlü ticaret hacmini artırmak, finansal ve sosyal açıdan ülkenin refahını sağlayacak sürdürülebilir bir makro ve mikro yönlü refah sağlamayı amaçlamaktır.

5 Nisan 1994 yılında alınan başlıca kararlar şu şekilde sırlayabiliriz;

- Merkez Bankası'nın belirlemiş olduğu kur sistemi değiştirilmiştir. Döviz kurları serbest bırakılmıştır.
- IMF ile birlikte on yıllık bir aradan sonra Stand-by anlaşması yapılmıştır. Yapılan anlaşma kapsamında TCMB'nin net iç varlıklar, resmi rezervler başta olmak üzere belirlenen anlaşmaya uyma zorunluluğu getirilmiştir.
- TCMB'nin doğrudan hazineye vereceği nakit avans yasaklanmıştır.
- KİT ve Tekel ürünlerinin fiyatlarında artışa gidilmiştir. Şeker, çay, tekel ürünleri ve akaryakıt gibi ürünlerin fiyatlarında zam yapılmıştır.
- Mevduat kabul eden bankaların toplamış oldukları nakdi para üzerinden alınan zorunlu karşılık oranları kaldırılmıştır.
- Kamu iç borçlanma stoklarında oluşan borçlanmanın düşürülmesi ve bazı vergilerin konulması hedeflenmiştir.
- TCMB döviz, fiyat ve ücret faktörlerinin piyasa da belirlenen hedeflere ulaşmasını sağlaması.
- Yatırım ürünleri olan tahvil, hazine bonusu ve repo gibi ürünlerin gelirlerinden alınan % 5'lik vergi kaldırılarak bu ürünlere yapılacak yatırımlar sayesinde TL'ye talebin artmasını sağlamayı hedeflemektedir.

5 Nisan kararları finansal açıdan yeterli olmayınca kararların açıklandığı günden itibaren yaklaşık iki ay içerisinde IMF ile birlikte Stand-By anlaşması yapılmıştır (Ertuğrul ve Selçuk, 2001: 7). Programın uygulanması ile birlikte işsizlik, durgunluk, gelir eşitsizliği gibi durumlar devam etmiştir. Sonuç olarak 5 Nisan kararları öncesinde finansal açıdan yaşanan dengesizlikler bitmemiş olup alınan kararlar sonrası da devam etmiştir.

2.5. 9 Aralık 1999 İstikrar Programı

Reel faizlerin aşırı oranda yükselmesi sonucunda kamu alanında meydana gelen baskılar ve ekonominin giderek yavaşlamasından kaynaklı doğan sorunlara karşı çözüm amaçlı program uygulanmıştır. 9 Aralık 1999 İstikrar programı faiz ve ücret oranları ile fiyatların serbest oluşunu ve döviz kurlarını sabit oranlı artırmayı hedeflemiştir.

Programın temel özellikleri şu şekildedir (İbiş, 2013: 28):

- TÜFE enflasyonunu kontrol altına almak için tedbirler alınması ve 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12, 2002 yılı sonunda %7 ye indirmek hedeflenmektedir.
- Kamu alanında oluşan açıkları azaltmak.
- Vergi politikasında yeniliklerin yapılması.
- Özelleştirmeyi hızlandırmak.
- Bankacılık sektörünü güçlendirmek.
- Ekonomideki kaynakların daha etkin ve verimli olmasını sağlamak.
- Reel faiz oranlarını stabil düzeyde tutmak.

Enflasyonu Düşürme Programı 3 temel hedef unsuruna göre düzenlenmiştir (Erçel, 1999: 15):

- Faiz dışı fazlanın artırılması ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi sağlamak için sıkı maliye politikası uygulamak.
- Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulamak.
- Enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesi için kur ve para politikasını uygulamak.

9 Aralık 1999 İstikrar Programı'nın daha önceki hazırlanmış olan programlardan farkı enflasyonla mücadelede hedeflerinin olması ve süreli bir istikrar programının olmasıydı. Bu program kapsamında yüksek enflasyonun düşürülme çabası göz önüne alınarak üç yıl gibi bir sürede enflasyonun belirleyici hedeflerle tek haneli seviyelere ineceğini bu programla başarılacağı daha reel görünümde olacağı belirlenmiştir.

2.6. Kasım 2000 Krizi

Türkiye'de 22 Kasım 2000 tarihinde finansal bir kriz yaşanmıştır. Tablo 3'de görüldüğü üzere Kasım ayında artan en yüksek gecelik faiz oranı rakamları %315'leri görmüştür. Aralık ayında ise devam etmiş ve en yüksek %873'leri bulmuştur. Bu süreçte, gecelik faiz oranları artmış ve ülkeden büyük çapta sermaye çıkışı yaşanmıştır. TCMB döviz rezervleri azalırken, BİST100 hisse endeksindeki fiyatlar düşmüştür. 2000 yılının ikinci yarısından sonra krizin ilerlemesini önlemek için Kasım ve Aralık aylarında tedbir amaçlı önlemler uygulanmış, piyasalarda geçici bir iyileşme sağlanmıştır (BDDK, 2010).

Tablo 3. İnterbank Gecelik Faiz Oranları (En Yüksek ve En Düşük)

	En Düşük	En Yüksek	Standart Sapma
1999 Eylül	57.51	70.98	4.61
Ekim	65.51	69.95	1.08
Kasım	68.72	69.99	0.30
Aralık	69.86	70.00	0.04
2000 Ocak	18.90	64.56	10.28
Şubat	26.28	83.19	14.12
Mart	26.38	68.07	8.95
Nisan	18.90	45.87	6.62
Mayıs	32.08	56.34	6.55
Haziran	26.35	75.75	11.67
Temmuz	13.60	38.83	5.08
Ağustos	22.14	92.57	16.90
Eylül	23.71	79.65	14.05
Ekim	25.82	71.22	9.72
Kasım	27.94	315.92	67.61
Aralık	61.75	873.13	238.97
2001 Ocak	31.12	76.84	12.47
Şubat	36.55	4018.58	983.80
Mart	80.00	96.55	4.05

Kaynak: TCMB

Tablo 4'e göre 24 Kasım 2000 yılından sonra Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinde önemli ölçüde bir düşüş meydana gelmiştir. Bunun sebebi ülkeye gelen yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırımlarını terk etmesi sonucunda döviz talebinin artmasıyla TCMB yaklaşık 6 milyar dolar döviz satışında bulunmuş ve döviz rezervleri azalmıştır.

İki haftalık süreçte toplam döviz rezervleri 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara gerilemiştir. Bu durum, enflasyonu düşürme programının belirlediği net döviz rezervi alt sınırına ulaşıldığını gösteriyordu. Döviz rezervlerindeki ani düşüş, piyasalardaki gerilimin şiddetini yansıtıyordu. 13 - 27 Ekim tarihleri arasında yaklaşık 1.8 milyar dolarlık bir azalma yaşandı. Gecelik faiz oranlarının ve döviz rezervlerindeki dalgalanmanın etkisiyle, Türkiye tahvillerinin faizleri euro piyasalarında artış gösterdi. Bu sorunlar, krizin yaklaşmakta olduğuna dair işaretlerdi.

Tablo 4. Merkez Bankasının Haftalık Döviz Rezervi (Milyon Dolar)

Tarih Kasım 2000 Krizi	Brüt Döviz Rezervi	Tarih Şubat 2001 Krizi	Brüt Döviz Rezervi
06.10.2000	24,530	05.01.2001	25,097
13.10.2000	24,839	12.01.2001	26,593
20.10.2000	24,239	19.01.2001	26,143
27.10.2000	23,249	26.01.2001	25,691
03.11.2000	24,256	02.02.2001	25,928
10.11.2000	23,583	09.02.2001	26,565
17.11.2000	24,433	16.02.2001	27,943
24.11.2000	21,583	23.02.2001	22,581
01.12.2000	18,942	02.03.2001	21,521
08.12.2000	19,624	09.03.2001	21,529
15.12.2000	19,823	16.03.2001	20,060
22.12.2000	19,934	23.03.2001	19,170
29.12.2000	19,635	30.03.2001	18,445

Kaynak: TCMB

Kasım 2000'deki döviz rezervlerine yönelik spekülâtif saldırı, TCMB'nin faiz oranlarını yükselterek, döviz rezervlerini eriterek ve IMF'den sağlanan 7,5 milyar dolarlık kredi ile geri püskürtülmüştür. IMF'nin verdiği kredi, ek rezerv imkanı sunmuş ve kısa vadeli olduğu gibi maliyeti de oldukça yüksek olduğu görülmüştür. Fakat bundan sonra oluşacak benzer spekülâtif saldırıya karşı savunması azalmıştır (Pusti, 2013: 60).

Kasım 2000 yılında, özel ve kamu bankalarındaki likidite açığı, piyasalarda spekülasyonu artırmıştır. Aynı dönemde, bazı bankaların sahipleriyle ilgili dolaşan söylentiler, piyasaları olumsuz etkilemiştir. Bu durumun yanı sıra, IMF programının güvenilirliği de sorgulanmaya başlanmıştır. Yaşanan bu olaylar karşısında döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı ve parasal genişlemenin döviz girişine bağlı olduğu programlara yönelik bazı algıların bozulmasına yol açmıştır. İMKB endeksinde Ekim 2000 yılında düşüş gözlemlenmeye başlamıştır. Kasım aylarının sonlarına doğru tahvil, bono ve hisse senedi fiyatlarında düşüş yaşanmıştır (BDDK, 2010).

1990 yılında özel sermayeli bankalararası 5. sırada olan ve sektör payı %2.2 olan Demirbank'ın TMSF'ye devri yaşanmıştır. Demirbank, TMSF'ye devredilmeden önce bankanın Standard & Poors tarafından derecelendirilmesi B+ olarak değerlendirmiştir. O dönemlerde B+ notu bankalara verilen en yüksek not düzeyiydi. 22 Kasım gününden sonraki zamanlarda piyasanın olumsuz hareketlerinden dolayı Demirbank'ın faiz oranları artmış ve menkul kıymet stok değeri düşmüştür. Bununla birlikte bankanın borçlanma yeteneği de azalmıştır. 21 Kasım 2000 tarihinde Demirbank'la ilgili çıkan söylentiler piyasalardaki gerginliği tetiklemiş ve para krizlerine yol açmıştır. Yaşanan krizle birlikte faiz oranlarının artışı bankanın likidite sorunuyla karşı karşıya kalmasını sağlamıştır. Demirbank'la ilgili çıkan söylentilerle birlikte mevduat sahiplerinin mevduatlarını çekme talepleri giderek artmıştır. Daha fazla borç altında kalamayan banka, BDDK kararıyla TMSF'ye devredilmiştir. Sadece Demirbank'ın devri söz konusu olmamakla birlikte Ulusal Bank ve İktisat Bankası da TMSF'ye devredilmiştir (BDDK, 2010).

Bankacılık sektöründeki gelişmelerle birlikte, bankaların açık pozisyonlarının piyasayı ne kadar zorladığı anlaşılmış ve gecelik faiz oranları üç haneli seviyelere kadar yükselmiştir. Krizin daha fazla kötüleşmesini engellemek için önlemler alınmaya başlanmıştır. Döviz kuru ve likidite baskısını azaltmak için yurtiçi kaynaklara işlerlik kazandırılmış ve IMF ile yapılan Stand-by anlaşması kapsamında ek rezerv kolaylığı

sağlanmıştır. Bunun sonucunda piyasalarda yaşanan dalgalanmalar azalmış, TCMB'nin döviz rezervleri artmıştır. Faiz oranlarının kriz yaşanmadan önceki zamanlara göre yüksek oranlarda kalması, gecelik borçlanma ihtiyacında olan kamu bankalarıyla, TMSF bünyesindeki bankaların mali yapılarının bozulmasına neden olmuştur. TCMB ikidite sıkışıklığını gidermek ve faiz oranlarının artmasını önlemek için 22 Kasım 2000 tarihinde API ile bankacılık sektöründeki zorlukları hafifletmiştir. Bazı bankaların özelleştirilmesiyle ilgili bazı kararların alınması sağlanmıştır. Bankalara açılan kredinin devlet güvencesi altında olacağı duyurulmuş ve TMSF tarafından garanti verilmiştir. Bu tedbirlerle birlikte finansal piyasalardaki yaranın iyileşmesi sağlanmıştır.

2.7. Şubat 2001 Krizi

Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 krizindeki finansal piyasalarda ve döviz rezervlerinde yaşanan spekülasyon saldırıları sonucunda faiz oranları yükselmiş, döviz rezervlerinde önemli kayıplar yaşanmış ve IMF'nin uygulamaya koyduğu programla birlikte kriz geri püskürtülebilmıştır. Döviz kuru çapasının bulunduğu program yüksek meblağlarla desteklenmiştir. Ancak bundan sonra olabilecek herhangi bir finansal saldırıda savunma gücü azalmış olacaktır.

Kasım 2000 yılında meydana gelen kriz karşısında alınan tedbirlerle birlikte krizden yaklaşık üç ay sonra 19 Şubat 2001 tarihinde Milli Güvenlik Kurulu (MGK) toplantısında Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasındaki gerilim ve "Anayasa kitapçığının fırlatılması" gibi olaylar, finansal piyasaları tekrardan tetiklemiştir. Bu olaylar sonucunda döviz krizi başlamıştır (Sungur, 2015). 22 Kasım 2000 tarihinde bankacılık sektöründe yaşanan bu krizle birlikte 19 Şubat 2001 tarihinde yerini döviz krizine dönüştürerek "İkiz Kriz" olarak yeniden doğmuştur (Yılmaz, 2012).

2000 ile 2001 yılları arasında yaşanan krizde döviz kurlarındaki ani yükseliş, parasal kriz olduğunu gösterirken, bankaların görevlerini yerine getirememesi nedeniyle ortaya çıkan finansal sistemin çökmesi bankacılık krizini işaret etmektedir. IMF ile birlikte Ocak 2000 tarihinde ekonominin toparlanması için yeni ekonomik program uygulanmaya başlanmıştır. Bu programın bir özelliği ise döviz kurları ve enflasyon oranlarının üç yıl sonunda tek haneye kadar düşürülmesi olmuştur.

Tablo 5. Enflasyon Oranları (Yıllık Bazda Yüzdesel Gösterim)

	1998	1999	2000	2001
TEFE (%)	54.3	62.9	32.7	88.6
TÜFE (%)	69.7	68.8	39.0	96.3

Kaynak: TCMB, 2001

9 Aralık 1999 tarihinde belirlenen istikrar programındaki hedefler çerçevesinde 2000 yılının ilk iki çeyreği enflasyon rakamları makro boyutta olumlu sonuçlar yaratmıştır. Enflasyon oranları 1980'li yıllardan sonra en düşük seviyeye kadar gerilemiştir. Dış ticaret alanındaki açıklığın ve yabancı sermaye girişlerinin artması sonucunda ödemeler dengesinin fazla vermesiyle rezervlerin de arttığı görülmüştür. Tablo 5'de 2000 yılında TEFE %32.7 , TÜFE %39 olarak kapanışı gerçekleştirmiştir. 2001 yılında Türk Lirası yüksek oranda değer kaybetmiş ve enflasyon tekrardan yükseliş trendine giriş yapmıştır. 2001 yılının sonunda TEFE %88.6, TÜFE %96.3 ile yıl sonu kapanışını gerçekleştirmiştir.

Şubat 2001'deki kriz, Türkiye'yi ekonomik bir bunalıma sokmuştur. Hem yurt içinde hem de yurt dışından dövizle yönelik ikinci bir spekülasyon saldırısı başlamıştır. Merkez Bankası döviz rezervlerinde yaşanan kaybı önlemek amacıyla piyasaya verdiği Türk Lirasıyla likiditeyi sınırlamaya çalışmıştır. TCMB'nin brüt döviz rezervi Tablo 4'de görüldüğü gibi 16 Şubat 2001 tarihinde 27,94 milyar dolar iken bir sonraki hafta 22,58 milyar dolara inmiştir. Arada oluşan toplam rezerv farkı 5,36 milyar dolar kadar azalmıştır (BDDK, 2010).

21 Şubat 2000 tarihi, Kara Çarşamba olarak anılmış ve Merkez Bankası'nın likidite yönetimi ve para politikası uygulamaları ortadan kaldırılmıştır. Bankacılık sektörü likidite açısından sıkıntı yaşamış, faiz ve döviz kuru riskleriyle karşı karşıya kalmıştır. Merkez Bankası'nın para ve döviz kuru politikası etkinliği sürdürülemez hale gelmiştir. 21 Şubat gecesi, döviz kuru çapası sabit kur yerine dalgalı kur rejimine geçmiştir. Türkiye'deki bankacılık sektörünün sistem ve borçların geri ödenmesiyle ilgili sorunları nedeniyle en büyük finansal krizle karşılaşmıştır. Kamu bankalarının para piyasalarındaki görev ve sorumluluklarını yerine getirememesi sonucunda ödeme

sistemleri çökmüş ve menkul kıymetler ile para piyasalarındaki işlemler durmuştur (BDDK, 2010).

Finansal krizlerle birlikte faiz oranları yükselmiş TL değer kaybetmiştir. 1 Doların piyasadaki satış değeri 19 Şubat'ta 656.500 TL iken, on gün içinde TL %40 değer kaybetmiş ve 28 Şubat'ta 960.000 TL yönünde yükseliş trendine girmiştir. Bankacılık endüstrisinde kârlılık oranlarında belirgin düşüşler gözlemlenmiştir. Bu durum, bankacılık sektörünün küçülme eğilimine girmesine neden olmuş ve banka, şube ve çalışan sayılarında azalmalar yaşanmıştır (Uygur, 2001). Bu dalgalanmalarla birlikte, ekonomideki küçülme bankacılık sektörünü etkilemiş ve TL reel bazda %12,6 daralırken, dolar bazında %22,7 oranında daralmıştır. Kredi hacminde de azalma gözlemlenmiştir (BDDK, 2010).

Şubat 2001 yılında yaşanan krizde yerli ve yabancı yatırımcıların karar değişimleri sermaye çıkışlarına neden olmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerde de yatırımcıların ani kararlarıyla yüksek sermaye çıkışları olmuştur. Bu durumda hem para ve maliye politikalarının etkileri oldukça önemlidir. Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizler incelendiğinde aralarındaki zaman farkı dikkat çekmektedir. Çok kısa bir sürede oluşan bu kriz finansal sektörde sabit kurla devam edemeyeceğini ortaya koyarak yerini dalgalı kura bırakmıştır (Evranos, 2012).

Tablo 6. Şubat 2001 Krizi Oluşum Süreci

İç ve Dış Koşullarda Değişim	Makro Ekonomik Etkiler	Bankacılık Sektörü Etkileri
• Siyasi tepkilerdeki risklerin artışı • Yabancı paraya duyulan talepteki artış • Sermaye hareketlerinde terse dönüş	• Faiz oranlarının yükselmesi • Türk Lirasının YP karşısında değer kaybetmesi • Enflasyonun bir önceki dönemdeki gibi yükselmesi	• Faiz ve likidite alanında yaşanan sıkıntılı süreç nedeniyle fonlama zararındaki artış • Menkul kıymetler portföyünün giderek değer yitirmesi

• İç borç kesiminin devamı konusunda tehlikeye düşmesi • Mevcut ekonomik programın kredibilite kaybı	• Reel ekonomideki daralma	• Yabancı parada oluşan zararlar • Kredi risklerindeki artış
---	--	---

Kaynak: BDDK

Tablo 7'ye göre bu dönemde uluslararası derecelendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu değiştirmişlerdir. 2001 krizinde, kredi derecelendirme kuruluşları sürekli değişen ekonomik koşullar nedeniyle notlarını birkaç kez güncellediler. 19 Şubat 2001'deki Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasındaki anlaşmazlıktan hemen sonra, kredi derecelendirme kuruluşları 21 ve 22 Şubat tarihlerinde Türkiye'nin notunu revize ettiler. S&P'nin bu dönemde notu B+ seviyesinde güncellerken, Moody's B1 ve Fitch de BB- notunu verdi. Verilen notlar sayesinde Türkiye'nin yabancı sermaye girişlerinde olumsuz bir durum söz konusu olmuştur. Bununla birlikte kamu ve özel sektör kesiminde borçlanma maliyetlerinin artması meydana gelmiştir.

Tablo 7. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye'ye Notları

KREDİ KURULUŞU	NOT	GÖRÜNÜM	TARİH
Fitch	B+	Pozitif İzleme	10 Nisan 2000
S&P	B+	Pozitif	25 Nisan 2000
Fitch	BB-		27 Nisan 2000
Moody's	B1	Pozitif İzleme	24 Temmuz 2000
Fitch	BB-	Durağan	21 Eylül 2000
Fitch	BB-	Durağan	21 Eylül 2000

S&P	B+	Durağan	5 Aralık 2000
S&P	B+	Negatif İzleme	21 Şubat 2001
Moody's	B1	Durağan	21 Şubat 2001
Fitch	BB-	Negatif İzleme	22 Şubat 2001
S&P	B	Negatif İzleme	23 Şubat 2001
Fitch	B+	Negatif İzleme	2 Nisan 2001
Moody's	B1	Negatif	6 Nisan 2001
S&P	B-	Negatif İzleme	17 Nisan 2001
S&P	B-	Durağan	27 Nisan 2001

Kaynak: TradingEconomics İnternet adresi: <https://tr.euronews.com>

Tablo 8. Bankacılık Sektöründeki Faiz Oranları

%	Para Krizi	İkiz Kriz	2001 Yıl Sonu	2002 Yıl Sonu
İnterbank Gecelik	1.950,0	6200,0	59,0	44,0
TL Kredi	114,9	204,3	75,8	67,2
TL Mevduat	158,8	208,0	50,8	39,6
YP Kredi	16,9	39,4	12,4	6,9
YP Mevduat	25,7	17,2	3,7	2,5
DİBS	39,0	76,2	63,1	46,3

Kaynak: BDDK

Tablo 8'e göre, finansal krizler sırasında İnterbank'ın gecelik faiz oranları %1000'in üzerinde seyretmiştir. Ancak, 2001 ve 2002 yıl sonunda bu oranlar giderek düşmeye

başlamıştır. Bankacılık sektöründe nominal fiyatlarda bir yükseliş gözlemlenmiştir. Yaşanan fon sıkıntısı nedeniyle bankaların mevduatlarındaki faiz oranları yükselerek %208'lere kadar artmıştır. TCMB, döviz kurlarındaki dalgalanmalarla birlikte piyasalardaki Türk Lirası sıkıntısını giderecek adımlar atmış ve kısa vadeli faiz oranlarında düşüş yaşanmıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde meydana gelen krizlerle birlikte, çıkan sorunlar hükümet tarafından finansal piyasalarda değişimi getirmiştir. Bu değişiklikle beraber asıl amaç koordinasyonun güçlendirilmeye çalışılmasıdır. Bankacılık sektörüyle ilgili tüm kararlar BDDK'ya bırakılıp kredilerin usul ve esaslarının yeniden belirlenmesi, bankaların konsolide denetimlerinin uluslararası düzeyde yapılması sağlanmıştır. Bankaları krizlerden korumak adına kanunlar çıkarılmıştır (BDDK, 2010).

BDDK'ya göre 2001 krizinde yaşanan kırılganlıkların giderilmesi için üç aşamalı bir yöntem izlenmiştir (BDDK, 2010):

- Dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte TCMB'nin ödemeler sisteminin sorunsuz bir biçimde çalışmasını sağlamak ve para piyasalarında istikrarı sağlamak.
- Bankaların para piyasaları ve mevduat faizleri üzerindeki baskıyı ortadan kaldırmak.
- Hazinesin iç borç takas işlemini oluşturmasıyla kamu borçlarının vadelerinin uzatılmasıyla riski azaltmak.

Bu yöntemlerle ekonominin yeniden şoklarla karşılaşmasını önlemek amacıyla bankacılık sektöründeki risklerin azaltılması başarıyla gerçekleştirilmiştir. Tekrardan yapılan Stand-by anlaşmasında 2002, 2003 ve 2004 yıllarını kapsayan yeni bir anlaşma daha yapılarak 15 milyar dolarlık bir imza atılmıştır.

2.8. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerin ardından Uluslararası Para Fonu (IMF), yeni bir istikrar programını 14 Nisan ve 15 Mayıs tarihlerinde iki aşamada hayata geçirmiştir. Bu program, öncelikle "ulusal program" olarak adlandırılmış, daha sonra ise "güçlü ekonomiye geçiş programı" olarak tanımlanmıştır. Üç aşamalı olan bu programın ilk aşaması finansal sektörün düzenlenmesine yönelik, ikinci aşama dış açığın azaltılması ve enflasyonun kontrol altına alınması için hedeflerin belirlenmesi, ve son aşama yapısal

değişiklikleri hedefleyen uygulamalarla büyüme hızının artırılması ifade edilmiştir (Uygur, 2001).

Türkiye, 2000 yılına kadar önemli ekonomik zorluklarla karşılaşmıştır. IMF'nin denetimi altında 1999'dan beri uygulanan programlar, Kasım 2000'de kriz sinyalleri vermiş olmasına rağmen alınan bazı önlemlerle sadece geçici olarak iyileştirilmiştir. GEGP'nin ekonomik çerçevesi ilk olarak 24 Ocak kararları ile belirlenmiştir. Bu tarihten sonra ekonomiye yöneltilen en büyük eleştirilerden biri olan yolsuzluklar, kamu bankalarının zararları, kaynak aktarmaları, rantların artması, mali sektördeki döviz ve faiz riski artması ve işçi haklarına zarar veren bir sistem olmasıdır (Keyder, 2001).

Devlet tarafından kamu bankalarına verilen küçük ve orta ölçüde işletmeleri destekleme görevi sonucunda geri ödemede yaşanan sıkıntılar ve uzun yıllar boyunca finansal alanda yapılan yanlış müdahaleler kamu bankalarının iyi derecede yönetilememesi başta olmak üzere bankaların mali yapıları önemli ölçüde bozulmuştur. Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vade içerisinde ve yüksek maliyet ile piyasadan karşılamaları, zararların ve faiz oranlarının da giderek artmasına neden olmuştur. Böylelikle kamu bankaları bankacılık işlevlerini yerine getiremez hale gelmiştir.

1990 ve 2001 yılları arasında yaşanan krizlerin ekonomi alanında etkisi büyük olduğu için yaşanan olayların bir daha tekrarı olmaması adına ekonominin istikrara ve rekabet gücüne tekrardan kavuşmasını sağlamak ve büyümenin tekrardan sürdürülebilir hale gelmesini başarmak amacıyla yeni reformlar için adımlar atılmıştır. Yeni seçilen hükümet ile birlikte 2005 yılında 'Yakın İzleme Anlaşması' imzalanarak Türkiye 10 yıl boyunca IMF gözetimi altında bazı yeniliklere imzalar atılmıştır. Bunlar;

- TCMB'nin tek yönlü hedefi enflasyonla mücadele olarak belirlendi.
- Telefon, telgraf tarafında yapılan kanunsal düzenleme ile birlikte Telekom tarafında yabancı yatırımın yapılabilmesine imkan tanınmış ve Türk Telekom özelleştirilmiştir.
- Tarımsal yönlü destek politikalarında bazı reformlar hayata geçirilmiştir. Şeker pancarlarında taban fiyat uygulaması kaldırılmış ve pancar üretimine kota koyulmuştur. Böylelikle şeker ithalatın önü açılmıştır. Aynı şekilde tütün üretiminde ithalatta önü açılırken sigara fabrikalarının satılmasına karar verilmiştir.

- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu görev ve hizmete başlamıştır. Temel amacı bankacılık sektöründeki denetimde uluslararası kuralları esas alarak ilerlemeyi tercih etmiştir.
- Özelleştirme yönünde yapılan yeniliklerin hızlandırılması ve devlet, özel sektörün yapacağı hizmet yönlü adımlardan çekilmesi sağlanacaktır.
- Gelen yatırımların yabancı sermaye yönlü olmasına özen gösterilecektir.

Türkiye'nin krizden yavaş yavaş çıkmasında çözüm yolu GEGP'nin uygulanmaya başlamasıyla olmuştur. Uygulamaya alınan istikrar programıyla birlikte TCMB'nin bağımsızlığı ilan edilmiş, dalgalı kur rejimine geçilmiş, bankacılık alanında düzenlemeler yapılmış, finansal piyasaların liberalizasyonu sağlanmış ve yabancı sermaye girişi için her türlü güvenin tesis edilmesi öncelikli olmuştur. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında Merkez Bankası'nın bağımsız para politika uygulaması, faiz oranının belirlenmesi, döviz kurunun arz ve talep tarafından döviz piyasasında belirlenmesi Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbest olduğunu göstermiştir (Aydın, 2022: 58-59).

2001 yılında devreye sokulan politikayla birlikte TCMB'nin hükümetten bağımsız bir biçimde enflasyon hedeflemesi amacıyla sıkı para politikası izlemesi, Hazine tarafında ise faiz dışı fazla vermeye odaklanarak bazı harcamaları azaltma yönünde olması döviz kuru piyasasında dalgalı döviz kuruna geçilerek piyasanın akışına bırakılması TCMB'nin 2006 yılına kadar örtük enflasyonu kullanması ve 2006 yılından sonra açık enflasyon modeline geçiş yapması gibi faktörler programın uygulanmasında izlenmiştir. Enflasyon rakamlarının düşük seviyede tutulmasını sağlamak, gelen finansal yatırımların reel kayba uğramasına neden olmuştur. 1980'li yıllardan 2000'li yıllara kadar yüksek düzeylerde seyreden enflasyon, politikaların işleyişiyle birlikte tek haneli seviyelere kadar çekilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SERMAYE GİRİŞLERİNE DAYALI BÜYÜME VE 2000 YILI SONRASI FİNANSAL GELİŞMELER

3.1. Türkiye’de Finansallaşma

Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararlarının uygulamaya geçilmesiyle birlikte neoliberal ekonomi politikaları ekonominin merkezine oturtulmuş, bu tarihten sonra finansal piyasalarda serbestleşme üzerinden hareket edilmeye başlanmıştır (Gökcek, 2023). Neoliberal politikanın kullanımı günümüzdeki fiyat kontrollerinin kaldırılması, ticarete konulan engellerin kaldırılması ve sermaye piyasalarına yönelik düzenlemelerin sağlanması adına yapılan reform politikalarını ifade etmede kullanılmaktadır. Son uygulanan GEGP sayesinde TCMB bağımsızlığını ilan etmiş, döviz kuru modelinde değişikliğe gidilerek dalgalı kur rejimi uygulamaya konulmuştur. Bankacılık sektörüne yönelik önemli adımlar atılarak yeni reformlar belirlenip uygulamaya konulması ve yabancı sermaye girişine yönelik her türlü güvenli ortamın sağlanması öncelikli hedeflerden biri haline gelmiştir.

Türkiye’nin büyümesi ve gelişmesi için en önemli faktörlerden biri kısa vadeli yatırımlar ve doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girmesidir. Fakat herhangi bir durumdan dolayı girişlerin aniden durması ya da tam tersi bir durum söz konusu olduğunda derin finansal krizlere yol açacaktır. Bu krizlere dair iktisat literatüründe üç temel teori ortaya çıkmaktadır. İlk teori; krizin ortaya çıkmasında neden olan faktör, ülkede makroekonomik yapının güçsüz durumda olmasıdır. İkinci teori, devletin sabit kur uygulaması ile birlikte krizlerin ortaya çıkmasına neden olan faktörlerden biri olduğu öne sürülmektedir. Son teori ise dış borç birikimidir. Döviz rezervlerinin yetersiz durumda olması ve dolarizasyon gibi faktörlerin krizlerin başlamasına neden olarak gösterilmektedir.

Teorilere dayalı olarak önerilen politikalar arasında, kamu borçlanmasının azaltılması ve finansal işlevde bulunan özellikle bankacılık sektörüne yönelik güçlendirme çalışmalarının yapılması yer almaktadır. Ayrıca sabit kurdan, dalgalı döviz kuru modeline geçiş yapılması ve TCMB’nin daha yüksek seviyelerde döviz rezervi biriktirme amaçlı politikaların uygulanması, finansal sektörün dünya piyasasına daha iyi entegre olmasını sağlayabilmektedir. Bu önlemlerle birlikte kendi piyasa içindeki kırılگانlıkların azalması ve ekonomik istikrarın artması düşünülmektedir.

Ülkemizde sermaye girişleriyle ilişkilendirilen büyüme süreci, başlangıçta yurtiçi piyasada talep yönlü bir artışla birlikte, varlık fiyatlarında da yükselişe neden olmaktadır. Servet artışı anlamına gelen bu durum teminat olarak gösterilebilecek varlıkların ve borçlanma kapasitesinin artması anlamına da gelmektedir. Yabancı sermaye girişleri ülke içerisinde likiditede bolluk yaratarak faiz oranlarındaki düşüşün meydana gelmesini sağlamaktadır. Türk Lirasının bu süreçte değerlendirilmesiyle hem tüketim mallarında hem de ara mallarda yapılacak ithalatı ucuzlattığı için fiyat istikrarının sağlanması söz konusu olacaktır. Yabancı sermayenin ülkemize getirisi faiz oranına ve döviz kuruna bağlıdır. Yabancı sermaye dönem boyunca TL bazda faiz getirisi sağlarken dönem sonunda TL'nin aşınmasıyla birlikte net sermayeyi olumsuz etkilemektedir. Eğer ki TL bazda faiz getirisi yabancı para-TL alım satımını veren döviz kurundaki aşınmayı karşılıyorsa net bir kazanç söz konusudur (Aydın, 2022: 60-61).

Türkiye ekonomisinde 1990 ve 2000'li yıllarda önemli gelişmeler meydana gelmiştir. 1989 yılında 32 sayılı kararla birlikte yabancı sermayenin önündeki engellerin kaldırılarak uluslararası piyasalarda serbestleştirilmesi ile birlikte önemli adım atılmıştır. Bu dönemde düşük kur, yüksek faiz politikasıyla yabancı yatırımcıların ilgisi çekilerek piyasanın canlanmasında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu sayede sermaye akımlarının teşvikiyle beraber kamu açıkları finanse edilmeye çalışılmıştır. Ülkemize yönelen yabancı sermaye girişleri makroekonomik açıdan hane halkının refahını artırırken, aynı zamanda dış borcunun artmasına da yol açmıştır. Cari açığın artması, döviz kuru üzerindeki dalgalanmaları beraberinde getirerek ekonominin kırılgan bir duruma düşmesine neden olmuştur.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ülkeye giren sermaye akımlarıyla refahı artırırken, aynı zamanda ülkeden çıkması temel bir kriz nedeni oluşumunu tetiklemiştir. Bu olumsuz gelişmelerle başa çıkmak ve yeniden istikrara kavuşmak amacıyla, 5 Nisan 1994 yılında Ekonomik İstikrar Kararları hayata geçirilmiştir. (Karluk, 2009: 422). Alınan kararlar da belirlenen hedefler; TL para biriminin değerinin artırılması, enflasyon oranlarının düşürülmesi, ihracatı artırma yönlü sürdürülebilir bir yapı oluşturulmaya çalışılması, kamu kesiminde oluşan açıkların azaltılma yönüne gidilmesi ve kamudaki bazı kuruluşların özelleştirilmesi başlıca hedefler olarak belirlenmiştir (Turan, 2011: 63).

Türkiye’de finansallaşma sürecinde 1994, 2000 ve 2001 krizleri bankacılık ve uluslararası finansman sorunlarının yaşandığı dönemler olmuştur. Kasım 2000’de döviz rezervlerinde meydana gelen spekülatif hareketler sonucunda gecelik faiz oranları yükselmiş, yabancı sermaye çıkışları yaşanmış ve döviz rezervlerinde ciddi kayıplar meydana gelmiştir. 2000 krizinin etkisi henüz geçmeden, 2001 yılında siyasi alanda yaşanan tartışmalar sonucunda sarsılan ekonomi henüz toparlanamadan tüm ülkeyi etkisi altına alan bir kriz daha yaşanmıştır. Yabancı sermaye çıkışlarının giderek artması sonucu TL değer kaybetmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucunda döviz piyasasında oluşan spekülatif dalgalanmalar faiz oranlarını artırmış ve döviz rezervlerinde önemli kayıplara neden olmuştur.

Krizleri önlemek amacıyla, enflasyona dayalı yeni bir program geliştirilmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adı altında önemli gelişmeler yapılmıştır. Bunlar; (Erdönmez, 2003: 38).

- Dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiş ve bunun içinde enflasyonla mücadelenin kararlı bir biçimde sürdürülmesi hedeflenmiştir.
- Bankacılık sektöründe yeniden yapılandırılma sağlanmış ve bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı ilişkilerin kurulması sağlanmıştır.
- Yaşanan enflasyona yönelik alınan hedefler ile uyumlu gelirler politikasının sürdürülmesi sağlanmıştır.
- Bütün bunların etkin, esnek ve şeffaf bir yapıda gerçekleştirilmesini sağlayacak yapısal unsurların yasal altyapısının oluşturulması sağlanmıştır.

Türkiye ekonomisinde uygulanan program sayesinde olumlu sonuçlar alınmaya başlanmıştır. 2001 krizinin yarattığı olumsuz etkilerle birlikte alınan önlemler sonucunda Güçlü Ekonomiye Geçiş Programıyla yaşanan olumsuz olaylar bir nebze olsun toparlanmaya başlamıştır (Kol ve Karaçor, 2012: 391).

2001 krizi sonrasında Türkiye finansal alanda yaptığı reformlarla birlikte ülkeyi uluslararası yatırım fonları için cazip bir yer haline getirmiştir. Bu dönemde yapılan yeniliklerle birlikte kısa vadeli ve spekülatif sermaye girişlerinin hedefi olmuştur. Yabancı sermaye girişleriyle birlikte Türk lirasının yabancı para karşısındaki değerlendirilmesine ek olarak sermaye bolluğu sayesinde yurtiçi faiz oranlarında da düşüş

meydana gelmiştir. Döviz kurundaki düşüşle birlikte ülke içindeki enflasyon rakamlarında da düşüş gözlemlenilmiştir. TL'nin değer kazanması üretimde ithal mallara olan talebi artırmıştır. 2013 yılının ikinci yarısında büyüme performansında kırılmalıklar yaşanmıştır. 2013 yılının Mayıs ayında FED parasal genişlemeye yavaş yavaş son vereceğini açıklamasıyla birlikte bu haber uluslar arası finansal yatırımcıların hoşuna gitmeyerek Türkiye'de TL hızla değer kaybetmeye başlamıştır. 2014 yılının başlarında devam eden sorunla birlikte Merkez Bankası faizleri yükseltme kararı alarak yabancı sermayenin Türkiye'de kısa sürede olsa kalmasını sağlamıştır. Uluslararası finansal yatırımcılar Türkiye ve benzeri diğer ülkelerde yaptıkları yatırımlar giderek azalmaya başlamış ve kendilerini güvenli hissettikleri ABD piyasalarına dönmeye başlamasıyla sonuçlanmıştır (Orhangazi, 2020: 101-103).

2001 yılından itibaren Türkiye ekonomisi hem siyasi hem ekonomik taraflı krizlerle başbaşa kalmıştır. 22 Mayıs 2013 yılında FED parasal genişlemeyi azaltma kararı almış ve 28 Mayıs 2013 tarihinde gezi olayları meydana gelmiştir. Parasal genişleme ABD'nin Mortgage Krizi'nin durdurulmaya çalışılmasında piyasayı canlandırma adına yapılan FED'in uygulamaya aldığı politika ismidir. FED, kendi finans sistemlerindeki çöküşü engellemek adına piyasayı paraya boğarak üretimi ve tüketimi canlandırarak para bolluğu beraberinde faiz oranlarının düşmesine yardımcı olmak için piyasaya para aktarımı sağlamıştır. FED'in piyasadan tahvil alarak para aktarma işlemine parasal genişleme denilmektedir. FED, Mayıs 2013 tarihinde yapılan açıklamada ABD tahvil alımlarının azaltılmaya başlanacağına yönelik yapılan açıklamalarla gelişmekte olan ülkeleri etkileyerek yerli para birimlerinin değerinde düşüşe sebep olmuştur (Karabulut ve Uğur, 2014). 2013 yılının Haziran ayında yaşanan Gezi olayları ile birlikte Türkiye ekonomisinin yapısı kötü anlamda etkilenmiştir. Bu üç aylık dönemdeki faiz oranı rakamları %4.61 den %10'lara kadar yükselmiştir. Böylelikle TL tekrar değer kaybetmiştir (Yorulmaz, 2018: 9).

FED'in açıklamaları ve gezi olaylarının da etkisiyle birlikte döviz kuru, faiz, BIST endeksi ve merkez bankası rezervleri gibi ekonomik göstergeler olumsuz bir şekilde etkilenmiştir. En çok faiz oranlarında artış yaşanarak dört değişken içinde en fazla etkilenen değişken olmuştur. Faiz oranlarının yükselmesi ekonomik büyümenin azalması demektir. Aralarında en az etkilenen değişken döviz kuru olmuştur. O dönem TCMB

yoğun döviz müdahalesinde bulunmuştur. Bunun etkisi de TCMB rezervlerine yansımıştır (Karabulut ve Uğur, 2014).

S&P, Moody's ve Fitch gibi kredi derecelendirme kuruluşları ve büyük finansal alandaki yatırımcı kuruluşlar Türkiye piyasası hakkındaki yorumları ve değerlendirmeleri ülkeye yatırım yapmak isteyen yatırımcı kararlarını etkileyen kuruluşlardır. Ekonomideki cari açık, enflasyon, döviz kuru gibi finansal göstergelerin yanı sıra orta ve uzun vade de ülkenin büyüme, istihdam ve işsizlik oranları tüketim ve yatırım harcamaları gibi enstrümanlarda yabancı sermaye girişini etkileyen unsurlardır. 15 Temmuz 2016 yılında ülkemizde gerçekleştirilen başarısız darbe girişimi ile birlikte Türkiye ekonomisi olumsuz etkilenmiştir. Bunun yanı sıra S&P'nin ülke notunu düşürmesi sonucunda döviz kurlarında bir yükseliş söz konusu olmuş ve BIST endeksinde yatırımcıların piyasadan çıkmalarıyla değer kaybetmiştir.

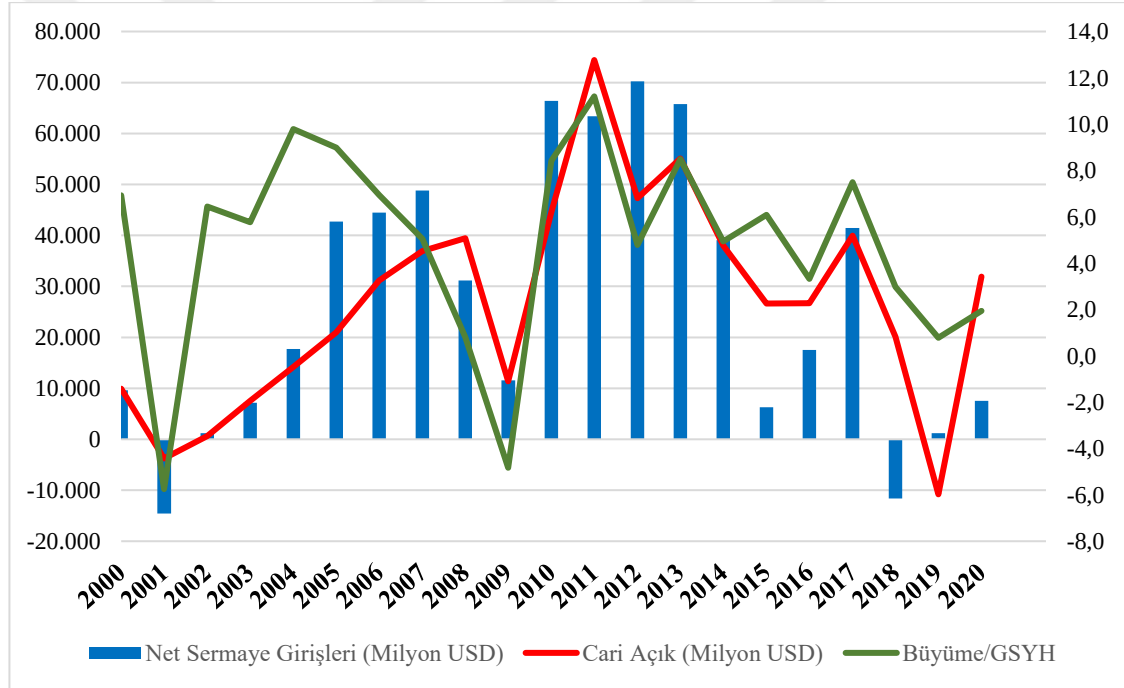
Kısacası 2013 yılında yaşanan FED'in yapmış olduğu açıklamalar ve gezi olayları, 2016 yılında meydana gelen darbe girişimi ile birlikte faiz, enflasyon, döviz kuru, büyüme rakamları gibi finansal anlamdaki makroekonomik verilerde bozulmalar yaşanmıştır. 2018 yılının Haziran ayında Türkiye'de yapılacak seçimler finansal anlamda belirsizlik yarattığı için TL'de değer kaybı söz konusu olmuştur. Yatırımcıların belirsizlik durumu karşısında Türk Lirasından dolara geçmesi ile TL'de yaşanan değersizliğe istinaden dolar cinsi üzerinden borçlu olan şirketlerin, borçlarını ödemeleri için dolar biriktirerek tasarruf etmeye çalışmışlardır. Merkez Bankası bu durum karşısında devletinde baskısıyla birlikte faiz oranlarında artıştan kaçınarak Türk Lirasında spekülasyon hareketlerinin olmasına neden olmuştur. Türkiye 2018 yılında bu durum karşısında döviz kriziyle birlikte karşı karşıya kalmıştır.

3.2. Türkiye'de Sermaye Girişine Dayalı Büyüme Politikası

Ülkelerin kendi ekonomilerini büyütmek ve geliştirmek için ihtiyaç duydukları yatırımların kaynağı tasarruf olarak belirlenmiştir. Tasarrufları ise belirleyen gelirlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelir seviyesinin düşük olmasıyla birlikte tasarruf birikimlerinin de düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bu nedenle gelir düzeyi düşük olan, sermaye birikimi sağlayamayan gelişmekte olan ülkeler finansal anlamda büyümeyi sağlayabilmek için yabancı sermaye girişlerine ihtiyaç duymuşlardır (Töre, 2015: 125).

Yabancı sermaye girişlerinin ekonomi faktörü üzerindeki etkisini üç madde halinde açıklamak mümkündür:

- Birinci faktör, ülkemize dışarıdan gelen yabancı sermaye akımları oluşan talep artışı nedeniyle, ülkedeki hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların fiyatlarının artmasına sebep olmaktadır. Artan fiyat artışıyla birlikte kredi genişlemesi de yaşanmaktadır.
- İkinci faktör, yabancı sermaye akımlarının ülkemizde yarattığı likidite bolluğu nedeniyle faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır.
- Üçüncü faktör ise, yabancı sermaye girişlerinde kredi kapasitesinin artırılması için bankacılık sisteminin kur riski olup faiz arbitrajı yaptırılması desteklenmiştir. Kredi hacminin artırılması yabancı sermaye girişlerini doğrudan etkilemektedir.



Şekil 5. Net Sermaye Girişleri (Milyon USD), Cari Açık (Milyon USD) ve Büyüme Oranı (%)

Kaynak: Aydın, 2022: 61

Şekil 5’de görüldüğü üzere Türkiye’nin ekonomik büyüme ve cari açığı (cari açık pozitif ve cari fazla negatif değerle ifade edilmiştir) arasında aynı yönlü bir ilişki gözlemlenmiştir. Ekonomik büyüme zirvelere çıktığı zaman, cari açık da zirve yapmakta; aynı şekilde, ekonomik daralmalar cari açığı düşürebilmektedir. 1989 yılından önce ekonomi büyürken, cari açık sorunu ortaya çıkıyor ve bu sorunu çözmek için sermaye

ihtiyacı doğuyordu. Ancak 1989 yılından sonra yabancı sermayenin girişı arttıkça ekonomik büyüme de arttı, bununla birlikte cari açık da yükseldi. Üretim, ara mal ve enerji ihtiyacı dışarıdan ithal edildiği için cari açığı da artırmıştır. Eğer enerji, petrol yada ara mal üretebiliyor olunsaydı cari açık açık sorunu olmazdı.

Yabancı yatırımcılar, 2000'li yıllarda Türkiye'nin faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına göre yüksek olması nedeniyle gelmiştir. 2001 yılında Türkiye, ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu dönemde gecelik faizlerin yükselmesi, artan enflasyon rakamları, yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi gibi etkenler nedeniyle ekonomik büyümede daralma yaşanmıştır. Cari açık da kriz döneminde azalma eğilimi göstermiştir. Krizin ardından Türkiye, IMF ile bir program uygulamaya başlamış ve ekonomide ciddi yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir. 2002 yılı öncesi Türkiye, ekonomik istikrarsızlık, yüksek enflasyon gibi faktörlerle mücadele eden bir dönemden geçmekteydi. Ancak, 2002'de yapılan ekonomik reformlar ve istikrar politikalarıyla birlikte Türkiye'nin ekonomik görünümü iyileşmiştir. Bu dönemde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve yabancı yatırımcılara sağlanan teşvikler, Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerini artırmıştır. Yabancı sermaye girişıyla yeni yatırım ve işletmeler kurulmuş ve istihdam olanağı sağlanmıştır. İnsanların iş bulmasıyla gelir elde edilmiş ve tüketim, harcamaları artmıştır. Bu da ekonomik büyümeyi teşvik etmiştir. Yabancı sermaye girişleriyle ithalata olan talep artmış ve cari açık meydana gelmiştir.

2000-2008 döneminde yabancı sermaye girişlerinde önemli bir artış yaşanmıştır. Ancak, bu girişlerin çoğu hisse senedi ve tahvil gibi borç piyasalarına yöneliktir. Bu durum, yabancı sermayenin finansal enstrümanlara yatırım yapmayı tercih ettiğini göstermektedir. 2008 küresel mali krizi, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Türkiye'de de ekonomik büyüme hızı önemli ölçüde azalmıştır. 2009'da yaşanan küresel finansal krize rağmen, Türkiye'de yabancı sermaye çıkışının çok fazla yaşanmamış olması önemlidir. Bu, Türkiye'nin kriz dönemlerinde dahi yabancı yatırımcıların güvenini koruduğunu ve çekiciliğini sürdürdüğünü gösterir. Yabancı sermaye, yeni işletmelerin kurulması, teknoloji transferi, istihdamın artması ve üretim kapasitesinin genişlemesi gibi alanlarda ekonomiyi desteklemiştir. 2013'te yaşanan kırıma döneminde Türk Lirası değeri kaybetmiş ve yatırımcı güveni azalmıştır. Ekonomik büyüme yavaşlamış ve yabancı sermaye girişlerinde önemli düşüşlere neden olmuştur. Bu faktörler arasında Amerika Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yükseltme

açıklamaları, uluslararası likidite azalması, Türkiye'deki siyasal belirsizlikler ve seçim döneminin yarattığı belirsizlikler yer almaktadır.

2014 yılında başlayan yabancı sermaye oranındaki düşüş eğilimi, 2015 yılında daha da belirgin bir şekilde düşmüştür. Uluslararası yabancı yatırımcı işlemlerinde 2015 yılında bir gerileme görülmüştür. Para politikasındaki belirsizlikler finansal oynaklığı artırarak küresel risk iştahını olumsuz etkileyen bir faktör olmuştur. AB ülkelerinde artarak devam etmekte olan durgunluk ülkemize gelen yabancı sermaye girişlerini de etkileyerek düşük seviyelerde seyretmesine neden olmuştur (TCMB, 2015: 21). 2016 yılında gösterdiği toparlanma ile birlikte yabancı sermaye oranı, yeniden yükseliş trendine girmeyi başarmıştır. Ülkemize giren yabancı sermaye akımları ve büyüme performansı 2013 yılında kırılmanın başlangıç noktası olmuştur. FED faiz oranlarını artıracığını açıklamasıyla birlikte uluslararası finansal piyasalarda sermaye döngüsünün azalması ve 2004 yılından 2014 yılına kadar net sermaye girişi 45.5 milyar dolar iken 2015-2021 yılları arası bu rakam düşerek 13 milyar dolar civarını bulmuştur (Aydın, 2022: 62).

2014 yılından sonra, finansal problemler ve artan belirsizlikler nedeniyle yabancı sermaye girişlerinde azalma yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının artışı geliştirmekte olan ülkelerdeki yabancı sermaye girişlerini etkilemektedir. Bu nedenle geliştirmekte olan ülkelerin borç bulma durumları zorlaşmaktadır. 2018 yılında yabancı sermaye çıkışlarının artması, döviz kuru ve faizlerdeki dalgalanmanın sebebi FED'in faiz artışına, Rahip Brunson olayına, ABD başkanı Trump ile yaşanan diplomatik gerilim ekonomiyi etkilemiştir. Cari açık bu dönemde önemli ölçüde düşmüştür.

2008 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte Türkiye ekonomisi uzun vadeli yabancı sermaye yatırımları yerine kısa vadeli yabancı yatırımların akımlarına maruz kalmıştır. 2018 kur krizi ile birlikte bu durum daha belirgin hale gelmiştir. Yabancı sermaye girişleri giderek azalmıştır. Bu durumun en önemli nedeni kur krizinin yarattığı gelir erozyonunun efektif talebi düşürmesi olarak görülür. Ayrıca enflasyon oranının yüksek olması gelecekteki finansal belirsizliğin artması ve ekonomi politikalarına duyulan güven sorunu yabancı sermaye girişlerini azaltan faktörler arasında sayılmaktadır. (Demirel ve Kırmızıoğlu, 2021: 371)

3.2.1. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Bağlı Cari Açığın Genişlemesi

1980 yılında uygulamaya konulan istikrar programı sayesinde ihracatın geliştirilmesi yönünde çalışmalar yapılmış, fiyatların piyasa standartlarında belirlenmesi ve enflasyonla mücadele konuları da uygulamaya geçirilmiştir. Türkiye’de 1980’li yıllarda ihracatı teşvik için çalışmalar yapılmıştır. Fakat yıl sonunda yapılan çalışmaların sonucunda ihracat artışında duraklama meydana gelmesiyle birlikte ihracatın karşılama oranında da düşüş gözlemlenmiştir. Bununla birlikte dış ticaret açığının tekrar artmaya başladığı görülmüştür.

1989'dan önce ekonomi büyürken, cari açık sorunu ortaya çıkıyordu ve bu sorunu çözmek için sermaye ihtiyacı doğuyordu. Ancak 1989'dan sonra yabancı sermayenin girişi arttıkça ekonomik büyüme de arttı ve cari açık da artış gösterdi. 1989 yılında dış ticaretin serbestleşmesiyle birlikte açık ekonomiye geçiş yapılmıştır. Doğrudan sermaye girişlerinin dışında kısa vadeli spekülasyon sermaye girişleri ve portföy yatırımlarının girişlerinin de serbest bırakılması dış finansal serbestliğin en önemli basamağıdır. Yabancı sermaye girişlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte cari açık sorunu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle yabancı sermaye girişlerindeki artış cari açığın artmasına neden olmaktadır (Aydoğan ve Öztürkler, 2006: 65, Yentürk, 2003: 215-216).

1989 yılından sonra ülkenin büyüme potansiyeli yabancı sermaye girişlerine bağımlı olmasıyla birlikte aynı zamanda yaşanabilecek cari açığın da peşinden geldiği görülmektedir. Şekil 5’de 2000’li yıllardan itibaren cari açık kademeli olarak artmış olmakla birlikte 2011 yılında tepe noktaya ulaşmıştır. 2009 yılından bu yana yaşanan ekonomik krizlerden kaynaklanan cari açık artışıyla birlikte, ekonomi bu dönem boyunca resesyona girmiş , cari açık pozitif yönde ilerlemiştir.

Türkiye için önemli konulardan birisi olan cari açığın kronik hale gelmesinin temel nedeni yerli üretimin ithal yatırım malları ile ithal ara mallara bağımlı olmasıdır. Ülkemizde yaşanan kriz dönemlerinde TL değer kaybederek yabancı mallara olan talep bir miktar düşmesi ve ihracatın artmasıyla ekonomi bir miktar büyüse de tekrar aşağı yönlü hareketler olmuştur. Cari işlemler hesabında 2018 yılından sonra ülkemizde ekonominin küçülmesi sonucunda ilk defa 2019 yılında fazla vermiştir. 2020 yılında ülkemizde görülen Covid-19 pandemi etkisiyle birlikte tekrar cari işlemler kaleminde açık verdiğimiz görülmektedir.

Türkiye’de cari açık oranlarının 2000’li yıllarda rekor seviyelerde olmasının temel nedeni, bu dönemde diğer ülkelerden ülkemize giren yabancı sermaye akımlarında görülen hızlı artış olmasıdır. Yabancı sermaye akımlarının cari işlemler kalemini artırıcı etkisini iki faktör üzerinde inceleyebiliriz.

- Birinci faktör, ülkeye giren yabancı sermaye girişlerindeki artışla birlikte döviz taraflı bolluk yaratılarak Türk Lirasının değerinin diğer para birimleri karşısında değerlenmesi ithalatı ucuzlatmış ve ara mallarda da ithalatın artmasını teşvik etmiştir.
- İkinci faktör, ülkemize dışarıdan gelen yabancı sermaye akımlarıyla birlikte, hükümetin faiz oranlarını düşük seviyelerde tutması kredi genişlemesine yol açmıştır. Böylelikle yapılan yatırımların ve tüketimlerin bir kısmı ithalata yönelmiştir.

Artan cari açık oranlarına karşılık daha fazla yabancı sermaye girişine ihtiyaç duyulmuştur. Ülke içindeki yerli tasarruflar az miktarda olduğundan, açıkları finanse edebilmek için yeterli bulunamamış ve dış tasarruflara ihtiyaç duyulmuştur. Yurt içindeki tasarrufların artırılması ileride oluşabilecek cari açık işlemlerini finanse edebilmek ve makroekonomik temelleri güçlendirmenin ön koşullarından birisi olarak sunulmaktadır.

3.2.2. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Bağlı Dış Borç Artışı

Türkiye, 2000’li yılların başında yüksek borç stoğu, enflasyonun artışı ve zayıf bankacılık sektörü ile karşı karşıya kalmış, ardından Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle sarsılmıştır. Bu süreçte yaşanan ekonomik dalgalanmalar sonucunda önemli sermaye çıkışları yaşanmış ve olumsuz etkilerin azaltılması amacıyla IMF’den kredi alınmıştır. 2002 ve 2003’te ekonomik büyüme ve Türk Lirası’nın değer kazanmasıyla birlikte cari açık artmış ve bu açığın finansmanı için dış kaynaklara başvurulmuştur. 2004 ve 2005’te ekonomik büyüme ve artan ihracata rağmen, yüksek cari açık nedeniyle dış borçlanmaya devam edilmiştir (Koyuncu ve Tekeli, 2010:126).

Tablo 9’da görüldüğü gibi Türkiye’de 2000’li yıllarda yabancı sermaye girişlerinin önemli kısmı dış borç olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında dış borç stoğumuz 113 milyar dolar civarındayken bu rakam 2023 yılına geldiğimizde yaklaşık 4.5 kat artarak 499 milyar dolar civarına ulaşmıştır. Son dönemde yaşanan artış özel sektörün yurt dışından borçlanmasından dolayı yaşanan artıştır. Bu borç rakamının büyük çoğunluğu özel

sektöre aitken ufak bir kısmı TCMB dış borç stoğundan kaynaklanmaktadır. Dış borcun artması, Türkiye'nin yabancı sermaye girişlerine bağımlılığını artırmaktadır. Dış borçlar genellikle dolar cinsinden olduğu için borçların ödenmesi de dolar geliriyle gerçekleşir. Bu gelir de genellikle ihracattan elde edilmektedir. Ancak ihracat geliri yeterince yüksek olmazsa dolar borçları ödemekte zorlanılır. Bu durumda yeni borçlar alarak önceki borçları kapatılması durumunda kalınabilir. Dolayısıyla ihracat gelirin, borçları ödemek için yeterli olmaması durumunda, borçlar artırarak bu kısır döngüyü sürdürmek durumunda kalınmaktadır. Bu da ülkenin dış borç yükünü ve yabancı sermayeye bağımlılığını artırmaktadır.

Tablo 9. Türkiye'nin Dış Borç Rakamları ve Dağılımı (Milyon Dolar)

	Kamu Sektörü Dış Borç Stoğu	Özel Sektör Dış Borç Stoğu	TCMB	Toplam Dış Borç Stoğu
2001	47.129	42.112	24.351	113.592
2002	64.533	45.288	22.003	131.824
2003	70.844	53.197	24.373	148.414
2004	75.763	68.595	21.410	165.768
2005	70.53	89.617	15.425	175.573
2006	71.766	128.018	15.678	215.462
2007	73.761	170.181	15.801	259.744
2008	78.563	192.763	14.066	285.392
2009	83.748	179.902	13.162	276.812
2010	89.393	207.545	11.565	308.503
2011	96.334	215.201	9.334	320.869
2012	106.980	243.162	7.079	357.221

2013	118.936	280.864	5.225	405.025
2014	121.267	292.730	2.475	416.471
2015	116.738	284.823	1.319	402.879
2016	123.713	281.463	1.102	406.277
2017	137.262	312.206	1.753	451.221
2018	143.219	277.254	5.914	426.387
2019	160.888	245.051	8.452	414.391
2020	177.627	229.537	21.344	428.508
2021	179.721	230.609	26.052	436.382
2022	186.217	238.945	32.790	457.952
2023	202.468	251.058	46.360	499.886

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı İnternet adresi: <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>

2000-2009 yılları arasında dış borç rakamları normal düzeyde artarken, 2009 yılından sonra atak yaparak hızlı bir biçimde yükselmiştir. Bu kadar artmasının nedeni yurtdışı piyasasından alınan borçların tutarları kadar, şirketlerin ülkemizdeki bankalardan döviz üzerinde kullandıkları kredilerinde etkisi vardır. Kredi kullanım tutarındaki yaşanan bu artışın temel nedeni ABD ve Avrupa faiz oranlarını düşürerek sıfıra yaklaştırmasıyla birlikte şirketlerin kredi kullanımı için döviz para birimi üzerinden bankadan aldıkları kredilerle birlikte finansman maliyetlerini bu nedenle aşağıya çekmeyi hedeflemişlerdir. Fakat bu işlem uzun vadeli dönemde kurdaki dalgalanmayla birlikte faiz oranlarında değişiklik yapacağından şirketlerin yapısını kırılgan hale getirmektedir. Kısacası dış borcun artması durumunda şirketlerin yapısı, kurdaki yaşanabilecek dalgalanmaya ve yabancı sermaye girişlerindeki durgunlaşmayla birlikte kırılgan hale gelebilecektir.

Dış borç stokunda özel sektörün payının %65 olduğu 2012 yılından itibaren, kamu sektörünün payı %35 olarak kaydedilmiştir. 2019'da başlayan pandemi süreci ekonomik açıdan büyük bir belirsizlik yaratarak mevcut durumu daha da kötüleştirmiştir. Türkiye'nin dış borç stoku 2017'de zirveye ulaşmış olsa da, sonraki yıllarda bu rakamda azalma görülmüş, ekonomik yük devam etmiştir. Pandemi nedeniyle dünya ekonomisindeki sorunlar, ülkedeki yabancı sermayenin çıkışıyla birlikte Türk Lirası'nın dolar karşısında değer kaybetmesine neden olmuştur. Bu durum, dolar cinsinden borçlanan kamu ve özel sektörün borçlarında ciddi bir artışa yol açmıştır. Dış borç yükünü azaltmak için, Türk Lirası'nın dolar karşısında değer kaybetmesini önlemek önemlidir (Eser, 2021).

3.2.3. Türkiye’de Yabancı Sermaye Girişine Bağlı Kredi Genişlemesi

Ülkeye gelen yabancı yatırımların bankacılık ve finans sistemi üzerinden kredi arzını artırması anlamına gelmektedir. Yabancı yatırımcıların getirdiği sermaye, bankaların kredi verme kapasitesini yükseltir ve ekonomideki kredi hacmini artırır. Artan kredi hacmi işletmelerin yatırım yapmasını ve tüketicilerin harcamalarını kolaylaştırarak ekonomik büyümeyi desteklemektedir.

2000’li yıllarda ülkemizde görülen borçluluk oranlarının hızlı bir biçimde artması Türkiye tarafından daha önce görülmemiş seviyelerde olduğu dönem olmuştur. 2000’li yılların başında hane halkı ve şirketlerin bankalarda açtırmış olduğu kredinin GSYH’ye oranı %10-%20 arasında iken bu oran 2003 yılından sonra artmaya başlamıştır. 2009 yılında %50 civarında olan kredi kullandırma oranı 2015 yılında %80’i aşmıştır. Hızla kullandırılan kredilere karşılık sermaye yeterlilik oranları 2009’da %20.6 iken 2014’de %15.9 seviyelerine kadar düşmüştür (Özmen, 2015: 18).

Amerika ve Avrupa'daki küresel mortgage krizinin ardından uygulanan parasal genişleme politikaları, gelişmekte olan ülkelerde likidite bolluğu yaratarak hızlı kredi genişlemelerine yol açmış ve bu ülkelerin yüksek büyüme göstermelerine olanak tanımıştır. Bu süreçte, Türkiye'nin başlıca hassasiyeti yüksek cari açık oranı olmuştur. Büyüme dönemlerinde artan ve küçülme dönemlerinde azalan cari açık sorunuyla mücadele etmek için çeşitli finansal önlemler alınmıştır. Alınan tedbirlerin temel amacı, kredilerdeki hızlı büyümeyi yavaşlatarak tasarruf oranlarını artırmak ve tasarrufların üretken yatırımlara yönlendirilmesine katkıda bulunmaktadır (Güneş ve Yıldırım, 2017).

Ülkemizde bulunan yerli şirketler borçluluk durumlarını bir yandan artırmaktayken, bankalardan da bir taraftan borçlanmaktaydılar. 2014 yılından itibaren faiz oranlarındaki yaşanan artışla birlikte borçların geri ödemesinin milli gelire oranı giderek yükselmiştir. 2000’li yıllardan sonra hane halkında borçlanma seviyesi yükselmiştir. Bu kesimin borçlanma nedeni genellikle konut kredileri ya da ihtiyaç kredileri olarak belirlenmiştir.

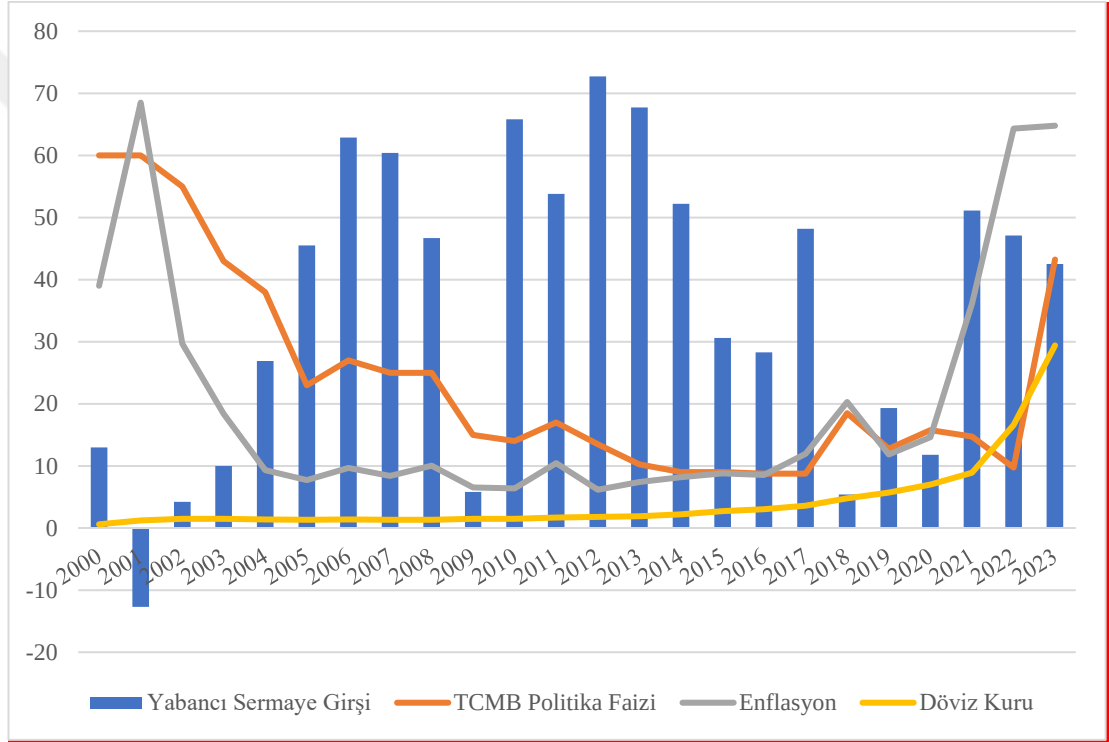
2001 yılında yapılan reformlar sayesinde ekonomi canlanmıştır. Dış borçlanma işlemleri bu dönemde özel sektör kesimi tarafından yapılmıştır. Mal ve hizmet üreten şirketlerin dış borç rakamları artmıştır. Bu artışla birlikte döviz kurlarındaki dalgalanma ekonomiyi giderek daha da kırılgan hale getirmiştir. Türkiye’deki şirketler ve bankalar yurtdışından direkt döviz kredisi almışlardır. Türkiye’de faiz oranları, yurt dışı faiz oranlarına göre daha yüksek olduğu için yurt dışından kredi alarak borçlanılmıştır. Bu durumla birlikte faiz oranları ve kredi kullanım tarafından bir kırılganlık söz konusu olmuştur.

3.3. Düşük Kur-Yüksek Faiz Politikası

Türkiye’de, 1994 ve 2001 krizlerinin yaşanmasında ekonominin liberalleşme sürecinde enflasyonda istikrarlı adımlar sağlanamadığından kaynaklanan iki önemli kriz yaşanmıştır. Krizleri önlemek için uygulanan politikalar, TL’nin aşırı değerlenmesi sonucunu ortaya çıkarmıştır. TL’nin değer kazanmasıyla birlikte 2000’li yıllarda Türkiye IMF destekli döviz kuru çıpasına dayanan ekonomi politikasını uygulamaya koymuştur. Uygulama ile beraberinde döviz kuru yavaş yavaş yükselirken faiz oranlarında dış borçlanma ile birlikte düşürölme sağlanmıştır. Enflasyonda beklenen oranda düşüş sağlanamamıştır. Döviz kuru endeksinin yükselmesiyle beraber 2001 krizi patlak vermiştir. TL yabancı para karşısında tekrar değer kaybetmiştir. Türkiye bu dönemde sabit kur sisteminden çıkıp dalgalı kur modeline geçiş yapmıştır. Bu dönemde kur sisteminde gidilen değişiklik sonucunda TL değer kazanmaya başlamıştır. Diğer bir neden ise yabancı sermaye girişine dayalı politikaların devreye sokulmasıyla birlikte piyasanın tekrar canlanmasıdır. Türkiye ekonomisi 2001 yılının ikinci yarısından sonra yurtdışına kıyasla yüksek faiz oranlarına sahip olmasıyla birlikte düşük kur sarmalına adım atmıştır. Buradaki faiz oranları 1990’lı yıllara kıyasla düşük ama yurtdışına göre yüksek olmasıdır (Ertuna, 2006).

- Türkiye’de faiz oranları dünya standartları üzerinde olduğu için bu durum yabancı yatırımcıyı cezbeder. Ülke yabancı sermaye girişi açısından cazip hale gelir.

- Sermayesini değerlendirmek isteyen yatırımcı, para ile para kazanma yöntemiyle yüksek faiz oranlarından yararlanmak için yatırım yapar. Ülkeye giren yabancı sermaye kuru baskılar.
- Türkiye’deki yerli bankalar ve şirketler borçlanma maliyetlerinin yurt dışında daha düşük olduğu kanısıyla beraber yurt dışı borçlarını artırır. Bu durumda dövize olan talebi geciktirdiğinden, kurların baskı altına alınmasına yardım eder.
- TL’nin değerlenmesi sonucu yurtdışı malların (ithal mallar) fiyatları ucuzlayıp yerli mallar (ihraç malların) ve Türk işçinin çalışma maliyeti döviz cinsinden artar. Bu nedenle dış ticaret açıkları da artmaktadır. (Ertuna, 2007).



Şekil 6. 2000-2023 Yılları Arası Yabancı Sermaye Girişi, Faiz, Enflasyon ve Döviz Kuru İlişkisi (Milyon ABD Doları)

Kaynak: TCMB ve TÜİK

Şekil 6’da 2001 yılından itibaren devam eden TL’nin değerlenmesi 2013 yılında başlayan düşük kur- yüksek faiz döngüsü ilerleyen yıllara kadar devam etmiştir. Yurtdışına kıyasla Türkiye’deki faiz oranları yüksektir. Bu nedenle yabancı sermaye girişleri 2010-2014 yılları arasında artmış olduğu görülmektedir. Faiz oranları Türkiye’de enflasyon rakamlarına karşı paralel olarak düşerken, dünya faiz oranları göz önünde tutulduğunda

reel faizler hala yüksek düzeylerdedir. Yabancı yatırımcıyı çeken taraf faizlerin yüksek olması değil, TL'nin diğer paralar karşısında değerli olmasıyla birlikte döviz birimi karşısında çok yüksek getiri sağlamasıdır (Ertuna, 2006).

2008 yılında yaşanan Mortgage krizinin etkisiyle Türkiye'de uygulanan düşük kur yüksek faiz politikası reel sektörü ve tüketici kesimini etkilemiştir. Faizlerin yüksek tutulacağı bu politikada kurunda düşük tutulması yabancı yatırımcıların Türkiye'de sermayelerini değerlendirerek cezbedici bir yer haline getirmiştir. Türkiye'ye gelen sıcak para da yaşanacak bir azalmada ödemeler dengesi bozulurken, düşük kur politikası nedeniyle azalan ihracat sonucu, üretim kesimini olumsuz yönde etkileyerek dış ticaret açığını giderek artıracaktır (Eken, 2009).

Enflasyon ve döviz kurunda 2018 yılından itibaren artışın başlamasıyla birlikte Merkez Bankası piyasadaki faiz oranlarına müdahalede bulunmak isteyerek, politika faizini düşürme yönünde karar almıştır. Faizlerin düşürülmesi kararı döviz kuru tarafını iki şekilde etkilemiştir: Birincisi, yabancı sermaye girişi yapan yatırımcının faiz oranlarının düşük olduğu yerde parasını değerlendirmek istemeyerek sermaye çıkışına yönelmedir. İkincisi ise, yükselen döviz kuru karşısında Türkiye'deki yatırım yapmakta olan tasarruf sahibi kişiler ellerindeki mevduatları TL'de değerlendirmek yerine döviz tevdiat hesaplarında (DTH) tutmaya başlamalarıdır. Döviz kuru ve faiz oranlarının yükselmesine müdahalede bulunulması sonucunda düşük faiz ortamında kredi genişlemesi, enflasyonun artmasına neden olmuştur. 2018 yılına kadar devam eden düşük kur, düşük enflasyon piyasanın büyümesi ile birlikte yerini yüksek kur, yüksek enflasyon almıştır.

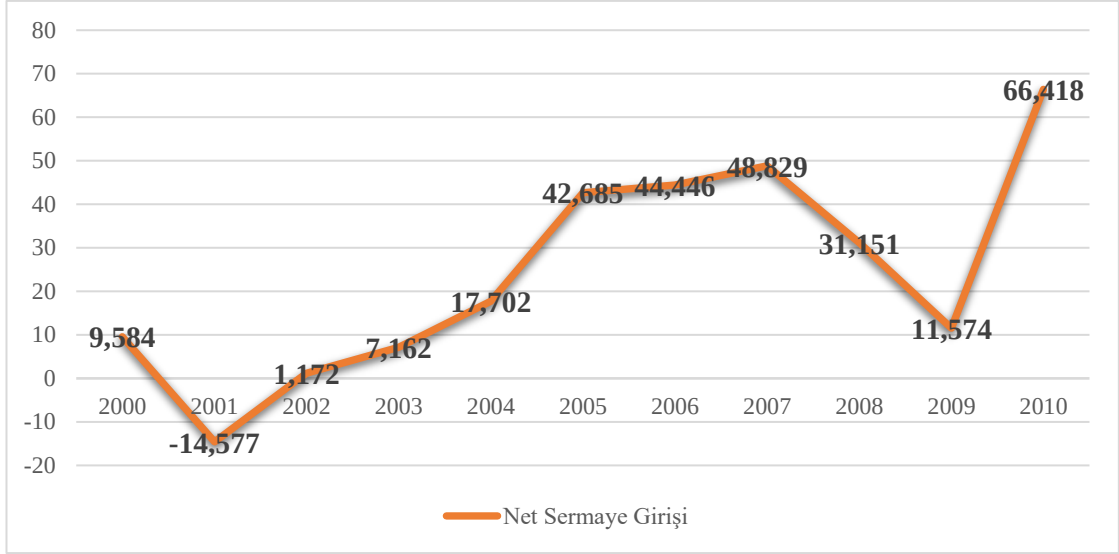
Dış dengedeki kırılganlıklar, 2018'deki döviz krizi ile belirgin hale gelmiştir. Düşük faiz oranları ve kredi genişlemesi ekonomik büyümeyi desteklerken, yüksek cari açıklar dış sermaye girişlerine olan ihtiyacı artırmıştır. Türkiye ekonomisi, 2018'in sonunda ve 2019'un başında reel olarak küçülmüştür. 2019'da Fed'in faiz artışlarını durdurması, Türkiye'ye dış sermaye akışının önceki dönemlerdeki seviyelerde devam etmesi ve enflasyonun baz etkisiyle düşük seyretmesi, yılın ikinci yarısında Merkez Bankası'nın faizleri tekrar aşağı çekmeye başlaması için bir miktar fırsat penceresi açmıştır. Ancak faizler düştükçe, TL'nin değer kaybı hız kesmiyordu. Bu süreçte, ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla faizlerin indirildiği ve aynı zamanda döviz kurundaki aşırı yükselişin önlenmesi için Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin kullanıldığı bir dönem

yaşanmıştır. 2020'de Türkiye ve benzer ülkelerden sıcak paranın hızla çıkış gösterdiği bir dönemdi. Faiz oranlarını düşük tutarken, Merkez Bankası'nın döviz kuru üzerinde kontrol sağlama çabası sırasında, kamu bankaları aracılığıyla piyasaya döviz satışı yapıldığı ve rezervlerin eksik kaldığı ortaya çıkmıştır. 2019 yıl sonu 5.7 TL olan dolar kuru 2020'de 7 TL'yi geçmiştir. Hem faiz oranları hem de döviz kuru düşük seviyelerde tutulmaya çalışılmıştır. Bu amaçla Merkez Bankası'nın tüm rezervleri tüketilmiştir. Hazine ve Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Başkanı görevlerinden affedilirken yeni kurulan ekip faiz oranlarını yükseltmiştir. Yüksek faiz oranları, kısa vadeli dış sermaye için oldukça cazip getiri fırsatları sunmaktadır (Orhangazi ve Yeldan, 2023).

3.4. 2002-2007 Yılları Arasında Türkiye'ye Yönelik Dış Sermaye Akışları ve Ekonomik İstikrar

Uluslararası sermaye hareketleri, hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy yatırımları olmak üzere iki ana kategoride ortaya çıkar. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, girdikleri ülkelerde büyümeyi artırabilirler. Bu tür yatırımların ekonomik büyümeye olumlu etkisi, ihracata sağladıkları katkılar aracılığıyla ortaya çıkar. Uluslararası doğrudan yabancı sermaye yatırımları, hedef ülkelerin ekonomileri üzerinde çeşitli etkiler yaratabilir. Bunlar genellikle GSYH büyüme seviyesi, tasarruf ve yatırım artışları, istihdam düzeyi, gibi alanlarda oluşmaktadır (Tezer ,2020:843)

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte Türkiye ekonomisinin büyüme hızını belirleyen önemli unsurlardan biri dış sermaye hareketleri olmuştur. 1990'lı yılların ortalarında hızlı ekonomik büyüme ile sonuçlanan kısa vadeli yabancı sermaye akımları ardından kriz döngülerine yol açmıştır. Bu dönemde meydana gelen istikrarsızlık, cari açık ve kamu bütçe açığı gibi iki önemli sorundan kaynaklandığı görülmüştür (Orhangazi ve Yeldan, 2023).



Şekil 7. 2000-2010 Yılları Arası Türkiye'ye Yönelik Dış Sermaye Akışları (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB

1999 yılında ekonomiyi iyileştirme odaklı çalışmalar yapılmış ve döviz kuruna dayalı program uygulamaya alınmıştır. Programın uygulanmasıyla ilk zamanlarda enflasyon ve faizin düşmesiyle başarılı olunmuştur. Fakat bu gelişmeler sonucunda cari işlemler açığı artmıştır. Şekil 7'de programın uygulamaya alınmasından sonra 2000 ve 2001 yıllarında net toplam yabancı sermaye girişi ve net portföy yatırımları azalmıştır. Bu dönemde yabancı sermaye girişlerinin azalması diğer makroekonomik etkenlerin bozulmasına neden olmuştur. Bu nedenle Türkiye'de yıkıcı bir krizin meydana gelmesi kaçınılmaz olmuştur (Ersoy, 2013:38).

2001 yılında Türkiye büyük bir ekonomik kriz yaşamıştır. 2002 yılında AK Parti'nin iktidara gelmesiyle birlikte ekonomik reformlar ve istikrar politikaları uygulanmaya başlandı. Bu politikalar, ekonomik toparlanmayı ve güveni sağladı. 2000'li yılların başlarında Türkiye, yabancı sermayenin ülkeye girişini teşvik eden politikalar uyguladı. Bu politikalar, yabancı sermaye yatırımlarını artırmayı hedefliyordu. Özellikle finansal sektördeki reformlar ve AB ile ilişkilerin güçlenmesi, yabancı sermaye girişlerini olumlu yönde etkilemiştir.

Türkiye'ye yönelik toplam net sermaye hareketleri 2001 kriziyle en düşük seviyeye geriledikten sonra 2007 yılına kadar sürekli artış göstermiştir. 2002-2007 dönemi, Türkiye için istikrarlı bir ekonomik büyüme dönemiydi. ABD'de yaşanan Mortgage

krizinin etkisiyle 2008 ve 2009 yıllarında azalmakta olan yabancı sermaye girişleri 2010 yılında yeniden yükselişe geçmiştir (Cengiz ve Karacan, 2015).

3.5. 2008-2009 Yılları Arası Küresel Finansal Sarsıntının Türkiye'ye Etkileri

2008 yılında Amerika'da ipotekli konut kredisi piyasalarından patlak veren krizin küresel bir finansal çöküşe dönüşmesiyle birlikte dünya ekonomisinde adım adım yavaşlıyordu. ABD'de yaşanan bu kriz Türkiye'yi iki farklı yönden etkiledi. Birincisi, yabancı sermaye akışları neredeyse durma noktasına geldi ve 2009 yılında 5.8 milyar dolarla yabancı sermaye girişleri sınırlı kaldı. İkinci durum ise ekonomik durgunlaşma ile birlikte ihracat geriledi. Küresel ekonomik sarsıntı Türkiye'de diğer benzer ekonomiler için sermaye girişlerinde keskin bir düşüşe neden oldu. Sermayenin, bulunduğu ülkeyi terk etmeye başlamasıyla Türkiye'nin 2009 Mart ayında dolar kuru 1.70'leri buldu. Ekonomik büyüme 2008 yılında %0.8'de sabit kalırken, 2009 yılında %4.8 daralmaya giderek küçülmüştür (Orhangazi ve Yeldan, 2023).

Tablo 10. Türkiye'ye Yönelik Dış Sermaye Girişleri (Milyon Dolar)

	Hisse Senetleri	Borç Senetleri	Portföy Yatırımları	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
2000	0.5	1.1	1.6	1.0
2001	-0.1	-3.6	-3.7	3.4
2002	0.0	1.5	1.5	1.1
2003	0.9	2.9	3.9	1.7
2004	1.4	8.0	9.4	2.8
2005	5.7	9.0	14.7	10.0
2006	1.9	9.5	11.4	20.2
2007	5.1	-2.4	2.8	22.0

2008	0.7	-4.5	-3.8	19.9
2009	2.8	0.1	2.9	8.6
2010	3.5	16.1	19.6	9.1
2011	-1.0	20.5	19.5	16.2
2012	6.3	32.1	38.4	13.7
2013	0.8	20.6	21.4	13.6
2014	2.6	18.4	21.0	13.3
2015	-2.4	-6.9	-9.3	19.3
2016	0.8	7.0	7.9	14.0
2017	3.2	20.9	24.1	11.5
2018	-0.9	1.2	0.3	13.2
2019	0.4	3.1	3.6	9.5
2020	-4.2	-2.4	-6.7	7.7
2021	-1.4	4.4	3.0	12.8
2022	-4.1.	-5.1	-9.2	13.6
2023	1.3	9.9	11.3	10.6

Kaynak: TCMB EVDS

Tablo 10’da 2000 yılından 2023 yılına kadar yabancı sermaye girişlerinin doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, hisse senedi ve borç senetlerine yönelik sermaye girişi dağılımları gösterilmektedir. Türkiye’ye akın eden yabancı sermaye çoğunlukla doğrudan yatırımlar yerine hisse senedi, tahviller ve borç piyasalarına yönelmiş olmakla birlikte ‘sıcak para’ olarak adlandırılan kısa vadeli yatırımlar şeklinde ortaya çıkmıştır. 2001

krizinin yaşanmasıyla birlikte doğrudan yatırım payının arttığı görülmektedir. Bu yükselişin arkasında yatan neden krizden etkilenen ve döviz cinsinden fiyatları düşen işletmelerin uluslararası şirketler tarafından satın alınması etkili olmuştur (Orhangazi: 2020).

Portföy yatırımlarındaki yükselişin 2005 yılına kadar yabancı sermayeyi çektiği görülmektedir. 2005 yılında ABD'nin faiz artırımına gitmesiyle yabancı sermayenin Türkiye'den çekilerek portföy yatırımlarında ciddi düşüş yaşattığı görülmüştür (Onuk, 2024: 275-276). Doğrudan yabancı yatırımlarda bu tarihten itibaren artış söz konusu olmuştur. Bu yükselişle AB ile olan ilişkilerin iyileşmesi ve müzakerelere başlanmasıyla oluşan olumlu atmosfer büyük rol oynamıştır (Eğilmez, 2009: 141).

Doğrudan yatırımlara yapılan girişler daha çok gayrimenkul yada ortaklık yönlü yapılan yatırımlar şeklindedir. Bankacılık sektörünün zayıf olduğu bu dönemde yatırımlar sayesinde ciddi bir toparlanma sağlanmıştır. 2008 krizinin yaşanmasıyla birlikte Türkiye'nin de içinde bulunduğu çevre ülkelerdeki yabancı sermayenin çıkışıyla Euro bölgesindeki faiz oranlarının atılması sermayenin yönünün değişmesine yol açmıştır. Tablo 10'da görüldüğü gibi portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar ciddi anlamda düşmüştür. Bununla birlikte GSYH'de süratle azalmış ve bir sonraki yıl eksili değerleri görmüştür. 2009 yılından sonra ABD, faizleri sıfıra yakın seviyelere çekmesiyle yatırımcıların sermayelerini faiz oranların yüksek olacağı yerlere yönelmesine neden olmuştur. Böylelikle Türkiye'ye dönük yeni yabancı sermaye girişleri yaşanmıştır. Bu ortamda ülke portföy yatırımlarını 2012 yılına kadar genişletme başarısı göstermiştir (Onuk, 2024:274-279).

2015 yılından sonra FED faiz artırımlarına başlaması doların giderek değerlenmesine neden olmuş ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmıştır. 2015 yılında yabancı yatırımcıların Türkiye'de bir şirket veya tesis kurarak uzun vadeli yatırım yapması bu dönemden sonra azalmıştır. Yatırımcılar uzun vadeli yatırımların yanı sıra kısa vadeli tahvil hisse senedi piyasalarına yönelmiştir. 2019 yılında FED'in faiz artışlarına ara vermesi Türkiye'ye yönelik yapılan yabancı sermaye girişlerinin önceki seviyelerde olmasa da devam etmesini sağlamıştır. 2020 yılında pandeminin yarattığı belirsizlikler nedeniyle yatırımlarda düşüş yaşanmıştır. 2021 yılında yatırımların artmasının sebebi Covid-19 aşılama çalışmalarıyla birlikte vaka sayılarının giderek

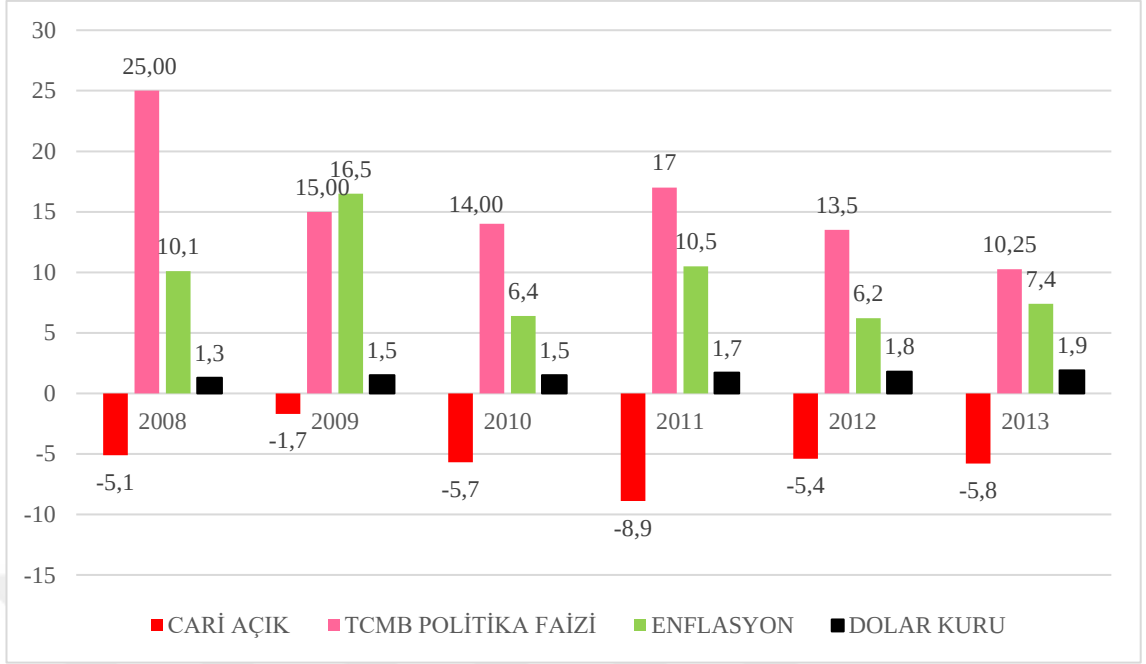
azalması, yeni ekonomik politikaların uygulamaya geçirilmesi, yatırımların artmasına neden olmuştur. 2022 yılında FED yüksek enflasyonu kontrol altına almak için politika faizini yükseltmesi, Rusya- Ukrayna savaşları, döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar portföy yatırımlarını derinden etkilemiştir.

3.6. 2008-2013 Yılı Parasal Genişleme

Parasal genişleme, Merkez Bankasının ekonomiyi desteklemek için kullandığı bir araçtır. Bu politika para arzını artırırken, faiz oranlarını düşürür ve toplam talebi artırarak ekonomik büyümeyi teşvik eder. Ayrıca para birimi değerinin düşmesiyle döviz kurları da geriler.

ABD Merkez Bankası FED, ekonomiyi canlandırmak için piyasada likidite artırma stratejisini benimsemiştir. Bankalara likidite sağlarken aynı zamanda faiz oranlarını indirerek bankaların kredi verme kapasitelerini artırmaya çalışmıştır. Bu yöntemle ekonomik canlandırma hedeflenmektedir. 2008 yılı sonunda uygulamaya aldığı programla bankalardan toplam 800 milyar dolar değerinde hazine bonusu ve Mortgage destekli menkul kıymetleri satın almış ve bunun karşılığında piyasaya para enjekte etmiştir. Bu dönemde faiz oranlarını sıfıra düşürerek kredi talebini artırmaya çalışmıştır (Eğilmez, 2015).

FED, küresel finansal çöküşü engellemek amacıyla faiz oranlarını sıfıra düşürmenin yeterli olmadığını belirleyerek geniş çaplı finansal varlık alım programı başlatmıştır. Avrupa Merkez Bankaları, İngiltere ve Japonya da benzer programları hayata geçirerek takip etmişlerdir. Parasal genişleme programı olarak bilinen bu miktarsal genişleme programı küresel likiditede büyük bir artışa neden olmuş ve bu süreçte Türkiye ve benzer ülkelerin ekonomilerine yüksek seviyelerde yabancı sermaye girişi sağlanmıştır (Akyüz, 2015).

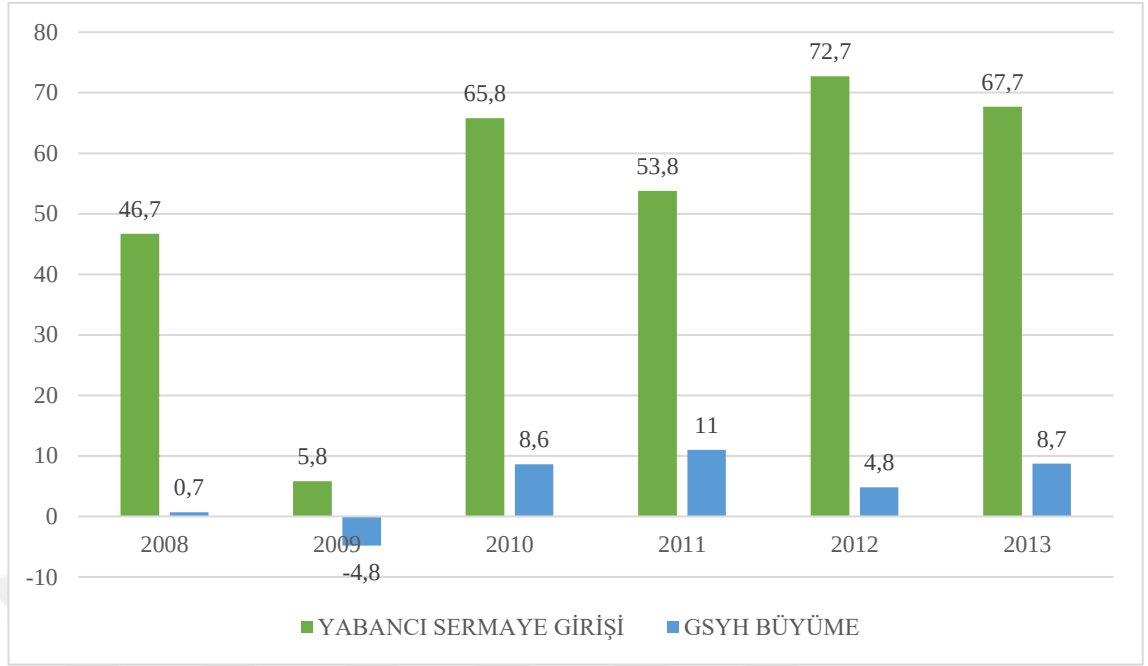


Şekil 8. Türkiye’de 2008-2013 Yılları Arası Cari Açık, Faiz, Enflasyon ve Dolar Kuru Gösterimi

Kaynak: TCMB EVDS

Yabancı sermayenin artışıyla birlikte Türk lirasının değeri yükselirken, faiz oranları son dönemlerde en düşük seviyelere inmiştir. Dolar kuru 2010 yılı sonunda 1.5 TL civarına kadar gerilemiş ve ilerleyen yıllarda tekrar yükselişe geçmiştir. Bu süre zarfında Türk lirası değer kazanmıştır. 2008 ile 2013 yılları arasında faiz oranları düşük seviyelerde kalmıştır. Faiz oranlarının düşmesi ve buna bağlı olarak kredi genişlemesiyle birlikte enflasyonun da düşmesi Türk lirasının değer kazanmasına neden olmuştur. Ancak, cari açık negatif yönde artış göstermiştir. 2013 yılında ABD’nin miktarsal genişleme programı karşısında yabancı sermaye girişleri azalmıştır.

2008 Mortgage krizinin talep ve büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratarak dünya çapında daralmalara yol açmıştır. Özellikle ABD ekonomisindeki daralma dünya genelinde etkili olurken Türkiye ekonomisini de benzer şekilde etkilemiştir.



Şekil 9. 2008-2013 Yılları Arası Yabancı Sermaye Girişi ve Büyüme Rakamları

Kaynak: TÜİK, TCMB EVDS

Sektörel olarak büyüme açısından, dış ticaretteki gerilemeyle birlikte sanayi, inşaat, ticaret ve hizmet sektörlerinde küçülmeler yaşanmıştır. 2008'de başlayan küresel mali kriz, dünya genelinde ekonomik dengeleri sarsarken, Türkiye'nin de bu süreçten etkilenmemesi mümkün değildi. Küresel krizin etkisiyle şekil 9'da görüldüğü gibi 2008 ile 2009 yılları arasında Türkiye'de büyüme ve sermaye akışlarında belirgin bir düşüş yaşandığı ifade edilebilir. Kriz ülkemizi teyit geçmiştir. Fakat küresel durgunluktan etkilenilen bir dönem olmuştur. Sadece içsel dinamikler değil dışsal dinamiklerdende ekonomi etkilenmiştir. 2008 yılında %0.7 olan büyüme oranı krizin tam olarak patlak verdiği 2009'da Türkiye ekonomisinin büyüme rakamları eksi %4.8'e gerilemiştir. Küresel krizin etkileriyle birlikte 2009'da negatif büyüme yaşanırken, 2010'dan itibaren tekrar pozitif büyüme rakamları görülmüştür.

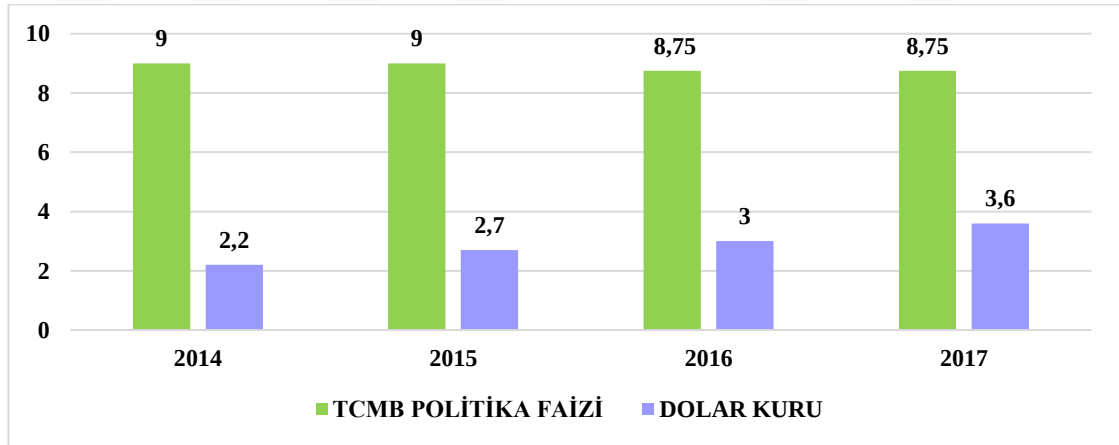
Yabancı sermaye akışı 2008 yılında 46.7 milyar dolar civarındayken 2009 yılında 5.8 milyar dolara düşmüştür. 2010 yılıyla birlikte kriz sonrasında hızlı bir iyileşme görülmüş ve büyüme oranı %8.6 seviyesinde gerçekleşmiş yabancı sermaye girişleri de 67.7 milyar doları bulmuştur (Kesebir, 2018). Sonuç olarak, 2008 ile 2013 yılları arasında Türkiye'de yabancı sermaye girişleri ve ekonomik büyüme rakamları, küresel ekonomik koşulların

etkisiyle dalgalanmalar göstermiş ve Türkiye'nin ekonomik istikrarını sürdürme çabalarını yansıtmıştır.

3.7. 2014-2017 Yılları Faiz ve Kur Kıskaçı

2013'ün ortalarında FED'in tahvil alımlarını azaltmaya başlayacağını duyurmasıyla birlikte düşük faiz, düşük kur dönemi sona eriyordu. Küresel piyasalarda bu açıklamanın ilk anda panik yaratmasıyla birlikte sermaye hareketleri ABD'ye yönelirken Türkiye'de de döviz kurları artmaya başladı. Bu yükseliş 2014 yılının ilk aylarında Merkez Bankası'nın müdahalede bulunmasıyla faiz oranlarını yukarı çekmesiyle kontrol altına alındı. Bu durum, düşük faiz ve düşük kur döneminin sona erdiğini işaret ediyordu (Orhangazi ve Yeldan, 2023).

Sermaye girişlerinin azalmasıyla Amerika'da faiz oranı rakamları 2015 yılından sonra yükselişe geçmiş ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu ülkelerde düşük faiz-düşük kur arasında tercih yapmaya zorlamıştır. Sermaye girişlerinin serbest olduğu yerde kur ve faizi düşük tutmak ancak yabancı sermaye girişlerinin sorunsuz devam ettiği sürece uygulamak mümkündür. Kur, faiz ve enflasyonun düşük, büyümenin yüksek olduğu son döneme gelinmiştir.



Şekil 10. Türkiye'de 2014-2017 Yılları Arası Faiz Ve Dolar Kuru Karşılaştırması

Kaynak: TCMB

Türkiye'de 2014 ile 2017 yılları arasında dolar kuru ve faiz oranları arasında ters bir ilişki gözlemlendi. Bu dönemde, genellikle düşük faiz oranlarıyla birlikte düşük dolar kuru görülmedi. Tersine, yüksek döviz kuru seviyeleri genellikle yüksek faiz oranlarıyla eşzamanlıydı. Yüksek faiz oranları, yatırımcıların Türk lirası cinsinden varlıklara yatırım

yapmalarını teşvik etmek için kullanıldı. Ancak, bu durum aynı zamanda maliyetleri artırdı ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkiledi. Dolayısıyla, Türkiye'de 2014 ile 2017 yılları arasında düşük faiz ve düşük dolar kuru dönemi yaşanmadı çünkü yüksek döviz kuru baskısı altında olan bir ekonomide faiz oranlarının yüksek tutulması tercih edildi. Düşük faiz oranları ile düşük dolar kuru arasındaki ilişki genellikle gelişmiş ekonomilerde görülürken, gelişmekte olan ekonomilerde döviz kuru istikrarı sağlamak ve sermaye çıkışını engellemek için faiz oranlarının yüksek tutulması tercih edildi.

2013-2017 yılları arası siyasi istikrarsızlığın yoğun olduğu ve hemen her yıl seçim atmosferinin hakim olduğu bir dönemdi. Bu süre zarfında Merkez Bankası faiz koridoru politikasıyla piyasayı düşük faizlerle desteklemeye çalışırken reel faizleri düşük oranlarda tuttu. 2017 yılında hükümet KGF (Kredi Garanti Fonu) kullanarak kredi genişlemesini desteklemeyi tercih etti ve ekonomik büyümeye olan bağlılığını korudu. Sonuç olarak, bu dönemde faizlerin düşük tutulduğu ve TL'nin sürekli değer kaybettiği bir dönem yaşanmıştır (Orhangazi ve Yeldan, 2023).

3.8. 2018-2023 Yılları Arası Döviz Krizi ve Salgın Hastalık

Türkiye'nin dış finansman odaklı, düşük döviz kuru ve yüksek faizle desteklenen büyüme modeli, son yıllarda ekonomik ve siyasi gelişmelerin etkisiyle büyük ölçüde işlevini yitirmeye başlamıştır. Bu durum, döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalara karşı daha hassas hale gelen Türkiye'nin savunma politikalarının krizi önlemesini zorlaştırmıştır. Türkiye'nin büyüme etkinliğini kaybetmesinde ve kur krizine zemin hazırlamasında, şu gelişmeler önemli rol oynamaktadır: Başta Suriye meselesi olmak üzere Orta Doğu'da süregelen çatışmalar, Avrupa Borç Krizi, küresel faizlerin yükselmesi, 2013 yılında yaşanan Gezi Olayları, 2015 yılı seçimleri ve terör olayları, 15 Temmuz Darbe Girişimi, parlamenter sistemin değişimi, Brexit ve Avrupa'da aşırı sağın güç kazanması, döviz ve ticaret savaşları, 2018-2019 Yerel Seçimleri, Avrupa ile yaşanan siyasi çekişmeler, ABD-Türkiye arasındaki Rahip Brunson krizi, S-400 ve F-35 konusunda yaşanan anlaşmazlıklar, Akdeniz'deki gerilimler, Türkiye'nin NATO üyeliği ve AB'ye üyelik ilişkileri başta olmak üzere Batı ile artan sorunları, Covid-19 Krizi ve sonrasında Joe Biden'ın ABD başkanı olması, Türkiye'nin adım adım döviz krizine sürüklenmesine ve krizin derinleşmesine neden olan en temel iç ve dış gelişmelerdir. Bu gelişmelerin sonucunda, Türkiye'de 2018 yılında döviz krizi yaşanmıştır. Döviz kurlarının hızla

yükselmesiyle başlayan krizin ilk belirtileri, yabancı sermaye çıkışları, düşük büyüme oranları, artan enflasyon, bütçe açığı, yüksek faiz, dış borç, politika belirsizliği ve seçimler olmuştur (Şanlı,2021).

Türkiye, 2020'de Covid-19 salgınına hazırlıksız yakalanmıştır. Son iki yıl içinde, döviz krizinin pandeminin etkileriyle birleşmesi, ülkenin ekonomik risklerini daha da büyötmüştür (Ewing, 2020). 2019-2021 arasında Orta Vadeli Program uygulanmıştır. Program kapsamında büyüme, enflasyon, bütçe açıkları, işsizlik gibi makroekonomik göstergelerle geleceğe yönelik hedefler belirlenmiştir. 2021'in son aylarında, önemli bir kur şoku daha yaşanmıştır. Politika yapıcılarının açıklamaları ve belirsizlikler piyasayı tetiklemesine neden olmuştur. Bu durum, doğrudan tüketici fiyatlarına yansiyarak enflasyon baskılarını artırmıştır. Aralık ayında hükümet tarafından duyurulan KKM programı, döviz kurlarındaki artışın durmasına ve TL'nin kısa sürede değer kazanmasına yol açmıştır.

Bu süreçte, enflasyonla mücadelede uygulanan politikaların etkisiz kalması ve yanlış politikaların uygulanması, spekülative saldırılar doğrultusunda 2013'ten sonra dolarizasyon sorununun yeniden ortaya çıkmasına neden olmuştur (TÜSİAD, 2021:6). Yükselen döviz kuruyla birlikte enflasyonun artması, halkın refahını azaltmıştır. Hem talep hem de maliyet artışı kaynaklı enflasyon, özellikle Covid-19 sonrasında artarak ekonomide birçok problemi beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte, ekonomik sorunlar, depremin yıkıcı etkisi ve seçim sürecinin eklenmesiyle birlikte, ekonomi modeline yönelik atılan adımların tersine dönmeye başlamıştır (Çelik, 2023).

Türkiye, 2021 yılında "faiz sebep, enflasyon sonuç" modelini uygulamaya başlamış ve bu politika, ekonomide önemli değişikliklere yol açmıştır. Bu model, Merkez Bankası'nın politika faizini düşürmesini içeren bir yaklaşımdır. Teorik olarak, düşük faiz oranlarının yatırım ve üretimi artırarak enflasyonu düşüreceği öngörülmüştür. Ancak pratikte, bu politikalar beklenenin tersine ekonomik sonuçlara yol açmıştır. Faiz oranlarının düşürölmesi, Türk Lirası'nın değer kaybetmesine ve döviz kurlarının hızla yükselmesine neden olmuştur. Düşük faiz politikası, yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin Türk Lirası'ndan çıkarak döviz cinsinden varlıklara yönelmesine yol açmıştır. Döviz kurlarındaki artış, ithal maliyetlerini yükselterek enflasyonu tetiklemiştir. Türkiye'nin enerji ve hammadde ithalatına bağımlılığı nedeniyle, döviz kurundaki artış enflasyonu

hızla yukarı çekmiştir. Kur Eylül 2021’de 8,65 TL iken, Eylül 2023’de 27,04 TL olmuştur. Eylül 2021’de enflasyon %19,58 iken, Eylül 2023’de %58,94’e yükselmiştir. Artan enflasyon ve döviz kurları, halkın alım gücünü ciddi şekilde düşürmüştür.

Sonuç olarak Türkiye hem yurt içi hemde uluslararası şoklardan etkilenmiştir. İçeride belirlenen politikalar ekonomik krizlerin derinleşmesine yol açarken ABD’nin faiz artırmı, Covid-19 pandemisi, Rusya-Ukrayna savaşı Türkiye ekonomisine önemli şoklar yaratmıştır. Her iki dönemde de kur krizi, yüksek enflasyon ve ekonomik durgunluk yaşanmıştır. Ancak 2021-2023 dönemi hiperenflasyon ve daha uzun süreli ekonomik zorluklar beraberinde Türkiye ekonomisini zor durumda bırakmıştır. 2018 yılından önce yaşanan krizler genellikle uluslararası sorunlardan kaynaklanmaktayken, 2018 yılı ve sonrasında yaşanan ekonomik sorunlar iç ekonomik ve politik sorunlardan kaynaklanmıştır.

3.8.1. Döviz Krizinin Sebepleri

2018 yılında Türkiye’nin ekonomik durumu kötüye gitmiştir. Bu sorun iç politikalar ve yönetim hatalarından kaynaklanmıştır. Merkez Bankası’nın bağımsızlığına yönelik müdahaleler, yanlış kredi politikaları ve siyasi belirsizlikler krizin ana sebepleri olarak ortaya çıkmaktadır.

ABD Merkez Bankası FED faiz artırımına gitmesiyle birlikte uluslararası finansal yatırımlarda bir düşüş yaşanmıştır. IMF’nin, Türkiye için yapmış olduğu bir değerlendirme de ekonominin kırılgan yapısı dikkat çekmiş ve kemer sıkma politikasının devreye sokulmasını önermiştir. 2018 yılının Haziran ayında ülkede yapılacak erken seçim kararı ile harcamalar artarken bir yandan MB faizleri düşük tutmaya zorlamıştır. Yaşanan bu gelişmeler uluslararası yabancı yatırımcıların Türkiye’ye yatırım yapmaları etkilemiştir. Uluslararası finansal sermayenin Türkiye’deki kazançlarının tehlikeye düştüğünü düşünen kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye’nin kredi notunu düşürmüştür. Fitch 2018 yılında kredi notumuzu BB ‘ye düşürmekle birlikte, görünümü de negatife çevirmiştir. Bu haberle birlikte İstanbul Borsası endeksinde hızlı düşüş yaşanmıştır. Türkiye açısından olumsuz yönde devam eden bu süreçlerle birlikte yabancı sermaye çıkışının artmasıyla, TL çok hızlı bir şekilde değer kaybederek ülkemiz döviz kriziyle karşı karşıya kalmıştır (Orhangazi, 2020: 211-213).

2018 Ağustos ayında ABD ile yaşanan Rahip Brunson olayı, ülkeler arası gerginliği tetiklemiştir. Rahip Brunson'un 25 Temmuz 2018 yılında cezasının ev hapsine alınması ile birlikte döviz kurunun yukarı yönlü seyretmesi, TL'nin değerinin düşmesine neden olmuştur. Döviz, faiz ve enflasyon oranlarının artması sonucunda, borcu olan şirketlerin borçlarının giderek artması bu durumdan etkilendiğinin göstergesidir. Eylül 2018'de Türk Lirasının değer kaybına karşı müdahale olarak faiz oranlarının artırılması yoluna gidilmiştir. Piyasaya hem faiz hem de döviz şoku verilmiştir. Sonuç olarak piyasada stagflasyon yaşanmıştır. Böylelikle 2018 yılının yaz aylarında döviz kriziyle karşı karşıya gelinmiştir.

3.8.2. Döviz Krizinin Sonuçları

2018 yılının Nisan ayında piyasadaki fiyat istikrarının sağlanması için parasal sıkılaştırılma yapılmıştır. Mayıs ayında piyasadaki dengesiz fiyat hareketleri ve enflasyon beklentisindeki artış sebebiyle para politikası daha da sıkılaştırılmıştır. Ağustos ayında ise para piyasasında gözlemlenen aşırı spekülatif dengesizlikler sebebiyle TL'nin aniden değer kaybetmesi sonucunda Merkez Bankası piyasaların işleyişini düzenlemek amacıyla TL ve döviz kuru piyasasına yönelik akışı destekleyen bazı önlemler almıştır. Bunlar; TL ve yabancı paraya yönelik karşılık seviyelerinin düşürülmesiyle piyasalara para akışının sağlanması, bankaların teminat koşullarına esneklik getirilmesi, reeskont kredilerinin (vadesi henüz dolmayan) geri ödemelerinin TL para birimi üzerinden yapılabilmesine olanak tanınması gibi düzenlemeler yapılmıştır (TCMB, 2018: 1-10).

2018 yılında TCMB'nin TL'de yaşanan değer kaybının önüne geçmek için faiz oranlarını artırmasıyla birlikte 2019 yılının başlarında piyasa durgunlaşmaya başlamıştır. Bu dönemde kredi faizlerinin artmasıyla ve döviz krizinin etkisiyle birlikte şirketlerin geri ödemelerinde aksamalar meydana gelmiştir. Bu durum karşısında firmalar borçlarını yeniden yapılandırmak için ilgili yerlere başvurularını yapmışlardır. 2018 yılının Ağustos ayında BDDK, şirketlerin borçlarını yapılandırarak erteleme hakkı tanımıştır. Bazı büyük şirketler borçlarını yapılandırırken ilerleyen dönemlerde bankaların bilançolarında sorunlar çıkmaya başlamıştır. Ülkemizin ithalata bağımlı olması ve TL'nin değer kaybıyla birlikte enflasyon, döviz krizinin etkisiyle artmıştır. 2018 yılının Eylül ayında ihracatçı firmadan yapmış oldukları ihracattan kazandıkları döviz 180 gün içerisinde ülkeye getirmeleri zorunlu hale gelmiştir. Fiyatlarda görülen artışla birlikte konut

maliyetleri de artmıştır. Faizlerin çok yüksek seviyede olması ev sahibi olmak için konut kredisine başvuranların sayısında azalma olmuştur. Böylelikle satılamayan elde kalan konutların fiyatı zaman içinde düşmüştür. Merkez Bankasının faizleri artırmasıyla birlikte yıl sonuna doğru yabancı yatırımcılar finansal varlıkların döviz cinsinden ucuzladığını düşünerekten tekrar yatırım yapmaya başlamışlardır

JP Morgan, 31 Mart 2019 tarihinde yapılacak yerel seçimlerde TL'nin değer kaybının daha fazla olacağı yönünde bir duyuru paylaşmasıyla birlikte TL'deki çıkışların döviz kurundaki yarattığı istikrarsızlık karşısında TL üzerindeki spekülasyonu sınırlamak için swap işlemlerindeki kısıtlamalar ağırlaştırılmıştır. 2008 yılında yürürlükten kaldırılan kambiyo vergisi 2019 yılında tekrar devreye sokulmuş ve döviz alımlarında satış üzerinden %0,1 vergi alınması uygulamaya tekrar geçirilmiştir. 2018 ve 2019 yıllarında döviz kurunda dalgalanmalar artmıştır. Bu durum da finansal piyasalarda, spekülatif işlemlerin büyük etkisi vardır. Ancak, Merkez Bankası'nın döviz rezervleri hızla azaldığı için herhangi bir müdahalede bulunma kapasitesi sınırlı kalmış olacaktır (Orhangazi: 2020, 218-219).

3.8.3. Kriz Dönemi ve Salgın Hastalık

Türkiye yüksek borç stoğu, artan cari açık ve TL'nin aşırı değerli olması gibi sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. 2018 yılının Temmuz-Ağustos döneminde TL dolar karşısında aşırı değer kaybetmiştir. Haziran 2018'de 4.58 TL olan dolar, 14 Ağustos 2018'de 6.89 TL'ye yükselmiştir. Türkiye bu dönemden sonra ekonomik durgunluk, artan borç yükü ve işsizlik, TL'nin değer kaybı gibi etkenlerle karşı karşıya kalmıştır. Böylelikle ülke sermaye girişine bağımlı hale gelmiştir. 2018, 2019 ve 2020 yıllarında GSYH büyüme sırasıyla %3.1, %0.9 ve %1.8 oranında düşük bir büyüme kaydetmiştir. Yüksek bütçe açığı ve dış borç yükü, TCMB'nin rezervlerinin düşmesi, ABD ile yaşanan S-400 anlaşmazlığı, ikili ticaretteki belirsizlikler, COVID-19 salgını ve yapısal reformlardaki gecikmeler gibi faktörler, krizin derinleşmesine, iç ve dış güven ortamının zayıflamasına neden olmaktadır (Keyder, 2022).

2018 yılında meydana gelen döviz kriziyle birlikte dış dengedeki kırılganlıklar daha da belirgin hale gelmiştir. TL'nin değeri yüksek olduğu dönemde ithalat artmış, ihracat azalmış ve cari açık kronik hale gelmiştir. Cari açıkların finansmanında kullanılan dış borçlar giderek daha maliyetli hale gelmiştir. Faiz oranlarının düşük olması ve kredi

genişlemesi, ekonomik büyümeyi teşvik ederken, cari açıkların artması yabancı sermaye girişlerine olan gereksinimi artırmaktadır. 2019 yılında FED'in faiz artırımlarına mola vermesi, Türkiye'deki yabancı sermaye girişlerinin eski seviyelerde olmasa da devam etmesi ve enflasyonun düşük olması Merkez Bankası'nın faizleri yeniden indirmeye başlaması için fırsat penceresi yaratmıştır. Fakat faiz oranları azaldıkça TL'nin değeri düşmüştür. Bu dönem faiz oranlarının düşürüldüğü ve döviz kurunun aşırı artış göstermemesi için Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini başvurduğu bir dönem olmuştur. 2020 yılında Covid-19 salgınının ortaya çıkmasıyla piyasa olumsuz etkilenmiştir.

3.8.4. Covid 19 Salgınının Dünya Ekonomisine Etkileri

Covid-19 salgını 2019 Kasım ayında Çin'in Wuhan kentinde başlayan ve 2020 yılının ilk üç ayında dünya geneline hızla yayılan salgın neredeyse tüm dünya ülkelerini etkisi altına almıştır. Covid-19 salgını, diğer salgınlara göre önemli ölçüde daha büyük bir etki yaratmıştır. Bu durum dünya ekonomisi açısından küçülmesi ile bağlantılıdır. Yayılan salgın hastalığın hızlı bir şekilde kontrol altına almak için neredeyse tüm dünya ülkeleri finansal alanlarda önlemler almışlardır. 2020 Mart ayında Covid-19 salgınının yayılmasıyla dünyada ve Türkiye'de pandemi olarak kabul edildiğinden küresel ekonomide etkileri ortaya çıkmıştır (Küçükoğlu, 2021).

Yayılma hızı yüksek olan salgını kontrol altına almak için devletler dünya genelinde çeşitli önlemler alarak ülkelerini korumak zorunda kalmışlardır. Bu önlemler neticesinde maske takmak, mesafe kısıtlamaları, sosyal izolasyon, seyahat yasakları gibi tedbirler uygulanmış, ekonominin tüm sektörlerinde faaliyetler durdurulmuştur. Hava, deniz ve karayolu gibi ulaşım yöntemleri ile eğitim, ticaret, hizmet sektörleri de Covid-19 pandemi sürecinden ciddi bir şekilde etkilenmiştir (Duran ve Acar, 2020).

Covid-19 salgını sadece sağlık alanını değil eğitimi, ekonomiyi, turizmi ve diğer birçok alanda etkili olarak olumsuzluklara yol açmıştır.

Tablo 11. G-20 Ülkelerindeki Büyüme Trendleri (%) Reel GSYH Büyüme Tahmini

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Almanya	1.1	-4.2	3.1	1.9	-0.1	0.6

ABD	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.4	1.5
Arjantin	-2.0	-9.9	10.7	5.0	-1.8	-1.3
Avustralya	1.9	-1.9	5.2	3.7	1.9	1.4
Brezilya	1.2	-3.6	5.3	3.0	3.0	1.8
Çin	6.0	-3.6	8.4	3.0	5.2	4.7
Endonezya	5.0	2.2	3.7	5.3	4.9	5.2
Fransa	1.9	-2.1	6.4	2.5	0.9	0.8
Güney Afrika	0.3	-7.7	4.7	1.9	0.7	1.0
Güney Kore	2.2	-6.0	4.3	2.6	1.4	2.3
Hindistan	3.9	-0.7	9.1	7.2	6.3	6.1
İngiltere	1.6	-5.8	8.7	4.3	0.5	0.7
İtalya	0.5	-10.4	8.3	3.9	0.7	0.7
Japonya	-0.4	-9.0	2.2	0.9	1.7	1.0
Kanada	1.9	-4.2	5.0	3.4	1.2	0.8
Meksika	-0.3	-5.1	5.8	3.9	3.4	2.5
Rusya	2.2	-8.7	5.6	-2.0	1.3	1.1
Türkiye	0.8	-2.6	11.4	5.5	4.5	2.9

Kaynak: OECD, data.oecd.org

Tablo 11’de görüldüğü üzere COVID-19 salgını, dünya genelindeki ekonomik dengeleri ciddi şekilde etkilemiş ve G-20 ülkelerindeki büyüme trendlerinde önemli değişikliklere neden olmuştur. Salgının başlangıcında, birçok ülke ekonomisi büyük daralmalar yaşadı

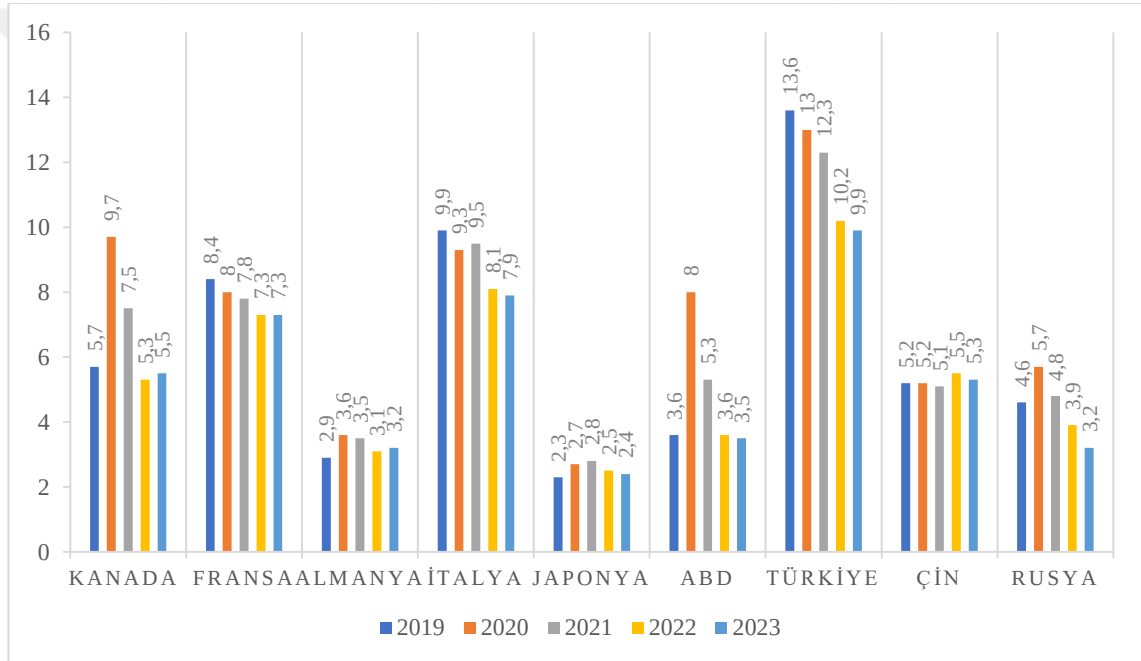
ve küresel ekonomik büyüme de negatif bir döneme girilmiştir. Bununla birlikte, salgınla mücadele çabaları ve aşı programlarının ilerlemesiyle birlikte, bazı ülkelerin ekonomileri toparlanma sürecine girmeye başlamıştır. Bazı ülkeler, hızlı bir toparlanma ve güçlü bir büyüme süreci yaşarken, diğerleri salgının etkileriyle daha uzun süre mücadele etmiştir. Özellikle gelişmiş ekonomiler, salgının etkilerini hafifletmek için geniş kapsamlı mali teşvik paketleri ve para politikası önlemleri uyguladılar. Türkiye'nin reel GSYH büyüme tahmini de COVID-19 salgınıyla birlikte değişmiştir. Salgının ekonomi üzerindeki etkileri, Türkiye'nin büyüme tahminlerini düşürdü ve ekonomide belirsizlikler oluşmuştur. Türkiye'nin salgına karşı aldığı önlemler ve aşılama programının ilerlemesiyle birlikte, ekonomide kademeli bir toparlanma süreci görülmeye başlamıştır.

Ülkeler, krizin ilk belirtileriyle karşılaşır karşılaşmaz, nakit akışın kesilmemesi için çeşitli tedbirler almaya başlamışlardır. Merkez bankaları, piyasaya likidite sağlamak amacıyla bilançolarını genişleterek bankalara destek olacak adımlar attılar. Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye gibi ülkelerde, genişleyici para politikalarının kısa vadede olumlu sonuçlarına rastlanılmıştır. Ancak, bu politikaların enflasyon oluşturma ihtimali gelişmiş ekonomilerden daha fazladır. Çünkü gelişmekte olan ülkelere genellikle düşük tasarruf oranları, bütçe veya cari açık gibi nedenlerle döviz kuru baskısı yaşanır, bu da nispeten yüksek enflasyon ve belirsizlik gibi sorunlara yol açabilir. Özellikle Türkiye'de, dolarizasyonun fiyat artışlarını tetikleme riski yüksektir (TÜRMOB, 2020).

Türkiye'de genişletici ekonomi politikalarının etkisiyle bütçe üzerindeki ekonomik baskılar artmış, makroekonomik göstergeler olumsuz yönde etkilenmiştir. Kamu bankalarının düşük faizli kredi politikaları özellikle konut ve taşıt sektöründe fiyatların yükselmesine ve bunun sonucunda enflasyonun artmasına neden olmuştur. Özellikle Aralık 2021'den itibaren yükselen döviz kurları, Rusya-Ukrayna çatışması, küresel iklim ve gıda krizi, tedarik zincirlerindeki aksaklıklar, enerji fiyatlarındaki yükseliş ve kur korumalı yatırım hesapları gibi faktörler, mali politikanın hareket alanını daraltmıştır (Çelik, 2022)

2020 yılının Nisan-Haziran döneminde birçok ülke kapanmalarla mücadele ederken, Çin salgın koşullarını gevşetmiş ve ekonomik faaliyetlerin yeniden canlanmasına olanak tanımıştır. Çindeki salgın koşullarının kontrol altına alınması, diğer ülkelere kıyasla krizin maliyetlerinin en aza indirilmesine katkı sağlamıştır. Bu durum Çin'in hızlı ve

etkili müdahaleleri sayesinde ekonomik kayıpların önemli ölçüde azalmasını sağlamıştır. Diğer ülkelerde uzun süren kapanma ve kısıtlamaların aksine Çin'in erken dönemde aldığı önlemler ekonomik toparlanma sürecini hızlandırmış ve krizin etkilerini minimize etmiştir. Küresel salgın krizi, halk sağlığını tehdit etmesiyle birlikte iktisadi aktivitenin temel unsurlarını olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde üretim, tüketim ve yatırım koşulları kötüleşmiş ve belirsizlik ortamı nedeniyle kanalları ani bir şekilde daralmıştır. Alınan karantina önlemleri ve işyerlerin kapanması gibi tedbirler, ekonomilerde arz şokuna neden olarak çalışma koşullarını da olumsuz etkilemiştir. Bu durum sosyal yaşamın bir parçası olan iktisadi aktivitenin kriz sürecindeki zorlukları bize göstermektedir (OECD, 2020b).



Şekil 11. Gelişmiş Ülkelerde ve Türkiye’de İşsizlik Oranları (%)

Kaynak: (IMF (b), 2021).

Şekil 11’de görüldüğü gibi Covid-19 salgınının işsizlik oranları üzerindeki etkisi Kanada ve ABD ülkelerinde artış yaşandığı farkedilmiştir. Kanada’da 2019 yılında işsizlik %5,7 oranındayken, 2020 yılında %9,7 seviyesine ulaşmıştır. Bu oran 2021 yılında %7,5 oranına gerilemiş ve 2023 yılında tekrar 2019 yılındaki seviyelere geri dönmüştür. ABD içinde 2019 yılında %3,6 olan işsizlik oranı pandemi nedeniyle artarak 2020’de %8’e çıkmıştır. 2021 yılında %5,3 oranına gerilemiş ve 2023 yılına gelindiğinde %3,5’e gerileyerek 2019 yılındaki seviyesine geri dönmüştür. Türkiye’de 2019 yılında %13,6

olan işsizlik rakamı pandemiyle birlikte %13 seviyelerine indiği görülmüştür. Türkiye’de 2019 yılından 2023 yıl sonuna kadar işsizlik rakamlarında %3.7 oranında bir iyileşmeye rastlanılmıştır.

Çin’de Covid-19’un başlangıç noktası olmasına rağmen, vaka sayılarında ve işsizlik oranlarında neredeyse hiçbir değişiklik gözlenmemiştir. Çin ekonomisi salgından çok küçük oranda etkilenmiş ve hızla toparlanmıştır. Türkiye’nin işsizlik oranları, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında genellikle daha yüksek seviyelerde seyretmektedir. Ancak bu karşılaştırma yapılırken Türkiye’nin gelişmekte olan bir ülke olduğu gerçeğini göz önünde bulundurmak önemlidir (IMF(b), 2021).

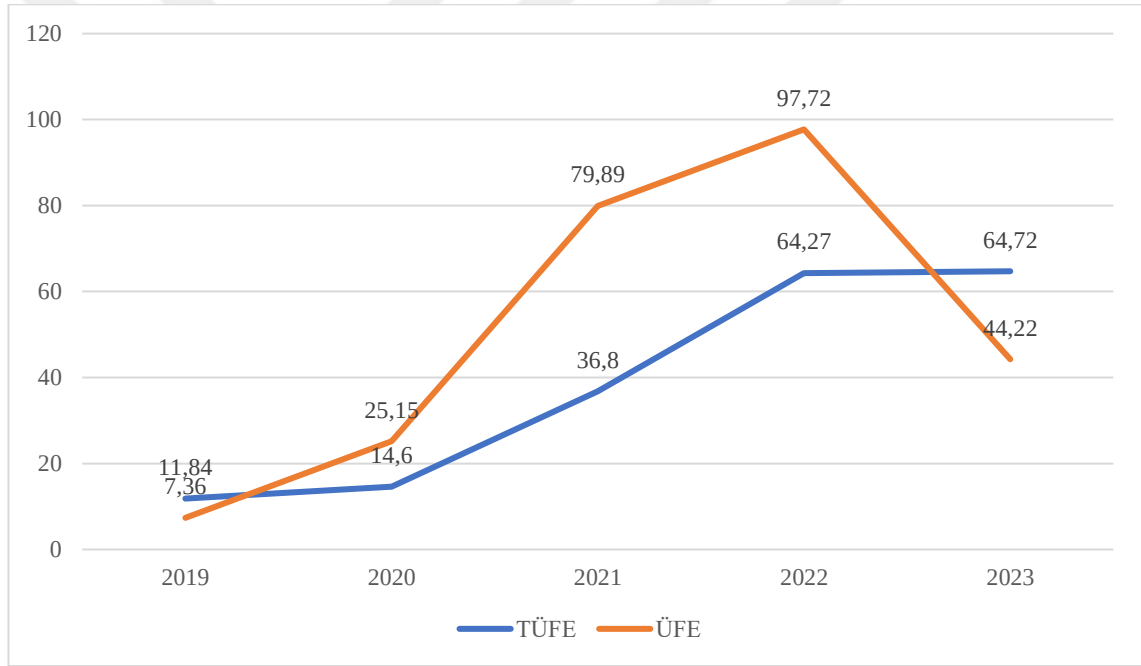
3.8.5. Covid-19 Salgınının Türkiye’ye Etkileri

2019 yılının sonlarına doğru Çin’in Wuhan kentinde başlayan ve 2020 Mart ayında küresel bir pandemiye dönüşen Covid-19 salgını dünya çapında ve Türkiye’de ekonomik dengeyi sarsıcı etkileri de beraberinde getirmiştir.

Sağlık harcamalarındaki artışlar bütçe açıklarını genişletirken, zorunlu parasal genişleme enflasyonu artırmıştır. Haziran 2022’de Merkez Bankası rezervleri 55 milyar doların altına düşmüştür. Salgın tüm dünya ülkelerini etkilerken, parasal genişleme ilk etapta benimsenmiş ancak sonrasında enflasyonla mücadele adına geri çekilmeye başlanmış ve faiz oranları artırılmıştır. 2022 Haziran ayında, ABD ve Avrupa’da enflasyon oranları %9’a yakın bir seviyeye ulaşmıştır. ABD, Haziran 2022 toplantısında politika faiz oranını 0,75 puan daha yükselterek 1,5-1,75 aralığına çıkardı, bu da doların küresel düzeyde değer kazanmasına yol açtı. Uluslararası kredi imkanlarının kısıtlanmasıyla birlikte, Türkiye’nin borç geri ödemesi zorlaştı. Ek olarak, Kredi Derecelendirme Kuruluşları Türkiye’nin kredi notunu düşürdü ve güven ortamı sarsıldı. Bu durum, Türkiye’nin risk priminin aşırı derecede artmasına neden oldu. 2021 Mayıs ayına kadar dolar kuru 7,30-8,30 TL arasında dalgalanırken, enflasyon %15-%17 arasında seyretti. Haziran ayında, "faiz neden, enflasyon sonuç" hipotezi gibi ekonomi biliminin kabul etmediği bir argüman ortaya atıldı ve Merkez Bankası politika faizini Eylül, Ekim ve Kasım aylarında toplamda %19’dan %14’e düşürdü (Keyder, 2022)

2018 Eylül ayında %25.5 seviyesine yükselen faiz oranı, 2020 Mayıs ayında %9.75’e düşürülmüştür. COVID-19 salgını sırasında ekonomik büyümeyi desteklemek için

bütçeden doğrudan gelir desteği yerine düşük faizli kredi genişlemesi tercih edilmiştir. 2020 yılında Türkiye ve benzeri ülkelerde sıcak paranın ani çıkış gösterdiği bir dönemde faiz oranlarını düşük tutarken döviz kuru kontrolü için Merkez Bankası'nın Hazine ile yaptığı bir anlaşmayı kullanarak kamu bankaları aracılığıyla döviz satışı gerçekleştirildiği ve rezervlerin ekside olduğu ortaya çıkmıştır. Ocak ayında 5.98 TL olan dolar, Ekim ayında 8.32 TL'yi bularak rekor seviyeye ulaşmıştır. Kısacası 2019-2020 yılları arasında kredi genişlemesi desteklenmiş, hem faiz hem döviz kuru düşük tutulmayı çalışılmış ve TL değer kaybetmeye başlayınca döviz kuruna müdahale sonucu Merkez Bankası rezervleri tüketilmiştir. 2020 Mayıs ayında %9.75 olan faiz oranları, 2021 Mart ayında %20.50'ye yükseltilmiştir. Bunun sonucunda yabancı sermaye girişi yaşanmış, dolar kuru gerilemiş ve TL değer kazanmıştır (Orhangazi ve Yeldan, 2023).

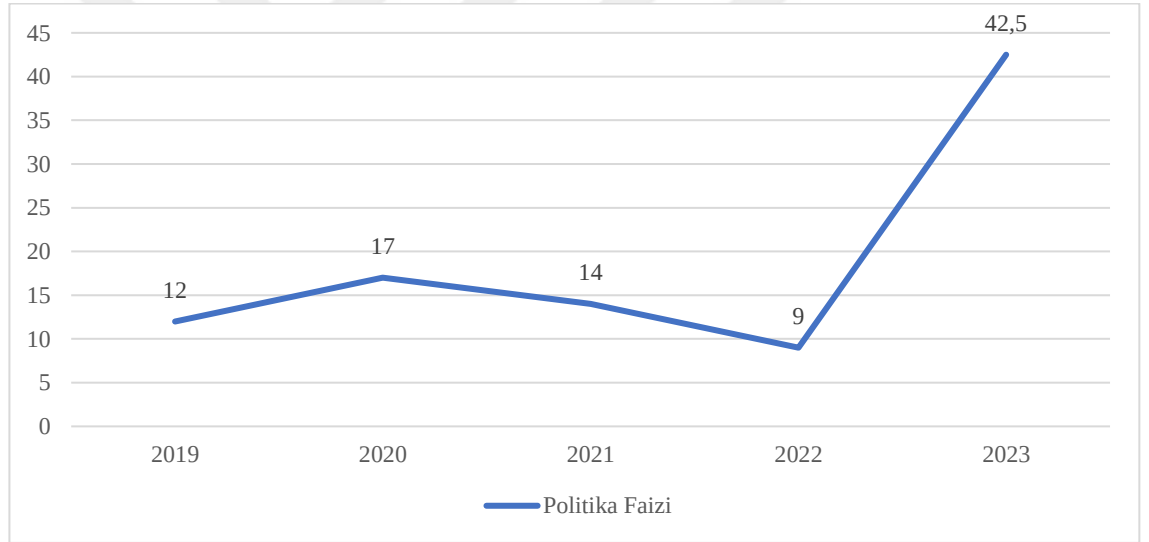


Şekil 12. Türkiye’de 2019-2023 Yılları Arası Enflasyon Rakamları

Kaynak: TÜİK

Şekil 12’ye göre Türkiye ekonomisinin uzun süredir devam eden kronik sorunları arasında en belirgin olanı yüksek enflasyondur. Covid-19 salgınına karşı alınan teşvik paketleri ve kamu destekli krediler ekonomiyi canlandırmış olsa da, fiyat istikrarını olumsuz etkilemiştir. Son dönemde döviz kurlarında yaşanan artış da fiyatlara yansiyarak enflasyonu daha da artırmıştır. 2020 yılında ekonomideki daralma enflasyonun yükselmesine neden olmuştur (Sertkaya ve Baş, 2021)

Merkez Bankası, faiz indirimleriyle Türkiye'nin ekonomik zorluklarını hafifletme yolunda adımlar atmış, likidite gereksinimlerine yanıt vermiş ve şirketlerin nakit akışlarını düzenlenmesi gibi önlemlerin alınmasıyla enflasyonun olumsuz etkilerini belirli bir dönem boyunca kontrol altına almıştır. 2021'de Covid-19 salgınına karşı yapılan tedavi çalışmaları başarıyla sonuçlanmış ve aşılar halka aktif bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır. Aşıların etkili olmasıyla birlikte ülkeler kademeli olarak normalleşme sürecine geçiş yapmışlardır. 2021'de Türkiye'de ekonomik büyüme ivme kazanırken, enflasyon oranlarında artış eğilimi belirginleşmiştir. Döviz kurlarındaki yükseliş, enflasyonun son dönemdeki yükselmesinde ana etken olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca uluslararası gıda fiyatlarındaki artışlar ve tarımsal kuraklık ile tedarik zincirindeki zorluklar, enflasyonun önemli ölçüde yükselmesine yol açmıştır (Ünüvar ve Aktaş, 2022).

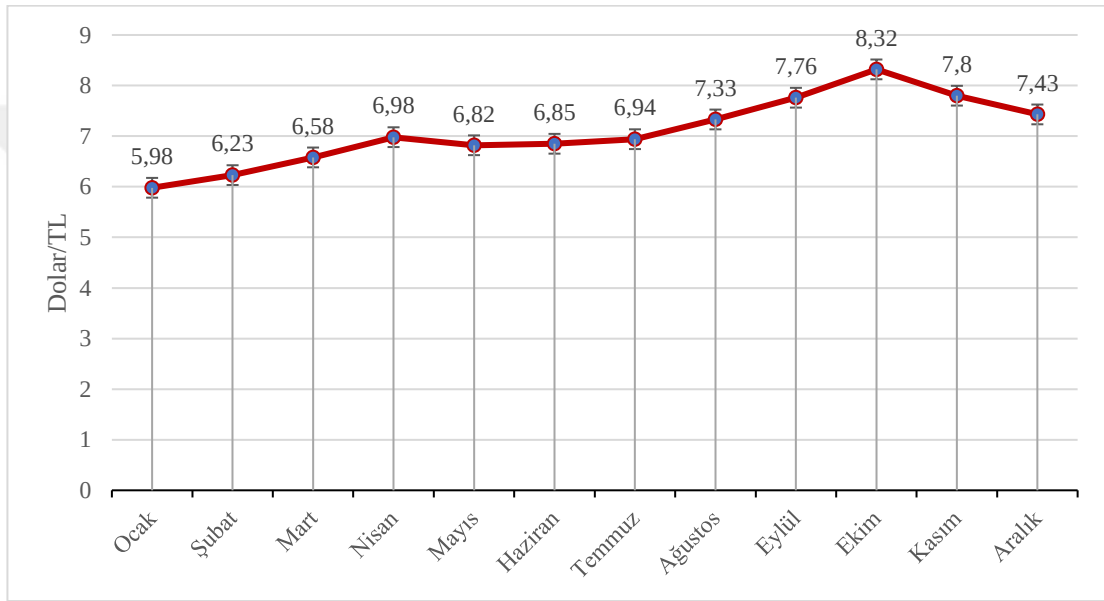


Şekil 13. Türkiye’de 2019-2023 Yılları Arası Faiz Oranı

Kaynak: TCMB EVDS

Şekil 13’de salgın döneminde artış gösteren bir başka ekonomik etken, faiz oranları olmuştur. 2019 yılında politika faiz oranı %12 oranındayken salgının Türkiye’ye gelmesiyle artış eğilimine girmiş ve %17 oranına yükselmiştir. Yüksek faiz oranları enflasyonu kontrol altında tutmak ve para biriminin değerinin korunmasına yardımcı olmak, ekonomik belirsizliği azaltmak ve yatırımcının güvenini sağlamak için yapılmıştır. Faiz oranlarının yükselmesi, Türkiye'nin ekonomik değerlendirmesinde önemli yere sahiptir.

Türkiye'de, genellikle enflasyonun artmasıyla birlikte faiz oranlarının yükseldiği gözlemlenmektedir. Faizler, her ne kadar döviz kurları ve enflasyonun kontrol altına alınmasında önemli bir etken olsa da, uzun dönemde yükselişini sürdürmesi yatırımların gelmesine ve ekonomik faaliyetlerin canlanmasına olanak sağlamaktadır. Türkiye'de son zamanlarda fiyat artışlarının önde gelen nedenlerinden biri, döviz kurlarındaki yükselişler olarak belirtilmektedir. Döviz kurlarındaki artışlar ise faiz oranlarının artırılmasıyla dengelemeye çalışılmaktadır (Sertkaya ve Baş,2021).



Şekil 14. 2020 Yılı Dolar/TL Grafiği

Kaynak: TCMB

Şekil 14'e göre Türkiye'de Covid-19 salgınının ilk vakasının açıklandığı 1 Mart 2020 tarihinden sonra kurlarda bir artış meydana gelmiştir. Döviz kurlarının yükselmesi, ürün fiyatlarına yansımaktadır ve kur artışları Türkiye'de enflasyonun en önemli kaynaklarından biri olarak görülmektedir. Vaka sayılarının ve ölüm oranlarının artmasıyla döviz kuru giderek artmaya başlamıştır. 1 Ocak 2020 tarihinde 5,98 TL olan dolar kuru, yıl sonu kapanışı 7,43 olarak gerçekleştirmiştir.

Merkez Bankası'nın politika faizini %19'dan %14'e düşürdüğü Eylül-Aralık 2021 arasındaki dönemde, doların değeri Eylül başında 8.30 TL iken, Aralık ayında 17.5 TL'ye yükseldi. Faiz indirimleriyle birlikte Türk Lirası değer kaybı yaşadı ve bu kaybın ne zaman duracağı belirsizdi. Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini eritme yoluna giderek

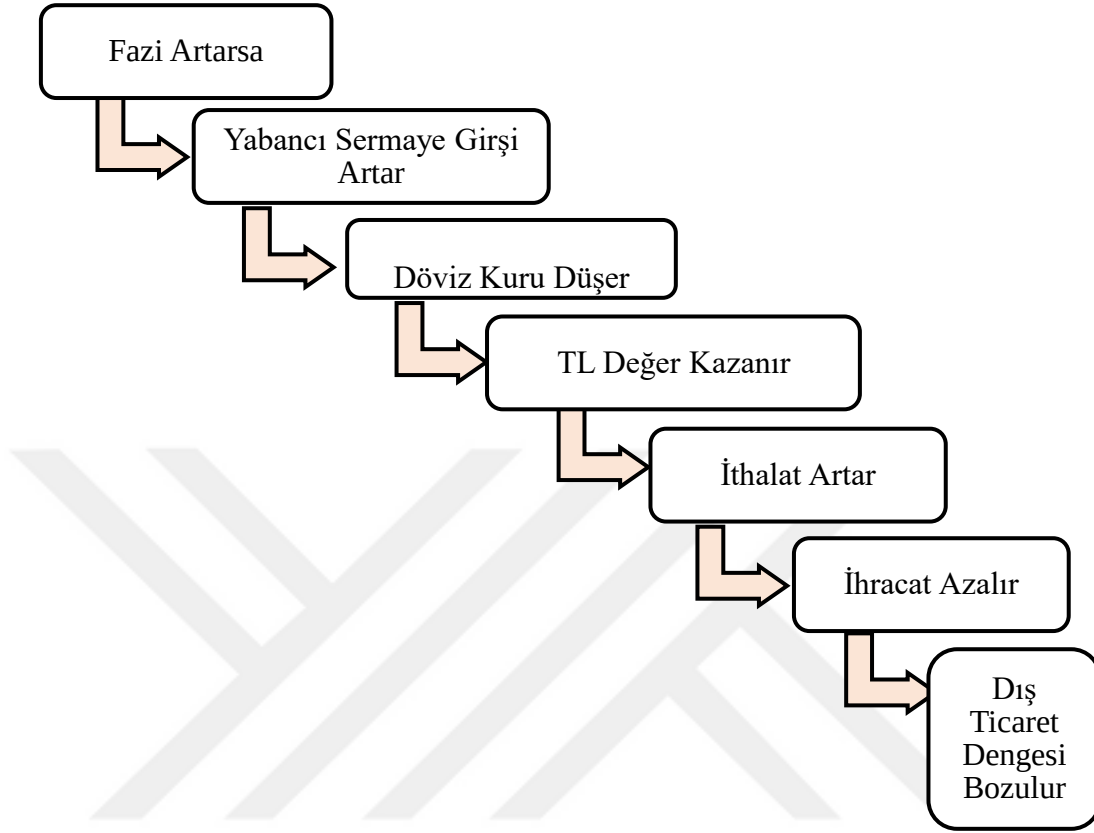
kurdaki yükselişi durdurmaya çalışması sonuçsuz kalınca, 20 Aralık'ta duyurulan Kur Korumalı Mevduat uygulamasıyla birlikte kurlar hızla düştü ve dolar, 13.50 seviyelerine geriledi. Döviz kurundaki bu ani yükseliş ve dalgalanmanın ardından iki önemli sonuç ortaya çıktı. İlk olarak, döviz kurundaki yükselişin ithal ürünler ve girdilerde meydana getirdiği fiyat artışları, genel fiyat seviyesinde hızlı bir artışa sebep oldu. İkincisi, döviz kurlarındaki ve ekonomideki belirsizliklerin artmasıyla birlikte, fiyatların yükselmesi özellikle maaşlı çalışan kesimi olumsuz etkiledi; tarımsal fiyatlardaki ani yükseliş ise çiftçileri ve tarım üretimini etkiledi. Genel fiyat seviyesindeki hızlı yükseliş, borçlanarak konut, arsa, araba ve hisse senetleri gibi varlıklar üzerinde spekülasyonun hızlanmasına yol açtı. Türkiye'nin ekonomik modeli, 2000'lerin başından 2010'ların ikinci yarısına kadar yabancı sermaye girişine bağımlı, borç artışına dayalı ve inşaat sektörüne odaklanmış büyüme modelinin sınırlarına gelmişti. Yüksek faiz politikaları uygulansa da, dış sermaye girişleri ekonomiyi canlandırmakta yetersiz kaldı. Covid-19 salgını ve sonrasında enerji ve gıda fiyatları dahil olmak üzere genel fiyat seviyesinin artması, Türkiye'yi de etkiledi (Orhangaiz ve Yeldan, 2023).

3.9. FED Faiz Kararının Türkiye'deki Faiz Oranına Etkisi

FED'in faiz kararları diğer ülkelerin faiz oranlarını etkilemektedir. Çünkü ülkelerin merkez bankaları FED'in kararlarını referans almaktadırlar. Bu durum FED'in faiz oranlarını artırması veya azaltması, uluslararası finansal piyasalarda faiz seviyelerinin de değişmesine neden olabilmektedir. Eğer diğer ülkelerde FED ile beraber genişleyici para politikası uygularsa faiz oranlarının ABD'dekiyle eşit şekilde diğer ülkelerde de azalacağı beklenmektedir. Diğer bir açıdan, FED ile birlikte diğer ülke Merkez bankaları da sıkı para politikalarına geçtiklerinde faiz oranlarının Amerika'dakine benzer şekilde diğer ülkelerde de yükseleceği öngörülmektedir (Ersoy, 2020: 126).

Ülkelerin sıkı para politikaları izlemesiyle Şekil 15'e göre faiz oranlarının artması, ülkeye daha fazla yabancı sermaye girişine neden olmaktadır. Bu nedenle döviz rezervleri artar, döviz kuru düşer ve TL değer kazanır. Bu durumda ithalat artar, ihracat azalır ve dış

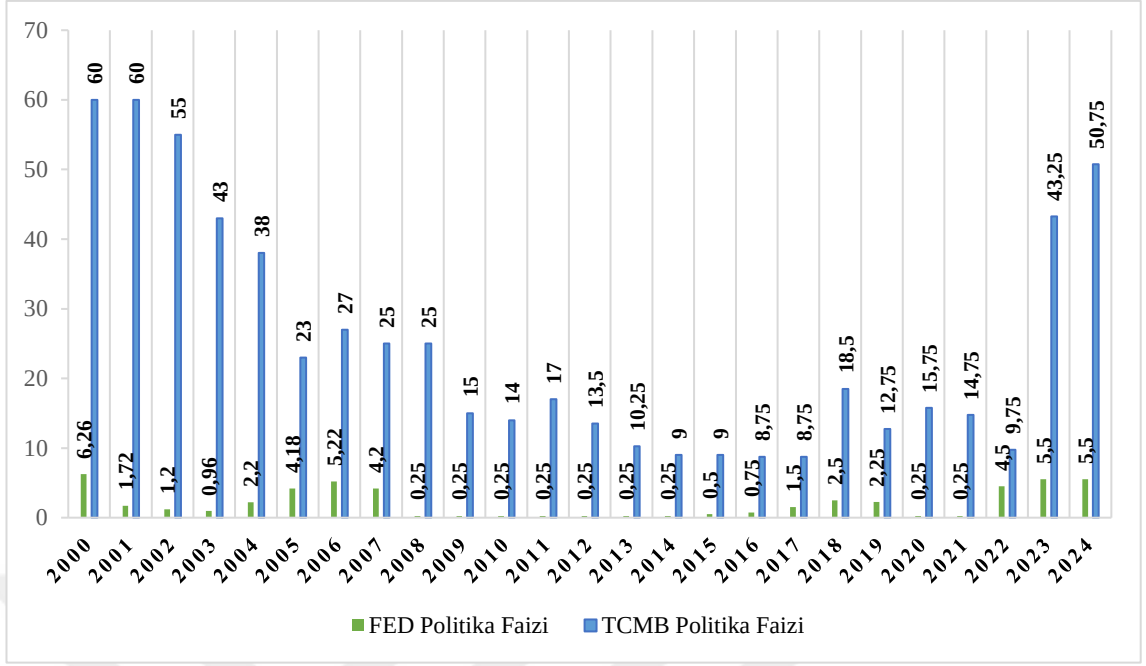
ticaret dengesinin olumsuz etkilenmesi gibi sonuçlar ortaya çıkar.



Şekil 15. Türkiye’de Faiz Oranı Artışının Ekonomiye Etkisi

Kaynak: Uslu, 2018

FED’in faiz kararı Türkiye’deki faiz oranlarını etkilemektedir. Çünkü FED’in faiz oranlarını artırması, küresel sermaye akışlarını etkilemektedir. Böylelikle yabancı yatırımcı faiz oranlarının yüksek olduğu tarafa çekileceği için Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının da artırılmasına sebep olmaktadır. Türkiye’deki faiz oranlarının diğer ülkelere oranla düşük olması sonucu çıkan yabancı sermaye ile birlikte TL değer kaybeder. Bu durum da enflasyonist baskı artar ve TCMB faizleri artırır.



Şekil 16. FED Politika Faizi ve TCMB Politika Faiz Oranı Karşılaştırması

Kaynak: TCMB, Federal Reserve Bank Of New York İnternet adresi:

<https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/effr>

Şekil 16'ya göre 2008 yılında Mortgage krizinin patlak vermesi ve 2009 yılındaki ekonomik performansın kötü seyri tüm ülkeleri etkilemiştir. ABD politika faiz oranlarını 2008 yılında 0-0,25 seviyelerinde bırakmıştır. TCMB politika faiz oranlarını %25 seviyesinde bırakmış ve yeni sermaye akışları gelerek ekonomi canlandırılmıştır. 2008 yılından 2014 yılına kadar geçen sürede faiz oranını sabit tutması Türkiye'de yabancı sermaye girişlerinin artmasına neden olurken, 2015 yılında 0.25 bas puan artışıyla %0.5 olan faiz oranı neticesinde yabancı sermayenin ükeden çıkışı, Türkiye'nin faiz oranlarında artışa gitmesine neden olmuştur. 2016 yılında FED faiz oranlarını %0.75 oranına çıkarmasıyla, Türkiye politika faiz oranını %8.75 olarak açıklamıştır. Fakat yabancı sermayenin bir önceki döneme göre az miktarda giriş sağladığı görülmüştür. FED'in artırdığı faiz oranına karşılık biz daha fazla faiz oranlarını artırırsak yabancı sermaye o zaman Türkiye'ye gelmiş olacaktır. 2018 yılında FED faiz artışına gitmesiyle Türkiye'de faiz oranları %18'leri görmüştür. Döviz kurunda görülen ani yükselişlerin önlenmesi için Merkez Bankası faiz oranlarını artırmıştır.

FED'in 2019' da faiz artışlarını durdurması, Türkiye'ye dış sermaye girişlerinin önceki dönemlerdeki seviyelerde olmasa da devam etmesine ve enflasyonun düşük kalmasına

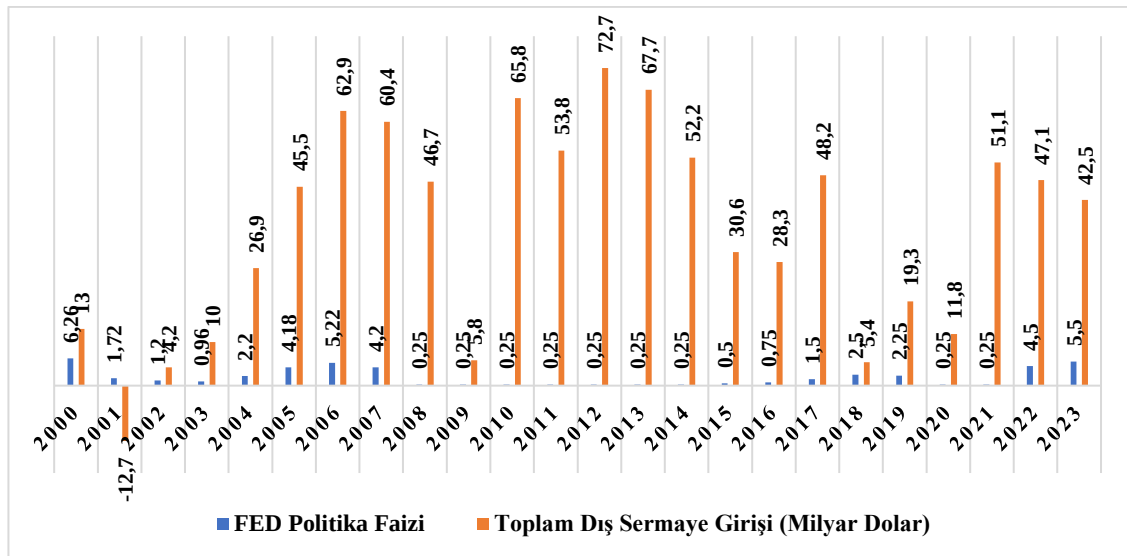
rağmen Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine başlamasına esneklik sağladı. 2018 ile 2022 yıl sonuna kadar faiz oranlarının bir miktar düştüğü şekil 16'da görülmektedir. Faiz oranları düştükçe TL değer kaybetmeye devam etmiştir. Bu süreç ekonomik büyümeyi desteklemek için faiz oranlarının indirildiği bir dönem olmasının yanı sıra, döviz kuru artışının kontrol altında tutulması için Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini kullandığı bir dönem olmuştur (Orhangazi ve Yeldan,2023).

2023 yılında Türkiye'deki faiz oranlarının %43.25 seviyelerini görmesi seçim belirsizlikleri, yüksek enflasyon, TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi gibi başlıca etkenler faiz oranlarının artışına sebep olmuştur. 2023 yılında Merkez bankasının yönetimi el değiştirmesiyle birlikte faiz oranlarında artışa geçilmiştir.

3.10. FED Faiz Kararının Türkiye'de Yabancı Sermaye Girişine Etkisi

Bazı ulusların Merkez Bankaları tarafından alınan kararlar sadece ülkelerin kendi sınırları içinde olmayıp, tüm dünyadaki finansal dengeleri de etkileyebilmektedir. ABD Merkez Bankası FED ve Avrupa Birliği Merkez Bankası AMB başta olmak üzere uygulamaya aldıkları kararlar neticesinde kendi sınırları içinde olmayan diğer ekonomilerin ekonomik büyüklüklerini de belirli ölçüde etkileyebilir (Yüret, 2019: 6).

2008 Mortgage krizinin patlak vermesi Amerika'nın ekonomik performansını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu tarihten itibaren Amerika Merkez Bankası FED, faiz oranlarını neredeyse sıfıra yakın seviyelere çekmiştir. Bu durumla birlikte Türkiye'ye yeni yabancı sermaye akışı sağlanmıştır (Onuk, 2024).



Şekil 17. FED Politika Faiz Oranları Ve Türkiye’de Toplam Dış Sermaye Girişi (Milyar ABD Doları) Karşılaştırması

Kaynak: TCMB, Federal Reserve System İnternet adresi:

<https://www.federalreserve.gov/default.htm>

Şekil 17’ye göre 2008 yılında Mortgage krizi patlak verdiğinde ve 2009 yılındaki ekonomik performansın kötü gitmesi tüm dünya ülkelerini etkilemiştir. ABD politika faiz oranlarını 2008’de 0-0,25 seviyelerinde sabit bırakırken TCMB politika faiz oranlarını artırmış ve 2010 yılında yeni sermaye akışları gelerek ekonomi canlandırılmıştır. Türkiye’nin 2012 yıl sonuna kadar dış sermaye girişleri artmıştır. Yabancı sermaye girişi arttıkça özel sektörün borç yüküde artmıştır. ABD’nin aldığı kararlarla toparlanan ekonomik performansı ve faiz oranlarının artırılacağına yönelik beklenti sonucu Türkiye’den yabancı sermaye yatırımları hızla azalmaya başlamıştır.

FED’in 21 Mayıs 2013 tarihinde uygulamaya aldığı parasal genişleme programını aşamalı olarak sonlandıracağını duyurmasının ardından dünya genelinde dolar miktarının azalacağı öngörülmüştür. Bu durum yüksek dış borcu ve dış finansmana bağımlı olan ülkelerin yerli para birimlerinin ABD Doları karşısında değer kaybetmesine yol açmıştır. Ağustos 2013’te Amerika merkezli yatırım bankası olan Morgan Stanley tarafından yayınlanan ekonomi raporunda; Türkiye, Brezilya, Hindistan, Güney Afrika ve Endonezya ‘kırılgan beşli’ olarak adlandırılmıştır (Göçer ve Akın, 2016).

Şekil 17’ye göre FED’in 2014 yılına kadar 0,25 oranında faiz oranlarını sabit bırakıp 2015 yılında 0,25 bas puan artırarak politika faizini 0,50’ye çıkarması Türkiye’nin toplam dış sermaye girişlerinde azalmayla sonuçlanmıştır. Bu tarihten itibaren Amerika Merkez Bankası FED’in faiz artışlarında hızlı adımlar atılmayacağı beklentisiyle yine önemli miktarda yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. 2017 yılına gelindiğinde FED’in bir önceki yıla göre 0,75 bas puan artışı ile %1,5 olan politika faizi sonucu Türkiye’deki yabancı sermaye girişlerinde çıkış yaşanmıştır. FED’in faiz oranlarını artırması yabancı sermayenin bizim gibi ülkelere terk etmesi sonucu kriz doğabilmektedir. 2019 yılında Covid-19 pandemisinin ortaya çıkmasıyla FED faizleri 2020’de 0,25 bas puana çekmiştir. FED’in aldığı kararlara bağlı olarak ülke ekonomisinde dalgalanmalar

yaşanmaya başlanmıştır. 2021 yılında döviz kurlarında olası dalgalanmalara karşı Kur Korumalı Mevduat programı uygulamaya geçirildi. Faiz oranları bu dönem düşürüldü. KKM'nin uygulanmasıyla, döviz kurlarında dalgalanmalara karşı koruma sağlayacağından Türkiye'ye yatırım yapan yatırımcıların kur riskinden endişe duymalarını azaltılacağı düşünüldü. Fakat KKM'nin işleyişiyle beraber FED'in faiz artışına geçmesi sermaye girişi değil aksine sermaye çıkışı yaşandığını söyleyebiliriz.

Tablo 12. Türkiye'ye Sektörlere Göre Yapılan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Milyon ABD Doları)

SEKTÖRLERE GÖRE UDY TUTARLARI (MİLYON ABD DOLARI)				
SEKTÖR	2022 (Milyon \$)	2022 (% PAY)	2023 (Milyon \$)	2023 (% Pay)
TARIM	71	1,0%	28	0,5%
MADENCİLİK	174	2,5%	171	3,1%
İMALAT	1.565	22,4%	1.717	30,7%
GIDA-İÇECEK TÜTÜN	509	7,3%	124	2,2%
KİMYA	163	2,3%	316	5,7%
RAFİNE EDİLMİŞ PETROL ÜRÜNLERİ	105	1,5%	61	1,1%
ANA METAL SANAYİ	145	2,1%	89	1,6%
BİLGİSAYAR-ELEKTRONİK VE OPTİK ÜRÜNLER	372	5,3%	394	7,1%
METALİK OLMAYAN ÜRÜNLER	3	0,0%	38	0,7%
TEKSTİL-GİYİM-DERİ	17	0,2%	45	0,8%
KAUÇUK-PLASTİK	34	0,5%	189	3,4%
ULAŞIM ARAÇLARI	29	0,4%	176	3,1%
KAĞIT	43	0,6%	21	0,4%
MAKİNA-TEÇHİZAT	44	0,6%	114	2,0%
MOBİLYA	101	1,4%	150	2,7%
AĞAÇ VE AĞAÇ ÜRÜNLERİ	0	0,0%	0	0,0%
ENERJİ	360	5,2%	494	8,8%
HİZMETLER	4.815	68,9%	3.176	56,8%
FİNANS VE SİGORTA	1.786	25,6%	600	10,7%
TELEKOMÜNİKASYON	277	4,0%	345	6,2%
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET	1.579	22,6%	984	17,6%
Ulaştırma ve Depolama	392	5,6%	414	7,4%
İnşaat	55	0,8%	145	2,6%
Gayrimenkul Faaliyetleri	43	0,6%	298	5,3%
İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmet Faaliyetleri	51	0,7%	132	2,4%
Konaklama ve Yiyecek Hizmeti Faaliyetleri	332	4,8%	46	0,8%
DİĞER HİZMETLER	300	4,3%	212	3,8%
SU TEMİNİ, ATIK YÖNETİMİ	0	0,0%	2	0,04%
TOPLAM	6.985	100,0%	5.588	100,0%

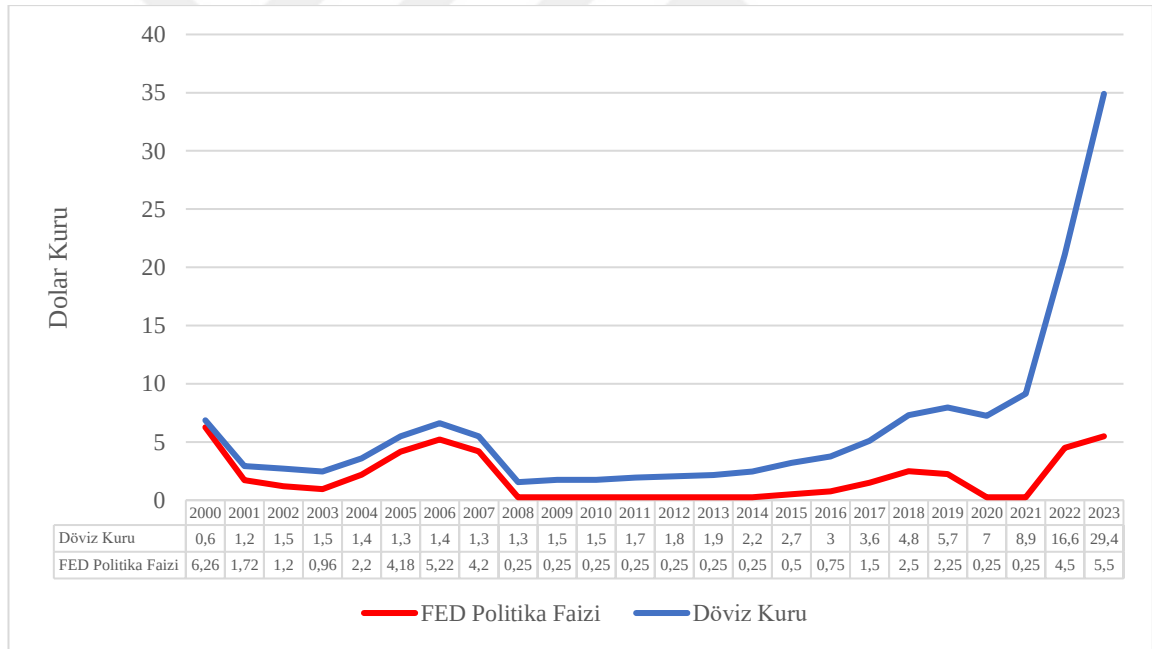
Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı

2023 yılında TCMB faizleri artırmasıyla Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar en çok %56.8 hizmet sektörüne yapılırken, %30.7 imalat, %8.8 enerji, %3.1 madencilik, %0.5 tarım ve %0.04 su temini atık yönetimi sektörlerine de yönelmiştir. Türkiye'nin hizmet sektörü son yıllarda önemli bir paya sahip olmuştur. 2023 yılında en yüksek sırayla %17.6 toptan ve perakende ticaret, %10.7 finans ve sigorta, %8.8 enerji, %7,4 ulaştırma

ve depolama, %7.1 bilgisayar- elektronik ürünler yatırımların hedefi olmuştur. 2023 ve 2022 yıllarını karşılaştırdığımızda finans ve sigortaya yapılan yatırımlar son yıllarda düşmüş yerini toptan ve perakendeye bırakmıştır.

3.11. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Döviz Kuru Üzerine Etkisi

Dolar endeksi, FED’in faiz kararlarına bağlı olarak şekillenir. FED’in faiz indirimleriyle birlikte dolar endeksi genellikle aşağı yönlü hareket eder, bu da doların diğer gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olur ve küresel piyasalarda düşük maliyetli finansman kaynağı haline gelir. Yatırımcılar yüksek getirili varlıklara yatırım yapmak için özellikle gelişmekte olan ülkelerin gibi piyasalarına yönelirler. Ancak FED’in faiz artırma kararıyla birlikte dolar endeksi genellikle yukarı yönlü hareket eder. Bu durumda yatırımcılar genellikle riskten kaçınarak Amerika veya diğer gelişmiş ülkelere yönelir. Çünkü faiz farkının daralacağını düşünürler (Sümer, 2020:68)



Şekil 18. FED Politika Faizi ve Döviz Kuru Karşılaştırması

Kaynak: TCMB, Federal Reserve System İnternet adresi:

<https://www.federalreserve.gov/default.htm>

Şekil 18’e göre 2008’de, küresel finansal kriz nedeniyle ABD Merkez Bankası FED, politika faizini 2014 yılına kadar sabit tutmuştur. Yatırımcılar, ABD dolarını terk edip daha yüksek getiri sunan diğer ülkelerde döviz girişini artırmışlardır. Türkiye faiz

oranlarını yükselterek sermayeyi çekici hareketlerde bulunmuştur. 2009'da FED politika faizini 0-0.25 aralığında tutarak düşük faiz politikasını sürdürmüş, ABD dolarının değerinin düşmesi ve yatırımcıların daha yüksek getiri arayışında bulunması döviz talebinin artmasına neden olmuştur.

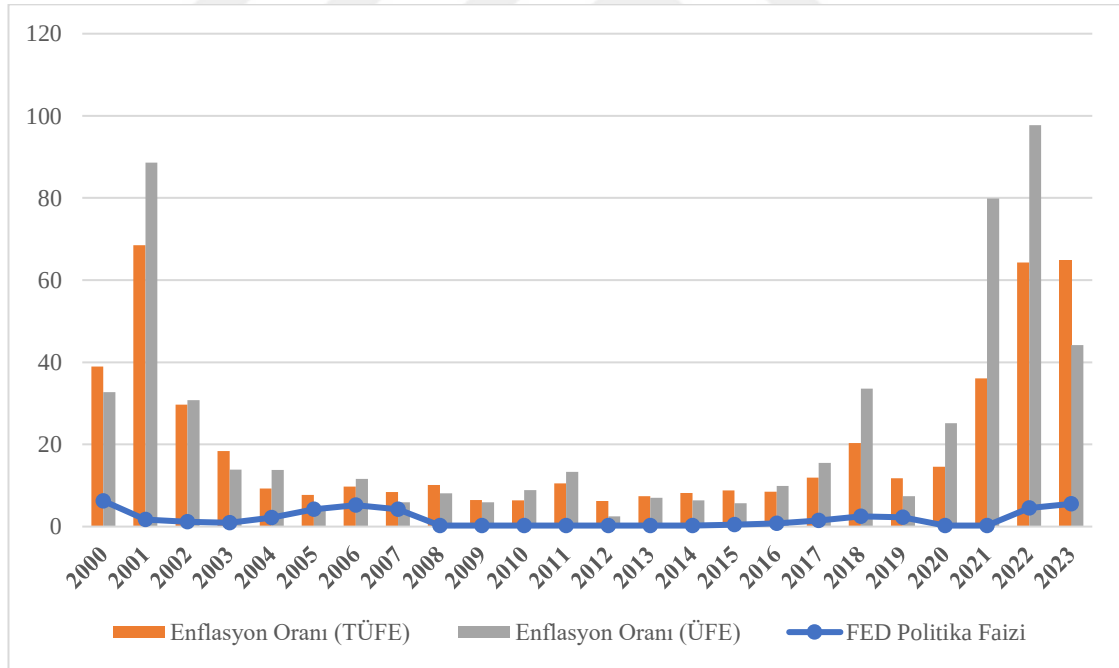
2008 ile 2014 yılları arası FED'in faiz oranlarını sabit tutmasına istinaden döviz kurunda dalgalı hareketlenmeler görülmemiştir. Ancak 2015 yılından sonra FED faiz artırma sürecine girmiş ve dolar da artış rastlanmıştır. Bu durum Türkiye gibi dış borçlanma açığı bulunan ülkelerde döviz kuru riskini artırmıştır. Dolar kuru arttıkça TL değer kaybetmeye başlamıştır. Çünkü ithalat maliyetleri ve yerli üretim maliyetleri artmış, enflasyon yükselmiştir.

FED 2018 yılında politika faizini artırmaya başlamıştır. Bu durum doların değerinin artmasına ve Türk Lirasının dolar karşısında değer kaybetmesine neden olmuştur. Dolarda meydana gelen bu yükselişin sebebi yerel seçim öncesinde halkın artan döviz talebi ve Türkiye'nin ABD ile olan ilişkilerindeki gerginliğin döviz kurlarında artışa neden olduğu görülmüştür. FED, 2019 yılında parasal sıkılaşımdan vazgeçerek faiz oranlarını düşürme yönünde karar alınmıştır. 2019'da FED politika faizi 0,25 bas puan indirmiştir. Bizim döviz kurumumuzda hiçbir etkisi olmamıştır.

2020 yılında COVID-19 salgını küresel ekonomiyi etkilerken, FED faizleri 0.25 bas puana çekerek ve likiditeyi artırarak ekonomiyi desteklemeye çalışmıştır. Ancak 2021 yılı sonrasında FED'in faiz artırma sinyalleri vermesiyle birlikte dolar kuru yükseldi ve TL giderek değer kaybetmeye başlamıştır. Döviz kurlarında olası dalgalanmalara karşı Kur Korumalı Mevduat programı uygulamaya geçirilmiştir. Faiz oranları bu dönem düşürülmüş ve KKM'nin uygulanmasıyla, döviz kurlarında dalgalanmalara karşı koruma sağlayacağından Türkiye'ye yatırım yapan yatırımcıların kur riskinden endişe duymalarını azaltılacağı düşünülmüştür. KKM'nin uygulanmasıyla beraber FED'in 2022 yılında faizleri yükseltmesi bizde sermaye girişi değil aksine sermaye çıkışı yaşandığını söyleyebiliriz. Dolar kuru 2022 yılında 16 TL'yi bulmuştur. 2023 yılında Türkiye'deki faiz oranlarının %42.5 seviyelerini görmesi seçim belirsizlikleri, yüksek enflasyon, TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi gibi başlıca etkenler faiz oranlarının artışına sebep olmuştur. 2023 yılında Merkez bankasının yönetimi el değiştirmesiyle birlikte faiz oranlarında artışa geçilmiştir.

3.12. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Enflasyon Oranına Etkisi

Fed, ABD ekonomisindeki enflasyonu kontrol altına almak amacıyla faiz oranlarını artırarak hareket eder. Enflasyon, mal ve hizmet fiyatlarının sürekli artışını ifade etmektedir. Enflasyon yükseldiğinde, insanların satın alma gücü azalır ve ekonomik büyüme yavaşlar. Fed, enflasyonu azaltmak için faiz oranlarını yükselterek yatırım ve tüketim harcamalarını kısmayı hedefler. Fed’in faiz artırması, gelişmekte olan ülkeleri etkilediği gibi Türkiye’yi de etkiler. Türkiye cari açığını finanse etmek için dış kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Fed’in faiz artırması gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak maliyetlerini artırır ve Türkiye’nin de borçlanma ihtiyacı artar. Bunun yanı sıra, Fed’in faiz artırması Türk Lirası’nın dolar karşısında değer kaybetmesine yol açabilir. Bu durum, ithalat maliyetlerini artırır ve enflasyonu yükseltir.



Şekil 19. FED Politika Faizi ve Enflasyon Oranı Karşılaştırması

Kaynak: TCMB, Federal Reserve System İnternet adresi:

<https://www.federalreserve.gov/default.htm>

FED’in faiz oranlarını değiştirme eğilimi, Türkiye'deki makroekonomik verileri tetiklediğinden, enflasyon faktörü de bu durumdan etkilenmektedir. FED faiz oranlarını

artırdığında, yatırımcılar daha yüksek getirili ABD varlıklarına yönelmekte ve bu durum, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışına yol açmaktadır. Bu sermaye çıkışı, Türkiye'nin cari açığını artırmakta, döviz kurunu ve enflasyonu yükseltmektedir.

Şekil 19'da görülen FED'in 2008-2014 yılları arasında politika faizini sabit tutması ile Türkiye'deki enflasyon verisi karşılaştırıldığında, yüksek dalgalanmaların yaşanmadığı görülmektedir. 2013 yılında FED'in tahvil alım programını azaltma sinyalleri vermesiyle birlikte sonraki yıllarda faiz artırımlarına gitmiş ve 2015 yılında Türkiye'de döviz kurunda ve faizlerde artış gözlemlenmiştir. Bu süreçte TL değer kaybetmiştir. Bu durum, Türkiye'nin ithalat maliyetlerini artırarak enflasyonu yükseltmiştir. Dış finansman maliyetlerindeki artış, Türkiye'nin ekonomik maliyetlerini zorlaştırmış ve enflasyonist bir duruma yol açmıştır. 2018 yılında FED'in faiz oranlarını artırmasıyla birlikte, Türkiye'deki enflasyon verileri de yükselmiştir.

Türk Lirası, dolar karşısında değer kaybetmesinin arkasındaki nedenler arasında, yerel seçim öncesinde halkın döviz talebindeki artış ve Türkiye ile ABD arasındaki gerilimin döviz kurlarındaki artışı tetiklediği gözlemlenmiştir. Ayrıca, 2019'da FED ekonomik canlanmayı desteklemek amacıyla faiz oranlarını düşürmüştür. Faiz oranlarındaki düşüşle birlikte yabancı sermaye Türkiye'ye kaymış ve TL döviz karşısında değerli hale gelmiştir. TL'nin değerli oluşuyla ithalat daha ucuza gelmiş ve böylelikle enflasyon bir önceki yıla oranla azalmıştır.

2020 yılında Covid-19 salgınının yayılmasıyla FED politika faizlerini düşürdü. Bu dönem döviz kurlarının artmasıyla TL'deki değersizleşmenin hızlanmasıyla TCMB rezervlerini kullanarak müdahalede bulunmuştur. Merkez Bankası'nın bu müdahalesi karşısında faiz oranlarını da yükseltmiştir (Akçay, 2023). Yabancı sermaye hareketleri beklenilenin altında görüntü oluşturmuştur. Enflasyonda da bu döngü içerisinde artmıştır.

2021 yılında Türkiye döviz-faiz kısılacı arasında kalmıştır. Döviz kuru yıl sonu artmasıyla yeni önlemler paketi çerçevesinde, Cumhurbaşkanı Erdoğan tarafından duyurulan bir tedbir olan kur korumalı mevduat, hane halklarına ve işletmelere yönelik bir çözüm olarak sunulmuştur. Bankalarda açılan KKM hesaplarına Türk Lirası cinsinden para yatırımlara, vade sonunda eğer Türk Lirasında değer kaybı yaşanır ve faiz gelirin altında kalırsa, bu farkın kendilerine ödeneceği taahhüt edilmiştir. Bu sayede, döviz talebinin kontrol altına alınması amaçlanmaktadır. Türk Lirası cinsinden kazanç sağlanırken, döviz kuru

farkından kaynaklanabilecek zararların hükümet tarafından telafisi sağlanacaktır (TCMB, 2022a: 29)

Hazine ve Maliye Bakanı Nureddin Nebati'nin açıklamaları şu şekildedir:

"Döviz kurlarını düşürmek için faiz oranlarını yükseltebilirdik, ancak bu durumda üretim olumsuz etkilenebilirdi. Biz farklı bir yol izledik. Enflasyonla birlikte büyümeyi tercih ettik. Aksi takdirde enflasyonu düşürmek için sert önlemler alıp yüksek faiz oranları uygulayabilirdik. Bu durumda üretim duraklayabilirdi. Kur korumalı TL'ye geçiş sağlayarak hem doları frenledik hem de üretimi ve büyümeyi destekledik. Bu düzenlemeden, üretici firmalar ve ihracatçılar kar etmektedir. Bu sayede, ekonomik büyüme tercih edildiği için büyüme rakamları olumlu bir trend izliyor, bu da istihdamda artışla sonuçlanıyor. Aynı zamanda, dar gelirli vatandaşlara yönelik gelir artırıcı düzenlemeler yapılarak, enflasyonun etkilerine karşı koruma sağlanmaya çalışıyoruz" (Selvi,2022)

2021 yılındaki TCMB'nın faiz indirimi önceki dönemlerde yaşanan döviz krizlerine benzer bir durumla karşılaşmış, ancak sonuç olarak faiz artırımını gerçekleştirmemiştir. Bu durumun üç kritik sonucu olmuştur (Kavcıoğlu,2022):

- (4) Enflasyon çok kısa bir süre içinde ve son derece hızlı bir şekilde yükselmiştir.
- (5) Kur korumalı mevduat mekanizması sayesinde Türk Lirası'ndaki hızlı değer kaybı durdurulabilmiştir.
- (6) Ekonomik büyüme devam etmiş ve istihdam artmıştır.

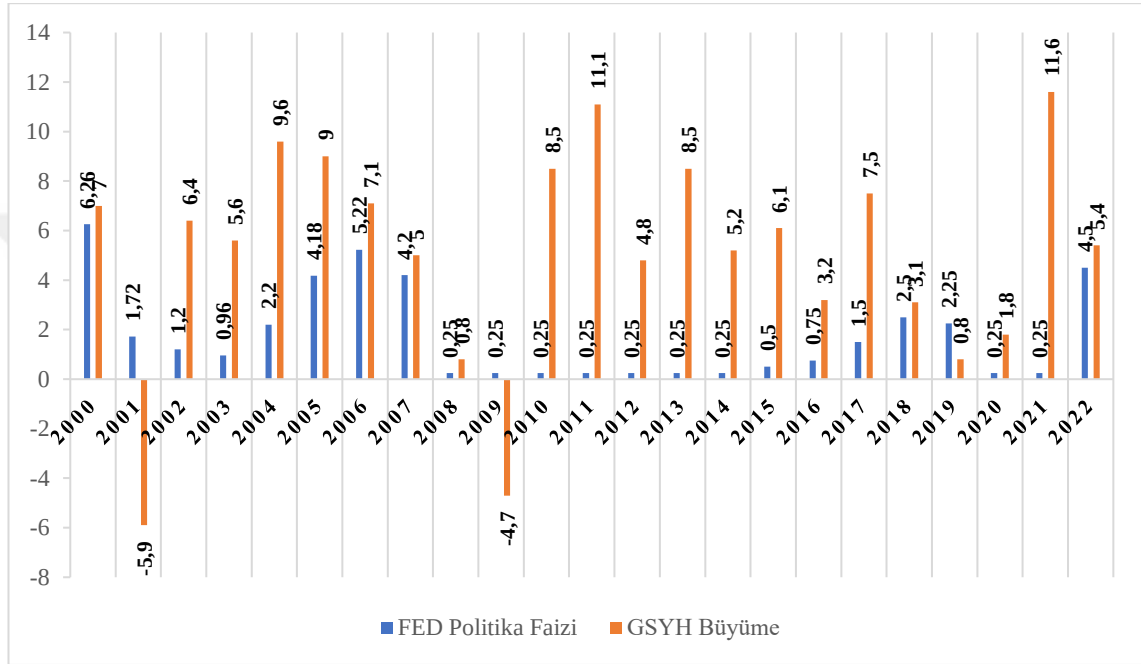
2023 yılında FED'in faiz artışına karşılık TCMB politika faizini yükseltme kararı almıştır. Böylelikle yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. 2022 yılında ÜFE oranı 97.7 iken, 2023 yılında 44.2 oranına düşmüştür.

3.13. FED Faiz Kararının Türkiye'deki GSYH Büyüme Oranına Etkisi

FED'in faiz oranlarındaki artışı, ABD tahvillerini satarak fiyatlarda bir yükselişe neden olmaktadır. Bu durum da tüketim ve üretimde düşüşe yol açarak ekonominin yavaşlamasına sebep olur. Ayrıca, FED'in faiz oranlarında yaşanan bir artış doların değerini artırır ve borcu dolar cinsinden olan ülkelerin maliyetini yerel para birimlerine

göre artırır. Bu nedenle, FED'in küçük bile olsa bir faiz artırım kararı, kelebek etkisi yaratarak tüm dünyayı etkileyebilir (Ayata, 2019).

FED'in uygulayacağı politikalar, uluslararası ticarete USD'nin rolünün değiştireceği için yatırım kararlarını da önemli ölçüde etkiler. Piyasalarda, FED'in aldığı kararlar sonucunda faiz oranı politikaları ve parasal genişleme beklentileri keskin hareketlere neden olabilir.



Şekil 20. FED Politika Faizi ve Türkiye'nin GSYH Büyüme Oranına Etkisi

Kaynak: TCMB, Federal Reserve System İnternet adresi:

<https://www.federalreserve.gov/default.htm>

FED'in faiz kararları Türkiye'nin GSYH oranlarını etkilemektedir. Şekil 20'de ABD Merkez Bankası FED, 2008 yılında küresel finansal krizle yaşanan ekonomik daralmayı hafifletmek için faiz oranlarını 0-0,25 seviyelerinde sabit tutmuştur. Gelişmiş ülkelerin faiz oranları gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumlarını etkilemektedir. FED'in faiz oranlarını bu dönemde yükseltmemesi, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye yatırımlarını artırmıştır. 2008 krizinin etkisiyle Türkiye'nin GSYH büyüme rakamlarının etkisini 2009 yılında daralarak gerçekleştirdiğini görmekteyiz. 2013 yılında FED varlık alımlarını azaltacağı ve parasal genişleme politikasını sonlandıracağını ilan etmesiyle Türkiye gibi gelişen piyasalarda sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu durumda Fed politika faizleri sabitken, Türkiye'nin GSYH büyüme oranını olumsuz etkilendi ve

etkisini 2014 yılında 5,2 oranına gerileyerek göstermiştir. TL bu dönemde değer kaybetmiştir. 2015 yılından sonra FED faiz rakamları giderek yükselmeye başlamıştır. Bunun nedeni ise Amerika'daki enflasyonun giderek yükselmesidir. FED'in faiz yükseltmesi 2018 yılına kadar sürdüğü söylenebilir. 2018 yılında Türkiye'nin GSYH rakamları azalmış bir sonraki yıl Covid salgının ortaya çıkmasıyla daha fazla daralmıştır. FED ekonomik toparlanma ve enflasyon endişesiyle faizleri artırmıştır. Bu dönemde Türkiye'nin GSYH büyümesi yavaşlamış döviz kurları artık dalgalanmaya başlamıştır. FED faizleri artırınca yatırımcı faizlerin yüksek olduğu yerlere kayacağından Türkiye'de sermaye çıkışları yaşanmıştır. 2019 yılında Covid salgınıyla beraber dünya ticareti bu dönem durmuş ve Amerika durgunluğa giden ekonomiyi yeniden harekete geçirebilmek için faiz oranlarını düşük seviyelere çekerek parasal genişleme yapmıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri bu gelişmeyle birazda olsun rahatlamış fakat pandeminin etkisiyle Türkiye'nin GSYH büyümesi küçülmüştür. 2022 yılında ekonomik toparlanma amacıyla FED faiz oranlarını artırmaya başlamıştır. Bu küresel sermaye akışlarını etkilemiş ve Türkiye gibi gelişen piyasalar için finansman maliyetlerini artırmıştır.

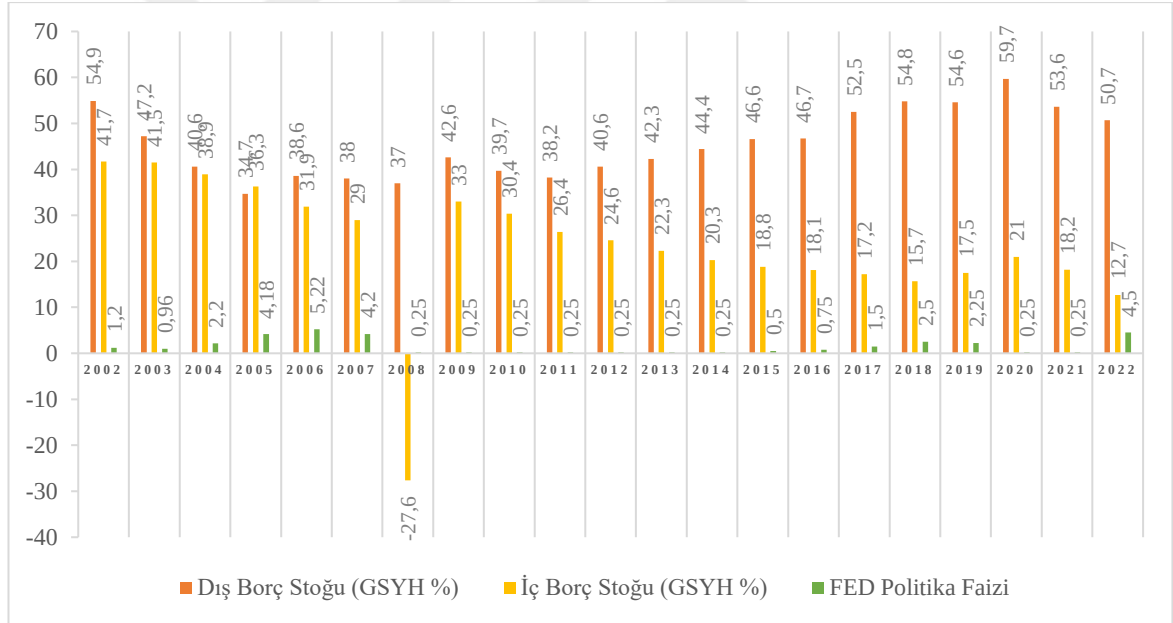
Döviz kurlarındaki ve enflasyondaki artış, finansal sistemin dayanıklılığına ilişkin endişeleri artırmıştır. Bu gelişmelere karşı, 21 Aralık 2021'de Kur Korumalı Mevduat (KKM) sistemi uygulamaya koyulmuş ve dövize olan talebi azaltmıştır. Merkez Bankası dolar alış kuru, 22 Aralık 2021'de 13,02 TL iken, 29 Aralık 2021'de 11,39 TL'ye düşmüştür. TL mevduatın döviz tarafına yönelmesini önlemek amacıyla KKM duyurulmuş ve bu sisteme katılan TL tasarruf sahiplerinin bankalardan sabit bir faiz getirisi sağlayacakları belirtilmiştir. Aynı zamanda, dönem içinde döviz kuru artışının faiz getirisini aşması durumunda oluşacak farkın Hazine tarafından tasarruf sahiplerine ödeneceği ifade edilmiştir. Bu sayede, döviz mevduatından sisteme geçen tasarruflar için TCMB, TL mevduatından sisteme giren birikimler için ise Hazine sorumlu tutulurken, tasarruf sahibi kişilere sabit bir faiz getirisinin yanı sıra kur riskine karşı koruma imkanı da sağlanmıştır (Kartal, 2024)

KKM'nin uygulamaya geçirilmesiyle birlikte grafiklerden de görüldüğü üzere döviz kurları yine de artmıştır. Sonuç olarak FED'in politika faizlerini artıracak kararı Türkiye'nin GSYH büyümesini doğrudan etkilemiş ve daralmaya yol açmıştır. FED'in

faiz artırımına gitmesi bizim gibi gelişmekte olan sermaye bağımlı ülkeleri sıkıntıya sebebiyet vermiştir.

3.14. FED Faiz Kararının Türkiye’deki Borç Stoklarına Etkisi

Türkiye'nin iç borç stoğu; kamu tahvilleri, hazine kağıtları ve TCMB'den alınan kısa vadeli avanslar gibi unsurların birleşimiyle meydana gelir (Bakkal ve Gürdal, 2007). Dış borç stoğu ise, yurt içinde yaşayan yerli kişi veya kurumların, yurt dışında yabancı kişilere veya kurumlara olan borçlarını ifade eder. Bu borcun döviz cinsinden olup olmaması değil, borç verenin yurt dışında olması önemlidir. Türkiye'deki kişi veya kurumların yabancı kişilere veya kurumlara olan borçlarının büyüme oranını incelediğimizde, borç stokunun son yıllarda önemli ölçüde arttığını görmekteyiz. (Yüksel, 2020). (<https://www.dogrulukpayi.com/bulten/yillara-gore-turkiye-nin-dis-borc-stoku> Erişim Tarihi: 27.04.2024)



Şekil 21. FED Politika Faizi ve Türkiye’nin İç ve Dış Borç Stoğu/GSYH Oranına Etkisi (%)

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı Ekonomik Göstergeler, Federal Reserve System

İnternet adresi: <https://www.federalreserve.gov/default.htm>

2008 ile 2022 yılları arasındaki Türkiye’de iç borç stoku ve dış borç stokunun GSYH’ya oranına ilişkin veriler Şekil 21’de sunulmuştur. Grafikte görüldüğü üzere, Türkiye’nin dış borç stokundaki yükseliş her dönemde artarak devam etmiştir. Türkiye, diğer birçok ülke

gibi, 2008 yılında ABD'de başlayan küresel krizin etkilerini hissetmiştir (Erdem, 2021: 117). İç borç stoku artarken, iç borç stokunun GSYH'ya oranı negatif değer almıştır. 2008 yılında Mortgage krizi patlak verdiğinde, Türkiye de önemli ölçüde daralma yaşamıştır. FED faiz oranlarını sabit tutarken, yabancı sermayeyi çekmek amacıyla Merkez Bankası faizleri artırmış, ancak beklenenden az sermaye girişi olmuştur. GSYH büyüme oranı da negatif olmuş ve iç borç stokunun GSYH'ya oranı, büyümenin düşmesinden dolayı negatif artış göstermiştir.

Kriz döneminde Türkiye iç borçlanma yoluyla ekonomiyi canlandırmak için borçlanma yoluna gitmiştir. Bu nedenle iç borç stoğunun GSYH'ya oranı 2009 yılında artmıştır. Grafiği incelediğimizde kriz dönemlerinde iç borç stoğunun büyüme oranının arttığını krizlerin atlatıldığı dönemde bu oranın azaldığını görmekteyiz. 2018 döviz krizinin etkisini 2019 yılındaki orandan görebiliriz. Aynı şekilde 2020 yılında Covid salgınının etkisiyle de bu oran artmıştır.

İç borçlanmadaki maliyet ne kadar düşük olursa olsun, kullanılan borcun ekonomiye getirdiği yük azalacaktır. Borçlanmanın ekonomiye sağladığı fayda, yalnızca borçlama maliyetinin düşük olmasına değil, aynı zamanda borcun ekonomik kalkınma alanlarında etkili bir şekilde kullanılmasına da bağlıdır. 2020 yılında meydana gelen Covid-19 salgını, birçok ülkenin ekonomisini olumsuz şekilde etkilemiştir. Üretim de düşüş ve azalan vergi gelirleri gibi etkenlerin yanı sıra, açıklanan mali destek paketleri nedeniyle kamusal harcamalar artmıştır. Başka bir deyişle, genişletici mali politikalar, bütçe açıklarını artırmış ve artan bu açıkların finansmanı için borçlanmaya başvurulmuştur (Savsar ve Yener,2023).

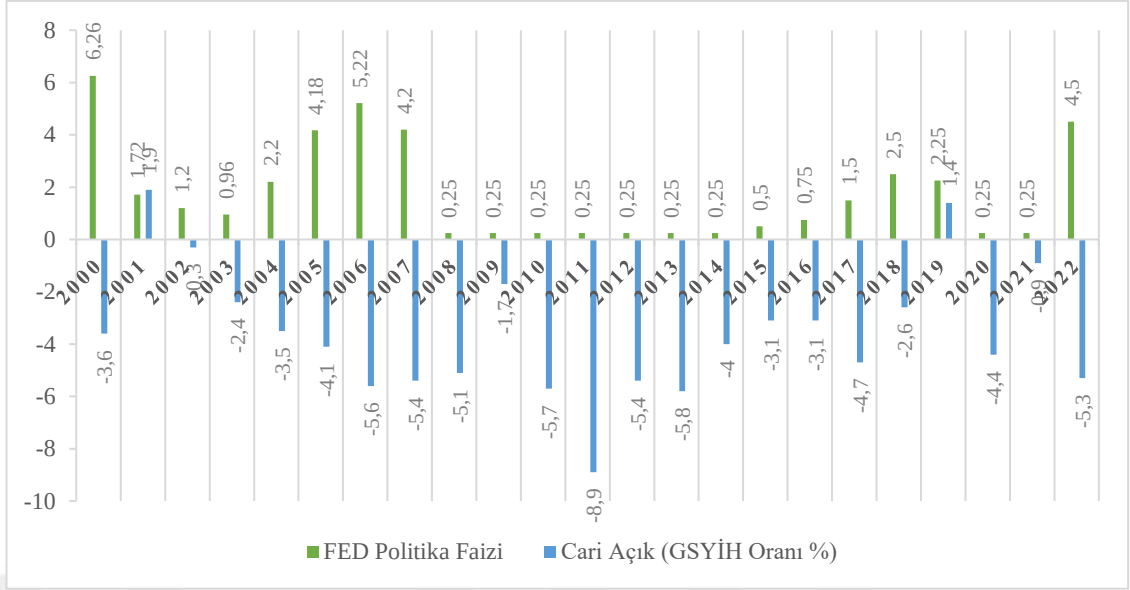
Salgın krizi sebebiyle faizlerde yaşanan düşüş, yabancı yatırımcıların ayrılmasında önemli bir faktör olmuştur. Krizin başlangıcında, hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy yatırımları belirgin bir şekilde azalmıştır. Bu durum, GSYH'nin hızla düşmesine ve sonraki yıl negatif değerlere ulaşmasına yol açmıştır (Onuk, 2024: 278-279). Böylelikle iç borç stoğu ve dış borç stoğunun büyüme oranında artış olmuştur. Türkiye'de krizin etkilierinin yansımaları 2009 ve 2019 yıllarındaki GSYH büyüme rakamlarının negatif yönlü daralmasıyla görürüz. Büyüme rakamları azaldığından iç borç büyümesi de artmıştır. 2009 yılında %33, 2019 yılında % 17,5 seviyesinde iken, 2020 yılında %21 olarak krizden bir sonraki yıl oranların arttığını görmekteyiz.

Ekonomik büyümenin desteklenmesinde ve cari açığı finanse etmek için dış borçlanmanın artmasında ihtiyaç duyulmuştur. Yüksek faiz oranları dış borçlanma maliyetlerini artırırken, düşük faiz oranları dış borçlanmayı daha cazip hale getirmektedir. Yani FED faiz oranlarını artırdığı dönemlerde Türkiye’de döviz kurunun yükseldiği ve TL’nin değer kaybetmesiyle yabancı para birimleriyle alınan borcun finansmanının artacağı gibi dış borcun maliyetini de artırmıştır. Dış borç stoğundaki artışın, cari açıkla da ilişkisi vardır. Cari açığın artmasıyla daha fazla dış finansmana ihtiyaç duyulur ve dış borçlar artar. Şekil 23’te cari açık oranı negatif artarken, Şekil 22’de dış borç stokunun büyümesinin de arttığı görülmektedir. GSYH büyüme oranının azaldığı dönemlerde iç borç stokunda azalmaya rastlanmıştır.

3.15. FED Faiz Kararının Cari Açık Üzerine Etkisi

FED’in faiz artışları, gelişmekte olan ülkeleri, özellikle Türkiye gibi cari açıkla mücadele edenleri etkilemektedir. Türkiye’nin dış finansmana olan gereksinimi nedeniyle, FED’in faiz artırması dış borçlanma maliyetlerini artırır ve cari açığı daha da artırabilir. Ek olarak, FED’in faiz artışları Türk Lirası’nın dolar karşısında değer kaybetmesine yol açar. Bu da ithalatı pahalılaştırarak enflasyonu artırabilir (Gedikyatırım, 2023)

Merkez Bankası’nın uyguladığı politika faiz oranı, cari işlemler dengesi üzerinde büyük etkisi olan bir değişkendir. Politika faiz oranının artırılması, cari açığın azalmasına katkıda bulunabilir. Faiz oranlarının yükseltilmesi, cari açık üzerinde iki farklı etkiye sahiptir. Birincisi, politika faiz oranlarının artırılmasıyla, yabancı kaynak girişinin artması ve yerel para biriminin değerlendirilmesi beklentisiyle ithalatın artması ve dolayısıyla cari açığın genişlemesi beklenir. İkincisi, politika faiz oranlarının artırılmasıyla kredi talebinin ve iç talebin azalması, dolayısıyla ithalatın azalması ve cari açığın daralması şeklinde olacaktır (Esen, Yıldırım ve Kostakoğlu, 2012: 216).



Şekil 22. FED Politika Faizi ve Türkiye'nin Cari Açık (GSYİH Oranı %) Karşılaştırması

Kaynak: TÜİK, Federal Reserve System İnternet adresi:

<https://www.federalreserve.gov/default.htm>

Yüksek faiz oranları dış borçlanma maliyetlerini artırırken, düşük faiz oranları dış borçlanmayı daha cazip hale getirmektedir. Yani FED faiz oranlarını artırdığı dönemlerde Türkiye'de döviz kurunun yükseldiği ve TL'nin değer kaybetmesiyle yabancı para birimleriyle alınan borcun finansmanının artacağı gibi dış borcun maliyeti de artmıştır. Dış borç stoğundaki artışın, cari açıkla da ilişkisi vardır. FED'in faiz oranlarında değişikliğe gitmesiyle ekonomik büyüme rakamları etkilenmektedir. Yüksek faiz rakamları kredi maliyetlerini artırır. Bu durumda ekonomik büyümeyi yavaşlatır ve cari açığın artmasına neden olur. Cari açığın artmasıyla daha fazla dış finansmana ihtiyaç duyulur ve dış borçlar artar. Şekil 22'te cari açık oranı negatif artarken, şekil 21'de dış borç stoğunun büyümesinin de arttığı görülmektedir.

FED faizleri sabit tuttuğu 2008-2014 yılları arasında TCMB yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarında artışa geçmiştir. TL değer kazanmış ve döviz kuru düşmüştür. Ekonomik büyümenin desteklenmesinde cari açık artmış ve finanse etmek için dış borçlanmanın artmasına ihtiyaç duyulmuştur. Türkiye ekonomisinde ekonomik büyüme küçüldüğü zaman cari fazla vermektedir.

SONUÇ

Türkiye’de meydana gelen finansal krizler ülkenin ekonomik tarihinde önemli dönemeçleri oluşturmuştur. 1980 yılı sonrasında küreselleşme ve entegrasyon çabaları ilerleyen yıllarda yerini finansal krizlere bırakmıştır. Özellikle 1990’lı yıllarda sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar finansal krizlere yol açarken, bu dalgalanmalar ülkeler arasında hızla yayılmıştır. Bu dönemde yaşanan krizlerin temel sebebinin sermaye girişlerinin serbest bırakılması sonucunda yaşanan spekülasyon atakları olduğu söylenebilir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte Türkiye spekülasyon ataklarına açık hale gelmiştir. 1994 yılında ve daha sonra 2000 yılında yaşanan krizler spekülasyon sermaye girişlerine tipi örnekler olarak karşımıza çıkmaktadır. Başka deyişle Türkiye’de finansallaşma sürecinde 1994, 2000 ve 2001 krizleri bankacılık ve uluslararası finansman sorunlarının yaşandığı dönemler olmuştur. Kasım 2000’de döviz rezervlerinde meydana gelen spekülasyon hareketleri sonucunda gecelik faiz oranları yükselmiş, yabancı sermaye çıkışları yaşanmış ve döviz rezervlerinde ciddi kayıplar meydana gelmiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri Türkiye ekonomisinin yapısının hassas olduğunu bizlere göstermektedir. Yüksek faiz ve enflasyon rakamları, bütçe açıkları, cari açık, dış borçlar ve döviz kuru baskısı gibi meydana gelen finansal sorunlar ekonominin direncini düşürmüş ve krizin etkilerini derinleştirmiştir. Bu durumlar finansal sistem üzerinde büyük bir baskı oluşturarak ekonomik istikrarı tehdit etmiştir.

Siyasi alanda yaşanan sorunlar, yeni reformsal hareketler krizin siyasi bir boyut kazanmasına neden olmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri yerli ve yabancı yatırımcıların beklenti ve kararlarında ani değişikliklere yol açarak yüksek seviyede sermaye çıkışlarına neden olmuştur. 2000’li yıllarda yaşanan bu kriz ülke ekonomisini çıkmaza sokarken, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sayesinde olumsuz etkileri hafifletmeye yönelik önemli bir çaba olarak değerlendirilmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 24 Ocak 1980 yılında uygulanan istikrar programından sonra Türkiye tarihinde uygulanan en kapsamlı yapısal program olarak tarihe geçmiştir.

Program sayesinde ekonomik istikrarın artırılması, büyüme hedeflerine ulaşılması gibi olumlu etkiler gözlemlenmiştir. Uygulanan politikalar sayesinde kamu maliyesinde bütçe açıkları azaltılmış, ulusal rekabetçilik alanında güçlendirmeler sağlanmış ve yatırım

ortamı iyileştirilmiştir. Türkiye finans piyasalarının uluslararası finans piyasaları ile entegrasyonu sağlanmış ve bu sayede sermaye girişlerinde önemli artışlar kaydedilmiştir. Türkiye’de uygulanan yabancı sermaye girişlerine yönelik büyüme politikaları ekonomik büyüme hedefleri için önemli bir uygulama olmuştur. Yabancı sermaye girişleri Türkiye ekonomisinin hızlı büyümesine katkıda bulunmuş, işsizlik oranları düşmüş, TL’nin yabancı paralar karşısındaki değeri ve yatırım oranları artmıştır. Özellikle 2000’li yıllarda sermaye girişleri ekonomik performans için temel belirleyici olmuştur. Ancak, dışa bağımlılık, cari açık, dış borç artışı ve finansal istikrarsızlık gibi sorunlar yabancı sermaye girişlerinin olumsuz etkileri olarak karşımıza çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle, Türkiye’de dış ticaretin yapısının, özellikle ithalatın büyük oranda hammadde, enerji ve ara mallardan oluşması, büyüme performansı ile birlikte cari açık ve dış borç stokunun artması sonucunu doğurmuştur.

2018 yılında meydana gelen döviz krizi, ülke ekonomisinin yapısını kırılgan hale getirmiştir. Bunun en önemli sebebi Amerikan Merkez Bankası FED’in 2013 yılından itibaren faiz artırımına gitmesi olmuştur. Faiz arttırma kararı, Türkiye gibi gelişmekte olana ülkelerin finansal piyasalarında yatırımların düşmesine yol açmıştır. Zira merkez ülkelerde faizler düşükken sermayenin yönünü çevre ülkelere çevirmesi, merkez ülkelerde faiz yükseldiğinde ise sermayenin çevre ülkelere kaçması tarihsel bir olguydu. Merkez ülkelerde, özellikle ABD’de faizlerin düşük kaldığı dönemde Türkiye gibi ülkeler açısından yabancı sermaye sorunu yaşanmazken, FED’in para politikasını sıkılaştıracağını ilan ettiği 2013 yılından itibaren sermaye yönünü merkez ülkelere çevirmiştir. 2010’lu yılların ikinci yarısından itibaren uluslararası piyasalarda yaşanan bu gelişmelere Türkiye’de yaşanan siyasi istikrarsızlıklar da eklenince sermaye girişlerinde önemli bir yavaşlama gözlenmiştir. Özetle, bu dönemde bir taraftan 15 Temmuz darbe girişimi ve arka arkaya gerçekleştirilen genel ve yerel seçimler siyasi belirsizliklere yol açmış, diğer taraftan uluslararası piyasalarda faizler yükselme eğilimine girmiştir. Sonuçta sermaye girişleri hızla azalmıştır.

Sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemde yaşanan düşük enflasyon ve yüksek büyüme süreci böylece sona ermiş, yüksek enflasyon-yüksek faiz sarmalının başladığı istikrarsız büyüme sürecine girilmiştir. Bu çalışmada, 2018 yılında başlayan istikrarsızlığın sebebinin sermaye girişlerine dayalı büyüme politikası olduğu gösterilmiştir. Buna göre, sermaye girişleri hem yurtiçi talep artışına hem de ithal

mallarına yönelik talep artışına yol açmıştır. Döviz arzı artışı sonucu TL'nin değerlenmesiyle, yani döviz kurunun düşmesiyle, ithalat artmış ve ihracat azalmıştır. Bu durum cari açığın ve dış borcun artmasına neden olmuştur. Sonuç olarak, çalışmada da gösterildiği, FED'in faiz artışları Türkiye'nin sermaye girişine bağımlı olması nedeniyle ülkenin makroekonomik dengelerini olumsuz etkilemiş ve istikrarsız büyümeye yol açmıştır. 2000'li yıllarda sermaye girişleri artarken istikrarlı kur ve bağımsız para politikası uygulayan Türkiye, 2018 sonrasında sermaye girişlerinin azalmasıyla birlikte bu iki politika arasında tercih yapmak zorunda kalmıştır. Başka bir ifadeyle, Trilemma problemi ortaya çıkmıştır.

Türkiye'de 2000 yılı sonrası finansal krizlerin döviz, faiz ve enflasyon oranları üzerindeki etkilerinin incelendiği bu çalışmada elde edilen bulgulara göre Türkiye'de meydana gelecek olan olası finansal krizlerin önlenmesine yönelik bazı öneriler şu şekilde özetlenebilir: Türkiye'nin ekonomik krizlerine karşı direncini artırmak için daha etkili makro ekonomik istikrar politikaları oluşturulmalı ve uygulamaya alınmalıdır. Finansal işletmelerin yönetim ve denetim mekanizmalarının güçlendirilmesine yönelik çalışmalar yapılmalı ve krizlere karşı daha dayanıklı, etkin bir finansal sistem oluşturulmalıdır. Ayrıca uluslararası piyasalardaki değişkenlere karşı daha adapte bir ekonomik politika benimsenmeli ve dış faktörlere karşı daha dirençli bir ekonomik yapı oluşturulmalıdır.

KAYNAKLAR

- Akçay, Ü. (2023). Türkiye’de 2002-2023 arası uygulanan para politikalarının ekonomi politiği. *ODTÜ Gelişim Dergisi*, 50(1), 195-236.
- Aktan, C. & Şen, H. (2001). Ekonomik kriz: Nedenler ve çözüm önerileri. *Yeni Türkiye*, 2(42), 1225-1230.
- Akyüz, Y. (2015). International of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies. *South Center Reserach Papers*, 60.
- Alpdoğan, H. (2019). *Finansal krizlerin öngörülebilirliği: G20 ülkeleri*. Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Altuntaş, M. (2018). *Bağımsız para politikası çerçevesinde rezerv opsiyon mekanizması ve katsayının analizi*. Doktora Tezi, Trakya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.
- Aslan, N. & Terzi, N. (2013). *Küresel finans*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Ayata, T. (2019). *Döviz kuru dalgalanmalarının ve Amerikan merkez bankası (fed) faiz kararlarının Türkiye cumhuriyet merkez bankası faiz kararları üzerine etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Aydın, Y. (2022). Sermaye girişine dayalı inşaat odaklı büyüme modeli devalüasyon ve türkiye ekonomisinin (konut) krizi. *İktisat Ve Toplum Dergisi*, (141), 58-61.
- Aydın, Y. (2014). Açık ekonomide trilemma. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), 2-3.
- Aydoğuş, İ. & Öztürkler, H. (2006). *Türkiye’de cari işlemler açığı sorununun analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Bakkal, S. & Gürdal, T. (2007). İç borçlanmanın Türkiye ekonomisi üzerine etkileri. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 2(2).
- BDDK (2006). Bankaların iç sistemleri hakkında yönetmelik. *Resmi Gazete*, (26333).
- BDDK (2010). *Krizden istikrara Türkiye tecrübesi*. Çalışma Tebliği, Ankara.
- Canbay, Ş. (2018). Finansal serbestleşme sürecinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolü ve mevcut risklere karşı önlemler. *Fırat Üniversitesi İİBF Uluslararası İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*. 2(1).
- Cengiz, V. & Karacan, R. (2015). Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri ve ekonomik sonuçları. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 0(15), 327-344.
- Çelik, Ş. Ç. (2022). Covid-19 pandemisi sonrasında maliye politikaları uygulamaları: Türkiye özelinde bir değerlendirme. *İslâm İktisadi Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 4-27.
- Çelik, S. Ç. (2023). *Nass ekonomisi tartışmaları üzerine*. Erişim adresi: <https://islamiktisadi.net/2023/08/01/nass-ekonomisi-tartismalari-uzerine/>. Erişim tarihi: 28.05.2024
- Demirel, B. & Kırmızıoğlu, H. (2021). *Türkiye’nin iktisadi görünümü temel sorunlar ve çözüm önerileri*. Ekin Yayınevi.

- Demirel, H. G. (2009). *Krizlerin menkul kıymetler borsasına etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karaman.
- Devlet Planlama Teşkilatı. (1990). *1980'den 1990'a makroekonomik politikalar, türkiye ekonomisindeki gelişmelerin analizi ve bazı değerlendirmeler*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- Devrim, F. (2001). Küreselleşen krizler ve Türkiye. *Yeni Türkiye Dergisi*, 0(42),943.
- DİE, (2003). *1923-2002 istatistik göstergeler*. Ankara: DİE Matbaası.
- Doğanlar, M., Bal, H. & Özmen, M. (2007). Döviz krizi modelleri. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(1).
- Duran, M. S. & Acar, M. (2020). Bir virüsün dünyaya etkileri: Covid-19 pandemisinin makro ekonomik etkileri. *International Journal Of Social And Economics Sciences*, 10(1), 54-67.
- Duygulu, A. A. (1998). Döviz kuru istikrarının ekonomik istikrar açısından değerlendirilmesi. *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, 13(81), 107-118.
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel finasan krizi: piyasa sisteminin eleştirisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2013). *İmkansız üçleme ya da üçlü açmaz*. Kendime Yazılar. Erişim adresi: <http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/imkansz-ucleme-ya-da-uclu-acmaz.html> Erişim tarihi: 10.02.2023
- Eğilmez, M. (2015). *Parasal genişleme uygulamaları*. Kendime Yazılar. Erişim adresi: <https://www.mahfiegilmez.com/2015/09/parasal-genisleme-uygulamalar.html>. Erişim tarihi: 18.03.2024
- Eğilmez, M. (2018). *Döviz kurunun ekonomik kararlar üzerindeki etkisi*. Erişim adresi: <http://www.mahfiegilmez.com/2018/11/dolar-kurunun-kararlar-uzerindeki-etkisi.html>. Erişim tarihi: 10.08.2023
- Eken, M. H. (2009). *Dünya'da finans krizi-Türkiye'de ekonomik kriz*. Erişim adresi: http://www.finanskulup.org.tr/assets/makale/hasan_eken_dunyada_finans_krizi_tur_kiyede_ekonomik_kriz.pdf.
- Erçel, G. (1999). *2000 yılı enflasyonu düşürme programı: kur ve para politikası uygulaması*. Erişim adresi: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/555855c8-90e047409188e5b03bdc96a8/baskan_parapol00.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8-m3fb7of
- Erdem, A. (2021). *Türkiye'de 2000 sonrası iç borçlanma politikaları ile orijinal günah arasındaki ilişki*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Erdem, E. (2008). *Para, banka ve finansal sistem*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Erdoğan, B. (2006). *Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler ve finansal kriz modelleri*. Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Erdönmez, P. A. (2003). Türkiye'de 2001 yılındaki mali kriz sonrasında kurumsal sektörde yeniden yapılandırma. *Bankacılar Dergisi*, (47), 38-55.

- Eren, F. M. (2010). *Ekonomik krizler ve kriz göstergeleri : 1990 sonrası dünyada yaşanan krizler ve Türkiye karşılaştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Konya Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Ersoy, İ. (2013). The Role of Private Capital inflows and the exchange market pressure on real exchange rate appreciation: The case of Turkey. *South African Journal of Economics*, 81(1), 35-51.
- Ersoy, M. İ. (2020). *ABD merkez bankası Fed'in para politikası kararlarının gelişmekte olan ülke finansal piyasalarına etkileri*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ertuğrul, A. ve Selçuk, F. (2001). *A brief account of the Turkish economy 1980-2000*. *Russian & East European Finance And Trade* 37(6), Ss.7.
- Ertuna, Ö. (2006). Yüksek faiz düşük kur sarmalı ve çözümler: Bir simülasyon denemesi. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, (32), 1-12.
- Ertuna, Ö. (2007). Aşırı değerli tl ve türkiye ekonomisine etkileri. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, (35), 1-12.
- Esen, E., Yıldırım, Z. & Kostakoğlu, F. (2015). Faiz oranındaki bir artış cari işlemler açığını arttırır mı?. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (32).
- Eser, M. (2021). *Türkiye'nin dış borçları*. Ankara: İksad Yayınevi.
- Evranoş, F. (2012). *2008 küresel finans krizinin etkileri (Türkiye ekonomisi ve türk bankacılık sektörüne etkileri yönünden)*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ewing, J. (2020). *Turkey Braces for Yet Another Currency Crisis*. The New York Times. Erişim adresi: <https://www.nytimes.com/2020/08/27/business/turkey-currency-crisis.html>
- Frankel, J. & Rose, A. (1996). Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal Of International Economics*. (2-3), 351-366.
- Gedik Yatırım (2023). *Fed faiz kararı nedir?* Erişim adresi: <https://gedik.com/blog-yazilari/yatirim/fed-faiz-karari-nedir> Erişim tarihi: 28.04.2024
- Girdap, Ö. (2007). *Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, finansal krizler ve Türkiye*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Göçer, İ. & Akın, T. (2016). Kırılgan beşlide tasarruf-yatırım açığının ekonomik büyümeye etkileri: Yeni nesil ekonometrik analiz. *Ege Akademik Bakış*, 16(2).
- Gökçek, H. A. (2023). Neoliberal iktisat politikaları ve 1980-1989 yılları arasında türk ekonomisinin genel görünüşünün altı faktör altında incelenmesi ve değerlendirilmesi. *Stratejik Ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 147-161.
- Güneş, S. & Yıldırım, C. (2017). Kredi genişlemesi ile cari açık arasındaki ilişki: Türkiye örneği. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2(1).
- Gür, T. H. & Tosuner, A. (2002). Para ve finansal krizlerin öncü göstergeleri. *H.Ü. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 9-36.
- Gür, T. H. (2002). Para ve finansal krizlerin öncü göstergeleri. *H.Ü. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 9-36.

- Hazine Müsteşarlığı. (2004). Hazine istatistikleri 1980-2003. Ankara.
- Helleiner, E. & Pauly, L. W. (2005). Global political economy. *Oxford University Press*. Ss.7-15,154,177-204.
- Hepaktan, C. E. (2008). Türkiye'nin Dönüşüm Sürecinde Dış Ticaret Politikaları. 2. *Ulusal İktisat Kongresi*, İzmir.
- IMF. (2021). *Dünya ekonomik görünüm veritabanı*. Erişim Adresi: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>.
- İbiş, E. (2013). *2001 Krizi: Türk bankacılık sektörü üzerine etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Karabulut, G. (2002). *Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizin nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Karabulut, R & Uğur, A. (2014). Taksim gezi olaylarının (mayıs - haziran 2013) türk finans sektörüne etkisi. *Birey Ve Toplum Dergisi* 4(7).
- Karaçor, Z. (2007). *2001 Güçlü ekonomiye geçiş programı ve istihdam üzerine etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karaçor, Z. ve Alptekin, V. (2006.) Finansal krizlerin önceden tahmin yoluyla değerlendirilmesi: Türkiye örneği. *Yönetim Ve Ekonomi Dergisi*, 13(2), 237-256.
- Karluk, R. (2009). *5 Nisan 1994 istikrar kararları, cumhuriyetin ilanından günümüze Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Kartal, F. (2024). Kur korumalı mevduat sistemi ve sonuçları. *İşletme Ekonomi Ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 1.
- Kavcıoğlu, Ş. (2022). *Liralaşma stratejisi-Merkezin Güncesi*. TCMB. Erişim adresi: <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/liralaşma+stratejisi> Erişim tarihi: 26.04.2024
- Kaya, A. (2013). *Mali sürdürülebilirlik: teori ve Türkiye uygulaması*. Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul: G.M. Matbaacılık.
- Kesebir, M. (2018). 2008 küresel finansal kriz ve bu krizin Türkiye'deki ekonomik göstergelere etkisi. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2018, 6(4) .
- Keyder, N. (2001). Türkiye'de 2000-2001 krizleri ve istikrar programları. *İktisat, İşletme Ve Finans*, 16(183), Ss.38.
- Keyder, N. (2022). Türkiye'nin kriz deneyimleri 1994, 2000-2001, 2008-2009 ve 2018-2022 krizleri. *İktisat Ve Toplum Dergisi*, 1.
- Kibritçiöğlu, A. (2001). Türkiye'de ekonomik krizler ve hükümetler 1963-2001. *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, 1(41), 174-182.
- Kocadağ, S. (2010). *Ekonomik krizlerle mücadelede maliye politikasının rolü: türkiye'de 1980 sonrası döneme yönelik bir inceleme*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Kol, E. N. & Karaçor, Z. (2012). 2001 Güçlü ekonomiye geçiş programı ve istihdam üzerine etkileri. *Maliye Dergisi*,162.

- Koyuncu, F. T. & Tekeli, S. (2010). 1990 sonrası dönemde Türkiye’de dış borç stoku üzerinde etkili olan ekonomik faktörlerin analizi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 123-130.
- Kruger, M., Osakwe, P. N., & Page, J. (1998). Fundamentals, contagion and currency crises: An empricial analysis. *Bank Of Canada Working Papers*, 210, Ss.1-36.
- Küçüköğlu, S. (2021). Covid-19 pandemi sürecinin küresel ekonomik göstergeleri ve Türkiye’de bankacılık ve finans sektörüne etkileri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20(42), 1269-1291.
- Mangır, F. (2006). Finansal deregülasyonun (1989–2001) Türkiye ekonomisi üzerine etkileri: Kasım 2000 ve şubat 2001 krizleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (16), 459-472.
- Mishkin, S. F. (1999b). Global financial instability: Framework, events, issues. *Journal Of Economic Perspectives*, 4(13), 3-20.
- Mishkin, S. F. (1998). International capital movements, financial volatility and financial instability. *Nber Working Papers*, (6390), 19.
- Mishkin, S. F. (1999a). Lessons from the asian crises. *Journal Of International Money Finance*, (18), 709-723.
- Murat, D. (2006). *Parasal krizlerin istatistiksel analizi ve Türkiye uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.
- OECD (2020). *Coronavirus (COVID-19): Living with uncertainty*. Erişim adresi: <https://espas.secure.europarl.europa.eu/orbis/system/files/generated/document/en/34ffc900-en.pdf> Erişim tarihi: 12.05.2024
- Onuk, P. (2024). *Borç sarmalı dış borcun ekonomi politiği*. İstanbul: Tekin Yayınevi.
- Orhan, Z. O. & Erdoğan, S. (2013). *Para politikası*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Orhangazi, Ö. (2020). *Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları, kırılğanlıklar ve kriz dinamikleri*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Orhangazi, Ö. ve Yeldan, A. E. (2023). Türkiye modeli-2021 ve sonrası: Rastgele hedefler, gerçekleştirmeler ve bir bilanço. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 171-194.
- Özmen, E. (2015). Türkiye’de cari açıklar, dış ticaret ve finansal kırılğanlıklar. *İktisat, İşletme Ve Finans*, 30(351). 35-72.
- Öztürk, E. (1992). *Türkiye’de son dönemde para politikası tartışmaları*. Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/23022caa-2916-4524-9acd-c33277882d03/9206tur.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-23022caa-2916-4524-9acd-c33277882d03-m3fw6u3> Erişim tarihi: 10.01.2024
- Pusti, M. (2013). *Krizlerin anatomisi ve Türkiye’de 2001-2008 finansal-ekonomik krizleri üzerinde bir inceleme*. Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Savaş, V. F. (2012). *Küresel finans ve makro iktisat*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Savsar, C. & Yener, R. (2023). Türkiye’de kamusal finansman aracı olarak iç borçlanma ve ekonomik etkileri. *Uluslararası Finansal Ekonomi Ve Bankacılık Uygulamaları Dergisi*, 4(1).

- Selvi, A. (2022). *Milletvekilleri ne sordu, Erdoğan ne yanıt verdi*. Erişim adresi: <https://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/abdulkadir-selvi/milletvekilleri-ne-sordu-erdogan-ne-yanit-verdi-42078196> Erişim tarihi: 26.04.2024
- Sertkaya, B. & Baş, S. (2021). Covid-19 salgınının Türkiye ekonomisi üzerine etkileri: riskler ve olası senaryolar. *Dicle Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(21), 147-167.
- Seyidoğlu, H. (2001a). *Uluslararası iktisat*. İstanbul: Güzem Yayınları, 396-591.
- Somçağ, S. (2006). *Türkiye'nin ekonomik krizi oluşumu ve çıkış yolları*. İstanbul: 2006 Yayınevi.
- Sönmez, S. (1998). *Dünya ekonomisinde dönüşüm: Sömürgecilikten küreselleşmeye*. İmge Kitabevi.
- Sungur, O. (2015). 2000 sonrası Türkiye ekonomisi: Büyüme, enflasyon, işsizlik, borçlanma ve dış ticarete gelişmeler. *Toplum Ve Demokrasi Dergisi*, 9(19-20), 243-269.
- Sümer, A. L. (2020). *TCMB faiz kararlarının makroekonomik etkileri*. Erişim adresi: <https://iksadyayinevi.com/wp-content/uploads/2020/10/tcmb-fa%4b0z-kararlarının-makroekonom%4b0k-etk%4b0ler%4b0.pdf>
- Şanlı, O. (2021). Türkiye’de 1994, 2001 ve 2018-2021 kur krizlerinin yeni nesil kriz teorileri çerçevesinde incelenmesi. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 6(2).
- Şimşek, H. A. (2007). Türkiye’de 2000 sonrasında uygulanan istikrar programlarının kamu maliyesine etkileri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* 2007, 44(512).
- Tarkun, S. (2012). Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizler ve probit model analizi ile finansal kriz öngörüsü. *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1).
- Tatlısu, S. (2017). *Türkiye’de maliye politikasının dönemsel etkinliği: 24 ocak kararları çerçevesinde Turgut Özal dönemi’nin değerlendirilmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bilecik.
- TCMB (2022a). *Enflasyon raporu 2022-I*. Erişim adresi: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/75635e65-74bf-4d04-83ca-415ffea1f032/enfocak_2022_i_tam.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-75635e65-74bf-4d04-83ca-415ffea1f032-nylmlnb Erişim tarihi: 22.04.2024
- TCMB. (2001). *Yıllık rapor*. Erişim adresi: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bc0a0a4f-12cb-453e-9700-1aaccfae6a67/2001_yillik_rapor.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-bc0a0a4f-12cb-453e-9700-1aaccfae6a67-mh5zan7 Erişim tarihi: 22.04.2024
- TCMB. (2010). *Ödemeler dengesi raporu. 2010-İv*. Erişim adresi: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/602d4bd0-71a3-4e47-adeb-103f0920cfd2/odrapor_20104.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-602d4bd0-71a3-4e47-adeb-103f0920cfd2-m5lzygs Erişim tarihi: 22.04.2024
- TCMB. (2015). *Ödemeler dengesi rapor-iii*. Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1b2b795e-0ca4-41cd-82f6->

b379f3b6638b/odrapor_20153.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-1b2b795e-0ca4-41cd-82f6-b379f3b6638b-m5lxtuj Erişim tarihi: 20.04.2024

- TCMB. (2018). 2019 yılı para ve kur politikası. *Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e8681e26-e3e6-4476-b79d-b2aa9e8f34d2/2019parakur.pdf?mod=ajperes>* Erişim tarihi: 11.11.2023
- Tezer, H. (2020). Uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki makroekonomik etkisinin incelenmesi (2008-2018). *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24(2), 831-859.
- Töre, İ. (2015). Geçmişten günümüze Türkiye’de yabancı sermaye mevzuatı. *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XIX(3-4).
- Turan, Z. (2011). Dünya’daki ve Türkiye’deki krizlerin ortaya çıkış nedenleri ve ekonomik kalkınmaya etkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 56- 80.
- Turgut, A. (2007). Türleri, nedenleri ve göstergeleriyle finansal krizler. *Tühis İş Hukuku Ve İktisat Dergisi*, 20 (4-5), Ss.38.
- TÜRMÖB. (2020). *Korona salgınının Türkiye ekonomisine etkisi değerlendirmeler ve öneriler raporu*. Ankara: Türmob Yayınları.
- TÜSİAD. (2021). 2021 Türkiye ekonomisi. Erişim adresi: <file:///c:/users/g%c4%b0zem/downloads/2021-turkiye-ekonomisi.pdf>
- Z. (2014). Türkiye’de para politikalarının geleceği. *Gümrük Ve Ticaret Dergisi* (4) Ss.22.
- Uçurum, A. (2019). *Finansal krizler ve hedge fonlarının krizlerdeki rolü*. Yüksek Lisans Tezi, Aksaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aksaray.
- Uslu, H. (2018). Türkiye’de döviz kuru ve faiz oranının dış ticaret üzerine etkileri: yapısal kırılmalı bir analiz. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 3(3), 311-334.
- Uygur, E. (2001). Krizden krize Türkiye: 2000 kasım ve 2001 şubat krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*. 7 Nisan 2001/1.
- Ünüvar, İ. & Aktaş, H. (2022). Dünya’da ve Türkiye’de covid-19 pandemisinin ekonomik etkileri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 25(1).
- Yangibayev, A. (2011). *Global finansal krizlerin turizm pazarlamasına etkileri: Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Yay, A., Yay, G. & Yılmaz, E. (2004). Finansal krizler, finansal regölasyon ve Türkiye. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (30), Ss.20.
- Yeldan, E. (2002a). *Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisi: Bölüşüm, birikim ve büyüme*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yentürk, N. (2003). *Körlerin yürüyüşü: Türkiye ekonomisi ve 1990 sonrası krizler*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yıldırım, Z. (1998). Türkiye Dünyanın neresinde?. *Açık Oturum, İktisat Dergisi*, (380), 136-139.
- Yılmaz, L. (2001). *Umberto eco ile kriz üzerine*. İstanbul: Yapıkredi Yayınları.

- Yılmaz, O. (2012). *Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri ve Türkiye modeli*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yorulmaz, R. (2018). *ABD yaptırımları ve kur krizinin bölge ekonomilerine yansımaları*. Ankara: ORSAM.
- Yüksel, E. (2020). *Yıllara göre Türkiye'nin dış borç stoku*. Erişim adresi: <https://www.dogrulukpayi.com/bulten/yillara-gore-turkiye-nin-dis-borc-stoku>
Erişim tarihi: 27.04.2024
- Yüret, R. (2019). *Merkez bankaları para politikalarının ülke ekonomilerine etkileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

