ERC Working Papers in Economics 26/06

October / 2026

DÖVİZ KISITI ALTINDA İKİ STABİLİZASYON: 1999–2002 VE 2023 SONRASI TÜRKİYE

Hasan Cömert

Trinity College-Hartford, US
US and Political Economy Research Center (PERI), UMass-Amherst, US
E-mail: hasan.comert@trincoll.edu

Kağan Parmaksız

Department of Economics
Middle East Technical University, Ankara, Turkiye
E-mail: kaganp@metu.edu.tr

Döviz kısıtı altında iki stabilizasyon: 1999–2002 ve 2023 sonrası Türkiye

Hasan Cömert
Trinity College-Hartford, US
US and Political Economy Research Center (PERI), UMass-Amherst, US
E-mail: hasan.comert@trincoll.edu

Kağan Parmaksız
Department of Economics
Middle East Technical University, Ankara, Turkiye
E-mail: kaganp@metu.edu.tr

Özet

Bu çalışma Türkiye'de 1999–2002 dönemi ardından ve 2023 sonrasında uygulanan iki stabilizasyon programını 'genişletilmiş ikili açmaz' (Cömert ve Öncü, 2023) çerçevesi kapsamında karşılaştırmaktadır. Yapılandırılmış tarihsel karşılaştırma ve süreç izleme yöntemiyle iki program ortak zaman pencerelerinde dezenflasyon, büyüme, maliye politikası, kredi, cari denge, kur ve emek piyasası göstergeleri üzerinden incelenmektedir. Bulgular, iki programı gerekli kılan yapısal kısıtın benzer olduğunu, kısa dönemli sonuçlardaki farkın ise programların tasarımından çok başlangıç koşullarından ve küresel finansman koşullarından kaynaklandığını göstermektedir. 2002 programı uyumun bedelinin kriz yoluyla büyük ölçüde ödendiği, güçlü bir mali ve dış çıpanın bulunduğu ve küresel koşulların giderek elverişli hale geldiği bir ortamda başlamıştır. 2023 programı ise birikmiş riskler henüz maliyete dönüşmemişken, bir dış çıpa olmadan ve sıkı küresel finansman koşullarında başlamış, bu nedenle dezenflasyon daha yavaş ve daha maliyetli olmuştur. Stabilizasyon dış kısıtın baskısını azaltabilmekte, fakat bu kısıtı yeniden üreten üretim ve finansman yapısını değiştirmemektedir.

***Anahtar kelimeler**: stabilizasyon, dış kısıt, dezenflasyon, genişletilmiş ikili açmaz, Türkiye*

***JEL kodları**: E31, E52, E65, F32, N14*

1. Giriş ve teorik çerçeve

Türkiye ekonomisi son otuz yılda yüksek enflasyon, kur baskısı ve dış finansman sorunlarının birbirini beslediği kriz dönemlerinden çıkmak için birden fazla stabilizasyon programına başvurdu. Bu çalışma bunlardan ikisini karşılaştırıyor. İlki, Aralık 1999'da IMF desteğiyle kur çıpasına dayalı bir dezenflasyon programı olarak başlayan, Şubat 2001 kriziyle çöken, Mayıs 2001'de revize edilen ve Şubat 2002'de onaylanan yeni stand-by düzenlemesiyle yeni bir program haline gelen 2002 süreci, ikincisiyse, Mayıs 2023 seçimlerinin ardından Haziran 2023'te başlayan ve Eylül 2023'te yayımlanan 2024–2026 Orta Vadeli Programı (OVP) ile bir program çerçevesine bağlanan politika dönüşümüdür. 2002 sonrasını hızlı bir dezenflasyon ve güçlü bir büyüme takip ederken, hâlen içerisinde bulunduğumuz ikincisinde dezenflasyon üç yıl sonunda hâlâ yavaş ve maliyetli bir biçimde devam ediyor. Haziran 2023'te başlayan para politikası değişiklikleri, 2024–2026 OVP ve izleyen dönemde alınan para, kredi, maliye ve gelir politikası kararları birlikte yeni politika bileşimini oluşturduğu için çalışmada dönüşümlü olarak kullandığımız "Şimşek Programı" ya da "2023 programı" ifadeleri tek bir program belgesini değil, zaman içerisinde uyarlamalarla ortaya çıkan bu bileşimi ifade etmektedir.

Bu makalede Türel'in (2010) 1994, 2001 ve 2008–09 krizlerini karşılaştırırken izlediği yolu iki stabilizasyon programına taşıyoruz. Sorumuz, benzer yapısal kısıtlar altında başlayan iki programın kısa dönemde neden farklı sonuçlar verdiğidir. Temel argümanımız, programları gerekli kılan temel yapısal kısıtın iki dönemde de benzer olduğu; kısa dönemli sonuçlardaki farkta ise programların tasarımından çok başlangıç koşullarının ve küresel konjonktürün belirleyici olduğudur. 2002 programı, uyumun bedeli 2001 yılında yaşanan kriz yoluyla büyük ölçüde ödendiği, maliyetlerin kamu bilançolarına aktarıldığı ve küresel ortamın giderek elverişli hale geldiği koşullarda başladı. 2023 programı ise birikmiş riskler henüz büyük ölçüde maliyete dönüşmemiş ve küresel finansman koşulları görece daha sıkıyken başladı. Bu açıdan Eylül 2023, Şubat 2002'den ziyade aşağıda ayrıntılarıyla değineceğimiz Aralık 1999'a benzeyen bir eşikti.

Karşılaştırmanın kuramsal zemini Türkiye ekonomisinin para ve finansman yapısındaki temel bir asimetridir. Her bağımsız devletin merkez bankası gibi TCMB de kendi para birimi cinsinden sınırsız likidite yaratabilme hak ve imkânına sahipken, dış ödemelerde kullanılan yabancı parayı aynı biçimde yaratamaz. Üretimin ithal girdilere bağımlılığı yüksek ve dış yükümlülüklerin birikmiş olduğu ekonomiler sürekli çevrilmesi gereken bir yabancı para finansman gereksinimi, yani dış kaynak ihtiyacı üretir. Buna yerleşiklerin kendi para birimlerine olan güven kaybı yaşadıkları dönemlerde ortaya çıkan portföy tercihleri de eklendiğinde oluşabilecek yüksek döviz talebi ekonomide ciddi hasar yaratabilecek kur hareketi olasılığı yaratarak ekonomik politikası seçeneklerini ciddi biçimde sınırlar.

Bu asimetriyi merkeze alan çerçeve, Cömert (2019) ile Cömert ve Öncü (2023) tarafından geliştirilen ve Cömert ve Parmaksız'da (2026) Türkiye'nin yakın dönemine uygulanan genişletilmiş ikili açmaz yaklaşımıdır. Bu çerçeveye göre sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide dalgalı kur rejimi para politikasını uluslararası sermaye akım koşullarından bağımsızlaştıramaz. Genişletilmiş çerçeveye göre ekonomiden sermaye çıkışı olmayan durumlarda bile yerleşiklerin TL varlıklardan dövize yönelerek para tabanını her an

yabancı paraya dönüştürebilmesi para politikasının önemli bir sınırını oluşturur (Cömert ve Öncü, 2023). Rezerv kullanımı, portföy tercihlerini etkileyen düzenlemeler, makroihtiyati politikalar, kredi kontrolleri ve swaplar gibi araçlar yabancı para finansmanı gereksinimini ortadan kaldırmaz; ancak ikili açmazın ne zaman ve hangi biçimde bağlayıcı hale geldiğini ve maliyetlerinin nerede yoğunlaştığını önemli ölçüde değiştirebilir. Metin boyunca, bu sınırı "dış finansman kısıtı" ya da kısaca "dış kısıt" olarak anıyoruz.

Bu çerçeve kur baskısının iki yönlü maliyetini birlikte düşünmeyi gerektirir. Büyük değer kayıpları ithal maliyetler, enflasyon ve açık döviz pozisyonları üzerinden kayıp yaratabilirken, değer kaybını sınırlamak için faizlerin hızla yükseltilmesi veya likiditenin kısıtlanması ise vade ve fonlama uyumsuzluğu taşıyan bilançoları zorlayabilir. 2000–01 krizi bu iki mekanizmanın aynı finansal yapı içinde art arda görünür hale geldiği bir örnektir (Akyüz ve Boratav, 2003; IMF, 2001a, 2002a).

Kurun önemi finansal istikrarla da sınırlı değildir. Kur hareketlerinin fiyatlara güçlü biçimde yansıdığı ekonomilerde büyük değer kayıpları yüksek enflasyon dönemlerinin önemli tetikleyicilerinden biri haline gelerek dezenflasyonun kurun seyrinden bağımsızlaşmasını güçleştirir (Benlialper ve Cömert, 2016; Gürkaynak vd., 2023; Yusifzada, Cömert ve Parmaksız, 2024). Değer kaybının ekonomik ve siyasal maliyetleri yükseldikçe politika yapıcılar değer kaybına, değerlenmeye kıyasla daha güçlü tepki verebilir. Bu asimetri, ilan edilmiş bir kur hedefi bulunmasa da kurun zaman içinde fiilî bir dezenflasyon çıpası işlevi görmesine yol açabilir. Benlialper ve Cömert (2016), 2001 sonrası Türkiye'de ortaya çıkan bu eğilimi "örtük asimetrik kur çıpası" olarak tanımlar.

Dış kısıt her dönemde aynı biçimde ortaya çıkmaz. 2000–01'de kur baskısı kısa sürede bir likidite ve bankacılık krizine dönüşebilirken, 2021 sonrasında ise rezerv kullanımı, swaplar, Kur Korumalı Mevduat (KKM), kredi düzenlemeleri ve diğer makroihtiyati araçlar kur ve portföy baskılarının farklı kanallardan yönetilmesine olanak verdi. Finansal sistemin yapısı, özel ve kamu bilançoları ve kullanılan politika araçları hem kısıtın ne kadar hızlı bağlayıcı hale geldiğini hem de ortaya çıktığında hangi kanallardan hissedildiğini değiştirebilir. Kısıtın bağlayıcı olmaması ortadan kalktığı anlamına da gelmez. 2002 sonrası dönemde bir süre cari açık hızla büyürken dış finansman koşulları uygun olduğu için kısıt bağlamazken, 2008, 2013 ve 2018 örneklerinde olduğu gibi dış finansman koşulları sıkılaştığında yeniden bağlayıcı hale gelebilir.

Bu çerçeveye karşılaştırmamızda kullanacağımız iki ekseni ekliyoruz. Birinci eksen iç stok sorunlarının, yani özel ve kamu bilançolarında biriken zarar ve risklerin temizlenip temizlenmemiş olduğudur. Çalışma boyunca bu ayrımı ekonominin "normalleşmesi" için gerekli "uyumun" bedelinin "ödenmiş" ya da "ödenmemiş" olması olarak niteliyoruz. Buradaki "ödenmiş" ifadesi maliyetlerin ortadan kalktığını değil, program başlangıcından önce gerçekleştiğini, yeniden yapılandırıldığını veya başka bilançolara aktarıldığını anlatır. İkinci eksen ise dış kısıtın ne ölçüde bağlayıcı olduğudur. Her ne kadar dış kısıtın durumu iç koşullardan bağımsız olmasa da bu eksende uluslararası koşulların iç koşullardan çok daha belirleyici olduğunu düşünüyoruz. 1999–2001 sonunda ortaya çıkan kur ve bankacılık krizi dünya ekonomisinin yavaşladığı ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının zayıf

seyrettiği bir dönemde ortaya çıkarken, sonrasında uygulamaya konulan 2002 programı süresince küresel faizlerin düşmesi ve uluslararası likiditenin genişlemesi Türkiye'nin dış finansman koşullarını önemli ölçüde rahatlattı. 2023 programı ise gelişmiş ülke faizlerinin çok daha yüksek ve dış finansmanın daha kısıtlı olduğu bir ortamda başladı. İki dönemin büyüme, sermaye girişleri, rezerv birikimi ve kur dinamiklerini bu farklı uluslararası koşullardan bağımsız değerlendirmek mümkün değildir (Benlialper, Cömert ve Düzçay, 2016). İç kırılganlıklar gerekli fakat yeterli değildir; bunların üzerinin örtülmesini, ertelenmesini ya da büyümesini dış kısıtın seyri belirler. 1999–2000'den taşınan sorunlu stoklar 2001'de dış kısıt sıkılaşınca kriz üretirken, 2002–07'de temizlenmiş bilançolar elverişli bir küresel ortamla buluşarak yüksek büyüme ve görece düşük enflasyon yaratabilmiş, 2023 sonrasında ise, önceki dönemden taşınan sorunlu stok kamu kontrolündeki bilançolarda kademeli olarak maliyete dönüşürken, dış kısıt sert bir biçimde değil, tedrici ve yüksek maliyet yaratıcı bir şekilde bağlayıcı kalmaktadır.

Aynı yapısal baskı aynı politika bileşimini gerektirmez. Bu politika tercihlerinin sonuçları finansal sistem, firmalar, kamu kesimi, ücretliler ve diğer toplumsal kesimler arasında aynı biçimde dağılmaz. Karşılaştırma bu nedenle kur ve yabancı para finansmanı sorununu yalnız para politikası açısından değil, stabilizasyonun daha geniş politik iktisadı içinde değerlendirmeye imkân vermektedir.

Yöntem açısından çalışma nedensel bir program değerlendirmesi değil, yapılandırılmış tarihsel karşılaştırma ve süreç izleme çalışmasıdır. Bu nedenle metin boyunca dört düzeyi ayırıyoruz: (1) doğrudan gözlenen olgular, (2) program yapıcıların araçlara yüklediği mekanizmalar, (3) tarihsel sıra, literatür ve betimsel kanıtla uyumlu yorumumuz ve (4) daha güçlü sınama gerektiren hipotezler. Çalışmamızda nedensel tanımlama bulunmamasının, kuram ve gözlemlerle tutarlı mekanizmaları tartışmamıza engel oluşturmadığını düşünüyor fakat bu tür çıkarımları kanıtlanmış program etkisi olarak sunmuyoruz. Karşılaştırmalı göstergeleri iki program için ortak zaman pencerelerinde yan yana koyarak pencerelerin başlangıcını (t0) ilk program için yeni bir stand-by düzenlemesinin onaylandığı Şubat 2002, ikinci program için OVP'nin açıklandığı Eylül 2023 olarak alıyoruz (Bölüm 9).

Makalenin geri kalanında önce iki programın tarihsel arka planını, ardından karşılaştırmasını sunuyoruz. Bölüm 2, 1999 programına giden süreci 1990'lar boyunca biriken kırılganlıklar üzerinden ele alırken, Bölüm 3 bu zemin üzerine kurulan 1999 programının tasarımını ve neden başarısız olduğunu inceliyor. Bölüm 4 ise 1999'da başlayan programın 2001–02 dönemindeki revizyonlarını ve 2001 sonundaki kriz maliyetlerinin kamuya nasıl aktarıldığını tartışıyor. Bölüm 5, kriz sonrası uygulamaya konulan 2002 programını başarıya taşıyan koşulları ortaya koyarken, Bölüm 6 iki stabilizasyon arasında bir köprü işlevi görerek 2002–2023 arasındaki dönüşümü özetlerken, döviz kısıtının bu dönemde tekrar tekrar bağlayıcı hale geldiği anlara odaklanıyor. Bölüm 7, 2023 yılına gelirken, seçim sonrası uygulamaya konulan Şimşek programını gerekli kılan gelişmeleri anlatırken, Eylül 2023'teki başlangıç noktasını Aralık 1999 ile karşılaştırıyor, Bölüm 8 ise 2023 sonrası programı, 2002'de başarıyı mümkün kılan koşulların bugün ne ölçüde mevcut olduğu sorusu üzerinden değerlendiriyor. Karşılaştırmanın ampirik kısmı Bölüm 9'da yer alıyor. Bu bölüm iki programı ortak zaman pencerelerinde yan yana koyarak dezenflasyon, büyüme, maliye politikası, kredi, cari denge ve kur göstergelerini

karşılaştırırken, Bölüm 10 bu karşılaştırmayı emek ve bölüşüm boyutuna taşıyor ve program maliyetlerinin kimin üzerinde kaldığını sorguluyor. Bölüm 11 bu bulguları dış kısıt ve iç stok sorunları eksenlerinde bir araya getirerek çalışmayı sonuçlandırıyor.

2. 1990'lar: 1999 programına giden yol

2002 programının öncülü ve istemeyerek de olsa 2001 krizine zemin hazırlayan 1999 programının çözmeyi hedeflediği yüksek enflasyon ve kamu borcu sorunu, 1980'lerin sonundan itibaren kamu açıklarının finansman biçimiyle birlikte biriken yapısal bir sorundu. 1980'lerin ilk yarısında kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) GSMH'nin yaklaşık %10'undan %4'ün altına inerken, 1980'lerin sonunda yeniden %10'a yaklaşmış, enflasyon seviyesi de on yılın son üç yılında ortalama %60'ı aşmış durumdaydı (Akyüz ve Boratav, 2003). Bu bozulmada 1987 sonrası seçim rekabetiyle artan harcamalar ve aynı dönemde sürdürülen finansal serbestleşme birlikte rol oynadı (Akyüz ve Boratav, 2003).

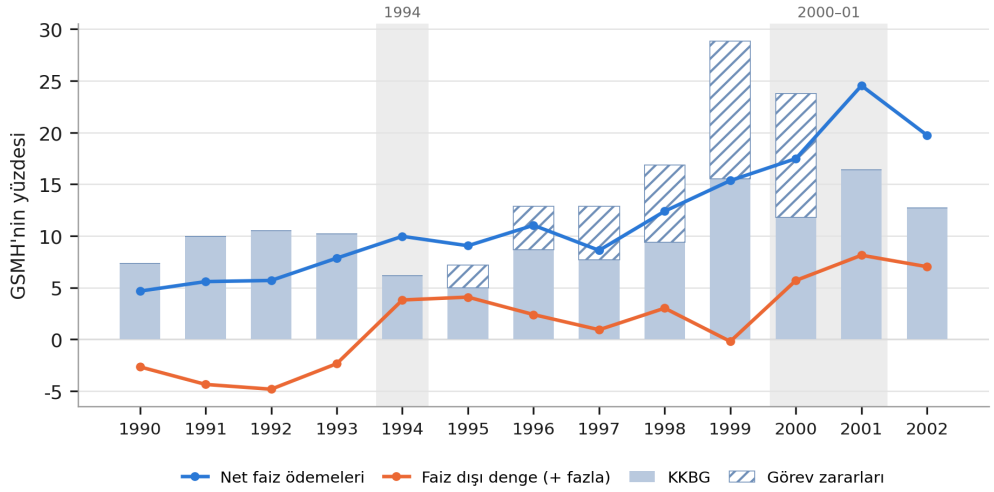
Faizlerin serbestleşmesiyle beraber bütçe açıklarının merkez bankası parasallaştırması yerine doğrudan piyasadan borçlanma yoluyla finanse edilmesi, kamu finansmanının maliyetini ciddi biçimde yükseltti. Kamu açıklarının özel yatırımları dışlamadan dış kaynakla finanse edilebileceği beklentisiyle 1989'da sermaye hesabı tamamen serbestleştirildi. Böylece 1984'te cari işlemlerde konvertibiliteye geçilmesi ve döviz tevdiat hesaplarının serbest bırakılmasıyla başlayan süreç tamamlanarak yerleşik ve yerleşik olmayanların finansal işlemleri üzerindeki kısıtlar tamamen kaldırılmış oldu (Akyüz ve Boratav, 2003)1.

Sonuç, kamu borcunun hızla büyüdüğü, finansal sistemin kamu kâğıtlarının yüksek getirisi ile yurt dışı borçlanma ve döviz tevdiatı dâhil mevduat maliyeti arasındaki arbitraj marjına bağımlı hale geldiği bir yapı oldu. Faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı 1980'lerin sonunda %20'nin altındayken 1990'ların sonunda %75'i aştı ve KKBG IMF tanımıyla GSYH'nin %24'üne ulaştı. Bütçe açıklarının kaynağı on yılın ilk yarısında faiz dışı açıklarken, ikinci yarısında ise faiz ödemeleri haline gelmiş, borç giderek Ponzi finansmanı niteliği kazanmıştı (Akyüz ve Boratav, 2003; Şekil 1). 1990'larda kamu kâğıtlarının faizi enflasyonu ortalama 30 puanın üzerinde aşarken, yüksek enflasyon karşısında bir korunma aracı haline gelen döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki payı %25'ten (1990) %43'e (1999) kadar yükselmişti (Akyüz ve Boratav, 2003).

1 Alper ve Öniş (2003) bu erken serbestleşmeyi zayıf demokratik kurumlar ve popülist döngülerle ilişkilendirirken, Cizre ve Yeldan (2005) ile Yeldan (2006) ise ortaya çıkan büyüme modelini spekülatif sermaye girişlerine dayalı bir birikim rejimi olarak tanımlar.

Şekil 1

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği, Faiz Dışı Denge ve Faiz Ödemeleri, 1990–2002 (GSMH'nin Yüzdesi)



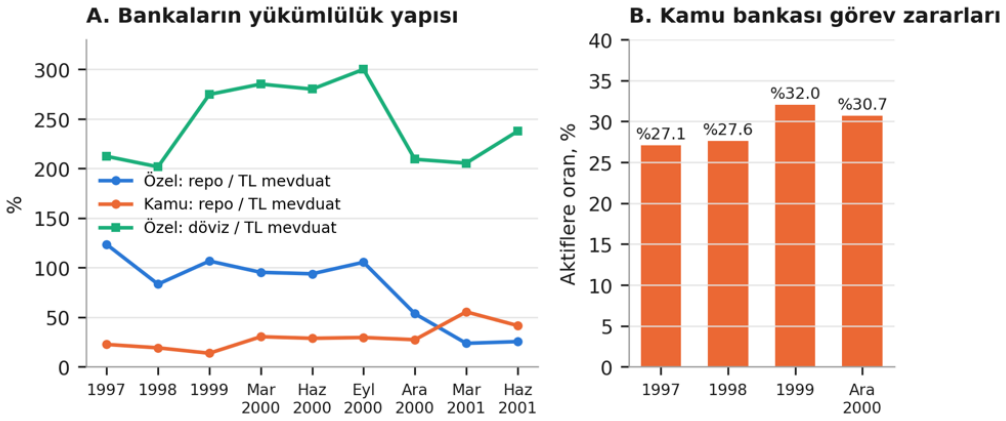
Not: Sütunlar KKBG'yi, taralı kısımlar Özatay ve Sak'ın (2002) kamu bankası görev zararlarını gösterir; net faiz ödemeleri KKBG ile faiz hariç KKBG arasındaki farktır. Oranlar dönemin resmî terminolojisine uygun olarak 1987 bazlı GSMH'ye göredir; güncel GSYH serisine göre düzeyler yaklaşık %25–30 daha düşüktür. Kaynak: SBB ve yıllık programlar; Akyüz ve Boratav (2003), Tablo 1; Özatay ve Sak (2002), Tablo 4.

1990'ların ikinci yarısında bankacılık sistemi bu finansman yapısının merkezine yerleşmiş durumdaydı. Türkiye'de bankalar uzun vadeli TL kaynağa erişemediği için aktif-pasif vade uyumsuzluğu yapısal bir özellikti. Bankalar yüksek getirili kamu kâğıdı portföylerinin önemli bölümünü kısa vadeli dış borçlanma (Ekinci, 2002) ve çok kısa vadeli repo yoluyla finanse ediyor, böylece vade, faiz ve kur risklerini bilançolarında birlikte taşıyorlardı (Özatay ve Sak, 2002). Kamu kesimine açılan kredilerin GSYH'ye oranı 1993'te yaklaşık %5.5'ten 2000'de %19'a çıkarken, 2001 öncesinde bankalar büyük kamu kâğıdı portföyleri taşıyordu (Türel, 2010).

Kamu bankaları bu düzenin ikinci önemli ayağıydı. 1992 sonrasında büyüyen borçlanma gereği karşısında Hazine bazı faaliyetleri kamu bankaları üzerinden finanse etti ve ödenmeyen bu maliyetler "görev zararları" olarak birikti (Özatay ve Sak, 2002). Birikmiş görev zararları kamu bankalarının aktiflerinin 1997'de %27'sine, 1999'da %32'sine ulaşırken aynı yıl özel bankaların aktiflerinin %34.6'sı kamu kâğıtlarından oluşuyor ve kamu kâğıdı portföyü kredileri aşıyordu (Özatay ve Sak, 2002, Tablo 9–10; Şekil 2). Bu yapı özel bankalar için son derece kârlıydı. Özel bankaların aktif kârlılığı 1995–99 arasında %3.0–4.3, net faiz gelirinin aktiflere oranı 1998'de %11.9 düzeyindeydi; aynı dönemde görev zararı biriktiren kamu bankalarının aktif kârlılığı ise %0.1–1.1 aralığında kaldı (Atasoy, 2007, TBB verileri).

Şekil 2

Bankacılık Sisteminin Kamu Finansmanındaki Yükü, 1997–2001

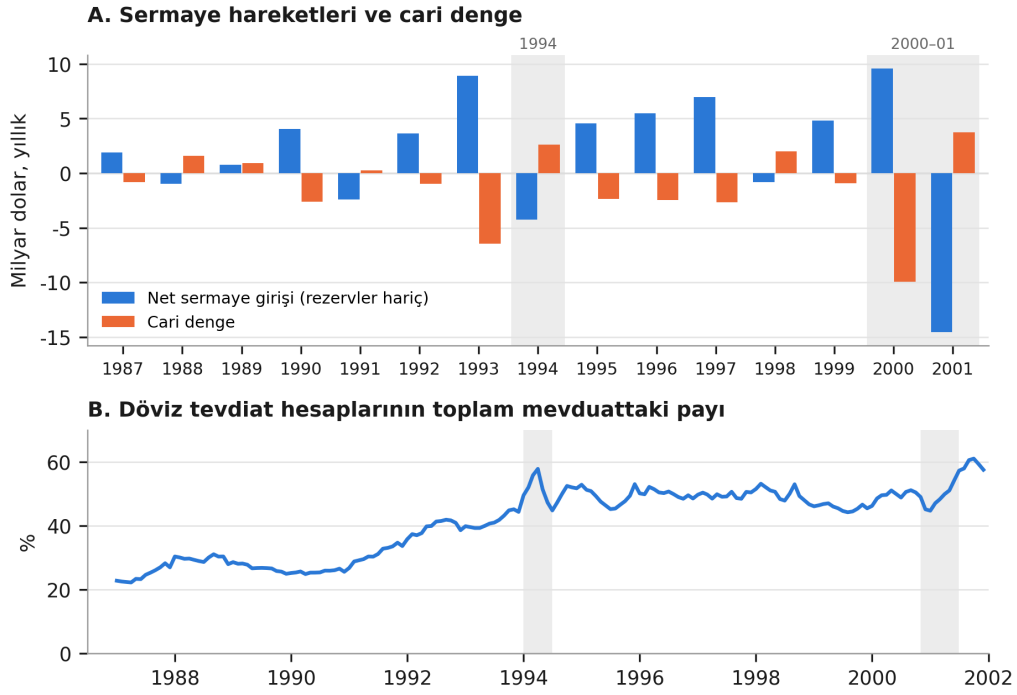


Not: Panel A repo yükümlülüklerinin ve döviz mevduatının TL mevduata oranını, Panel B kamu bankalarında birikmiş görev zararlarının toplam aktiflere oranını gösterir. Dönem sonu verileri; özel bankalar TMSF'ye devredilen bankalar hariçtir. Kaynak: Özatay ve Sak (2002), Tablo 9 (TCMB verileri).

1994 krizi, bu yapının dış kısıt sıkılaştığında nasıl çözüldüğünü gösteren ilk örnekti. 1990–93 yılları arasında, oluşan yüksek TL getirisi fırsatından faydalanmak isteyen yerleşik olmayanların net sermaye girişi 25 milyar dolara ulaşmış, TL reel olarak değerlenmişti (Akyüz ve Boratav, 2003; Şekil 3). Sermaye girişlerinin tersine dönmesiyle ortaya çıkan ve Türel'in (2010) sınıflamasında ikiz döviz-bankacılık krizi olarak tanımlanan kriz sonrasında bankacılık sisteminin çöküşünü önlemek amacıyla mevduata tam güvence getirilirken bu güvence sonraki yıllarda 1998–99'da Rusya krizi ve depremle derinleşen durgunlukta TMSF'ye devredilen sekiz batık bankanın maliyetini doğrudan kamu borcu haline getirecekti (Akyüz ve Boratav, 2003).

Şekil 3

Sermaye Girişleri, Cari Denge ve Dolarizasyon, 1987–2001



Not: Panel A yıllık toplamları gösterir; 1992 öncesinde ödemeler dengesi yalnız yıllık olarak yayımlandığından çeyreklik seri kullanılmamıştır. Net sermaye girişi, rezerv varlıklar hariç finans hesabının ters işaretlisidir. Kaynak: TCMB/EVDS ödemeler dengesi ve mevduat serileri.

Bu süreçte Hazineyi finanse etmeye devam eden kamu bankalarının görev zararları dâhil kamu borcunun GSMH'ye oranının 1998 sonunda %44'ten 1999 sonunda %58'e çıkması öngörülürken, kamu borcuna ödenen reel faiz %30'un üzerindeydi (IMF, 1999). Mevcut makroekonomik dengelerin sürdürülemez hale gelmesiyle, Türkiye Haziran 1998'de 18 ay sürecek bir IMF izleme programına girdi. 6 Haziran 1998 tarihli ekonomi politikaları memorandumu enflasyonun temel kaynağını büyük bütçe açıklarında görüyor, bankacılık sistemindeki sorunları ise başta açık döviz pozisyonlarının sınırlandırılması olmak üzere ihtiyati düzenlemeler üzerinden ele alıyordu (IMF, 1998). 1999 Nisan ayında yapılan seçimler sonrasında kurulan yeni koalisyon hükümeti de bu programı sürdürerek 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubuyla, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla SDR 2.9 milyarlık üç yıllık bir stand-by düzenlemesi talep etti (IMF, 1999).

3. 1999 programı ve başarısızlığı

3.1. Tasarım: kur çıpası, sermaye akımına bağlı likidite ve bankacılığa düzenleyici yaklaşım

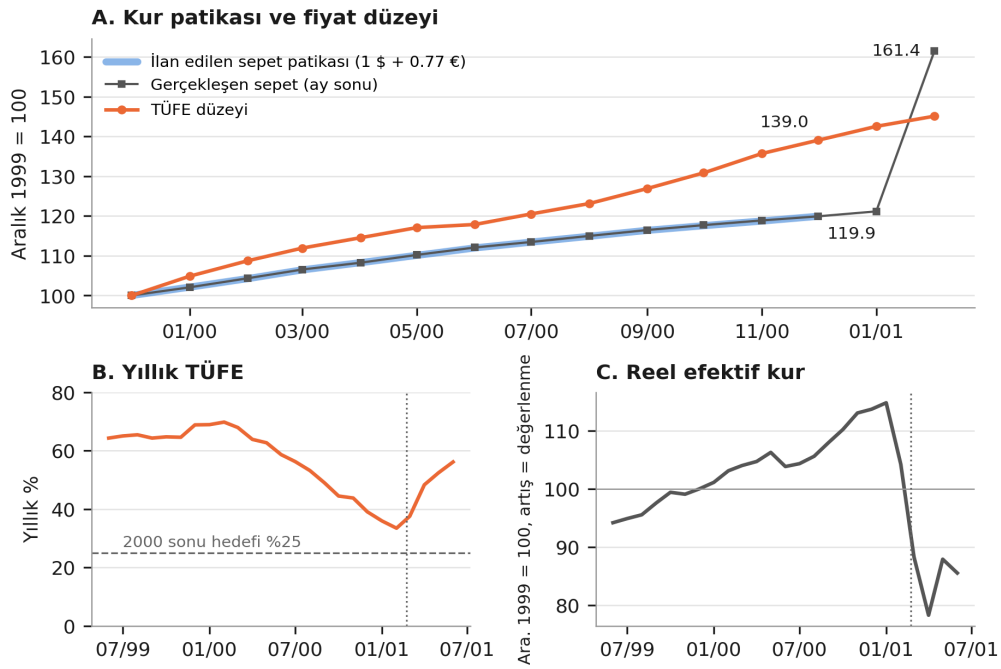
Aralık 1999'da IMF desteğiyle uygulamaya konulan dezenflasyon programı, yüksek ve kalıcı enflasyonu düşürmek için önceden duyurulan bir kur patikasını nominal çıpa olarak kullanıyordu. Mali hedefler ve kapsamlı yapısal düzenlemeler programa eşlik etmekle birlikte, kur patikasının güvenilirliği dezenflasyon stratejisinin merkezindeydi. Faizler programın ilk

aylarında beklenenden de hızlı düşerken sermaye girişlerinin güçlenmesi kredi ile iç talebi destekledi. Enflasyon açıklanan kur artış hedefinin üzerinde kaldığı için TL reel olarak değerlenirken ithalat ve cari açık hızla büyüdü (Akyüz ve Boratav, 2003; Türel, 2010).

Kur sepeti ilk 18 ay önceden ilan edilen patikada tutulacak, Temmuz 2001'den itibaren ise giderek genişleyen simetrik bir banda geçilerek kur kademeli olarak serbest bırakılacaktı. TÜFE enflasyonu için belirlenen hedef 1999 sonunda beklenen yaklaşık %65'ten 2000 sonunda %25'e indirilmesiydi. Bu amaca yönelik olarak para politikası kısmında TCMB'nin net iç varlıkları Aralık 1999 düzeyinde sabitlenerek, parasal genişleme yalnızca net dış varlık artışıyla mümkün kılınıyor, bu yarı para kurulu kuralı iç likiditeyi doğrudan sermaye girişlerine bağlayarak sterilizasyona imkân bırakmıyordu. Enflasyonun kaynağı olarak görülen bütçe açıkları içinse faiz dışı dengenin 1999'daki GSMH'nin %−2.8 olan seviyesinden 2000'de %+3.7'sine çıkarılması hedefleniyordu (IMF, 1999). Şekil 4 ilan edilen patikayı gerçekleşen kur ve enflasyonla birlikte göstermektedir.

Şekil 4

Aralık 1999 Programının Kur Patikası, Enflasyon ve Reel Kur, 1999–2001



Not: Panel A'da ilan edilen sepet patikası (aylık değer kaybı oranlarından hesaplanan ay sonu değeri), gerçekleşen sepet değeri (ay sonu USD/TL + 0.77 × EUR/TL) ve TÜFE düzeyi Aralık 1999 = 100 olacak şekilde gösterilmiştir. Gerçekleşen sepet 2000 boyunca ilan edilen patikayı izlemiş, Şubat 2001'de patikadan kopmuştur; patika ile TÜFE arasındaki fark program yılı boyunca biriken reel değerlenmeyi yansıtır. Kesikli dikey çizgi 22 Şubat 2001'dir. Kaynak: IMF (1999), niyet mektubu ekindeki kur patikası; TCMB/EVDS (TP.DK.USD.A.YTL, TP.DK.EUR.A.YTL, TÜFE 1994=100, TÜFE bazlı reel efektif kur).

Sonraki bölümde göreceğimiz gibi programın sonunu getiren 2001 krizini tetikleyen bankacılık kırılganlığı ise program içinde esas olarak bir düzenleme sorunu olarak ele alındı. Bankalar Kanunu değişiklikleri, bağımsız bir Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve ödeme

gücünü yitiren bankaların TMSF'ye devrini zorunlu kılan kurallar Kurul görüşmesinin ön koşulları arasındaydı (IMF, 1999); 21 Aralık 1999'da beş banka TMSF'ye devredilirken (Özatay ve Sak, 2002), sistemin geri kalanındaki bilanço yapısı ciddi bir sorun olarak algılanmadığı için programın ilk aşamasında yeniden yapılandırılmadı.

3.2. Çözülmeyen bilanço sorunları, yapısal kırılganlıklar ve 2001'e doğru büyüyen riskler

1998 yılında IMF izlemesiyle başlayıp 1999 yılında stand-by olarak hayata geçirilen program sorunun esas kaynağı olan bilançolardaki bozulmadan ziyade sorunlu stokların yarattığı akımları hedefledi. Bankaların kârı büyük ölçüde yüksek getirili kamu kâğıtlarından geliyor, bu nedenle programın başarısı olan faiz düşüşü bankaların gelir kaynağını hızla aşındırıyordu. Nitekim faizlerin düştüğü 2000 yılında özel bankaların net faiz gelirinin aktiflere oranı %10.1'den 7.2'ye, aktif kârlılıkları %4.3'ten 0.8'e geriledi; sektörün net faiz marjı %4.3 ile 1990 sonrasının en düşük düzeyine indi (Atasoy, 2007). Programın başarıya ulaşabilmesi için, uzun süredir kamu kâğıtlarından elde ettiği yüksek kârlarla ayakta duran bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması dezenflasyondan önce gelmeliydi (Akyüz ve Boratav, 2003).

Program başında bankacılık sisteminin bilanço yapısı 1999'da başlayan dezenflasyon sürecini finansal krize dönüştüren unsurlardan biriydi. Bankaların önemli bir bölümü yüksek getirili ve daha uzun vadeli kamu kâğıtlarını yerli ve yabancı para cinsinden kısa vadeli kaynaklarla finanse ediyor, önemli vade uyumsuzlukları ve ciddi kur riski taşıyordu. Bazı bankalardaki açık döviz pozisyonları kur hareketlerine karşı da doğrudan bir kırılganlık yaratıyordu. Kamu bankalarının görev zararları ve büyük gecelik fonlama gereksinimleri finansal sistem ile kamu maliyesi arasındaki sorunlu bağı daha da kuvvetlendiriyordu (Alper, 2001; Özatay ve Sak, 2002).

Programın ilk ayları bu kırılganlığı azaltmak yerine büyüttü. TCMB iç varlıklarını yabancı sermaye girişlerine bağlayarak oluşturulan yarı para kurulu yapısı nedeniyle sterilizasyon yapılmayan girişlerin faizleri hızla düşürmesi, cari açığı büyütürken vade uyumsuzluğunu daha da artırdı (Alper, 2001). Faizlerdeki ilk düşüş kamu kâğıdı tutanlara sermaye kazancı sağlarken, kaldıraçlı spekülatif pozisyonları çekti (Ekinci ve Ertürk, 2007). Önceden açıklanan kur patikası bankaların kısa vadeli dış borçlanmasını özendiren örtük bir kur güvencesi işlevi gördü (Özkan, 2005). Açık pozisyonları sınırlamak için Haziran 2000'de getirilen %100 zorunlu karşılık etkin biçimde uygulanmadı (Akyüz ve Boratav, 2003). Tablo 1 bu biriken risklerin 1999 sonu ile Eylül 2000 arasındaki seyrini özetlemektedir.

Tablo 1

Bankacılık Kesiminde Risk Göstergeleri, 1999 Sonu ve Eylül 2000

Gösterge	1999 sonu	Eylül 2000
Özel bankalar: kamu kâğıtları / toplam aktif (%)	34.6	28.8
Özel bankalar: uzun vadeli / toplam kamu kâğıdı (%)	18.4	36.6
Özel bankalar: repo ile fonlanan kamu kâğıdı payı (%)	38.7	40.9
Özel bankalar: YP / TL yükümlülükler (%)	194	220
Sektör: bilanço içi net YP açık pozisyon (milyar $)	13.2	20.9
Sektör: 6 ay ve üzeri vadeli mevduatın payı (%)	28.2	19.3

Kaynak: Özatay ve Sak (2002), Tablo 7, 9 ve 10 (TCMB verileri). Özel bankalarda TMSF'ye devrolunan bankalar hariçtir.

3.3. Dış kısıtın bağlayıcılığı: Kasım 2000 ve Şubat 2001

2000 yılında dış finansman koşulları giderek sıkılaştı. Fed politika faizini 1999 başındaki %4.75'ten Mayıs 2000'de %6.5'e, Avrupa Merkez Bankası %2.5'ten Ekim 2000'de %4.75'e çıkartırken, cari açık üzerinde baskı unsuru olan Brent petrolün varil fiyatı 1999 başındaki 11 dolardan Eylül 2000'de 33 dolara kadar yükseldi (Şekil 8). Aynı dönemde kur çıpası altında düşen faizler ve reel değerlenme ithalatı hızlandırdı. Cari açık 1999'daki 0.9 milyar dolardan 2000'de 9.9 milyar dolara, GSMH'nin %4.9'una yükseldi (Akyüz ve Boratav, 2003; TCMB/EVDS, 2026). Buna karşın sermaye girişleri yıl boyunca tersine dönmedi. Ocak–Ekim 2000 arasında yabancıların net girişi 15.2 milyar dolara ulaşırken, yerleşiklerin çıkışları düşüldükten sonra bile 12.5 milyar dolarlık bir net giriş söz konusuydu. Yılın tamamında net giriş yaklaşık 9.6 milyar dolar oldu (Akyüz ve Boratav, 2003; Şekil 3). Giderek sıkılaşan dış koşullar altında daha da belirgin hale gelen iç gelişmelerin yarattığı riskler 1999 programının sonunu getirdi.

Buna yönelik ilk işaret Eylül ayında geldi. Net sermaye akımı bu ay ilk kez eksiye dönse de yabancılar giriş yapmayı sürdürüyordu. Yaklaşık 0.7 milyar dolarlık yabancı girişine karşılık yerleşikler ise yurt dışında yaklaşık 1 milyar dolarlık varlık edindi, ilk çıkış yapan, yabancı değil yerli sermayeydi (Akyüz ve Boratav, 2003; TCMB/EVDS, 2026). Yurt içinde döviz mevduatının toplam mevduattaki payı ise bu aylarda %50 civarında yatay seyretti. Ekim sonunda Etibank ve Bank Kapital TMSF'ye devredilirken, Ekim–Kasım aylarında daha önce el konulan bankaların sahip ve yöneticilerine yönelik soruşturmalar ve tutuklamalar bankacılık kesimine duyulan güveni zayıflattı (Özatay ve Sak, 2002). Beklenenden yüksek gelen Ekim enflasyonu, büyüyen dış ticaret açığı, AB ile ilişkilerdeki gerginlik ve Arjantin'deki gelişmeler de bu birikime eklenirken, Akyüz ve Boratav'ın (2003) vurguladığı gibi Kasım'daki güven kaybını tek bir olaydan ziyade üst üste gelen olayların sonucu olarak görmek daha doğru olacaktır. Yabancıların çıkışı Kasım'da başlarken, portföy yatırımları tek bir ayda 4.9 milyar dolar azaldı ve TCMB rezervleri aynı ay 5 milyar dolar geriledi (TCMB/EVDS, 2026).

Yarı para kurulu kuralı altında bu dönüş doğrudan TL likiditesinin daralması anlamına geliyordu. Net iç varlıklar tavanla sınırlandığından rezerv kaybı para tabanını ve bankalararası likiditeyi aynı ölçüde daraltıyor, kısa vadeli fonlamaya dayanan kırılgan bilançolar ise bu daralmayı bir bankacılık krizine dönüştürüyordu2. Kasım 2000'de ortaya çıkan likidite krizi bu yapı ile kur rejiminin getirdiği para politikası sınırını aynı anda görünür hale getirdi. TCMB önce piyasadaki likidite sıkışmasına TL likiditesi sağlayarak karşılık verdi. Ancak sağlanan likiditenin döviz talebine dönüşmesi rezerv kaybını hızlandırarak 22 Kasım–5 Aralık arasında rezervlerden net 6.8 milyar dolar döviz satışı yapılmasına neden oldu. 30 Kasım'da net iç varlıkların o günkü düzeyde tekrar sabitleneceği ve yeni likiditenin döviz girişi karşılığında yaratılacağı açıklandı. Bu tercih kur rejimini ve rezervleri korumayı amaçlarken, kısa vadeli fonlamaya bağımlı bankalar açısından likidite maliyetini çok keskin biçimde yükseltti (TCMB, 2000). Bu gelişmeler sonucu ciddi bilanço sorunları yaşayan Demirbank'ın elindeki kamu kâğıtlarını satması üzerine piyasa yapıcılar kotasyon vermeyi durdurdu ve gecelik faizler %1000'in üzerine çıktı (IMF, 2000).

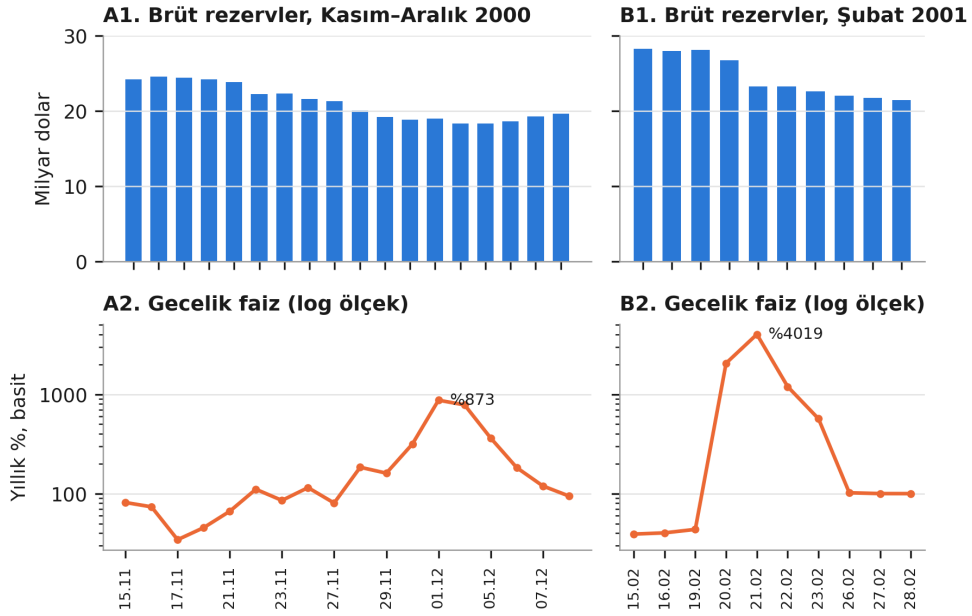
Demirbank 6 Aralık'ta TMSF'ye devredildi. Bankanın aktiflerinin yaklaşık üçte ikisi kamu kâğıdıydı ve bu portföyün yaklaşık %70'ini repo ile finanse ediyordu. Dış borçlanmada teminat olarak kullanılan kâğıtların faizler belli bir eşiği aşınca otomatik satışa konu olmasının Kasım'daki satış dalgasını sistemik hale getirmesi üzerine (Özatay ve Sak, 2002, Tablo 10), Aralık 2000'de IMF'den bir kurtarma paketi mahiyetinde SDR 5.8 milyarlık Ek Rezerv Kolaylığı sağlandı. Eşzamanlı olarak mevduat sahiplerine ve banka alacaklılarına tam güvence verilerek (IMF, 2000) daha büyük çaplı sistemik kriz kısa bir süreliğine ötelendi.

Şubat 2001'de aynı gerilim daha ağır biçimde yeniden ortaya çıktı. 19 Şubat'taki "Anayasa kitapçığı" krizi olarak da hatırlanan siyasal kriz bir tetikleyici unsur olarak döviz talebi ve sermaye çıkışını daha da hızlandırdı. Kur rejimini sürdürmek için TL likiditesinin sınırlandırılması faizleri yeniden olağanüstü düzeylere çıkardı; ağırlıklı ortalama gecelik faiz 21 Şubat'ta %4019'a ulaştı (Özatay ve Sak, 2002, Tablo 12). Özellikle bilançolarında büyük gecelik açık pozisyonları bulunan kamu ve TMSF bankalarının finansman maliyetleri ağırlaştı. 22 Şubat'ta önceden açıklanan patikaya dayalı kur rejimi terk edildi ve TL serbest dalgalanmaya bırakıldı (TCMB, 2001a; IMF, 2001a). İki krizin günlük seyri Şekil 5'te izlenebilir.

2 Özatay ve Sak (2002) krizin kökenini 1990'ların ortasından beri biriken bankacılık kırılganlığında ve kamu borç dinamiğinde görür. Ekinci ve Ertürk (2007) ise bankacılık kırılganlığının ancak Kasım'daki likidite sıkışmasından sonra belirleyici hale geldiğini, dönüşün asıl nedeninin faizlerin daha fazla düşmeyeceğini öngören yabancı yatırımcıların kâr realizasyonu olduğunu savunur. Bizim açımızdan iki yorum da aynı mekanizmaya işaret eder: kur çıpası ve likidite kuralı, sermaye akımlarındaki bir dönüşü hiçbir tampon olmadan iç faizlere ve banka bilançolarına aktarıyor, yani yapısal olarak "genişletilmiş ikili açmaz" devreye giriyordu.

Şekil 5

Kriz Günleri: TCMB Rezervleri ve Gecelik Faiz, 15 Kasım–8 Aralık 2000 ve 15–28 Şubat 2001



Not: Üst paneller brüt rezervleri, alt paneller gecelik faizi (logaritmik ölçek) gösterir. Gecelik faiz ağırlıklı ortalama basit faizdir; gün içi en yüksek oranlar daha yüksektir. Kaynak: Özatay ve Sak (2002), Tablo 12 (TCMB verileri).

Kurun serbest bırakılması para politikası üzerindeki likidite-faiz baskısını ortadan kaldırsa da başka maliyetleri öne çıkardı. TL'deki büyük değer kaybı döviz pozisyonu taşıyan bankaların ve firmaların bilançolarını bozarken kamu borç dinamiğini de olumsuz etkiledi. Aynı kur şoku ithal maliyetleri üzerinden enflasyonu yeniden hızlandırdı. Böylece kur baskısı sistemi iki taraftan zorluyordu, kur rejimini savunmaya yönelik yüksek faiz ve likidite kısıtları vade uyumsuzluğu taşıyan bilançoları zorlarken, rejimin terk edilmesi açık döviz pozisyonları ve fiyatlar üzerinden başka kayıplar yaratıyordu (Akyüz ve Boratav, 2003; IMF, 2001a, 2002a).

Bu nedenle kur rejiminin çöküşü krizin kendi başına açıklaması değildir. Kur, sermaye hareketlerindeki dönüşün, yabancı para likiditesine erişimdeki sınırın ve banka ile kamu bilançolarındaki kırılganlıkların kesiştiği başlıca alanlardan biri oldu. TCMB TL likiditesi yaratabiliyor, fakat ilan edilen pariteyi koruyabilmek için gerekli yabancı parayı aynı biçimde yaratamıyordu. Yarattığı TL likiditesi dolar talebini beslediği için de piyasaya TL likiditesi vermekte de tereddüt ediyordu. Programın başlangıcında esas olarak sınırlı sayıdaki sorunlu bankaya ilişkin bir düzenleme ve denetim meselesi olarak ele alınan bankacılık–kamu bilanço yapısı, gerçekte daha geniş bir sistemik kırılganlık taşıyordu. Dış finansman koşulları bozulduğunda bu bilanço yapısı ile kur rejiminin likidite kuralı etkileşerek dış kısıtı çok kısa sürede bağlayıcı hale getirdi.

4. 1999–2002: tek düzenleme, üç rejim

4.1. Yeni program değil, revize edilmiş düzenleme

Şubat 2001'de önceden açıklanan kur rejiminin terk edilmesi, Aralık 1999'da başlayan programın temel unsurlarından birini ortadan kaldırmış oldu. Hükümet ve IMF belgeleri Mayıs 2001'de güçlendirilen programı sıfırdan oluşturulmuş yeni bir düzenleme olarak değil, mevcut programın kriz sonrasında önemli ölçüde değiştirilmiş ve güçlendirilmiş bir revizyonu olarak tanımlıyordu. Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması, kamu borç dinamiğinin istikrara kavuşturulması, mali uyum, dalgalı kur altında yeni bir para politikası çerçevesi ve yapısal düzenlemeler programın başlıca bileşenleri haline geldi (IMF, 2001a, 2002a; Akyüz ve Boratav, 2003; Türel, 2010).

Belgeler bu sürekliliği açıkça göstermekte. 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubu mevcut stand-by düzenlemesi altındaki altıncı ve yedinci gözden geçirmelerin tamamlanmasını talep ediyor (IMF, 2001a), IMF kredi tutarını 19 milyar dolara yükseltiyordu (IMF, 2001b). Ocak 2002 niyet mektubu da Aralık 1999 programının gerçekleşmeler karşısında uyarlanıp güçlendirildiğini belirtiyor ve Mayıs 2001 çerçevesini "revize program" olarak tanımlıyordu (IMF, 2002a). Resmî belgelere göre Aralık 1999'dan Şubat 2002'ye kadar tek bir stand-by düzenlemesi vardı fakat bu düzenleme içinde üç ayrı rejim izlendi (Tablo 2). Şubat 2002'de onaylanan yeni stand-by ise önceki düzenlemenin kullanılmayan kısmını devralan ayrı bir düzenlemeydi.

Tablo 2

1999–2002 Stand-by Düzenlemesi: Tek Düzenleme, Üç Rejim

Dönem	Belgeler	Rejim ve temel unsurlar
Aralık 1999 – Şubat 2001	IMF (1999, 2000)	Önceden açıklanan kur patikası ve net iç varlık tavanı, bankacılık sorunlarının bir düzenleme konusu olarak ele alınması, Aralık 2000'de Ek Rezerv Kolaylığı ve tam güvence
Mayıs 2001 – Kasım 2001	IMF (2001a, 2001d, 2001e)	Dalgalı kur ve bağımsız TCMB, kamu bankaları ile TMSF bankalarının temizlenmesi
Kasım 2001 – Şubat 2002	IMF (2001f, 2002a)	Para tabanının performans kriteri olarak fiilî nominal çıpa haline gelmesi, özel bankaların sermaye planları, enflasyon hedeflemesine geçişin ertelenmesi

Kaynak: IMF (1999, 2000, 2001a, 2001d, 2001e, 2001f, 2002a).

Para politikasındaki dönüşüm de aynı ölçüde kapsamlıydı. 22 Şubat'ta dalgalı kura geçilmesinden sonra döviz kuru ilan edilmiş nominal çıpa olmaktan çıkarıldı. İlk aşamada parasal büyüklükler, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervlere ilişkin performans kriterleri ön plana alınırken, uygun koşullar oluştuğunda enflasyon hedeflemesine geçilmesi öngörüldü. 2001'de yapılan yasal değişiklik fiyat istikrarını TCMB'nin temel amacı olarak tanımladı,

Bankaya para politikası araçlarını belirleme yetkisi verdi ve kamu kesiminin doğrudan merkez bankası finansmanını sınırladı (TCMB, 2001a, 2001b; Cömert ve Türel, 2016).

Bu resmî çerçevede kurun tekrar nominal hedef olarak kullanılması öngörülmüyor, dalgalı kur rejimi altında müdahalelerin kısa vadeli aşırı dalgalanmaları sınırlamakla sınırlı kalması gerektiği belirtiliyordu. 2001 sonrasında kurun zaman içinde örtük ve asimetrik bir dezenflasyon çıpası işlevi kazanması, programın ilan edilmiş kur rejiminden değil, daha sonra oluşan finansman, rezerv ve kur dinamiklerinden hareketle değerlendirilmelidir (IMF, 2001a, 2002a; Benlialper ve Cömert, 2016).

Maliye politikasında yüksek faiz dışı fazla hedefleri bu borç dinamiğinin değiştirilmesi amacıyla merkezî bir konumdaydı. Mayıs 2001 programı kamu kesimi faiz dışı fazlası hedefini 2001 için Aralık 2000 niyet mektubundaki GSMH'nin %5'inden %5.5'ine yükseltirken, 2002 için %6.5'lik bir hedef koydu; Ocak 2002 niyet mektubu bu hedefi korudu ve 2003'e de uzattı. Program uygulayıcıları güçlü faiz dışı fazlanın kamu borcunu sürdürülebilir bir patikaya taşımasını, borç çevirme baskısını azaltmasını ve piyasa güveninin yeniden kurulmasına katkı vermesini bekliyordu (IMF, 2001a, 2002a).

1998 yılından 2002 başına kadar sahada gerçekleşen olaylar sonucu uyarlamalarla uygulanan stabilizasyon programları esasen 2002 yılı başında uygulamaya girecek olan yeni stand-by düzenlemesinin başarıya ulaşmasının altyapısının oluştuğu bir süreç olarak değerlendirilmelidir. 1980 sonrası Türkiye ekonomisinin liberalizasyon süreci sonucunda yıllar içinde biriken kırılganlıklar ve problemler "temizlenmeden" girişilen ve yapısal sorunları doğru önceliklendirmeyen bir program tasarımı olan 1999 süreci, 2001 yılında büyük ölçekli bir kur ve bankacılık kriziyle sonlanırken, tam teşekküllü bir sistemik çöküşe mâni olmak amacıyla alınan önlemler biriken maliyetleri değişik kanallardan kamu bilançosuna aktararak, 2002 programının "temiz" bir sayfayla açılmasına imkân vermişti.

4.2. Maliyetlerin gerçekleşmesi ve kamuya aktarılması

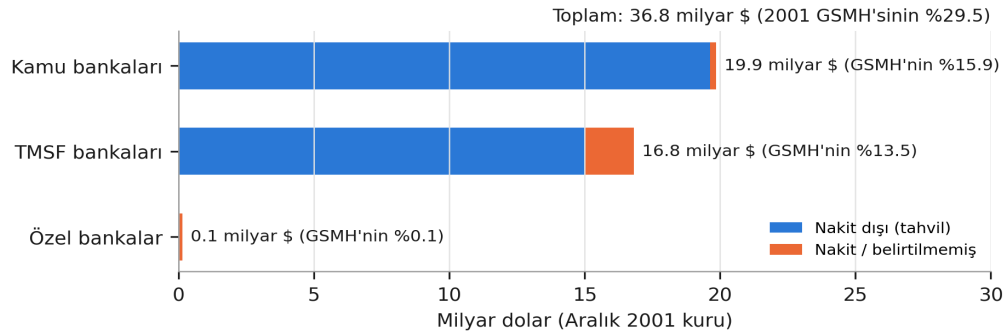
2001 revizyonuyla başlayan ve 2002 stand-by düzenlemesinde sürdürülen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması programın diğer unsurlarından bağımsız değildi. Kamu bankalarının ve TMSF bünyesindeki bankaların büyük gecelik fonlama gereksinimlerinin azaltılması, özsermayeleri aşınan kamu bankalarına sermaye aktarımı, sorunlu özel bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve düzenleme-denetim çerçevesinin yeniden kurulması amaçlanıyordu. Bu işlemlerin önemli bir bölümü kamu bilançosuna maliyet yüklediği için finansal yeniden yapılanma ile kamu borç dinamiği aynı program mimarisi içinde ele alındı. IMF koşulluluğunda kamu ve TMSF bankalarının gecelik açıklarının tasfiyesi doğrudan yapısal performans alanlarından biri haline gelmişti (IMF, 2001a; Özatay ve Sak, 2002; Akyüz ve Boratav, 2003).

Bu maliyetin büyüklüğü belgelerde izlenebilir. Aralık 2000'de TMSF bankalarına sermaye aktarımı amacıyla yaklaşık 3.8 katrilyon TL tutarında kamu borçlanma senedi ihraç edildi; Nisan 2001 sonunda TMSF bankalarının zarar ve karşılıkları için gereken kamu borcu 13.7 katrilyon TL, kamu bankalarının zararları nedeniyle oluşan yükümlülük 2000 sonunda 18 katrilyon TL'nin üzerinde tahmin ediliyordu (IMF, 2001c). İç borç stokunun nakit dışı kısmı

2000 sonunda 54 milyar dolarlık stokun 10 milyar dolarıyken 2001'de 72 milyar dolarlık stokun 42 milyar dolarına yükseldi (Ekinci, 2002; Şekil 6).

Şekil 6

Bankacılık Yeniden Yapılandırmasının Maliyeti, 2000–2002



Not: Kaynaklar kapsam ve tarih bakımından farklılaştığından tutarlar uzlaştırılarak birleştirilmiştir. Kaynak: BDDK (2002: 16 ve 20; 2003: 53; 2009); yazar hesaplamaları.

Böylece 1999 programının yeterince önceliklendirmediği bilanço sorunlarının önemli bir bölümü kriz ve yeniden yapılandırma sürecinde açık kamu yükümlülüğüne dönüştü. Bu yükün tamamı yeni bir maliyet değildi. Kamu bankalarının görev zararları daha önce birikmiş örtük Hazine yükümlülüklerinin açık borca dönüşmesini içerirken, TMSF bankalarında iki önemli zarar kaynağı öne çıkıyordu. Birincisi yolsuzluktu; 1999 sonu ile 2001 sonu arasında TMSF'ye devredilen 15 bankanın bir kısmında sahipler yasal sınırları çok aşan tutarlarda kendi grup şirketlerine kredi kullandırmıştı. Basında "hortumlama" olarak anılan bu uygulama Eylül 2000'de başlatılan soruşturmayla açığa çıkarken, o tarihe kadar Fon'a devredilen yedi bankadan beşinin sahip ve yöneticileri tutuklandı ve bu bankaların takipteki kredi oranları devirden sonra sıçradı (Özatay ve Sak, 2002, Tablo 8 ve 11). İkincisi ise aşırı risk iştahı sonucu ortaya çıkan, Demirbank örneğinde olduğu gibi, kısa vadeli ve dövize dayalı kaynaklarla taşınan kamu kâğıdı portföylerinin Kasım 2000 ve Şubat 2001'deki faiz ve kur şokları karşısında değer kaybetmesiydi. Her iki kaynaktan doğan zarar da kriz öncesinde kamu borcunda görünmüyordu. TMSF'ye devredilen bankaların yıllık zararları aktiflerinin 1999'da %63'üne, 2001'de %81'ine ulaştı ve 1999 ile 2000'de sektörü toplamda zarara sokan başlıca unsur oldu (Atasoy, 2007). Hazine TMSF'ye 2000–01'de yaklaşık 15 milyar dolarlık özel tahvil aktardı. Fon'un kendi kaynaklarıyla birlikte TMSF bankalarına yapılan aktarım 2001 sonu kuruyla 16.8 milyar dolara, TL tutarlar üzerinden 2001 GSMH'sinin %13.5'ine ulaştı (Şekil 6).

2002 programının dezenflasyon yaklaşımı para ve maliye politikalarıyla sınırlı değildi. Reel ücretler kriz öncesinde, kriz sırasında ve hemen sonrasında bastırıldı ve krizin maliyetlerinin önemli bir kısmı böylece emeğe yüklendi (Dufour ve Orhangazi, 2009). Sonraki bölümlerde göstereceğimiz gibi ücretler toparlanmaya başladığında ise verimlilik daha hızlı arttığı için bu kayıplar tam olarak telafi edilmedi. Resmî belgelerde geriye dönük ücret ve fiyat endekslemesinin azaltılması, kamu kesimi ücretlerinin program hedefleriyle uyumlu tutulması

ve gelir-fiyat davranışını etkileyecek bir koordinasyonun geliştirilmesi dezenflasyonu desteklemesi beklenen unsurlar arasında yer alıyordu (IMF, 2001a, 2002a).

4.3. Kasım 2001'den Ocak 2002'ye: özel bankalar ve yeni çerçeve

11 Eylül 2001 İkiz Kule saldırıları ekonomideki toparlanma beklentisini bozdu. Devlet iç borçlanma senetlerinin faizleri 10–15 puan yükselirken, borsa sert düştü, TL değer kaybetti ve Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi daraldı (IMF, 2001f). Bu koşullarda hazırlanan 20 Kasım 2001 tarihli niyet mektubu para politikasının çıpasını yeniden tanımlama amacını taşıyordu. Şubat 2001'de kur çıpası terk edildikten sonra para tabanı için yalnızca gösterge niteliğinde bir yıl sonu tavanı bulunuyordu. Mektup bu tavanı bir performans kriterine, yani IMF kaynaklarının kullanımını bu koşula uyulmasına bağlayan bağlayıcı bir koşula dönüştürdü. Bu koşula göre 2001 sonunda para tabanı 7750 trilyon lirayı aşamayacaktı. Böylece enflasyon hedeflemesine geçilene kadar para tabanı programın fiilî nominal çıpası oldu ve enflasyon hedeflemesine geçiş ise 2002'ye ertelendi. Gerekçe, kurdaki son değer kaybının fiyatlara geçişinin yeni rejime gereğinden zor bir başlangıç yaşatacak olmasıydı. 2002 sonu için %35'lik bir enflasyon hedefi açıklanırken 2003 ve 2004 için hedef %20 ve %12 olarak açıklandı (IMF, 2001f).

Özel bankaların ise hâlâ kendi sermaye planlarıyla 2001 sonunda en az %8 sermaye yeterliliğine ulaşmaları öngörülüyordu (IMF, 2001f). Özel bankaların sermaye ve aktif kalitesi sorunu Ocak 2002 düzenlemesinde daha kapsamlı biçimde ele alındı. 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubu 2002–04 dönemi için SDR 12.8 milyarlık yeni bir stand-by talep ederken3 bankaların kredi portföylerinin denetlenmesini ve ayakta kalabilecek bankalara TMSF aracılığıyla sermaye desteği sağlanmasını koşul olarak getirdi. Bu uygulamalar için gerekli yasal değişiklikler 10 Ocak 2002'de kabul edildi ve şirket borçları için "İstanbul Yaklaşımı" uygulamaya konuldu (IMF, 2002a).

Yeni stand-by düzenlemesi bu mimariyi 2002–04 dönemine taşıdı. Kasım 2002 seçimleriyle siyasi iktidar değişmesine rağmen temel program aynı doğrultuda devam etti. Nisan 2003 niyet mektubu yeni hükümetin devam eden stand-by düzenlemesini ve reform programını sürdüreceğini açık biçimde teyit etti (IMF, 2003). Böylece 2001'de Derviş döneminde IMF ile birlikte kurulan çerçeve Kasım 2002'de iktidara gelen AKP tarafından devralındı ve izleyen yıllardaki başarının siyasal sahipliği bu hükümete geçti.

2001 sonrası yeniden yapılanmanın önemli sonuçlarından biri parasal aktarım mekanizmasının değişmesiydi. Kamu bankalarının gecelik fonlama gereksinimlerinin azaltılması, TMSF bankalarının tasfiyesi veya yeniden yapılandırılması, özel bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve bankaların döviz pozisyonlarına ilişkin düzenlemelerin sıkılaştırılması, kur

3 SDR 12.8 milyarlık (yaklaşık 16 milyar dolar) tutarın tamamı yeni kaynak değildi. Aralık 1999'da onaylanan ve Mayıs 2001'de artırılan önceki düzenlemenin toplam tutarı SDR 15 milyar (yaklaşık 19 milyar dolar) idi ve bunun SDR 11.7 milyarı kullanılmıştı. Kullanılmayan SDR 3.3 milyar (yaklaşık 4 milyar dolar) yeni düzenlemeye aktarıldı ve toplam tutara dâhil edildi. IMF İcra Direktörleri Kurulu düzenlemeyi 4 Şubat 2002'de onayladı ve SDR 7.3 milyar (yaklaşık 9 milyar dolar) hemen kullandırıldı (IMF, 2002b).

baskısının 2000–01'deki biçimiyle doğrudan bankacılık sistemine aktarılma riskini azalttı (IMF, 2001a, 2002a; TCMB, 2001a). 2002 çerçevesinin kısa dönemli başarısı bu nedenle yalnız yeni programın tasarımına değil, 2001 krizi ve yeniden yapılandırma sırasında birikmiş zarar ve risklerin önemli bölümünün gerçekleşmiş ve kamu bilançosuna aktarılmış olmasına da dayanıyordu. 2002 programı bu anlamda Aralık 1999'dan çok farklı bir bilanço ve politika başlangıç noktası devraldı.

5. 2002'den 2007'ye: kısa dönemli başarının koşulları

Bize göre 2002 çerçevesinin görece başarısı beş başlangıç koşuluna dayanıyordu. Birincisi uyumun bedeli büyük ölçüde ödenmişti, yani program öncesi maliyetlerin önemli bir bölümü 2001 krizi sırasında gerçekleşmiş ve bankacılık ile kamu bilançolarında biriken zararlar açık kamu yükümlülüğüne dönüşmüştü. İkincisi kamu borçlanma gereği güçlü bir mali çıpaya bağlanmıştı. Üçüncüsü kurumsal reformlarla bankacılık sisteminin kamu finansmanıyla kurduğu sorunlu ilişkiler önemli ölçüde yeniden düzenlenmişti. Dördüncüsü resmî dış finansman ve IMF koşulluluğu kredibilite açısından bir dış çıpa sağlıyordu. Beşincisi ve belki de en önemlisi küresel ortam giderek elverişli hale geliyordu.

Üretim, kredi, istihdam ve reel ücretlerdeki büyük kayıpların önemli bir bölümü yeni program uygulanmaya başladığında zaten ortaya çıkmış durumdaydı. Reel büyüme 2000 sonundan 2001 sonuna kadar belirgin biçimde geriledi ve toparlanma 2002'de başladı. Ekonomideki keskin daralma ve ithalat düşüşü cari hesabı fazlaya çevirirken toparlanma başladığında ithalat yeniden yükseldi (TCMB, 2005b).

Emek tarafındaki kaybın önemli bir bölümü programdan önce gerçekleşmişti. Özel kesim net reel işçi ücreti endeksi 2000'de 119.4 iken 2001'de 95.3'e geriledi; kamu işçi ücretleri 111.1'den 98.2'ye, yıllık ortalama reel asgari ücret 132.6'dan 113.9'a indi (TCMB, 2003a, Tablo II.1.13). 2004'ün ikinci çeyreğinde istihdam oranı 2001'in ikinci çeyreğindeki düzeyin yaklaşık 2.7 puan altında, işsizlik oranı 2.6 puan üzerinde, katılım oranı ise 1.5 puan altındaydı (TCMB/EVDS, 2026).4

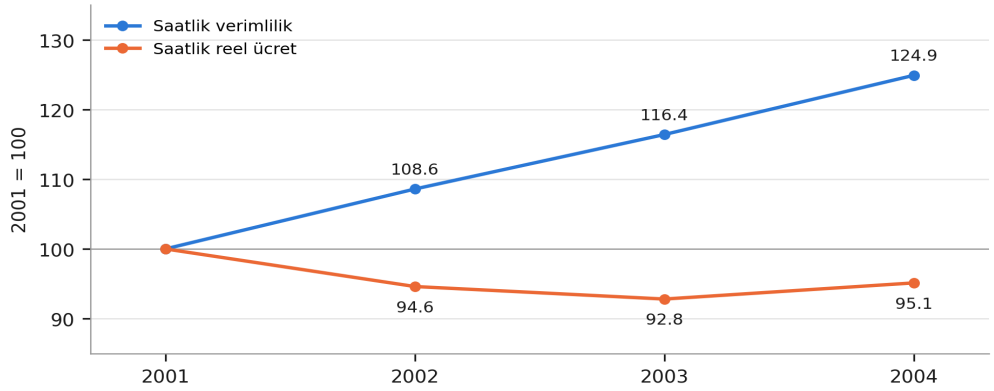
Reel ücretlerdeki gerileme kriz ve erken uyum döneminin önemli bölüşümsel sonuçlarından biriydi. İmalat sanayiinde çalışılan üretim saati başına reel ücret 2002'de %5.4 ve 2003'te %1.9 gerilerken saat başına kısmi verimlilik sırasıyla %8.6 ve %7.2 arttı; 2004 sonunda verimlilik endeksi (2001=100) yaklaşık 125'e ulaşırken reel saatlik ücret endeksi yaklaşık 95 düzeyinde kaldı (Şekil 7).5

4 Tarihsel ve güncel işgücü serileri aynı ölçüm sistemine dayanmaz. Erken dönem çeyreklik Hanehalkı İşgücü Anketi sonuçlarına dayanırken TÜİK 2021'den itibaren 19. ICLS ve ilgili AB tüzüğüyle uyumlu yeni tanımlara geçmiştir; ayrıca 2004–2005 arasında anket yöntemi değişmiştir. Burada dönemler arasında düzey eşitliği değil, her dönemin kendi içindeki zaman profili karşılaştırılmaktadır (TÜİK, 2021).

5 Ücret göstergesi ekonomi geneli ortalama ücret değildir: DİE/TÜİK imalat sanayii üretim işçisi, çalışılan üretim saati başına reel ücret endeksidir (1997=100). Verimlilik göstergesi de çalışılan üretim

Şekil 7

İmalat Sanayiinde Reel Saatlik Ücret ve Saatlik Verimlilik, 2001–2004 (2001=100)



Not: Endeksler, TCMB (2005a) Tablo 3.3.1'de yayımlanan yıllık değişim oranları 2001 = 100 alınarak zincirlenmiştir. Ücret, üretimde çalışılan saat başına reel ücret endeksi; verimlilik, üretimde çalışılan saat başına kısmi verimlilik endeksidir (DİE, 1997=100). Kaynak: TCMB (2005a), Tablo 3.3.1, s. 16; temel veri DİE.

Ücret göstergeleri ise farklı bir patika izledi; kriz başlangıçta ücret ve istihdam kaybını önden yaratırken, üretim toparlandıktan sonra ise emek piyasasında ücretler verimlilik kadar hızlı toparlanmadı (TCMB, 2003a, 2005a). Bu zamanlama, istikrarın ertelenmiş bölüşüm çatışması kriz yoluyla çözüldükten sonra geldiği argümanıyla uyumludur (Alesina ve Drazen, 1991; Drazen ve Grilli, 1993). Emek tarafındaki bölüşüme dair gelişmeler Bölüm 10'da ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

2002 programında yüksek faiz dışı fazla ve kamu borcunun sürdürülebilirliği başlangıçtan itibaren program mimarisinin merkezindeydi. 2002 için kamu kesimi faiz dışı fazla hedefi GSMH'nin %6.5'i olarak belirlenmiş, kamu harcamalarının sınırlandırılması programın temel araçlarından biriydi. TCMB'nin Hazine'ye kredi açmasının yasal olarak sınırlandırılması bu çıpayı kurumsal olarak tamamladı.

TCMB'nin araç bağımsızlığı, özerk BDDK, kamu bankalarında ortak ve profesyonel yönetim, TMSF çözümleme çerçevesi ve bankaların açık döviz pozisyonlarına ilişkin sıkılaştırılmış düzenlemeler kur baskısının 2000–01'deki biçimiyle bankacılık sistemine aktarılma riskini azalttı (bkz. Bölüm 4). Kamu bankalarının görev zararı yoluyla bütçe dışında mali yük biriktirmesine olanak veren önceki mekanizma da önemli ölçüde tasfiye edildi. Bu kurumsal yapıdaki sonraki değişimler Bölüm 6'da ele alınacaktır.

2002 programının 2023 sonrasından en açık farklılıklarından birisi de döviz finansmanının programın kuruluşundaki yeriydi. IMF ve diğer resmî kaynaklardan sağlanan finansman, güvenin yeniden tesisi sonucunda ortaya çıkması beklenen bir sonuç değil, programın başlangıçta uygulanabilmesini sağlayan girdilerden biriydi (IMF, 2001a, 2002a). 2001'de IMF

saati başına kısmi verimlilik endeksidir. Dolayısıyla aradaki fark imalat sanayii içindeki ücret–verimlilik ayrışmasını gösterir.

kaynaklı net finansman GSYH'nin yaklaşık %5'ine, 2002'de rezerv dışı net finansman GSYH'nin yaklaşık %3.1'ine ulaşırken IMF finansmanı tek başına GSYH'nin yaklaşık %2.6 düzeyindeydi. 2003'te IMF katkısı fiilen ortadan kalkarken portföy ve diğer özel finansman kanalları güçlendi (TCMB, 2002a, 2005c, 2005d; IMF, 2002a; Tablo 3) ve bu süreçte tekrar olumlu bir rotaya giren AB üyelik süreci ikinci bir dış çıpa sağladı.

Tablo 3

Cari Denge, Dış Finansman ve Rezerv İşlemleri, 2001–2005 (GSYH'nin Yüzdesi)

Dönem	Cari denge	Net rezerv dışı finansman	DYY	Portföy	Diğer yatırım	IMF / resmî	Rezerv işlemi
2001 kriz	1.68	−1.96	1.37	−2.23	−1.10	5.06	−1.34
2002 (t0)	−0.63	3.13	0.36	−0.25	3.01	2.64	2.56
2003 (t+1)	−2.55	2.23	0.38	0.81	1.04	−0.02	1.28
2004 (t+2)	−3.80	3.41	0.46	1.95	0.98	0.22	0.20
2005Ç2 (son 4 çeyrek)	−5.94	5.72	0.55	3.08	2.06	—	2.03

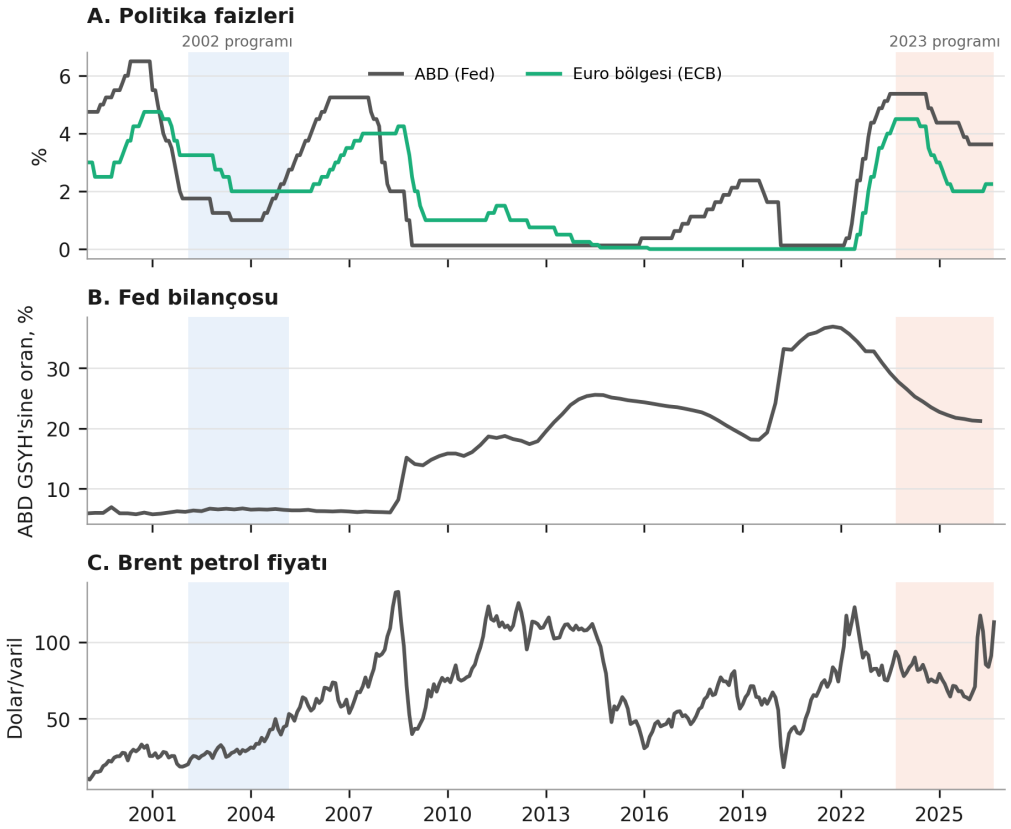
Not: Pozitif rezerv işlemi rezerv birikimini, negatif değer rezerv kullanımını gösterir. IMF/resmî finansman "diğer yatırım" altında yer aldığı için net finansmana ayrıca eklenmemelidir. "Son 4 çeyrek" satırı ilgili çeyrekte sona eren dört çeyreğin toplamıdır. Kaynak: TCMB ödemeler dengesi istatistikleri; IMF program belgeleri, TÜİK/Dünya Bankası GSYH verileri; yazar hesaplamaları.

Tüm bunların yanında, bizce programın görece başarıya ulaşması, yani büyüme oranlarının tarihsel ortalamanın üstüne çıkarken düşen enflasyonun kontrol altında tutulabilmesinin altında yatan en önemli destekleyici unsur 2002 sonrasında giderek daha elverişli hale gelen küresel ekonomik ortamdır.

2001 krizinin hemen sonrasındaki küresel ekonomi koşulları başlangıçta çok elverişli olmasa da izleyen birkaç yılda Fed faizi 2001'deki ortalama %3.88'den 2002'de %1.67'ye ve 2003'te %1.13'e gerilerken dünya büyümesi ise 2003'te %3.9'a ve 2004'te %5'e yükseldi (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2026; IMF, 2004). 2003–05'te özel sermaye girişlerinin hızlandığı aşama giderek daha destekleyici bir uluslararası ortama denk düştü, dolayısıyla özel finansmanın güçlenmesini yalnız programın güvenilirliğine veya yurt içi faiz farklarına bağlamak mümkün değildir (Benlialper, Cömert ve Düzçay, 2016). Şekil 8 iki program dönemindeki küresel koşulları birlikte göstermektedir.

Şekil 8

Küresel Finansman Koşulları ve İki Program Dönemi, 1999–2026



Not: Gölgeli alanlar program pencereleridir (Şubat 2002–Şubat 2005 ve Eylül 2023–Ağustos 2026). Kaynak: BIS politika faizleri ve merkez bankası varlıkları ile Brent petrol fiyatı, TCMB/EVDS üzerinden (TP.BISPOLFAIZ.USA, TP.BISPOLFAIZ.XM, TP.BISTOPVGDP.USA, TP.BRENTPETROL.EUBP).

Bu ortamda TCMB 5 Mayıs 2003'te programlı döviz alım ihalelerini yeniden başlatırken yerleşiklerin dövizden TL'ye geçişi ve ödemeler dengesi gelişmeleri sonucunda döviz arz fazlası oluştuğunu belirtti (TCMB, 2003c, 2003d). Özel sermaye girişleri ve ters para ikamesi döviz arzını güçlendirirken TCMB bir yandan rezerv biriktirebildi, diğer yandan TL'nin reel değerlenmesine de alan açıldı. Benlialper ve Cömert'in (2016) 2002–08 dönemine ilişkin ampirik bulguları da kurdaki değerlenmenin tolere edildiğini, değer kaybına ise daha güçlü tepki verildiğini gösteriyor.

Dezenflasyon bu koşullar altında oldukça hızlı gerçekleşti. Yıllık tüketici enflasyonu 2001 sonunda %68.5'ten 2002'de %29.7'ye, 2003'te %18.4'e ve 2004'te yaklaşık %9.3'e geriledi. 2004'te özel tüketim %10.1, özel yatırım %45.5 oranında artarken enflasyon düşmeye devam etti. Bu açıdan 2001 sonrası dezenflasyonu genelleşmiş bir özel talep baskılanmasının sonucu olarak tanımlamak mümkün görünmemektedir (TCMB, 2002b, 2003b, 2005b; IMF, 2002a). Dış finansmana erişimin kolaylaşması, rezervlerdeki iyileşme ve TL'nin reel değerlenmesi; ithal girdilerin TL maliyeti, beklentiler ve fiyatlama davranışı üzerinden dezenflasyonu destekleyen koşullar arasında yer aldı (Benlialper ve Cömert, 2016).

Bu rahatlama döviz ihtiyacının ortadan kalktığı anlamına gelmiyordu. Cari açık 2002'deki 0.6 milyar dolar seviyesinden 2008'de yeniden 39.4 milyar dolara yükseldiği dönemde net sermaye girişleri bu açığı karşılayacak ve aşacak ölçüde arttı (TCMB/EVDS, 2026). Döviz ihtiyacı büyüse de finansman daha hızlı büyüdüğü için kısıt bağlayıcı olmadı. Genişletilmiş ikili açmaz açısından bu ayrım önemlidir: kısıt ortadan kalkmamış, yalnızca bağlayıcı olmaktan çıkmıştı. Nitekim dış finansman koşulları 2008'de, 2013'te ve 2018'de sıkılaştığında yeniden bağlayıcı hale gelecekti.

6. 2002–2023: elverişli yıllardan ötelenen "düzeltmeye"

2002 sonrasında gerçekleşen dezenflasyon programının yakın dönem hedeflerini aşsa da (bkz. Bölüm 5) 2005 sonrasında %8–10 bandında durakladı. Küresel likidite bolluğu ve yüksek reel faizlerin çektiği sermaye girişleri TL'yi nominal ve reel olarak değerlendirdi. TCMB değerlenmeye izin verip değer kaybına daha güçlü tepki vererek, enflasyon hedeflerini büyük ölçüde TL'nin değer kazandığı yıllarda tuttururken (Benlialper ve Cömert, 2016), 2006'daki sapma küresel likidite şokunun ardından gelen değer kaybıyla, 2007–08 sapmaları ise emtia fiyatlarıyla çakıştı (Cömert ve Türel, 2016). Büyüme performansının önemli bir kısmı elverişli küresel koşullara dayanıyordu (Benlialper, Cömert ve Düzçay, 2016). 2001 sonrası reformlar bankaları sağlamlaştırmış, fakat ekonomiyi dış şoklara karşı tam anlamıyla korumamıştı (Öniş, 2009).

2002 sonrası düzeldiği düşünülen yapının ilk sınaması olan 2008–09 küresel krizinde Türkiye karşılaştırılabilir ülkeler arasında en ağır hasar görenlerin başında yer aldı (Cömert ve Uğurlu, 2016). Bu kriz bankacılık krizine dönüşmeyen ve dışarıdan aktarılan bir döviz kriziydi (Türel, 2010). Bu deneyim uzun süreli bir dış finansman kesintisine dayanıklılığın tam bir sınaması da değildi zira şokun ana kanalı Avrupa kaynaklı ihracat daralmasıydı ve gelişmiş ülke merkez bankalarının hızlı parasal genişlemesi sermaye girişlerini kısa sürede yeniden başlattı (Cömert ve Parmaksız, 2026). 2010'dan itibaren TCMB bir hafta vadeli repo faizi, geniş faiz koridoru, likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve Eylül 2011'den itibaren rezerv opsiyon mekanizmasını finansal istikrar, enflasyon ve cari açık kaygılarıyla birlikte kullandı (Cömert ve Türel, 2016; Cömert ve Öncü, 2023). Bu çeşitlenme ikili açmazın baskısını yumuşatma çabası olarak değerlendirilebilse de (Cömert, 2019), Türkiye'nin göreli konumu 2010–14 döneminde giderek zayıfladı (Benlialper, Cömert ve Düzçay, 2016) ve TL'nin değer kaybı 2011 civarından itibaren diğer gelişmekte olan ülke paralarından ayrıştı (Gürkaynak vd., 2023).

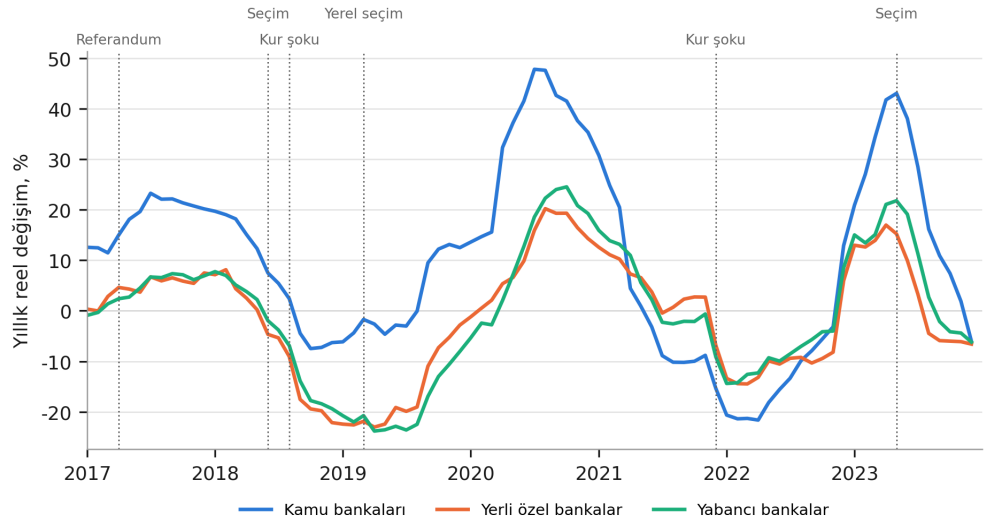
2013 sonrasında dış finansman koşullarının daha az elverişli hale gelmesi, yoğunlaşan seçim takvimi ve karar alma süreçlerinin merkezileşmesi TCMB'nin görece bağımsız hareket alanını daralttı ve 2016 sonrasında hiçbir başkan görev süresini tamamlayamadı (Cömert ve Öncü, 2023; Cömert ve Parmaksız, 2026). Bu dönemde büyümeyi sürdürebilme arayışları kur üzerinden dış finansman sınırına çarptıkça yeni araçlar devreye girdi. 2018 kur krizinin ardından firmaların döviz borçlanması döviz gelirlerine bağlanırken (TCMB, 2018), 2021'de düşük faiz yönelimi ve Aralık 2021 kur şokunun ardından Kur Korumalı Mevduat (KKM), rezerv kullanımı, swaplar, seçici kredi ve menkul kıymet tesisi gibi düzenlemeler aynı politika bileşiminin parçaları haline geldi (TCMB, 2022; Cömert ve Öncü, 2023).

Kamu bankaları bu genişleyen araç setinin önemli bileşenlerinden biriydi ve 1990'larla paralellik en açık biçimde bu kanalda görülüyordu. Ancak iki dönemin mekanizmaları aynı değildi. 1990'larda Hazine tarafından karşılanmayan görev zararları kamu bankalarının bilançolarında birikmiş ve zamanla açık kamu yükümlülüğüne dönüşmüştü. 2018 sonrasında ise kamu bankaları özellikle kredi genişlemesinin ve döviz piyasasına yönelik bazı müdahalelerin yürütülmesinde daha aktif biçimde kullanıldı. Bu nedenle iki dönem arasındaki paralellik, aynı tür bir maliyetin yeniden ortaya çıkmasından çok, kamu bankası bilançolarının politika amaçları doğrultusunda kullanılmasında aranmalıdır.

Kamu bankalarının bu rolü ilk olarak kredi kanalında belirginleşti. Ağustos 2019 ortasında kamu bankalarının TL kredi stoku yıllık %14.3 artarken özel bankalarınki %5.1 geriledi. Bu ayrışma pandeminin ilk aylarında daha da belirginleşti; Mart–Ağustos 2020 döneminde kamu bankalarının TL kredileri yaklaşık %37 artarken artış yerli özel bankalarda %17, yabancı bankalarda %22 ile sınırlı kaldı (Şekil 9). Kamu bankaları kur üzerindeki baskının yönetiminde de kullanıldı ve 2019 başından Nisan 2020 sonuna kadar bu bankalar aracılığıyla yaklaşık 77 milyar dolarlık döviz satıldığı tahmin edilmektedir. Aynı dönemde kamu bankalarının sermaye yapıları da kamu kaynaklarıyla desteklendi. Mart 2022'de kamu bankaları ile bazı katılım bankalarına toplam 51.5 milyar TL, Mart 2023'te ise Ziraat Bankası, Halkbank ve VakıfBank'a 111.7 milyar TL sermaye desteği sağlandı (TVF, 2022, 2023)6.

Şekil 9

Kamu ve Özel Bankaların Kredi Büyümesi, 2017–2023 (Yıllık Reel, %)



Not: TL cinsi toplam krediler (ay sonu); reel büyüme TÜFE ile hesaplanmıştır. Metinde verilen oranlar nominaldir. Kaynak: BDDK aylık bankacılık sektörü verileri; TCMB/EVDS TÜFE.

Kamu bankalarının yanında Aralık 2021'de devreye giren KKM, kur baskısını yönetmenin daha doğrudan bir kanalı oldu. Yerleşiklerin dövize yönelmesinin bir bölümünü kur koruması

6 İki desteğin toplamı o günkü kurlarla yaklaşık 9.4 milyar dolar ve GSYH'nin %0.75'ine karşılık gelmektedir.

sağlayan TL mevduat içinde tutarak doğrudan döviz talebini sınırladı ve düşük politika faizi yöneliminin sürdürülmesine alan açtı. Kur için ilan edilmiş bir patika oluşturmasa da mevduat sahibine kur riskine karşı güvence verdiği için yerleşiklerin portföy tercihleri açısından geçici bir çıpa işlevi gördü. Bunun karşılığında mudilerin taşıdığı kur riskinin bir bölümü Hazine ve TCMB tarafından üstlenilen koşullu bir kamu yükümlülüğüne dönüştü. Bu yükümlülük KKM stokunun tamamına değil, vade boyunca kurdaki artışın bankanın ödediği faizi aştığı kısma karşılık geliyordu (TCMB, 2021).7

KKM'nin maliyeti iki kamu bilançosuna dağıldı. Hazine KKM kapsamında 2022'de 92.5 milyar TL, 2023'te 59.9 milyar TL ödeme yaptı (HMB, 2023, 2024). 2022'deki ödeme o yılın genel bütçe giderlerinin yaklaşık %3'ü, bütçe açığının ise yaklaşık üçte ikisi büyüklüğündeydi. TCMB'nin KKM ve diğer döviz dönüşüm programları için yaptığı ödemeler 2023'te 833.4 milyar TL'ye, yaklaşık 35 milyar dolara ve GSYH'nin %3'üne ulaştı. TCMB aynı yıl 818.2 milyar TL zarar açıkladı ve bu sonucu esas olarak KKM kapsamındaki kur farkı ödemeleriyle ilişkilendirdi (TCMB, 2023d).8 Yükümlülüğün Hazine'den TCMB'ye aktarılması maliyeti ortadan kaldırmadı, yalnızca bütçenin dışına taşıdı. Zarar eden bir merkez bankası Hazine'ye kâr aktaramaz ve KKM ödemelerinin piyasaya bıraktığı TL likiditesinin geri çekilmesi ayrıca faiz maliyeti yaratır. Nitekim TCMB'nin likidite çekmek için ödediği faiz 2024'te 468, 2025'te 1020 milyar TL'ye yükseldi (TCMB, 2024, 2025c; Şekil 11).9

KKM bu açıdan çelişkili bir işlev gördü. Doğrudan döviz talebini ve rezervler üzerindeki baskıyı sınırladı. KKM olmasaydı aynı baskıyı yönetmek daha yüksek faiz, daha fazla rezerv kullanımı ya da daha hızlı bir kur düzeltmesi gerektirebilirdi ve net rezervlerin zaten çok zayıf olduğu koşullarda bu seçeneklerin hepsinin maliyeti yüksekti. Banka bilançoları ve düzenleyici çerçeve 2000–01'den çok farklı olduğu için KKM'nin yokluğunda 2001 tipi bir bankacılık krizinin kaçınılmaz olacağını söylemek de mümkün değildir (bkz. Bölüm 3). Kara ve Simsek (2025) KKM'nin tasarruf sahibinin TL getirisini yükseltirken borçlanma faizlerinin düşük tutulmasına imkân verdiğini, ancak kur riskini kamuya taşıyarak kamunun kura bağlı yükümlülüklerini ve kırılganlığını artırdığını gösterir. Stokun büyümesi de kendi riskini yarattı. Hesapların kısa sürede çözülerek dövize yönelmesi döviz talebini ve rezerv baskısını hızla

7 KKM tek bir hesap türünden oluşmuyordu. TL tasarruflara sağlanan kur koruması Hazine tarafından, döviz ve altın hesaplarının TL'ye dönüşümünü teşvik eden hesaplar ise TCMB tarafından karşılanıyordu. Temmuz 2023'te TL kaynaklı KKM'nin kur farkı ödeme yükümlülüğü de TCMB'ye devredildi. KKM hesaplarının açılış ve yenilenmesi 23 Ağustos 2025'te sona erdirildi (TCMB, 2025c).

8 TCMB'nin mali tablolarında bu kalem TL ve döviz dönüşümlü KKM ile YUVAM, fiziki altın ve benzeri diğer döviz dönüşüm programlarına ilişkin ödemeleri birlikte kapsar. Bu nedenle tutarın tamamı KKM ödemesi olarak değerlendirilmemelidir. Dolar karşılığı yıllık ortalama kurla hesaplanmıştır.

9 Bu sonuçlar TCMB'nin ödeme ya da faaliyet kapasitesini kaybettiği anlamına gelmez. Kendi parası cinsinden yükümlülük yaratabilen bir merkez bankası zarar açıklasa da para politikası işlemlerini sürdürebilir. KKM ödemeleri bu yönüyle niceliksel genişlemeye benzese de ondan farklıdır, çünkü merkez bankası bir finansal varlık satın almamakta, daha önce üstlendiği kura bağlı bir ödeme taahhüdünü yerine getirmektedir. Türkiye açısından asıl sınır TL yaratma kapasitesi değil, yaratılan TL'nin döviz talebi ve kur üzerindeki etkisidir.

artırabileceği için KKM'nin tasfiyesi yalnız maliyeti azaltma değil, büyük bir mevduat stokunun ani bir portföy kaymasına dönüşmesini önleme sorunuydu. Kısacası KKM kur baskısının bir krize dönüşmesini önledi ama maliyetini ortadan kaldırmadı, zamana yaydı ve TCMB bilançosuna taşıdı.

Kamu bankalarının kredi ve döviz işlemleri, KKM kapsamında üstlenilen yükümlülükler ve rezerv kullanımı aynı mekanizmalar değildi ve aynı tür maliyetler yaratmadı. Ortak noktaları, kur ve dış finansman baskısının yönetiminde kamu kontrolündeki bilançoların giderek daha geniş biçimde kullanılmasıydı. Bu sürecin ayrıntılı çözümlemesi Cömert ve Parmaksız'da (2026) "ikili açmaz altında politika sarmalı" kavramı çerçevesinde yapılmakta, yukarıda bahsedilen araçların dış kısıtın bağlayıcılığını dönemsel olarak gevşetse de, dış finansman gereksinimini yapısal olarak ortadan kaldırmadığı; kur riski rezervlere, KKM üzerinden kamu ve TCMB bilançolarına ve bankaların düzenlemelerle yönlendirilen portföylerine taşındığı tartışılmaktadır. Bu çalışma açısından 2023 programının temel farkı, 2002 programının başlangıcı öncesi gerçekleşerek büyük oranda kamu bilançolarına taşınan maliyetlerin 2023 programında seçimlerin ve programın açıklanması sonrasına bırakılmış olduğudur.

Dolayısıyla, 1989 sonrasındaki otuz yıllık dönem bir bütün olarak değerlendirildiğinde, genişletilmiş ikili açmazın farklı konjonktürlerde tekrar eden bir örüntü olarak karşımıza çıktığı görülür. Tablo 4'te kısıtın kur üzerinden bağlayıcı hale geldiği dönemleri, etkili olduğu kanalı ve riskin taşındığı bilançoyu özetliyoruz.

Tablo 4

Dış Finansman Kısıtı ve Krizler, 1994–2026

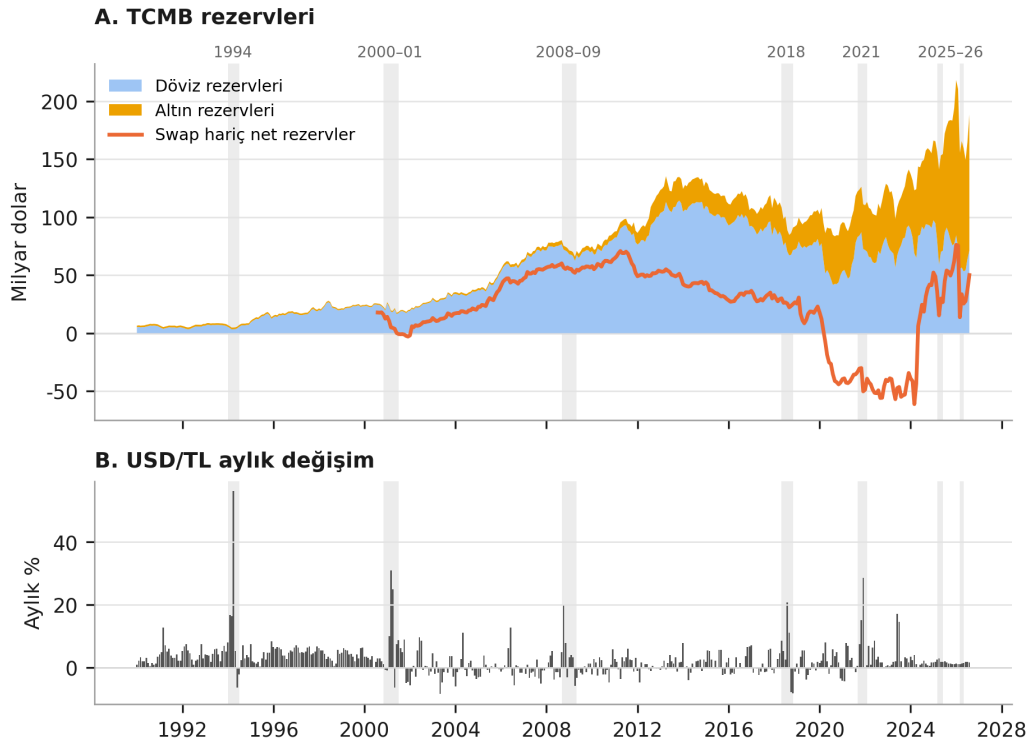
Dönem	Tetikleyici	Kısıtın bağladığı kanal	Politika yanıtı ve riskin taşındığı yer
1994	1990–93 girişlerinin tersine dönmesi	Kur ve banka bilançoları; ikiz kriz	Devalüasyon; mevduata tam güvence, maliyet kamuya (Akyüz ve Boratav, 2003; Türel, 2010)
Kasım 2000	Girişlerin tersine dönmesi; Demirbank'ın fonlama sorunu	Gecelik faiz ve banka fonlaması	Ek Rezerv Kolaylığı (SRF), mevduata tam güvence (Bölüm 3.3)
Şubat 2001	Siyasal kriz	Rezervler ve kur	Kurun dalgalanmaya bırakılması; maliyet kamu borcuna (Bölüm 3.3 ve 4)
2008–09	Küresel kriz ve ihracat şoku	Reel faaliyet; sınırlı ve kısa finansal tersine dönüş	Bankacılık krizi yok; gelişmiş ülke parasal genişlemesiyle girişler geri döndü (Türel, 2010; Cömert ve Çolak, 2014; Cömert ve Parmaksız, 2026)
2018	2013 sonrası sıkılaşan dış koşullar, büyüme odaklı politika	Kur ve firmaların döviz borcu	Faiz %24'e; firmaların döviz borçlanmasına sınırlama (Cömert ve Öncü, 2023; TCMB, 2018)
2021	Düşük faiz yönelimi	Kur ve yerleşiklerin döviz talebi	KKM, rezerv kullanımı, düzenlemeler; risk TCMB ve Hazine'ye (Cömert ve Öncü, 2023; Cömert ve Parmaksız, 2026)
Mart 2025	Siyasal şok, portföy çıkışları	Rezervler ve kur	Ara toplantıda faiz artışı, vadeli döviz satışları; risk TCMB ve özel sektör bilançosunda (TCMB, 2025a, 2025b; IMF, 2026)
Mart 2026	ABD–İran savaşı	Rezervler ve kur	TCMB döviz ve altın satışları; swap hariç net rezervler Şubat–Mart arasında 75.4 milyar dolardan 13.7 milyar dolara; risk TCMB ve özel sektör bilançosunda (TCMB/EVDS, 2026)

Kaynak: Hücrelerde belirtilen kaynaklar ile Bölüm 3–4'teki anlatı.

Şekil 10 aynı dönemlerdeki rezerv ve kur hareketlerini göstermektedir.

Şekil 10

Dış Kısıtın Bağlayıcı Hale Geldiği Anlar: Rezervler ve Kur, 1990–2026



Not: Net rezerv serisi TCMB'nin 2000, 2001 ve 2002 tanımları birleştirilerek oluşturulmuştur. Kaynak: TCMB/EVDS (TP.AB.C1, TP.AB.C2, TP.AB.N06 ve önceki tanımlar, TP.DOVVARNC.K15, TP.DK.USD.A.YTL).

7. Daha fazla ötelenemeyen düzeltme ve "rasyonel" zemine dönüşe doğru

2023 programının analizine geçmeden önce Eylül 2023'te Orta Vadeli Programın (2024–2026) yayımlanmasıyla resmî olarak başladığını kabul ettiğimiz bu programı gerekli kılan gelişmeleri kısaca hatırlamak faydalı olacaktır. 2021 sonrası uygulamaya konulan düşük faiz politikasını kur ve finansman kısıtları altında sürdürülebilir kılmak amacıyla 2022 ve 2023'ün ilk aylarında politika araç seti daha kapsamlı hale geldi. Bankaların TL mevduat payları, kredi büyümeleri, ticari kredi faizleri ve menkul kıymet tutma yükümlülükleri doğrudan düzenlenirken döviz talebini ve rezervleri etkileyen yeni uygulamalar devreye sokuldu (TCMB, 2022; Cömert ve Öncü, 2023). 2023'e yaklaşırken bu politika bileşiminin sınırları birkaç göstergede birlikte görünür hale geldi. Cari açık belirgin biçimde artarak Mayıs 2023'te yıllıklandırılmış açık yaklaşık 56 milyar dolara ulaştı. TCMB'nin brüt uluslararası rezervleri 2022 sonundaki 128.8 milyar dolardan Mayıs sonunda 98.5 milyar dolara kadar geriledi (TCMB, 2023d; Cömert ve Parmaksız, 2026).

2023'e gelindiğinde sorun bu araçların hiç çalışmaması değildi; kur ve dış finansman baskısını yönetmek için rezervler, KKM ve giderek genişleyen finansal düzenlemelerin birlikte kullanılması ve bu araçların yeni bilanço yükleri ve politika kısıtları yaratmasıydı.

Mayıs 2023 seçimlerinden sonra politika yönü bu koşullar altında değişerek "Şimşek Programı" bir rasyonel düzleme dönen bir yeniden dengelenme programı olarak kamuoyuna sunuldu. 2002 başında devreye giren stabilizasyon programından farklı olarak, 2023 yılı ortasında bankacılık sisteminde belirgin bir kırılganlık ve ekonomide ciddi bir büyüme kaybı yaşanmıyordu. Haziran sonrasında politika faizi kademeli olarak yükseltilse de 2000–01'deki gibi gecelik faizlerin binlerce yüzdeye ulaştığı akut bir likidite krizi yaşanmadı. TCMB politika faizini Haziran–Aralık 2023 arasında %8.5'ten %42.5'e çıkarırken miktarsal sıkılaştırma, sterilizasyon ve seçici kredi araçlarını da kullanmaya devam etti (TCMB, 2023d).

2023 öncesi örneğinde de görüldüğü gibi, aynı ekonomide farklı zaman ve kurumsal yapılarda dış finansmana erişim kaynaklı kur üzerinde güçlü baskılar ortaya çıksa da bu baskıların bir finansal krize dönüşme biçimi bilanço yapılarından ve politika araçlarından bağımsız değildir. 2000–01'de vade ve döviz pozisyonu uyumsuzluklarının kamu bankalarıyla kısıtlı olmaması kur savunmasının faiz ve likidite maliyetlerini hızla çok daha sistemik hale getirebilmişti. 2021–23'te daha güçlü özel banka bilançoları ve daha geniş bir araç seti, kur ve portföy baskılarının akut bir bankacılık krizine dönüşmeden farklı kanallardan ve daha uzun bir zaman içinde yönetilebilmesine olanak sağladı. Bunun karşılığında rezerv kullanımı, KKM ve finansal düzenlemeler üzerinden yeni bilanço yükleri ve politika kısıtları ortaya çıktı. 2002 programıyla krizden çıkış yolu bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması, kamu borç dinamiğinin değiştirilmesi ve kredibiliteyi restore edecek ciddi resmî dış finansman olmadan düşünülemezdi. 2023 sonrasında ise, henüz maliyete dönüşmemiş risklerin önemli ölçüde kontrol edilebilecek kamu bilançolarında (TCMB, devlet bankaları) biriktirilmiş olması ve belirgin piyasa kontrolüne olanak tanıyan merkezî karar alma mekanizmaları 2001 türü bir krizi önlese de bu politikaların yarattığı maliyetlerden kaçışı mümkün kılmıyordu. Dolayısıyla uzun yıllar içinde dönüştürdüğü kontrol edilebilir ekonomi-politik kurumsal yapıdan vazgeçmek istemeyen iktidar partisi, çözmek zorunda olduğu temel kısıt olan dış finansman sorununa uluslararası sermayeyle Mehmet Şimşek üzerinden yeni bir ilişki yoluyla çözüm arayışına girdi.

Bu açıdan bakıldığında Eylül 2023, Şubat 2002'den ziyade, Aralık 1999'a benzer bir eşikti: iki tarihte de bir stabilizasyon programı, kriz kaynaklı bir çöküş yaşanmadan ve birikmiş risklerin önemli bir bölümü henüz gerçekleşmiş maliyetlere dönüşmeden başlatıldı. 25 yıl arayla ve çok farklı konjonktürlerde başlayan bu programların başlangıç noktaları bire bir karşılaştırılabilir olmasa da, bu programları gerekli kılan koşulları ve programların sonuçlarını anlamak amacıyla şu soruları sormak mümkündür: program başlangıcında temel göstergelerden en sorunlu olanlar nelerdi, kur riski kimin bilançosundaydı, programla beraber sağlanması amaçlanan dış finansman nereden gelecekti, politikaların uygulandığı kurumsal çerçeve nasıldı ve küresel konjonktür ne durumdaydı? Tablo 5 bu soruların bu iki dönem için yanıtlarını karşılaştırır.

Tablo 5

Başlangıç Noktaları: Aralık 1999 ve Eylül 2023

Boyut	Aralık 1999	Eylül 2023
Enflasyon	TÜFE, 1999 sonu için yaklaşık %65 bekleniyor (IMF, 1999)	Yıllık TÜFE %61.5 (TCMB/EVDS, 2026)
Faiz	Kamu borcuna ödenen reel faiz %30'un üzerinde (IMF, 1999)	Politika faizi Haziran'daki %8.5'ten 21 Eylül kararıyla %30'a; reel faiz hâlâ derin biçimde negatif (TCMB/EVDS, 2026)
Büyüme	Yaklaşık %5 daralma (Akyüz ve Boratav, 2003)	Büyüme sürüyor (TCMB/EVDS, 2026)
Kamu borcu	Görev zararları dâhil GSMH'nin %58'i (IMF, 1999)	GSYH'nin %28.9'u, 2023Ç3 (TCMB/EVDS, 2026)
Bankacılık	Taşıma ilişkisi, vade ve kur uyumsuzluğu; görev zararları kamu bankası aktiflerinin %32'si (Özatay ve Sak, 2002)	Açık pozisyonlar sınırlı, tamponlar güçlü; portföyler menkul kıymet tesisiyle yönlendiriliyor (TCMB, 2023c; BDDK, 2023)
Kur riskinin yeri	Özel banka bilançoları (Özatay ve Sak, 2002)	KKM üzerinden kamu ve TCMB bilançoları (Cömert ve Parmaksız, 2026)
Dış denge ve rezervler	Dış denge görece sağlıklı (Akyüz ve Boratav, 2003)	On iki aylık cari açık 48.1 milyar $; TCMB brüt rezervleri 122.2 milyar $ (40.6 milyar $'ı altın), swap hariç net rezervler yaklaşık −53.6 milyar $ (TCMB/EVDS, 2026)
Dış çıpa	IMF stand-by, SDR 2.9 milyar (IMF, 1999)	Yok (SBB, 2023)
Kurumsal yapı	Koalisyon hükümeti, IMF koşulluluğu (IMF, 1999)	Merkezileşmiş karar alma, Mehmet Şimşek özelinde kredibilite arayışı (Cömert ve Parmaksız, 2026)
Küresel ortam	2000'de ABD faiz artışları ve petrol fiyatları (Alper, 2001)	Yüksek gelişmiş ülke faizleri (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2026)

Kaynak: IMF (1999), Alper (2001), Özatay ve Sak (2002), Akyüz ve Boratav (2003), TCMB (2023c), BDDK (2023), Cömert ve Parmaksız (2026), SBB (2023), TCMB/EVDS (2026), Federal Reserve Bank of St. Louis (2026).

İki programın başlangıç noktalarındaki önemli benzerlik, birikmiş bilanço risklerinin önemli bölümünün henüz tam olarak gerçekleşmiş zararlara dönüşmemiş olmasıydı. Ancak bu risklerin niteliği farklıydı. 1999'da sorun özel bankaların vade ve kur uyumsuzlukları ile kamu bankalarının görev zararları ve kısa vadeli fonlama gereksinimlerinde yoğunlaşırken, 2023'te bankacılık sisteminin doğrudan kur riski çok daha sınırlıydı. Riskler daha çok KKM

yükümlülükleri, TCMB'nin zayıf net rezerv pozisyonu ve kamu bankalarının politika aracı olarak yoğun kullanımıyla ilişkiliydi10. Kurun rolü de aynı değildi: 1999 programı ilan edilmiş bir kur çıpasına dayanırken, 2023 sonrasında kur istikrarı ve TL'nin reel değerlenmesi dezenflasyon sürecinin örtük ama önemli fiilî kanallarından biri haline geldi. Her iki dönemde de dış finansmana erişimin güçlenmesi programın sürdürülebilirliği açısından merkezî önem taşıyordu.

2023'ün başlangıç noktası ise şu üç açıdan daha iyiydi: kamu borcu çok daha düşük, özellikle özel bankaların bilançoları daha sağlıklı ve finansal olmayan firmaların net döviz açık pozisyonu 2018 sonrasında 2022 sonuna kadar belirgin biçimde iyileşmiş haldeydi (TCMB, 2018, 2026d; Cömert ve Parmaksız, 2026). Buna karşılık dış denge ve rezervler 1999'dan daha zayıftı, IMF benzeri dış çıpa ve başlangıç finansman paketi yoktu, kurumsal yapı siyasal kararlara daha açıktı ve küresel finansman koşulları elverişsizdi.

8. 2023 sonrası ve "Şimşek Programı"

Dolayısıyla 2023 programı 2002 programı olarak tanımladığımız stabilizasyon programını görece başarılı kılan ve Bölüm 5'te sıraladığımız beş koşulun çoğundan yoksun başladı. Buna bağlı olarak bu ana kadar (Ekim, 2026) elde edilen sonuç 2002 sonrası gerçekleşen hızlı toparlanmadan ziyade, programın önceden devraldığı risk ve dengesizliklerin yarattığı birikmiş maliyetlerinin dış finansman kısıtı altında zamana yayıldığı yavaş ve sancılı bir dezenflasyon sürecidir. Program döneminin ayrıntılı seyri Cömert ve Parmaksız 'da (2026) ele alındığından, burada yalnızca 2002 ile karşılaştırma için gerekli bulgulara yer veriyoruz.

Programın ilk önemli adımlarından biri KKM'den kademeli çıkış ve TL mevduata geçişin teşvik edilmesi oldu. Seçimlerin ardından gerçekleşen kur düzeltmesinin KKM'nin Hazine tarafından karşılanan bölümündeki kur farkı ödemelerini ve dolayısıyla bütçe açığını artırma riskine karşı Temmuz 2023'te bu ödeme yükümlülüğü TCMB'ye devredildi. Bölüm 6'da tartıştığımız gibi bu aktarım yükümlülüğü ortadan kaldırmadı, yalnızca ödemenin yapıldığı ve muhasebeleştirildiği bilançoyu değiştirdi. Politika faizinin yükselmesiyle TL mevduat getirilerinin artması ve kur hareketlerinin daha öngörülebilir hale gelmesi KKM'nin sağladığı ek kur korumasının göreli önemini azaltırken, para politikası aktarımının sadeleştirilmesi ve kura bağlı kamu yükümlülüklerinin azaltılması da kademeli çıkışı destekledi. Bununla birlikte hızlı bir çözülmenin yeniden döviz talebi yaratma riski nedeniyle çıkış zamana yayıldı.

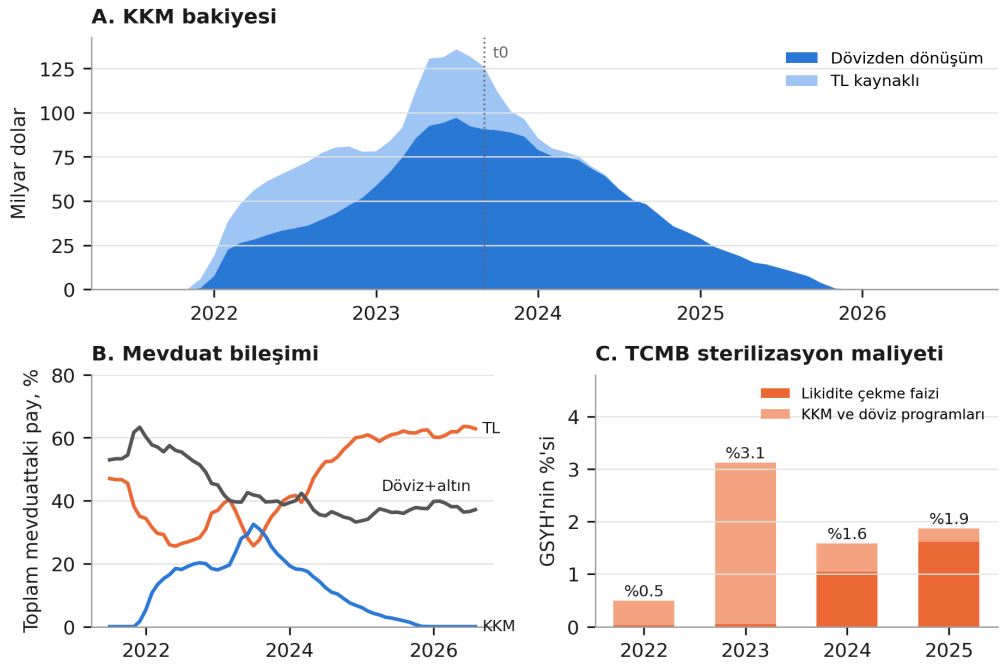
Sonrasında uygulanan yüksek faiz – kur makası politikası sonucunda 2024 sonunda TL mevduatın toplam mevduat içindeki payı %59.2'ye yükselmiş, KKM bakiyesi yıl içinde 66.4 milyar dolar azalarak 32.6 milyar dolara gerilemiş, swap hariç net rezervler 45.2 milyar dolara çıkmış ve yıl boyunca 82.5 milyar dolarlık iyileşme göstermişti (TCMB, 2024). Bu çözülme sonrasında ödemeler dengesinde 2024 yılı rezerv varlık edinimi yalnızca 558 milyon dolar olup net rezerv pozisyonundaki iyileşmenin önemli bir kısmı swap yükümlülüklerinin temizlenmesi ve bilanço kompozisyonundaki değişimle ilişkilidir. 2025'te ödemeler dengesi yaklaşık 22

10 Burada kamu bankalarının siyasi yönlendirmeyle düşük faizli ve yüksek riskli kredi vermesi ve döviz piyasasında kontrol amaçlı işlemler yürütmesi kastedilmektedir.

milyar dolarlık rezerv kullanımı işaret ederken brüt rezerv stokunun yükselmesinde altın fiyatlarındaki değerleme etkileri önemli rol oynamış (TCMB, 2026a; IMF, 2026)11 ve IMF'ye göre rezerv yeterliliği göstergesi 2025 sonunda hâlâ tavsiye edilen aralığın altında kalmıştı (IMF, 2024, 2026). Programın önemli bir ayağını oluşturan daha ziyade kısa vadeli akımlara dayalı rezerv birikimi merkez bankasının acil müdahale kapasitesini artırsa da dış finansman gereksinimini ve buna bağlı kur baskısının yeniden ortaya çıkma olasılığını ortadan kaldırmadığını Mart 2025'teki İstanbul Büyükşehir Belediyesi (İBB) operasyonlarının ve Mart 2026'daki ABD–İran savaşının yarattığı şoklarda gördük. KKM'den çıkışın ve bunun TCMB bilançosundaki maliyetinin seyri Şekil 11'de izlenebilir.

Şekil 11

KKM'den Çıkış, Mevduat Bileşimi ve TCMB'nin Sterilizasyon Maliyeti, 2021–2026



Not: Panel A'da TL kaynaklı KKM aylık ortalama kurla dolara çevrilmiştir. Panel B bankalararası hariç toplam mevduattaki payları gösterir. Panel C'de KKM ve diğer döviz dönüşüm programlarına ilişkin ödemeler ile likidite çekme işlemleri ve faiz ödenen zorunlu karşılıklardan kaynaklanan sterilizasyon faiz giderleri ayrı gösterilmektedir. İlk grup kura bağlı ödeme yükümlülüklerinin, ikinci grup ise fazla TL likiditesinin çekilmesine ilişkin işlemlerin TCMB kâr/zarar hesabına etkisini yansıtır; iki kalem aynı ekonomik mekanizma değildir. Kaynak: TCMB/EVDS (TP.KKM.K1, TP.KKM.K4 ve mevduat serileri); TCMB yıllık faaliyet raporları, mali tablolar.

Programın işgücü piyasalarına etkisi açısından manşet işsizlik oranı dikkate alındığında 2001–2002 ölçeğinde bir istihdam çöküşü görülmedi. Programın başlangıcı olarak aldığımız Eylül 2023'te mevsimsellikten arındırılmış istihdam oranı %48.4, işgücüne katılım oranı %53.1 ve

11 Brüt rezerv, net rezerv, swap hariç net rezerv ve ödemeler dengesi rezerv işlemleri farklı kavramlardır. Stok göstergeleri swap ve diğer yükümlülükler ile değerleme etkilerinden değişebilir; ödemeler dengesi rezerv kalemi dönem içi işlem akımını ölçer.

işsizlik oranı %9.0 iken Temmuz 2026'da sırasıyla %48.3, %52.5 ve %8.1 oldu. Bu gelişmelere rağmen geniş tanımlı atıl işgücü oranının Temmuz 2026'ya kadar kademeli olarak %30.6'ya çıkması dar tanımlı işsizlikteki düşüşün tek başına emek piyasasını anlamak için yeterli bir ölçüt olmadığının açık işaretidir (TÜİK, 2026e; SBB, 2026a). Reel net asgari ücret aylık endeksi 2023'te 2022'ye göre yaklaşık %32.8, 2024'te %8.4 artarken, 2025'te yaklaşık %4.0 geriledi ve 2026 Ocak–Ağustos ortalaması 2025'in aynı döneminin yaklaşık %3.5 altında kaldı (ÇSGB, 2026; TCMB/EVDS, 2026).12

İki program sonrası dönemin en güçlü karşılaştırmalı emek bulgusu göstergelerin farklı zaman seyirleridir. 2001'de ücret ve istihdam kaybı programın hemen öncesinde büyük ölçüde zaten oluşmuştu. 2023 sonrasında ise programa önce bir önceki dönemin ağır reel gelir kayıplarının kısmi telafisi eşlik etse de ardından asgari ücret yılda bir kez güncellenmeye başlandı ve yıl içindeki aşınma daha uzun süre telafi edilmeden kaldı. Çalışmamızın çerçevesinde bu 2002'deki önden ödenmiş maliyetin 2023'te zamana yayılmış ve hâlen bölüşümsel bir pazarlık konusu olmaya devam eden bir uyuma dönüşmesi demektir (bkz. Bölüm 10).

Şimşek programının maliye politikası ayağının programa eklemlenmesi para politikasına kıyasla daha kademeli gerçekleşti. OVP sıkı parasal duruş ve mali disiplini birlikte temel araçlar olarak tanımlarken deprem harcamalarının yüksek olduğu ilk dönemde kamu açığının daha yavaş azalacağı bir patika öngörüyordu (SBB, 2023). Para politikası sıkılaşması ile mali uyum başlangıçta aynı anda ve aynı ölçüde ilerlemedi; sonraki dönemde vergi ve harcama önlemleri mali duruşu daha sınırlayıcı hale getirdi (SBB, 2023). 2002'deki IMF programındaki %6.5'lik faiz dışı fazla ile karşılaştırılabilir bir mali çıpa bulunmuyordu.

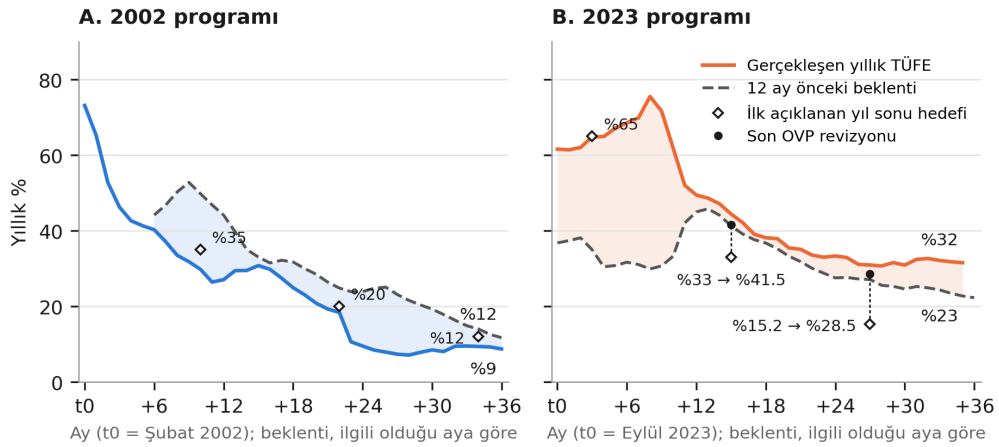
2023 sonrasında yeni bir IMF anlaşması, buna bağlı resmî dış finansman paketi, nicel performans kriterleri veya düzenli dış gözden geçirme mekanizması da bulunmuyordu. 2023 döneminde 1998–2002 sürecine benzer resmî finansman paketi bulunmadığından yabancı para finansmanı üzerindeki baskının hafiflemesi TL cinsi varlıklara talebin artması, KKM ve döviz mevduatından TL'ye yöneliş, ülke riskindeki düşüş ve özel dış finansman kanallarının güçlenmesi üzerinden öngörülüyordu (SBB, 2023; TCMB, 2023b, 2023d). Yerleşiklerin portföy tercihleri doğrudan politika hedefine dönüşmüştü (SBB, 2023; TCMB, 2023d). Bu çerçevede güvenilirliğin kurumsal bir reformdan ya da dış çıpadan değil, sorunlara yol açan 2023 öncesi politikaları yürütmüş olan merkezî siyasi otoritenin yeni ekonomi yönetimine verdiği destekten gelmesi gerekiyordu. Kanımızca program, güvenilirlik arttıkça 2002'nin izinden gidileceği örtük varsayımına dayanıyordu. 2002'de IMF'nin sağladığı dış çıpanın yerini bu kez yeni ekonomi yönetiminin güvenilirliği alırken, yüksek TL getirileri ve sermaye girişlerinin kur üzerinden dezenflasyonu desteklemesi bekleniyordu. OVP yayımlandığında da programın ima ettiği kur patikasının güçlü dış finansman girişleri gerektireceğini ve 2001 sonrasına benzer bir zımni kur çıpası yaratabileceğini vurgulamıştık (Cömert ve Parmaksız, 2023). 2002'deki çıpa kurumsal ve dışsalken, 2023'teki ise kişisel ve siyasal kredibiliteye

12 Net yasal asgari ücret aylık TÜFE endeksine bölünmüş ve Ocak 2022=100 olacak şekilde yeniden ölçeklenmiştir. Bu nokta-zaman satın alma gücü ölçüsü yıllık ortalama reel ücret, brüt ücret veya işveren maliyeti değildir.

bağlıydı. Bu anlamda iki dönemde çıpanın enflasyon beklentileri ve dolayısıyla gerçekleşen enflasyon üzerindeki etkisini izlemenin bir yolu, piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerini gerçekleşen enflasyon ve resmî hedeflerle karşılaştırmaktır; Şekil 12 bunu iki program dönemi için yan yana koymaktadır.

Şekil 12

Enflasyon Beklentileri, Program Hedefleri ve Gerçekleşme: Şubat 2002 ve Eylül 2023 Sonrası (Yıllık TÜFE, %)



Not: Kesikli çizgi, piyasa katılımcılarının 12 ay önce bildirdiği yıllık TÜFE beklentisini ilgili olduğu aya kaydırarak gösterir; düz çizgi aynı ay gerçekleşen yıllık enflasyondur. Gölgeli alan ikisi arasındaki farktır. Baklava işaretleri program belgelerinde ilk açıklanan yıl sonu enflasyon hedefleridir: 2002 programında 2002, 2003 ve 2004 için %35, %20 ve %12 (IMF, 2001f); 2023 programında Eylül 2023 OVP'sinin 2023, 2024 ve 2025 için %65, %33 ve %15.2 tahminleri (SBB, 2023). Siyah noktalar aynı yıl için sonraki OVP'lerde açıklanan son revizyonu gösterir: 2024 için %41.5 (SBB, 2024), 2025 için %28.5 (SBB, 2025). 2025 tahmini Eylül 2024 OVP'sinde önce %17.5'e yükseltilmişti. 2026 için ilk tahmin olan %8.5, Eylül 2026 OVP'sinde %28.4'e yükseltilmiştir (SBB, 2026b); bu değer pencerenin dışında kalmaktadır. İlk panelde anket Ağustos 2001'de başladığından beklenti t+6'dan itibaren gösterilebilmektedir. Beklenti ayda iki kez yapılan anketin aylık ortalamasıdır (2012 sonuna kadar arşiv Beklenti Anketi, 2013'ten itibaren Piyasa Katılımcıları Anketi; aritmetik ortalama). Kaynak: TCMB/EVDS (TP.BEKA.S01.E.A, TP.BEK.S01.E.A); TÜİK TÜFE; yazar hesaplamaları.

Bu noktada kurumsal, resmî bir dış çıpanın yokluğunun, küresel konjonktürün uygun olmadığı dönemlerde ülke içi siyasal ve küresel şokların dış kısıtın doğrudan sıkılaşmasına yol açabileceğini belirtmek mümkündür. Mart 2025'teki İBB operasyonları sonrasında yabancı yatırımcıların yaklaşık 18 milyar dolarlık TL varlık satışı, yerleşiklerin TL mevduattan çıkışı ve birkaç gün içinde rezervlerde yaşanan hızlı kayıp (IMF, 2026) ile Mart 2026'da ABD–İran savaşı sonrasında oluşan ciddi rezerv kayıpları (TCMB/EVDS, 2026) bu duruma örnek gösterilebilir.

Yine 2002 döneminden farklı olarak 2023 sonrası program yüksek küresel faiz döngüsü altında başladı ve büyük oranda bu şekilde devam etti. Fed faiz oranı 2023'te ortalama %5.03, 2024'te %5.14 düzeyindeydi ve 2025'te ancak %4.21'e geriledi (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2026; Şekil 8). 2001 sonrasında resmî finansmanla başlayan süreç giderek daha elverişli

küresel koşullar altında özel finansmana kayarken, 2023 sonrasında TL varlıklara ve özel dış borçlanmaya dönüş çok daha pahalı uluslararası koşullarda gerçekleşti.

Döviz talebinin temel belirleyicilerinden cari açığın 2024'te yaklaşık hasılanın %1'ine gerilemesi finansman gereksinimini azaltırken, bu gelişmede altın ve enerji dengesindeki normalleşme ile güçlü hizmet gelirleri rol oynadı (TCMB, 2024; IMF, 2024). 2025 ve 2026'nın ilk yarısında portföy akımlarının göreli ağırlığı azalırken banka ve şirketlerin yurt dışı kredi kanalları önem kazandı (TCMB, 2026a; Tablo 6). Cari açık 2025'te GSYH'nin %1.9'una yükseldikten sonra, Haziran 2026 itibarıyla on iki aylık birikimde 39.0 milyar dolarlık yüksek bir seviyeye ulaştı (TCMB, 2025c, 2026c).13

Tablo 6

Cari Denge, Dış Finansman ve Rezerv İşlemleri, 2023–2026 (GSYH'nin Yüzdesi)

Dönem	Cari denge	Net rezerv dışı finansman	DYY	Portföy	Türev	Diğer yatırım	IMF / resmî	Rezerv işlemi
2023 (t0)	−3.66	3.10	0.40	0.57	−0.04	2.18	0.00	−0.18
2024 (t+1)	−1.00	1.58	0.37	1.02	−0.13	0.32	0.00	0.04
2025 (t+2)	−1.89	0.91	0.20	0.22	−0.30	0.79	0.00	−1.38
2026Ç2 (son 4 çeyrek)	−2.29	1.94	0.05	0.37	−0.31	1.84	0.00	−1.60

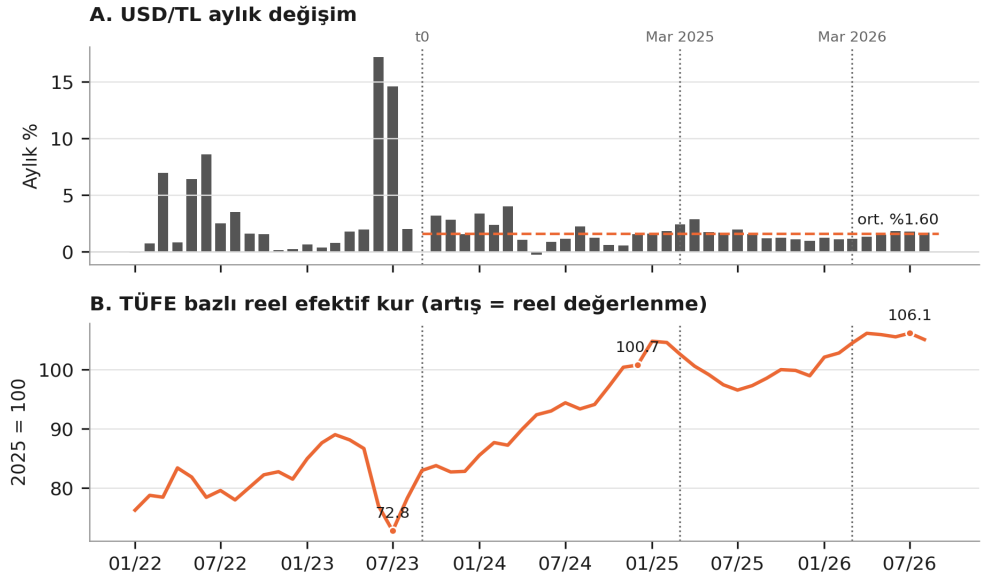
Not: Tanımlar Tablo 3'teki gibidir. Finansal türevler 2023 sonrasında ayrı sütunda gösterilmiştir. Tablo 3'te bileşenlerin toplamı net finansmana eşit olduğundan türevler ayrıca gösterilmemiştir. 2023 sonrası finansal hesap verileri 2026'da yapılan metodolojik revizyonu içeren en güncel verilere dayanmaktadır (TCMB, 2026b). Kaynak: TCMB ödemeler dengesi istatistikleri; TÜİK GSYH verileri; yazar hesaplamaları.

Kur bu süreçte fiilî bir çıpa işlevi gördü. Eylül 2023–Ağustos 2026 arasında aylık ortalama USD/TL kurundaki değişim ortalama %1.60, standart sapması %0.88 olurken, en yüksek aylık artış Mart 2024'teki %4.0, en belirgin değerlenme Mayıs 2024'teki %0.25 oldu (TCMB/EVDS, 2026). TCMB'nin TÜFE bazlı reel efektif kur endeksi (2025=100) Temmuz 2023'te 72.8 iken 2024 sonunda 100.7'ye, Temmuz 2026'da 106.1'e yükseldi (TCMB/EVDS, 2026; Şekil 13). TCMB reel değerlenmeyi dezenflasyon kanallarından biri olarak açıkça tanımlarken IMF fiilî rejimi 2024'ten itibaren "crawl-like arrangement" olarak sınıflandırdı (TCMB, 2024; IMF, 2024, 2026).

13 39.0 milyar dolar Haziran 2026'da sona eren on iki ayın birikimli açığıdır; 2026'nın ilk altı ayının yıllıklandırılmış değeri değildir.

Şekil 13

Kur Patikası ve Reel Değerlenme, Ocak 2022–Ağustos 2026

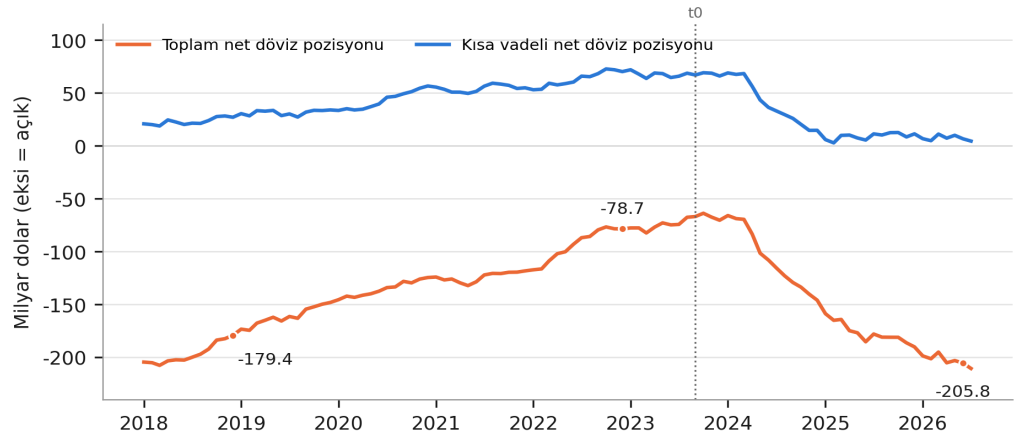


Kaynak: TCMB/EVDS (TP.DK.USD.A.YTL, TP.RK.T1.Y).

Kur için öngörülebilir bir zımni patika oluşturulması, kur riskinin yüksek TL faizlerini avantaja çevirmek isteyen yerleşikler tarafından yeniden özel bilançolara taşınmasına da yol açtı. Finansal olmayan firmaların toplam net döviz açık pozisyonu 2022 sonunda yaklaşık 78.7 milyar dolarken Haziran 2026'da 205.8 milyar dolara yükseldi (Şekil 14) ve 2018 sonundaki yaklaşık 179.4 milyar dolarlık düzeyi aştı. Yüksek TL faizleri TL cinsinden finansmanı pahalılaştırırken nominal kur artışının enflasyonun gerisinde kalması döviz cinsi borçlanmayı firmalar açısından cazip hale getirdi; kısa vadeli net pozisyon fazlası ise 2018 sonundaki 26.9 milyar dolar seviyesinden 2026 ortasında 6.5 milyar dolara geriledi (TCMB, 2026d; Cömert ve Parmaksız, 2026). Bu gelişmeler 2000'deki mekanizmayla önemli bir benzerlik taşımaktadır: görece öngörülebilir bir kur patikası döviz cinsinden borçlanma teşviklerini güçlendirebilir. Ancak 2000'den farklı olarak doğrudan kur riski bu kez banka bilançolarından daha ziyade finansal olmayan firmalarda birikmektedir.

Şekil 14

Finansal Olmayan Firmaların Net Döviz Pozisyonu, 2018–2026 (Milyar Dolar)



Not: Negatif değerler net döviz açığını gösterir. Kaynak: TCMB, finansal kesim dışındaki firmaların döviz varlık ve yükümlülükleri.

Hâlen süregelen ve 3. yılını tamamlayan Şimşek programında dezenflasyon ise oldukça yavaş oldu. Yıllık enflasyon politika dönüşümünün hemen ardından düşmek yerine Mayıs 2024'te %75.45'e kadar yükseldi; yıl sonunda 2024'te %44.38'e, 2025'te %30.89'a indi (TCMB, 2024, 2025c). 2026'nın ilk sekiz ayında %31–33 bandında seyretti ve Ağustos'ta %31.51 oldu; aynı dönemde toplam kredi büyümesi %34.6'dan yaklaşık %25'e geriledi (TCMB, 2026c; TÜİK, 2026c). Bu eşzamanlılık talebin ve kredinin dezenflasyonda rolü olmadığı anlamına gelmese de, enflasyonu tek bir talep-kredi kanalının açıklayamayacağı, enerji, gıda, hizmet fiyatlaması gibi maliyet kanalları ve bozuk beklentiler yoluyla politikaya direnç gösterdiğine işaret etmekte.

Bölüşüm tarafında emek payındaki 2022–24 toparlanmasının yaklaşık dörtte üçü ara girdi maliyetlerinin işgücü maliyetlerine göre gerilemesiyle, yani nominal kur artışının yavaşlamasıyla ilişkili bulunmaktadır (Cömert ve Oyvat, 2026).14 Güncel dönemde toplam istihdam daha dayanıklı kalmış; buna karşılık önceki reel gelir kayıplarının telafisi, ücret ayarlama sıklığı, yıl içi satın alma gücü aşınması ve yüksek atıl işgücü daha merkezî hale gelmiştir.

Bu bulgular birlikte okunduğunda, 2023 öncesi politikalar sonucu giderek sınırlarına dayanılan dış kısıtın 2023 sonrasında önceki dönemlerdekine benzer sert bir düzeltme yoluyla değil, daha yumuşak ve kademeli bir biçimde gevşetilmesi yoluna gidildiği ve bunun ekonomiye yapışkan enflasyon, uzun süreli yüksek reel faizler, sterilizasyon maliyetleri, reel değerlenmenin rekabet gücü üzerindeki baskısı ve siyasal şoklara duyarlı rezervler kanalıyla yüksek maliyetler yüklediği görülmektedir. 2002 öncesine benzer bir stok temizliği gerçekleşmediği ve 2002

14 Cömert ve Oyvat'ın (2026) sektörel ayrıştırması Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri kapsamındaki sektörlere dayanır ve ulusal hesaplardaki çalışanlara yapılan ödemeler/GSKD oranıyla aynı seri değildir.

sonrasının küresel koşulları bulunmadığı için bu maliyetler taşınmakta ve dezenflasyon, iç ve dış gelişmelere oldukça duyarlı sermaye girişlerinin zayıfladığı her aşamada yavaşlamaktadır. Bu durum kalıcı bir rahatlama yaratmaktan çok firmaların döviz açığını büyüterek yeni bir kur şokunun özel bilançolar üzerinden daha sert bir reel krize dönüşebileceği kanalı yeniden açmaktadır.

9. Ortak pencerede iki program: dezenflasyon, faaliyet ve iç talep

Bölüm 5 ve 8'de iki programı kendi koşulları içinde ele aldık. Bu bölümde Türel'in (2010) üç krizi karşılaştırırken izlediği yolu izleyerek aynı göstergeleri iki program için ortak bir zaman penceresinde yan yana koyuyoruz. Türel (2010) krizlerin başlangıç ve bitiş tarihlerini imalat sanayii üretimiyle belirlemiş, göstergelerin kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında nasıl seyrettiğine bakmıştı. 2023 programının başlangıcı açık bir kriz olmadığı için biz pencereleri kriz tarihlerine değil program başlangıçlarına göre kurduk. İlk dönemin başlangıç noktası (t0), 1999–2002 sürecinin son IMF düzenlemesi olan yeni stand-by'ın IMF İcra Direktörleri Kurulu'nca onaylandığı Şubat 2002 olarak alıyoruz (IMF, 2002b). İkinci dönemde t0, Haziran 2023'te başlayan para politikası dönüşümünün 2024–2026 OVP'nin açıklanmasıyla bir program çerçevesine bağlandığı Eylül 2023'tür (SBB, 2023). Her iki tarih de krizin ya da politika dönüşümünün başlangıç anından ziyade, programın bütün olarak ortaya konularak kamuoyuyla paylaşıldıkları anı gösteriyor. Aylık göstergelerde pencere t0'ın 12 ay öncesinden 36 ay sonrasına, çeyreklik göstergelerde dört çeyrek öncesinden on bir çeyrek sonrasına uzanıyor. Amacımız iki programı herhangi bir performans kriterine göre sıralamak değil, yukarıda bahsettiğimiz başlangıç anı ve tasarım farklılıkları ışığında iki programın çıktılarını karşılaştırarak bu farklılaşmanın kaynaklarına dair çıkarımlar yapmak.

9.1. Dezenflasyonun zamanlaması

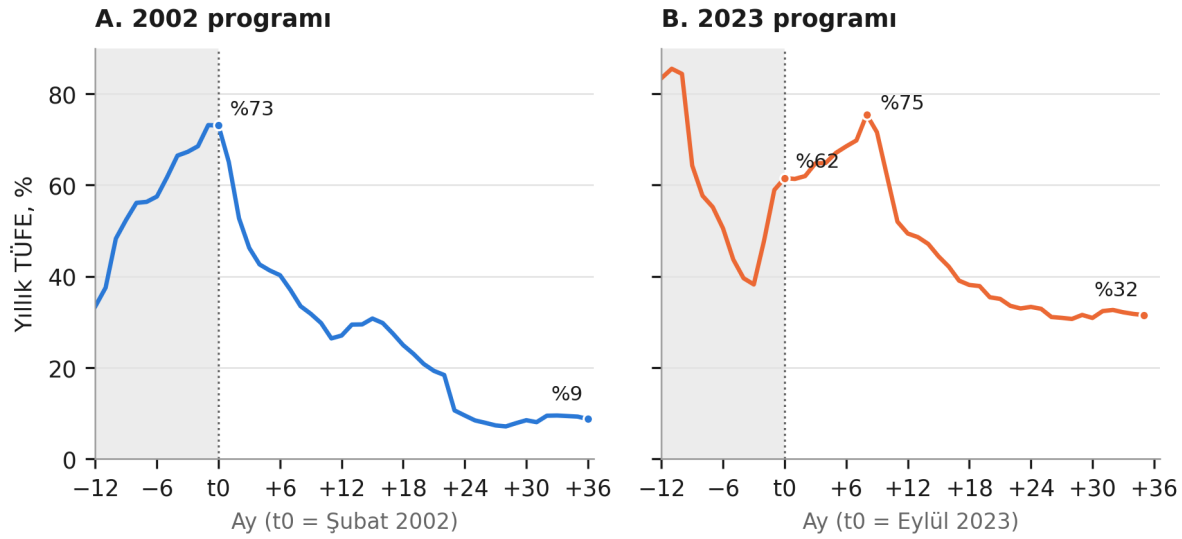
İlk etapta iki programın da temel hedef olarak ortaya koyduğu enflasyonla mücadele kısmına odaklanıyoruz. İki pencere enflasyon açısından çok farklı noktalardan başlıyor. Şubat 2002'de yıllık enflasyon Şubat 2001 devalüasyonunun geçişiyle zirvesine, yaklaşık %73'e ulaşmıştı ve ilk program bu zirveden başladı. Enflasyon üçüncü ayda %50'nin, onuncu ayda %30'un altına indi, yirmi dördüncü ayda tek haneye geriledi ve otuz altıncı ayda yaklaşık %9'du (Şekil 15). Eylül 2023'te ise yıllık enflasyon yaklaşık %62'ydi ve program açıklandıktan sonra da yükselmeye devam etti. Seçim sonrası kur düzeltmesinin, vergi artışlarının ve yönetilen fiyat ayarlamalarının geçişiyle sekizinci ayda, Mayıs 2024'te yaklaşık %75'e çıktı. Enflasyondaki düşüş bundan sonra başlayarak on ikinci ayda yaklaşık %49'a, yirmi dördüncü ayda %33'e gerileyerek %31–33 bandında durdu (TCMB/EVDS, 2026). İlk pencerede enflasyon 36 ayda yaklaşık 64 puan gerilerken ikincide yaklaşık aynı sürede (t+35) gerileme yaklaşık 30 puanda kaldı ve bunun neredeyse tamamı ilk iki yılda gerçekleşti. Karşılaştırma açısından önemli başlangıç farkı, 2023 programının seçim sonrası kur düzeltmesi, vergi artışları ve yönetilen fiyat ayarlamalarının enflasyona yansımaya devam ettiği bir dönemde başlamasıdır. 2002 programı başladığında ise büyük kur düzeltmesinin ve krizle bağlantılı bilanço ve fiyat ayarlamalarının önemli bir bölümü zaten gerçekleşmişti.

İlginç olan, göreli farklı patikalara rağmen iki programın dezenflasyon kanallarını birbirine oldukça benzer biçimde tanımlamış olmasıdır. 2002'de dönemin resmî değerlendirmeleri zayıf

talep ve gelir politikasının yanında TL'deki değer kazanımına ve beklentilerdeki iyileşmeye de açıkça yer veriyordu (TCMB, 2002b; IMF, 2002a). 2023 sonrasında da iç talepte dengelenme, beklentilerde iyileşme, sıkı kredi koşulları ve TL'nin daha istikrarlı seyri dezenflasyonu destekleyecek kanallar arasında sayıldı (SBB, 2023; TCMB, 2024). Kanallar bu kadar benzer tanımlanmışken sonuçların bu ölçüde ayrışmasını Bölüm 5'te ayrıntılı olarak tartıştığımız ve yukarıda kısaca değindiğimiz koşullardaki farkla açıklamak daha doğru görünmektedir. İlk dönemde dezenflasyon; faturası ödenmiş bir düzeltme, elverişli dış finansman ve reel olarak değerlenen TL üzerine kuruldu. İkinci dönemde bu koşullar bulunmadığından enflasyon önce daha da yükseldi, ardından maliyet şokları ve bozulan beklentiler nedeniyle daha dirençli kaldı.15 2002 programında nominal kur stabilizasyonu ve reel kurdaki değerlenme dezenflasyon sürecine ciddi katkıda bulunurken, 2023 döneminde ise hızla toparlanan rezervlere ve reel değerlenmeye rağmen nominal kurdaki sürekli artış, bu kanalın dezenflasyona katkısını sınırladı (Şekil 20).

Şekil 15

Dezenflasyonun Zamanlaması: Şubat 2002 ve Eylül 2023 Sonrası (Yıllık TÜFE, %)



Not: Her iki panel program başlangıcının 12 ay öncesinden 36 ay sonrasına uzanan aylık pencereyi gösterir; t0 öncesi gölgelidir ve ortak yüzde ölçeği kullanılmıştır. Panel A'da t0 Şubat 2002 (IMF İcra Direktörleri Kurulu onayı), Panel B'de t0 Eylül 2023'tür (2024–2026 OVP). Panel B'de veri Ağustos 2026'da (t+35) biter. Kaynak: TCMB EVDS/TÜİK; 2003 sonuna kadar TÜFE 1994=100 (TP.FG.T01), 2004'ten itibaren TÜFE 2003=100, güncel TÜFE TP.GENENDEKS.T1; yazar hesaplamaları.

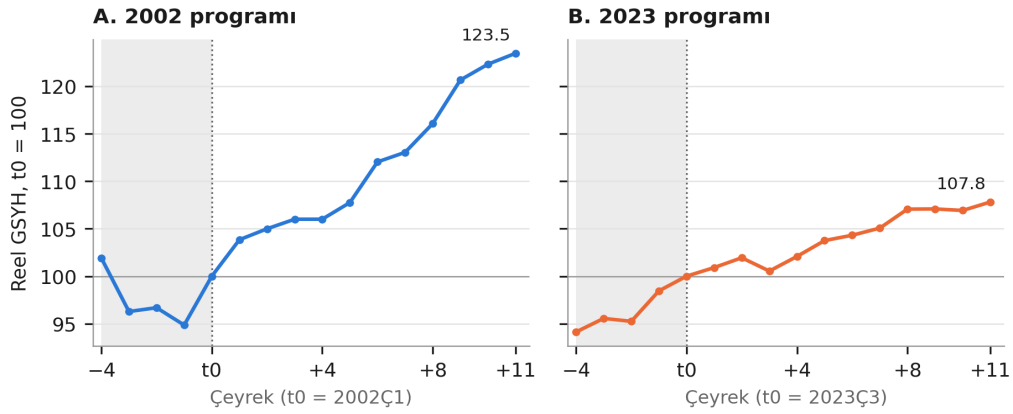
15 Şekil 15'in ilk panelinde dönemin resmî manşet tanımı izlenmiştir: 2003 sonuna kadar 1994=100 arşiv TÜFE serisi (TP.FG.T01), 2004'ten itibaren 2003=100 TÜFE. İkinci panelde güncel TÜFE serisi (TP.GENENDEKS.T1) kullanılmıştır. Endeks düzeyleri birleştirilmemiş; her panelde yalnız yıllık yüzde değişimler hesaplanmıştır. Baz değişimi Ocak 2004'te (t+23) bir kırılma yaratır: aynı ay için 1994=100 serisi %16.2, 2003=100 serisi %10.6 yıllık enflasyon verir. İlk paneldeki o aydaki düşüşün bir kısmı bu nedenle ölçüm farkıdır.

9.2. Üretim ve büyüme

Büyüme oranlarına başlangıç düzeyinden bağımsız bakıldığında iki dönem kolayca yanlış okunabilir. Bu nedenle Şekil 16'da mevsim etkisinden arındırılmış reel GSYH düzeyini her pencerede t0 çeyreğinde 100'e eşitledik. İlk program kriz kaynaklı büyük bir düzey kaybını devralarak başladı. Reel GSYH 2000'in son çeyreğinden 2001'in son çeyreğine yaklaşık %10 gerilemiş ve program başladığında, 2002'nin ilk çeyreğinde, kriz öncesi düzeyin hâlâ yaklaşık %5 altındaydı. Bu dip noktadan başlayan hasıla seviyesinde program başladıktan sonra toparlanma hızlı oldu. Kriz öncesi düzey 2002 sonunda aşıldı ve reel GSYH t0'a göre dört çeyrekte yaklaşık %6, sekiz çeyrekte %16, on bir çeyrekte %23 arttı. 2023 sonrasını betimleyen ikinci pencerede ise 2021–23'teki güçlü büyümenin ardından benzer bir çöküş yaşanmadığı gibi program sonrasında hızlı bir toparlanma da yok. Büyüme 2024 ve 2025'te %3.5 civarına, 1999–2023 ortalamasının (%4.8) altına geriledi. Reel GSYH t0'dan (2023'ün üçüncü çeyreği) sonraki sekiz çeyrekte yaklaşık %7 arttı, 2025'in ikinci yarısından itibaren neredeyse yatay seyretti ve on bir çeyrek sonunda t0'ın yaklaşık %8 üzerindeydi (TCMB/EVDS, 2026).

Şekil 16

Reel Faaliyet Patikası: Karşılaştırılabilir Pencereler



Not: Mevsim etkisinden arındırılmış reel GSYH zincirlenmiş hacim endeksi. Panel A 2002Ç1=100, Panel B 2023Ç3=100; her panel t−4…t+11 çeyrek penceresindedir. Panel A'da t0 2002Ç1, Panel B'de t0 2023Ç3'tür. Kaynak: TCMB EVDS/TÜİK, TP.GSYIH60.HY.B1GQ; yazar hesaplamaları.

Harcama bileşimi de benzer bir tablo ortaya koymakta (Tablo 7). 2002'de toparlanma başlarken ilk etapta özel tüketimdeki artış sınırlı ve sabit sermaye oluşumu hâlâ hafif negatif, 2002 yılı büyümesinin kaynağı büyük oranda ihracat ve kamu harcamaları gibi görünüyordu. 2004'e gelindiğinde ise özel tüketim çift haneli oranlarda artarken sabit sermaye oluşumundaki artış ise %30'u aştı; kamu tüketimi ve kamu yatırımı ise çok daha sınırlı kaldı. Dolayısıyla 2001 sonrasındaki mali konsolidasyonu özel harcamaların uzun süre bastırılmasıyla eş tutmamak gerekiyor. 2023 sonrasında süreç ters yönden işlemiş görünüyor. Hanehalkı tüketimi ve yatırım 2024'te ve 2025'te yıllık bazda artmaya devam ederken yavaşlama ancak 2026'da, yatırım ve kamu talebinde belirginleşiyor. Bu nedenle program belgelerinde sıkça geçen "dengelenme"yi

sürekli küçülen bir özel tüketim olarak değil, harcama momentumunun ve bileşiminin değişmesi olarak okumak bize daha isabetli görünüyor (TCMB, 2024; TÜİK, 2025, 2026b).16

Tablo 7

İç Talebin Bileşimi

Gösterge	2002 (yıllık %)	2004 (yıllık %)	2024 (yıllık %)	2025 (yıllık %)	2026Ç2 (yıllık %)
Reel GSYH	7.8	9.0	3.3	3.7	2.3
Özel / hanehalkı tüketimi	2.0	10.1	4.3	4.2	3.5
Kamu tüketimi	5.4	0.5	−0.8	1.0	−1.8
Sabit sermaye oluşumu	−0.8	32.4	2.7	7.3	0.6
Mal ve hizmet ihracatı	11.0	12.5	0.1	−0.6	−3.4
Mal ve hizmet ithalatı	15.7	24.7	−4.4	4.6	−6.4

Not: 2002–2004 değerleri dönemin sabit fiyatlı ulusal hesap tablolarından, 2024–2026 değerleri güncel zincirlenmiş hacim serilerinden alınmıştır. 2026Ç2 bir önceki yılın aynı çeyreğine göre değişimdir. 2004'te özel yatırım %45.5 artarken kamu yatırımı %4.7 azalmıştır. Kaynak: TCMB (2003a, 2005b); TÜİK (2025, 2026a, 2026b).

9.3. Maliye politikasının zamanlaması

Maliye politikasının zamanlaması da iki programda oldukça farklı görünmekte. Bölüm 5'te gördüğümüz gibi 2001–02 programı kamu açıklarını enflasyonun kök nedeni olarak gördüğünden mali çıpayı, yani GSMH'nin %6.5'i düzeyindeki faiz dışı fazla hedefini ve harcama sınırlamasını baştan merkeze koydu (Şekil 17). Bunun iç talepteki izini Tablo 7'de görmek mümkün: 2004'te özel tüketim ve yatırım hızla artarken kamu tüketimi yalnızca %0.5 arttı, kamu yatırımı ise %4.7 azaldı (IMF, 2002a; TCMB, 2005b). Başka bir ifadeyle mali sıkılaşma özel sektör talebini bastırmadı, kamu talebinin toplam talep içindeki payını daralttı.

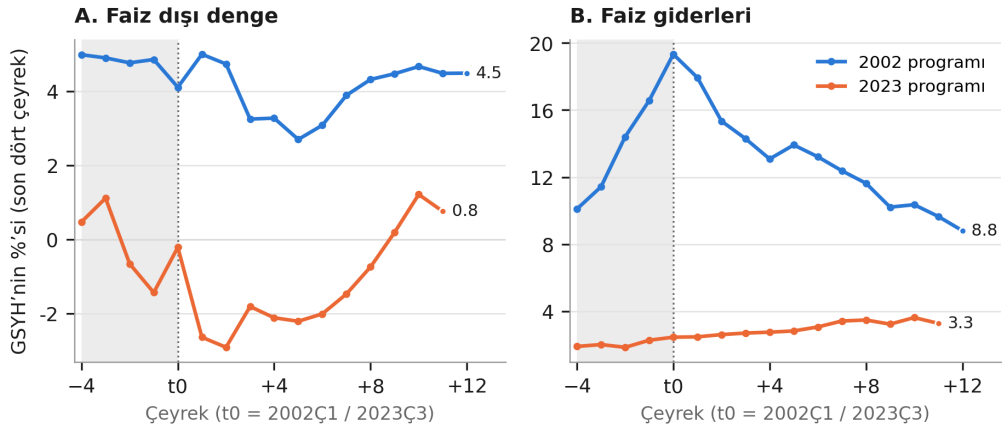
2023 sonrasındaki dönüşüm ise deprem harcamalarının ve seçim öncesinde alınan mali kararların bütçe üzerindeki etkilerinin sürdüğü bir ortamda başladı. OVP fiyat istikrarını para, maliye ve gelirler politikalarının eşgüdümü içinde tanımlarken depremden sonraki yeniden yapılanmayı da eşzamanlı bir öncelik olarak korudu (SBB, 2023). Para politikasındaki

16 Tablo 7'de 2002–2004 için dönemin yayımlanmış sabit fiyatlı harcama tabloları, 2024–2026 için güncel zincirlenmiş hacim hesapları kullanılmıştır. Tarihsel ulusal hesap revizyonları arasında birkaç ondalık puanlık farklar bulunur; örneğin daha sonraki bazı TCMB karşılaştırmalarında 2002 ve 2004 büyümeleri %8.1 ve %9.1 olarak görünse de bu farklar yön ve bileşim yorumunu değiştirmez.

sıkılaşma ile mali uyum başlangıçta aynı hızda ilerlemedi. Vergi artışları 2023 yazında erkenden devreye girdi; harcama tarafındaki sınırlama ise ancak Mayıs 2024'te açıklanan Kamuda Tasarruf ve Verimlilik Paketi ile görünür hale geldi (Cömert ve Parmaksız, 2026). Kamu tüketimi 2024'te ve 2026'nın ikinci çeyreğinde geriledi (Tablo 7). Kısacası ilk programda mali çıpa dezenflasyon sürecinin başında yer aldı ve merkezî bir rol oynadı; ikincisinde ise sürecin ortasında ve daha sınırlı bir biçimde devreye girdi. Bölüm 8'de para politikasına kıyasla daha kademeli gerçekleştiğini belirttiğimiz mali uyumun iç talep tarafındaki karşılığı da budur.

Şekil 17

Faiz Dışı Denge ve Faiz Giderleri: Şubat 2002 ve Eylül 2023 Sonrası (Son Dört Çeyrek, GSYH'nin Yüzdesi)



Not: Son dört çeyreğin toplamının aynı dönemin cari fiyatlarla GSYH'sine oranı. 2002 penceresi konsolide bütçe, 2023 penceresi genel bütçe kapsamındadır; oranlar GSYH'ye göre hesaplandığından metinde anılan kamu kesimi hedefleriyle (GSMH'nin yüzdesi) doğrudan karşılaştırılamaz. t0 2002Ç1 ve 2023Ç3'tür; 2026 verileri geçicidir. Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Konsolide Bütçe Dengesi ve Finansmanı (1994–2005) ve Genel Bütçe Dengesi ve Finansmanı (2006–2026); TCMB/EVDS; yazar hesaplamaları.

9.4. Krediler

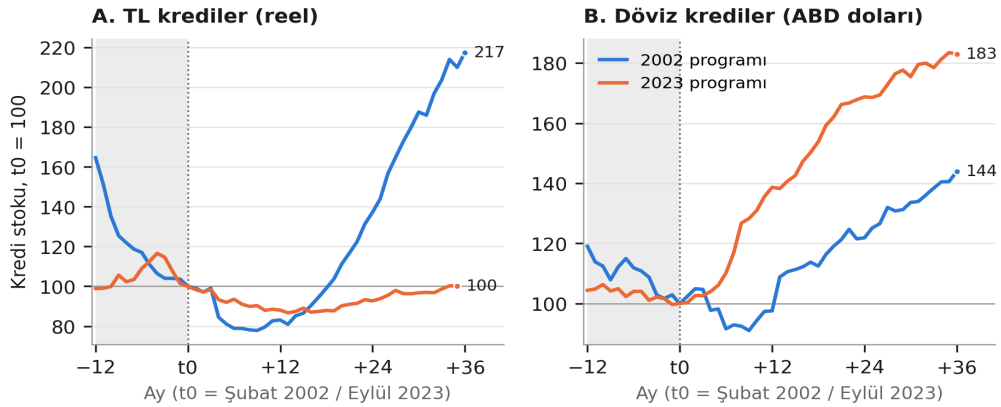
2001 krizi bankacılık sisteminde kredi genişlemesini sert biçimde kestiği için 2002'nin ilk yarısındaki düşük kredi düzeyini programın yarattığı sıradan bir talep kısıtlaması olarak okumak doğru olmaz. Tüketici kredileri Mayıs–Haziran 2002'den itibaren reel olarak artmaya başlasa da toplam TL krediler reel olarak ancak 2002'nin son aylarında dibe vurdu ve bu düşüşte TMSF'ye devredilen ve takibe dönüşen kredilerin de payı vardı. Toparlanma başladıktan sonra ise hızlı oldu ve reel TL kredi stoku üç yıl içinde program başlangıcındaki düzeyin iki katını aştı (TCMB, 2002b; Şekil 18). 2002–2004'te kredi ve özel harcamalar toparlanırken enflasyon düşmeye devam etti.

2023 sonrası kredi politikası ise öncesindeki dönemde özellikle kamu bankaları aracılığıyla uygulanan genişleyici fazın ardından yüksek faizler, büyüme oranı sınırları ve seçici düzenlemelerle işledi. Reel TL kredi stoku program başlangıcına göre kademeli olarak %13

kadar geriledikten sonra ancak üç yıl sonunda başlangıç düzeyine dönebildi. Aynı dönemde döviz kredileri dolar cinsinden yaklaşık %83 artarken mevduat bankalarının yurt içi kredileri içindeki payı %25'ten %30'un üzerine çıktı; TL kredi büyümesine getirilen sınırlar, yüksek mevduat faizleri nedeniyle artan TL kredi maliyetleri ve yüksek kredi faizleri karşısında borçlanmanın önemli bir kısmının dövize kaydığı görülüyor (Şekil 18).

Şekil 18

TL ve Döviz Krediler: Şubat 2002 ve Eylül 2023 Sonrası (t0 = 100)



Not: Mevduat bankalarının yurt içi kredileri, ay sonu stoku. TL krediler TÜFE ile reelleştirilmiş, döviz krediler ay sonu USD/TL kuruyla dolara çevrilmiştir. 2002 penceresi TCMB arşiv serilerinden (TP.KM.L10, TP.KM.L20) alınmıştır; 2002'deki düşüşte TMSF'ye devredilen ve takibe dönüşen kredilerin de payı vardır. 2023 penceresi Ocak 2025'e kadar TP.KREDI.L012 ve TP.KREDI.L022, sonrasında yerleşiklere kredilerin (TP.HPBITABLO2.24 ve TP.HPBITABLO2.28) büyüme oranlarıyla hesaplanmıştır; yeni seriler tüm bankaları kapsar. t0 Şubat 2002 ve Eylül 2023'tür. 2023 penceresi tarihsel olarak düşük bir düzeyden başlıyor (Eylül 2023'te 77 milyar dolar, 2011'den bu yana en düşük düzey). Ancak stok 2025'te 2018 zirvesini aşarak serinin en yüksek düzeyine ulaşıyor. Kaynak: TCMB/EVDS; yazar hesaplamaları.

2024–2026'da kredi koşullarının sıkılaşması ve harcama momentumunun yavaşlaması programın amaçladığı dezenflasyon kanallarıyla uyumlu görünmekte. Ancak, kredi genişlemesindeki yavaşlamaya rağmen enflasyonun gerileme hızının düşmesi, gerçekleşen patikayı yalnızca kredi üzerinden açıklamayı zorlaştırmakta, enflasyondaki yapışkanlığın kaynağı olarak iç talepten ziyade kur ve beklentilerdeki gelişmeler ve buna bağlı maliyet faktörlerini öne çıkarmaktadır.

9.5. Cari denge: iç uyumdan döviz gereksinimine

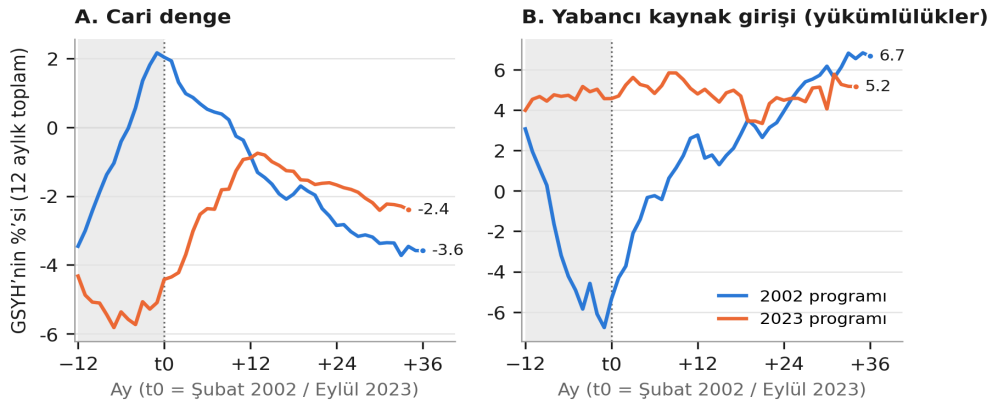
Cari dengeyi Bölüm 5 ve 8'de finansmanın kaynağı ve bileşimi açısından ele almıştık (Tablo 3 ve 6). Burada aynı göstergeye başka bir açıdan bakıyoruz: iç talep ve üretim bileşimindeki, altın ve enerji ticaretindeki ve hizmet gelirlerindeki değişimlerin ekonominin döviz ihtiyacına nasıl yansıdığı. Bu programların hedeflerinden olan cari açıktaki kısa dönemli düşüşler finansman koşullarını rahatlatsa bile döviz talebinin yapısal sebepleri çözülmediği sürece bu rahatlamanın kalıcı olamayacağını iki dönem de göstermekte.

2001'de üretim, tüketim ve yatırımdaki çöküş ithalatı hızla düşürerek cari hesabın kısa sürede fazla vermesine sebep olsa da (Şekil 19), iç talepteki toparlanma başladıktan sonra süreç tersine döndü. 2002'den 2004'e özel tüketim ve özellikle yatırım güçlenirken mal ve hizmet ithalatındaki artış 2004'te %24.7'ye ulaştı. Reel değerlenme ve dış finansman koşullarındaki iyileşme ithal tüketim, ara ve yatırım mallarını ucuzlatırken hızlanan büyüme döviz ihtiyacını yeniden büyüttü. Bu nedenle kriz sırasındaki cari hesap iyileşmesini kalıcı bir ithalat yapısı dönüşümü olarak okumak mümkün görünmemektedir (TCMB, 2005b; Benlialper ve Cömert, 2016).

2024'teki iyileşmeyi de yalnızca iç talepteki yavaşlamaya bağlayamayız. Cari açık 2024'te, revize edilmiş en güncel verilere göre GSYH'nin yaklaşık %1'ine gerilerken hanehalkı tüketimi ve sabit sermaye oluşumu artmaya devam ediyor, ithalattaki düşüşe iç talebin daha ılımlı seyrinin yanında altın ticaretindeki normalleşme, enerji dengesindeki gelişmeler ve güçlü hizmet gelirleri de katkıda bulunuyordu (TCMB, 2024; TÜİK, 2025). Üstelik bu iyileşme kalıcı olmadı. 2025'te cari açık 30.1 milyar dolar, yani GSYH'nin %1.9'u oldu (TCMB/EVDS, 2026). TCMB'ye göre hizmetler fazlası desteğini sürdürürken altın dengesi ile altın ve enerji hariç dış ticaret dengesindeki bozulma açığı büyüttü (TCMB, 2025c). Haziran 2026 itibarıyla on iki aylık açığın 39.0 milyar dolara ulaşması (TCMB, 2026c) ve bunun talepteki genişlemenin yavaşladığı, kredi momentumunun zayıfladığı bir döneme denk gelmesi, yukarıda da değindiğimiz gibi sorunun iç talebe bağlı döngüsel değil yapısal olduğuna işaret etmekte.

Şekil 19

Cari Denge ve Yabancı Kaynak Girişi: Şubat 2002 ve Eylül 2023 Sonrası (12 Aylık Toplam, GSYH'nin Yüzdesi)



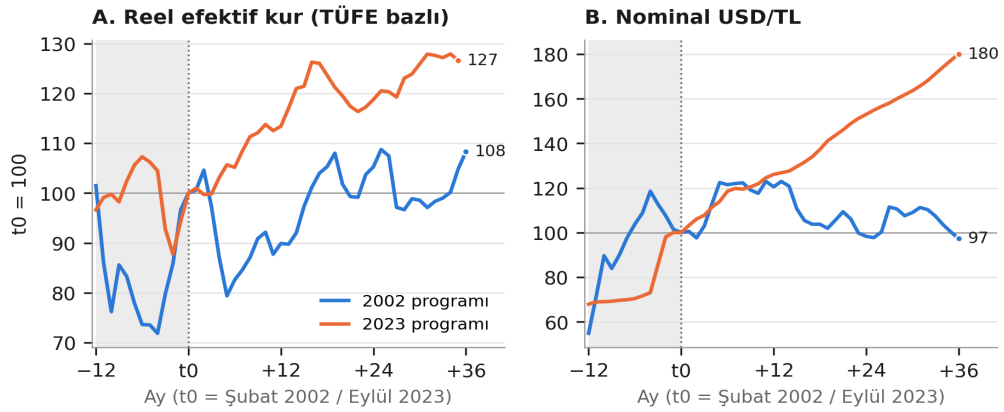
Not: Panel A cari denge, Panel B doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırım kalemlerinde yükümlülüklerin net artışıdır; 12 aylık toplamların aynı dönemin dolar cinsinden GSYH'sine oranı. Dolar cinsinden GSYH, cari fiyatlarla GSYH'nin dönem ortalaması USD/TL kuruna bölünmesiyle hesaplanmıştır. Rezerv varlıklar ile net hata ve noksan dâhil değildir. t0 Şubat 2002 ve Eylül 2023'tür. Kaynak: TCMB/EVDS (ödemeler dengesi); yazar hesaplamaları.

2023 programından önceki dönemde dış finansmanın bir bölümü kayıtlı kalemlerin dışından gelmekteydi. Cari açığın önemli bir kısmı kaynağı belirlenemeyen girişlerle, net hata ve noksan

kalemi üzerinden finanse edildi; 2022'de bu girişler 23.3 milyar dolarla 46.7 milyar dolarlık cari açığın yaklaşık yarısını karşılarken (TCMB/EVDS, 2026), program sonrasında kalem negatife döndü17. Reel kurun iki penceredeki seyri de bu farkı yansıtıyor (Şekil 20). 2002 programı, Şubat 2001 devalüasyonunun ardından kısmen toparlanmış bir reel kurla başladı. Reel kur 2002 ortasındaki seçim belirsizliğinde yeniden yaklaşık %21 gerilerken, üç yılın sonunda başlangıç düzeyini ancak %8 aştı ve nominal kur ise başlangıç düzeyinin altında kaldı. 2023 sonrasında ise nominal kur üç yılda yaklaşık %80 artarken reel kur yaklaşık %27 değer kazandı. Kurun fiilî bir çıpa işlevi gördüğü bu dönemde enflasyonun kur artışının belirgin biçimde üzerinde kalması ithalatı reel olarak ucuzlatırken bu süreç 2025'ten itibaren cari açığın yeniden genişlemesiyle eşzamanlı ilerledi.

Şekil 20

Reel ve Nominal Kur: Şubat 2002 ve Eylül 2023 Sonrası (t0 = 100)



Not: Panel A TCMB'nin TÜFE bazlı reel efektif kur endeksidir (TP.RK.T1.Y); endeksteki artış TL'nin reel değer kazanmasını gösterir. Panel B aylık ortalama USD/TL kurudur. Her iki seri t0'da 100'e eşitlenmiştir; t0 Şubat 2002 ve Eylül 2023'tür. Reel efektif kurun uzun dönemli eğilimi nedeniyle iki dönemin düzeyleri doğrudan karşılaştırılamaz. Kaynak: TCMB/EVDS; yazar hesaplamaları.

Her iki dönemde de uygulamaya konulan sıkılaştırıcı önlemler nedeniyle dış finansman ihtiyacı bir süreliğine azalsa da ekonomik faaliyet toparlandığında ya da enerji, altın ve kur kaynaklı maliyet baskıları yeniden ortaya çıktığında genişletilmiş ikili açmazın arkasındaki kısıt tekrar görünür hale geldi. Stabilizasyonun döviz likiditesi üzerindeki kısa dönemli baskıyı hafifletmesi ekonominin yapısal döviz ihtiyacının ortadan kalktığı anlamına gelmiyor, özellikle 2023 sonrası gibi dış koşulların elverişsiz olduğu dönemlerde bu baskı iç ve dış şoklara tepki olarak yeniden ortaya çıkabiliyordu.

Bu durum ortak pencere çalışmamızın ana argümanını iç-dış kısıtlar açısından da destekliyor. 2002–2004'te dezenflasyon iç talep ve kredi hızla toparlanırken bile sürdü; 2024–2026'da ise

17 TCMB'nin 2026'daki revizyonu bu çıkışların önemli bir kısmının finansal hesaptaki ölçüm sorunlarından kaynaklandığını göstermektedir (Babaoğlu vd., 2026).

talep ve kredideki yavaşlamaya rağmen enflasyon istenen düzeyin uzağında kaldı. Bu tablo, başarının iç koşullar ve talebin ne kadar sıkıldığından çok programın hangi iç ve dış koşullarda başladığına bağlı olduğu yönündeki yorumumuzla örtüşüyor.

10. Emek, ücretler ve bölüşüm: uyumun bedeli?

Üretim, talep, finansman ve kur koşullarındaki değişimlerin emek piyasasına ve fonksiyonel gelir dağılımına nasıl yansıdığını izlerken dört boyutu ayrı ayrı ele alıyoruz: istihdam, işsizlik, katılım ve çalışma süresi gibi emek piyasası göstergeleri; nominal ve reel ücretler, ücretlerle verimlilik arasındaki ilişki ve çalışanlara yapılan ödemelerin katma değer içindeki payı. Tanımları gereği bu göstergeler her zaman aynı yönde hareket etmek durumunda değil. Reel ücretler istihdam düşmeden gerileyebilirken, emek payı satın alma gücü aynı ölçüde artmadan yükselebilir, dar tanımlı işsizlik ise katılım zayıfken ve atıl işgücü yüksekken de düşebilir.

Aynı şekilde, ücret ve gelir politikalarının program belgelerinde nasıl ele alındığı ile enflasyon ve dezenflasyon sürecindeki gerçek rolü ayrı sorulardır. 2001–02 program belgelerinde kamu ücretleri, asgari ücret ve genel olarak gelir politikası dezenflasyon ve mali çerçevenin açık unsurlarıydı. 2023 sonrasında da ücret ayarlamaları zamanla talep, maliyet ve hizmet fiyatlarındaki katılık tartışmasının önemli bir parçası haline geldi (IMF, 2001d, 2001f; TCMB, 2024). Ancak son zamanlardaki ampirik çalışmaların ve teorik çalışmaların gösterdiği gibi ücret artışlarının yüksek enflasyonun temel nedeni olduğu ya da reel ücret kaybının dezenflasyon için zorunlu olduğu çıkarımını yapmak pek mümkün görünmemekte (Cömert ve Parmaksız, 2026; Oyvat vd., 2026; Mutlugün, 2026).

10.1. İki farklı seyir

2001'de işgücü piyasası açısından başlangıç noktası, program uygulamaya konmadan önce yaşanan kriz kayıplarıydı (Bölüm 5). Bu kayıplar çalışan grupları arasında da eşit dağılmamıştı. Özel kesim net reel işçi ücreti, kamu işçi ücretleri ve reel asgari ücret sert biçimde düşerken reel memur maaşlarındaki gerileme daha sınırlı kaldı (TCMB, 2003a, Tablo II.1.13). Program başladığında, 2002'nin ilk çeyreğinde, işsizlik oranı %11.5'ti; iki yıl sonra, 2004'ün ilk çeyreğinde %12.4'tü ve katılım oranı %45.9'la aynı düzeyde kalmıştı. Kriz öncesine göre bakıldığında 2004'ün ikinci çeyreğinde katılım oranı 2001'in ikinci çeyreğinin yaklaşık 1.5 puan altında, işsizlik oranı ise yaklaşık 2.6 puan üzerindeydi. Bu karşılaştırma kaybın ne kadarının programdan kaynaklandığını ölçmüyor ancak üretim ve özel talepteki hızlı toparlanmanın (Bölüm 9.2) emek piyasasındaki kriz kaybını aynı hızla telafi etmediğini ve krizin işgücü göstergeleri üzerindeki etkisinin üretimdeki toparlanmadan daha uzun sürdüğünü gösteriyor (Şekil 21).

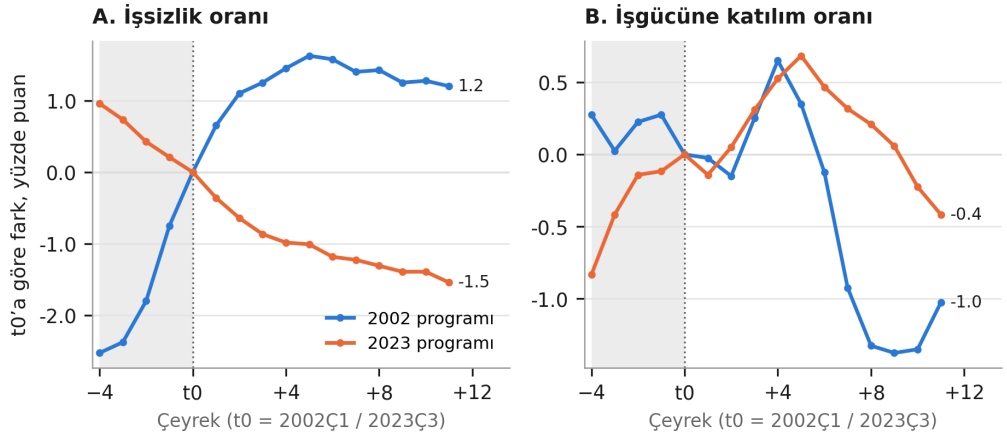
2023 sonrasının başlangıç noktası ise farklıdır. Haziran 2023'te başlayan ve Eylül'de OVP ile bir program çerçevesine bağlanan politika dönüşümü, ücretlilerin önceki iki yılda büyük kur ve fiyat şoklarıyla karşılaştığı bir dönemin ardından geldiği için 2023 ortasını nötr bir başlangıç noktası olarak almak yanıltıcı olacaktır. 2022 ve 2023'te asgari ücretin yılda iki kez artırılması, kamu ücretleri ve emekli aylıklarındaki ek düzenlemeler önceki reel gelir kayıplarına verilen tepkinin bir parçasıydı. Bu düzenlemelerin seçim dönemi politikalarıyla kesiştiği açık olsa da

bu artışları yüksek enflasyonun yarattığı telafi ihtiyacından bağımsız düşünmek de mümkün değil (Cömert ve Parmaksız, 2026).

2023 programı sonrası 2001 ölçeğinde bir istihdam kaybı yaşanmadı (Bölüm 8). Dar tanımlı manşet işsizlik oranı gerilese de atıl işgücü oranının Temmuz 2026'da %30.6'ya kadar çıkması ve haftalık ortalama fiilî çalışma süresinin 42.0 saate düşmesi, bu gerilemenin bir iyileşme göstergesi olarak okunamayacağını gösteriyor (TÜİK, 2026e; SBB, 2026a). Sektörel işgücü girdi endeksleri de benzer bir tablo veriyor. 2026'nın ikinci çeyreğinde sanayi, inşaat ve ticaret-hizmet sektörleri toplamında istihdam yıllık %1.7, çalışılan saatler %2.7 artarken sanayide istihdam %2.2 azaldı, inşaatta %5.0, ticaret ve hizmetlerde %3.1 arttı (TÜİK, 2026d). Programın istihdam üzerindeki etkisi genel işsizlik oranında artıştan ziyade sektörel olarak sanayi istihdamındaki düşüş ve geniş tanımlı atıl işgücü oranındaki artış olarak ortaya çıkıyor.

Şekil 21

İşsizlik ve İşgücüne Katılım: 2002Ç1 ve 2023Ç3 Sonrası (t0'a Göre Fark, Yüzde Puan)



Not: TÜİK hanehalkı işgücü anketi; işsizlik ve işgücüne katılım oranlarının dört çeyreklik hareketli ortalamasının t0'daki değerden farkı (yüzde puan). 2002 penceresi eski (arşiv) anket serisinden, 2023 penceresi güncel anket serisinden hesaplanmıştır; 2005'teki yöntem değişikliği nedeniyle 2002 penceresi 2004Ç4'te (t+11) sona erer ve iki dönemin düzeyleri doğrudan karşılaştırılamaz. t0 2002Ç1 ve 2023Ç3'tür. Kaynak: TÜİK; TCMB/EVDS (TP.RS.A10.Y, TP.RS.A11.Y, TP.YISGUCU2.G6, TP.YISGUCU2.G8); yazar hesaplamaları.

10.2. Ücret politikası, ücretler ve verimlilik

2001 sonrasında ücretlerin seyrini değerlendirirken kriz kaybını programın gelir politikasından ayırmak gerekiyor. IMF'ye sunulan Haziran 2001 tarihli niyet mektubu gelir politikasının programda önemli bir rol oynamaya devam edeceğini, kamu kesimindeki ücret artışlarının enflasyon hedefleri ve mali programla uyumlu tutulacağını, özel kesimde ise ileriye dönük ücret ve fiyat belirlemenin teşvik edileceğini belirtiyor, Kasım 2001 tarihli mektup da kamunun ücret faturasını, istihdam sınırlamalarını ve kamu işletmelerinin işgücü maliyetlerini mali hedeflere bağlıyordu (IMF, 2001d, 2001f). Bu belgeler programın tasarımı hakkında fikir verse de 2001'deki reel ücret kaybını tamamıyla bu politikalara bağlamak için yeterli değil.

Tüm ücret göstergelerinin krizden sonra aynı eğilimi izlemediği 2002 sonrası erken toparlanma döneminin en dikkat çekici bulgusu, imalat sanayiinde ücretlerle verimlilik arasında açılan makastır (Şekil 7). Özel kesim net reel işçi ücreti 2001'deki yaklaşık %20'lik düşüşün ardından 2002'de de hafifçe gerilerken, kamu işçilerinde kayıp daha uzun sürdü. 2001'de imzalanan iki yıllık toplu sözleşmelerin yürürlükte olduğu 2002'de kamu işçi ücretleri reel olarak yaklaşık %9 daha düştü ve 2003'te ancak %1.3 toparlandı. Buna karşılık reel memur maaşları 2002'de yaklaşık %6 artarak 2000 düzeyini aştı ve 2003'te hafifçe geriledi; reel asgari ücretin yıllık ortalaması ise 2002 ve 2003'te sırasıyla yaklaşık %7 ve %4 arttı (TCMB, 2003a, Tablo II.1.13; Şekil 22, Panel A). Dolayısıyla ücretler kriz öncesinde, kriz sırasında ve hemen sonrasında bastırıldı. Reel asgari ücretin yıllık ortalaması 2000'de %16, 2001'de %14 geriledi ve 2002–03'teki sınırlı artışlara rağmen 1999 düzeyinin yaklaşık %20 altında kaldı. İmalat sanayiinde saatlik reel ücret ise 2002 ve 2003'te de düşmeye devam etti (Şekil 7; Şekil 22, Panel A). 2004'ten itibaren reel ücretler artmaya başlasa da verimlilik daha hızlı arttığından emeğin katma değerden aldığı payın gerilemiş olması muhtemeldir.

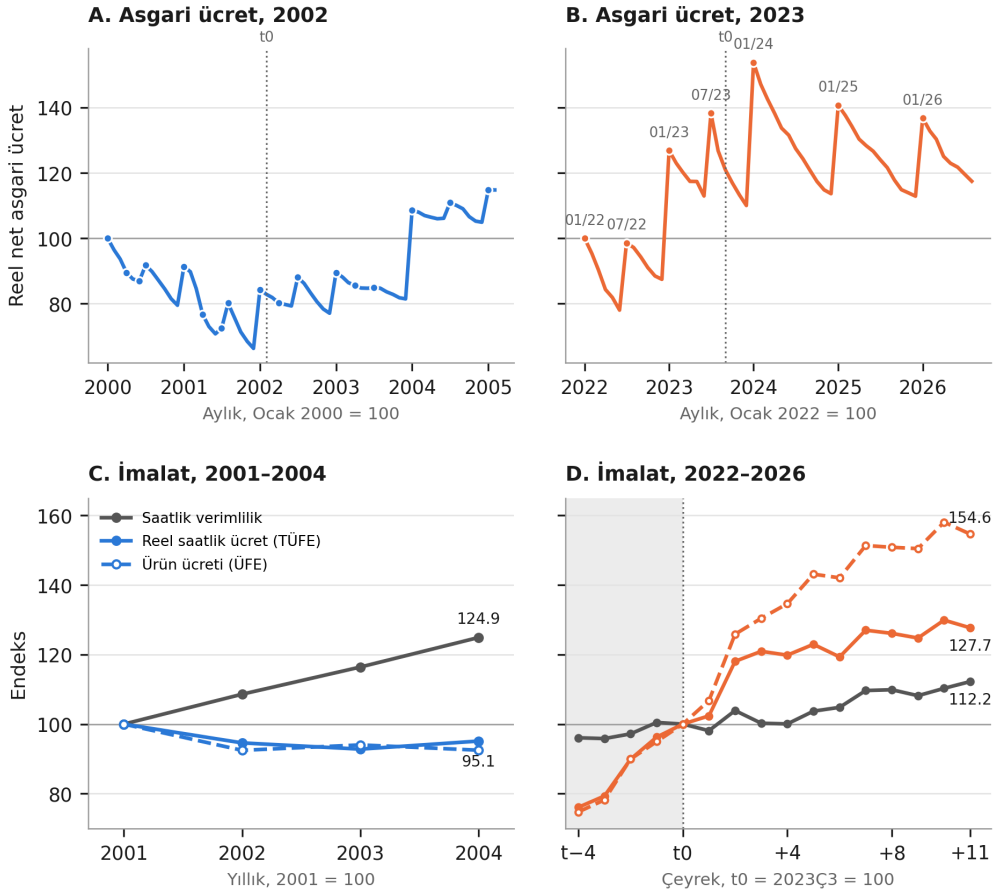
2023 sonrasında asgari ücretin satın alma gücüne aylık olarak bakmak, nominal artışları bir önceki yılın enflasyonuyla karşılaştırmaktan daha fazla bilgi veriyor (Şekil 22, Panel B)18. 2022 ve 2023'teki yıl ortası artışları yıl içindeki reel ücret kayıplarını kısmen telafi ederken Ocak 2024'teki yaklaşık %49'luk artış ise reel asgari ücret düzeyini ciddi biçimde yükseltti. 2024'ten itibaren yıl ortasında artış yapılmadığından her Ocak artışının ardından yıl boyunca süren satın alma gücü kaybı daha görünür hale geldi. Asgari ücret 2024, 2025 ve 2026'da sırasıyla yaklaşık %49, %30 ve %27 artırıldı ve her üç artış da bir önceki yılın yıl sonu enflasyonunun altında kaldı (ÇSGB, 2026; Cömert ve Parmaksız, 2026).19

18 Reel ücretlerin 2020 sonrası seyrini değerlendirirken 2020–2022 dönemindeki resmî TÜFE ölçümüne ilişkin tartışmaları göz ardı etmiyoruz. Tekgüç (2026), hanehalkı harcama verilerine dayanan Engel eğrisi yaklaşımıyla Aralık 2019–Aralık 2022 arasındaki birikimli enflasyonun resmî %156 yerine yaklaşık %238 olabileceğini, dolayısıyla 2022 sonunda fiyat düzeyinin resmî endeksin yaklaşık %32 üzerinde bulunduğunu hesaplıyor. Bu tahmin doğruysa 2022 boyunca görülen reel ücret kayıpları (Şekil 22, Panel B ve D) olduğundan küçük, 2022 sonrasındaki TÜFE'ye dayalı reel ücret düzeyleri ise 2020 öncesine göre olduğundan yüksek görünüyor ve 2023 sonrasındaki artışın daha büyük bir kısmını önceki kayıpların telafisi olarak okumak gerekiyor. Ölçüm sorunu 2023 sonrasında sürmediyse t0 sonrasındaki değişimler bundan doğrudan etkilenmez. Okuyucunun resmî enflasyon ölçümlerine dayalı reel ücret göstergelerini bu gözle değerlendirmesi sağlıklı olacaktır.

19 Asgari ücret artışları 2024, 2025 ve 2026 için bir önceki yılın resmî yıl sonu tüketici enflasyonuyla (sırasıyla %64.77, %44.38 ve %30.89) karşılaştırılmıştır. Ücret ayarlamalarının ve fiyat artışlarının zamanlaması bire bir örtüşmediğinden bu karşılaştırma doğrudan yıllık reel ücret değişimi olarak yorumlanmamalıdır.

Şekil 22

Asgari Ücretin Satın Alma Gücü ve İmalat Sanayiinde Ücret–Verimlilik İlişkisi: 2002 ve 2023 Programları



Not: Panel A ve B'de net yasal asgari ücret aylık TÜFE endeksine bölünmüş ve Panel A'da Ocak 2000=100, Panel B'de Ocak 2022=100 olacak şekilde yeniden ölçeklenmiştir. Noktalar ücret ayarlamalarının yürürlüğe girdiği ayları, kesikli dikey çizgi program başlangıcını (t0: Şubat 2002 ve Eylül 2023) gösterir. Bu seri ortalama ücret, brüt işgücü maliyeti veya yıllık ortalama reel ücret değildir. Panel C'de verimlilik ve reel ücret, imalat sanayiinde üretimde çalışılan saat başına kısmi verimlilik ve reel ücret endeksleridir ve Şekil 7 ile aynı kaynağa dayanır. Ürün ücreti, reel ücretin TÜFE/ÜFE oranının yıllık ortalamasıyla çarpılmasıyla elde edilmiştir. Panel D'de verimlilik mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış imalat sanayi üretim endeksinin çalışılan saat endeksine oranıdır. Reel ücret, saat başına brüt ücret-maaş endeksinin TÜFE ile reelleştirilmiş hali, ürün ücreti ise aynı endeksin imalat sanayi yurt içi ÜFE'sine oranıdır ve seriler 2023Ç3=100 olacak şekilde ölçeklenmiştir. Gölgeli alan program öncesindeki dört çeyreği gösterir. Panel C ve D farklı kaynak ve sıklıktaki verilere dayandığından düzeyleri karşılaştırılamaz, yalnızca yönleri ve büyüklükleri karşılaştırılabilir. Kaynak: ÇSGB (2026); TÜİK/TCMB EVDS TÜFE serisi, TP.GENENDEKS.T1; TCMB (2005a), Tablo 3.3.1; TÜİK (2026d); TCMB EVDS imalat sanayi yurt içi ÜFE serisi, TP.TUFE1YI.T15; yazar hesaplaması.

Ücretleri aşındıran bu politikayı programın ücretlere biçtiği rolle birlikte okumak gerekiyor. TCMB ücret artışlarını hizmet enflasyonu, geçmiş enflasyona endeksleme ve talep koşullarıyla birlikte fiyatları etkileyen unsurlar arasında sayarken, Temmuz 2023'teki %34'lük asgari ücret artışının bir yıllık enflasyona etkisini 2.7–4.1 puan olarak hesapladı (TCMB, 2023a, Kutu 2.6;

TCMB, 2024). Ücret artışları enflasyondaki yapışkanlığın önemli bir kaynağı olarak görüldüğünden, program ilerledikçe bu artışların geçmiş enflasyonu telafi etme derecesinin düşürülmesi dezenflasyon stratejisinin en görünür unsurlarından biri haline geldi.

2026'nın ikinci çeyreğinde sanayi, inşaat ve ticaret-hizmet sektörleri toplamında brüt ücret-maaş endeksi yıllık %35.8, saatlik kazanç endeksi %32.3 arttı (TÜİK, 2026d).20 Bu nominal göstergeler asgari ücretle aynı kapsamda olmayan farklı ücret göstergelerinin dönem boyunca aynı hızda hareket etmediğini de gösteriyor. Bu endeksleri istihdam endeksine bölüp TÜFE kullanarak reele çevirdiğimizde, aynı sektörler toplamında çalışan başına ortalama brüt ücretin yıllık ortalaması 2023'te %34, 2024'te %17.5 ve 2025'te %3.2 artarken, 2026'nın ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre artışın %2.2'ye indiğini görüyoruz. Aynı dönemde reel net asgari ücret 2023'te %32.8 ve 2024'te %8.4 artarken 2025'te %4 geriledi. Dolayısıyla 2025 sonrasındaki reel aşınma asgari ücrette belirgin olsa da ortalama ücretlere aynı ölçüde yansımadı (TÜİK, 2026d; yazar hesaplamaları).

Şekil 7'deki 2002 deneyimiyle karşılaştırıldığında, 2023 programında imalat sanayiinde ücretle verimlilik arasındaki ilişki ters yönde işlemiş gözükmektedir. 2001–2004 arasında saat başına verimliliğin yaklaşık %25 artarken reel saatlik ücretin yaklaşık %5 gerilemesi, bölüşüm açısından emek aleyhine ciddi bir makas yarattı (Şekil 7; Şekil 22, Panel C). TÜFE ve ÜFE bu dönemde birbirine yakın seyrettiği için işverenin ödediği ücretin üretici fiyatlarıyla ölçülen değeri olan ürün ücreti de reel ücretle birlikte hareket etti ve bu durum verimlilikteki artışın kâr oranlarında bir artışa dönüşmesini mümkün kıldı. 2023'ün üçüncü çeyreğinden 2026'nın ikinci çeyreğine kadar ise saat başına verimlilik yaklaşık %12 artarken TÜFE ile reelleştirilen saatlik ücret yaklaşık %28 arttı (Şekil 22, Panel D).21 İmalat sanayi ÜFE'si aynı dönemde TÜFE'den belirgin biçimde yavaş arttığı için ürün ücretindeki artış yaklaşık %55'e ulaştı ve ürün ücretinin verimliliğe oranı olarak ölçülen reel birim işgücü maliyeti yaklaşık %38 yükseldi. Bu yükselişin bir kısmı 2020–22'deki kur şokları sırasında ürün ücretinde yaşanan yaklaşık %32'lik düşüşün geri alınmasıdır ancak 2026'nın ilk yarısında ürün ücreti 2020 ortalamasının yaklaşık %46 üzerindeyken verimlilik aynı dönemde %13 civarında arttı22 (TCMB, 2005a; TÜİK, 2026d; TCMB/EVDS, 2026; yazar hesaplamaları). Dolayısıyla 2002 sonrasında ücretler aleyhine açılan makas 2023 sonrasında resmî istatistiklere göre ters yönde açılmış gözükmekte ve bu gelişme Bölüm 10.3'te ele alacağımız, ara girdi maliyetlerinin işgücü maliyetlerine göre gerilemesi bulgusuyla da tutarlı gözükmektedir.

20 İşgücü girdi endeksleri işyeri temelli göstergelerdir; hanehalkı işgücü anketiyle aynı kapsamda değildir ve 2001 serileriyle birebir karşılaştırılamaz. Brüt ücret-maaş ve saatlik kazanç endeksleri nominaldir.

21 2020–2022 dönemindeki TÜFE ölçümüne ilişkin tartışma için bkz. dipnot 18.

22 Saat başına göstergeler istihdam ve çalışılan saatlerdeki değişimlerden etkilendiği için bileşim etkisini de göz önünde bulundurmak gerekiyor ancak bu etki birkaç puanla sınırlı kalıyor.

10.3. Emek payı: reel ücretten ayrı bir bölüşüm göstergesi

Ulusal hesaplarda çalışanlara yapılan ödemelerin gayrisafi katma değer içindeki payı, yaratılan gelirin ücretli emeğe ayrılan kısmını izlemek için kullanılan ayrı bir gösterge olup ancak satın alma gücünün doğrudan bir ölçüsü değildir.23 Eylül 2025'te yayımlanan yıllık hesaplarda işgücü ödemelerinin payı 2023 için %32.2, 2024 için %37.0 olarak hesaplanırken, 31 Ağustos 2026'da yayımlanan hesaplar 2024 oranını %36.9'a revize etti ve 2025 için oranı %36.6 olarak açıkladı (TÜİK, 2025, 2026a). Dolayısıyla bölüşümdeki temel eğilim değişmiyor, 2023–24'te belirgin bir toparlanma, 2025'te sınırlı bir geri çekilme var ve 2026'nın ikinci çeyreğinde açıklanan pay %38.1 rakamı ciddi bir sıçrama yaşanmadığını gösteriyor (TÜİK, 2026b).

2023–24'teki toparlanmayı yalnızca ücret artışlarıyla açıklamak da eksik kalır. Cömert ve Oyvat'ın (2026) muhasebesel ayrıştırmasına göre, incelenen sektörlerde emek payının 2019–22 arasındaki 15.3 puanlık düşüşüne kâr marjları ve göreli ara girdi maliyetleri benzer büyüklükte katkı yaptı. 2022–24'teki 16.1 puanlık toparlanmanın ise yaklaşık dörtte üçü ara girdi maliyetlerinin işgücü maliyetlerine göre gerilemesiyle ilişkili. Bu bulgu Bölüm 8'de ele aldığımız kur mekanizmasını bölüşüme de bağlıyor.

Kurdaki büyük bir değer kaybının ilk aşamasında dövize duyarlı ara girdi maliyetleri ve ihracat gelirlerinin TL karşılığı hızla artarken ücretler sözleşmeler, asgari ücret kararları ve toplu pazarlık takvimi nedeniyle geriden gelir. Kur artışı yavaşlayıp ücretler birikmiş fiyat artışlarını kısmen yakaladığında ara girdi maliyetlerinin işgücü maliyetlerine oranı düşer ve emek payı toparlansa da kâr marjlarının aynı ölçüde gerilemesi gerekmez. Bu aşamada reel değerlenmeyi bağımsız bir açıklama olarak değil, nominal kur, fiyatlar ve ücretlerin birlikte hareketinin bir parçası olarak görmek gerekiyor. Aynı mekanizma ters yönde de işleyebilir: yeni bir kur şoku ara girdi maliyetlerini ücretlerden hızlı artırarak bu toparlanmayı geri alabilir.

Erken dönem için aynı ayrıştırmayı yapmamıza imkân verecek karşılaştırılabilir veri bulunmadığından bu mekanizmayı 2001–04 dönemine olduğu gibi taşımıyoruz; yine de reel kurun stabilizasyondaki rolünün her iki dönemde de ciddi bölüşümsel etkileri olduğunu düşünüyoruz.

11. Sonuç

Çalışmamız açısından iki dönemi birbirine bağlayan temel unsur Türkiye ekonomisinin sürekli yeniden üretilen döviz gereksinimidir. İthal girdiler, dış yükümlülüklerin çevrilmesi ve yerleşiklerin portföy tercihleri döviz likiditesine olan talebi sürekli yeniden üretmektedir. Merkez bankasının TL likiditesi yaratabilmesi bu gereksinimi ortadan kaldırmaz. Genişletilmiş ikili açmaz yaklaşımının bu çalışmadaki işlevi, dalgalı kur rejiminin bu sınırı ortadan kaldırmadığını ve yerleşik portföy tercihlerinin de yabancı sermaye hareketleri kadar önemli olabileceğini göstermektir (Benlialper ve Cömert, 2016; Cömert ve Öncü, 2023). Tablo 4'ün

23 Ulusal hesap emek payı çalışanların satın alma gücünün doğrudan ölçüsü değildir: işveren sosyal güvenlik katkılarını içerir, kendi hesabına çalışanların emek gelirini karma gelir içinde dışarıda bırakır ve cari fiyatlarla katma değer paydasındaki değişimlerden etkilenir. Cömert ve Oyvat'ın (2026) sektörel ayrıştırması için bkz. dipnot 14.

gösterdiği gibi bu sınır 1994'ten Mart 2026'ya kadar tekrar tekrar bağlayıcı hale gelmiş; buna verilen politika yanıtları ve ortaya çıkan bilanço sonuçları dönemden döneme değişirken yabancı para finansmanı gereksinimi varlığını sürdürmüştür.

2002 öncesi stabilizasyon denemesi olan 1999 programı temel sorunu çözmeden dezenflasyonu hedeflediği için dış kısıt sıkılaştığında sürdürülemez hale gelirken, 2002 çerçevesi ödenmiş uyum, mali çıpa, kurumsal reform, dış çıpa ve elverişli küresel ortam birlikte bulunduğu için kısa dönemde başarılı oldu. 2008–09'da kısmen temizlenmiş bilançolar dış şokun bir bankacılık krizine dönüşmesini önledi ancak kısıtın kısa sürede gevşemesi bu dayanıklılığın uzun bir finansman kesintisi karşısında sınanmadığı anlamına da gelir (Cömert ve Çolak, 2014). 2023 sonrası program bilanço durumu bakımından 1999'a benzerlikler taşımakta olsa da kamu borcu ve banka sağlamlığı bakımından daha iyi bir yerden başlamış, fakat 2002'nin avantajlı koşullarının çoğundan yoksundur.

Aynı dış kısıt farklı bilanço yapılarında, farklı kurumlarla ve farklı siyasal tercihler altında farklı politika bileşimleri yaratabilir. Resmî dış finansman, yüksek TL getirileri, rezerv kullanımı, KKM, kredi sınırlamaları, mali sıkılaşma, kurdaki reel değerlenme ve gelir politikaları farklı bilançoları ve gelir gruplarını farklı biçimde etkiler. 2001'de önemli maliyetler kriz anındaki istihdam ve reel ücret kaybı ile sonrasındaki gecikmeli emek toparlanmasında yoğunlaşırken, güncel dönemde toplam istihdam daha dayanıklı kalmış; buna karşılık yıl içindeki satın alma gücü aşınması ve geniş atıl işgücü daha merkezî hale gelmiştir.

Bu sonuçlar çalışmanın sınırları içinde değerlendirilmelidir. Analiz nedensel bir program değerlendirmesi değil, yapılandırılmış tarihsel karşılaştırma ve süreç izleme yaklaşımıdır. İki dönem farklı küresel finansman koşullarında gerçekleşmiş; kurumlar, bilanço yapıları ve istatistiksel tanımlar zaman içinde değişmiştir. Özellikle işgücü ve ücret serilerinde birebir karşılaştırılabilirlik sınırlıdır. 2023 sonrası deneyim henüz tamamlanmış da değildir. Bu sınırlamalar karşılaştırmayı geçersiz değil, aksine, mekanizma, zamanlama ve başlangıç koşullarını birlikte değerlendirmeyi gerekli kılar.

Sonuç olarak iki dönem politikalarının farklı sonuçları, kısa dönemli stabilizasyon ile stabilizasyonu gerekli kılan yapısal koşulların dönüşümünü birbirinden ayırmanın önemini göstermektedir. Dış finansman girişlerinin toparlanması, rezervlerin yeniden birikmesi, kur baskısının azalması ve enflasyonun bir miktar gerilemesi önemli sonuçlardır. Bunların hiçbiri, kendi başına, yabancı para finansmanı gereksinimini yeniden üreten üretim yapısının, dış yükümlülüklerin veya portföy davranışlarının kalıcı biçimde değiştiğini göstermez. Türkiye ekonomisinin son otuz yıllık deneyimi, stabilizasyon politikalarının döviz finansmanı kısıtının belirli bir dönemdeki baskısını azaltabileceğini ve bunun ortaya çıkış biçimini değiştirebileceğini; ancak kısıtın neden tekrar tekrar bağlayıcı hale geldiğini ortadan kaldırmak için daha uzun dönemli bir dönüşüm gerektiğini göstermektedir. Bu dönüşüm, dış finansman gereksinimini yeniden üreten üretim yapısını, dış yükümlülüklerin niteliğini ve yerleşiklerin yabancı para talebini değiştirmeyi gerektirir. Bunlar değişmedikçe kullanılan araçlar ve maliyetlerin ortaya çıktığı bilançolar değişse de genişletilmiş ikili açmaz politika alanını sınırlamaya devam edecektir (Cömert ve Parmaksız, 2026).

Kaynaklar

AKYÜZ, Y. ve BORATAV, K. (2003), "The Making of the Turkish Financial Crisis", World Development, 31(9), 1549–1566. DOI: 10.1016/S0305-750X(03)00108-6

ALESINA, A. ve DRAZEN, A. (1991), "Why Are Stabilizations Delayed?", American Economic Review, 81(5), 1170–1188.

ALPER, C. E. (2001), "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong", Russian & East European Finance and Trade, 37(6), 58–80.

ALPER, C. E. ve ÖNİŞ, Z. (2003), "Financial Globalization, the Democratic Deficit, and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience in the Aftermath of Capital Account Liberalization", Emerging Markets Finance and Trade, 39(3), 5–26.

ATASOY, H. (2007), Türk Bankacılık Sektöründe Gelir-Gider Analizi ve Karlılık Performansının Belirleyicileri, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

BABAOĞLU, B., ÇATALÇAM, Ö., ÖNDE, K. ve TOPKAYA, M. (2026), "Revisions to the Financial Account and Their Impact on Net Errors and Omissions", Merkezin Güncesi, 13 Ağustos 2026, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/en/main+menu/analyses/Revisions_to_the_Financial_Account_and_Their_Impact_on_Net_Errors_and_Omissions (erişim: 14 Ekim 2026).

BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU (BDDK) (2002), Yıllık Rapor 2001, BDDK, Ankara.

BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU (BDDK) (2003), Yıllık Rapor 2002, BDDK, Ankara.

BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU (BDDK) (2009), Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi, Çalışma Tebliği, Aralık 2009, BDDK, Ankara.

BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU (BDDK) (2023), Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, Eylül 2023, BDDK, Ankara.

BENLİALPER, A. ve CÖMERT, H. (2016), "Implicit Asymmetric Exchange Rate Peg under Inflation Targeting Regimes: The Case of Turkey", Cambridge Journal of Economics, 40(6), 1553–1580. DOI: 10.1093/cje/bev073

BENLİALPER, A., CÖMERT, H. ve DÜZÇAY, G. (2016), "2002 Sonrası Türkiye Ekonomisinin Performansı: Karşılaştırmalı Bir Analiz", ODTÜ Gelişme Dergisi, 43(1), 65–110.

CİZRE, Ü. ve YELDAN, E. (2005), "The Turkish Encounter with Neo-Liberalism: Economics and Politics in the 2000/2001 Crises", Review of International Political Economy, 12(3), 387–408. DOI: 10.1080/09692290500170692

CÖMERT, H. (2019), From Trilemma to Dilemma: Monetary Policy Effectiveness after the Bretton Woods World, PERI Working Paper No. 480, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.

CÖMERT, H. ve ÇOLAK, M. S. (2014), The Impacts of the Global Crisis on the Turkish Economy and Policy Responses, ERC Working Papers in Economics No. 14/17, ODTÜ Ekonomik Araştırma Merkezi, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://erc.metu.edu.tr/en/system/files/menu/series14/1417.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

CÖMERT, H. ve ÖNCÜ, T. S. (2023), "İkili Açmaz Çerçevesinden Türkiye'de Yakın Dönem Merkez Bankacılığı ve Kur Krizlerini Anlamak", ODTÜ Gelişme Dergisi, 50(1), 115–169. DOI: 10.60165/metusd.v50i1.1283

CÖMERT, H. ve OYVAT, C. (2026), Exchange Rate Shocks, Price Setting, and the Labor Share in Developing Economies: Evidence from Türkiye, Yayımlanmamış Çalışma Metni.

CÖMERT, H. ve PARMAKSIZ, K. (2023), "Türkiye'nin Ekonomik Geleceği: "Şimşek" Programının Başarısı Mümkün mü?", Workshop on Turkish Economy, Ankara, 6 Ekim 2023, Konferans Sunumu.

CÖMERT, H. ve PARMAKSIZ, K. (2026), Reaktif Dönüşümler ve Yapısal Sınırlar: Yakın Dönem Türkiye Ekonomi Politikalarının Bir Değerlendirmesi, Yayımlanmamış Çalışma Metni, Eylül 2026.

CÖMERT, H. ve TÜREL, O. (2016), Finansal Küreselleşme Sürecinde Türkiye'de Para Politikalarının Evrimi, 1980–2014, ERC Working Papers in Economics No. 16/13, ODTÜ Ekonomik Araştırma Merkezi.

CÖMERT, H. ve UĞURLU, E. N. (2016), "The Impacts of the 2008 Global Financial Crisis on Developing Countries: The Case of the 15 Most Affected Countries", içinde The Global South after the Crisis: Growth, Inequality and Development in the Aftermath of the Great Recession, (der.). H. Cömert ve R. A. McKenzie, Edward Elgar, 3–39.

ÇALIŞMA VE SOSYAL GÜVENLİK BAKANLIĞI (ÇSGB) (2026), Ücret ve Sendikal İstatistikler E-Bülteni, Eylül 2026, Sayı 7, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.csgb.gov.tr/yayinlar/calisma-hayati-istatistikleri-e-bulteni/eylul-2026/ucret-ve-sendikal-istatistikler.html (erişim: 14 Ekim 2026).

DRAZEN, A. ve GRILLI, V. (1993), "The Benefit of Crises for Economic Reforms", American Economic Review, 83(3), 598–607.

DUFOUR, M. ve ORHANGAZİ, Ö. (2009), "The 2000–2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?", Review of Political Economy, 21(1), 101–122. DOI: 10.1080/09538250802517014

EKİNCİ, N. K. (2002), "Anatomy of the Recent Crisis in Turkey", Journal of Economic Cooperation, 23(1), 89–108.

EKİNCİ, N. K. ve ERTÜRK, K. A. (2007), "Turkish Currency Crisis of 2000–1, Revisited", International Review of Applied Economics, 21(1), 29–41. DOI: 10.1080/02692170601034986

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (2026), Federal Funds Effective Rate, Annual Averages, FRED Serisi RIFSPFFNA, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://fred.stlouisfed.org/data/RIFSPFFNA (erişim: 14 Ekim 2026).

GÜRKAYNAK, R. S., KISACIKOĞLU, B. ve LEE, S. S. (2023), "Exchange Rate and Inflation under Weak Monetary Policy: Turkey Verifies Theory", Economic Policy, 38(115), 519–560. DOI: 10.1093/epolic/eiad020

HAZİNE VE MALİYE BAKANLIĞI (HMB) (2023), Aralık Ayı Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşme Raporu, 2022, 16 Ocak 2023, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2023/01/Butce-Gerceklesme-Raporu-2022Aralik_.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

HAZİNE VE MALİYE BAKANLIĞI (HMB) (2024), Aralık Ayı Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşme Raporu, 2023, 15 Ocak 2024, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2024/01/2023-Aralik-Aylik-Butce-Gerceklesme-Raporu.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (1998), Turkey: Memorandum of Economic Policies, 26 Haziran 1998, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/062698.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (1999), Turkey: Letter of Intent, 9 Aralık 1999, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/1999/120999.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2000), Turkey: Letter of Intent, 18 Aralık 2000, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2000/tur/03/index.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2001a), Turkey: Letter of Intent and Memorandum of Economic Policies, 3 Mayıs 2001, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2001/tur/02 (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2001b), IMF Approves Augmentation of Turkey's Stand-By Credit to US$19 Billion, Press Release No. 01/23, 15 Mayıs 2001, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0123 (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2001c), Turkey: Sixth and Seventh Reviews under the Stand-By Arrangement, IMF Country Report No. 01/89, Haziran 2001, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2001/089/article-A001-en.xml (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2001d), Turkey: Letter of Intent, 26 Haziran 2001, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2001/tur/03/index.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2001e), Turkey: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding, 31 Temmuz 2001, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2001/tur/04/index.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2001f), Turkey: Letter of Intent, 20 Kasım 2001, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2001/tur/05/index.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2002a), Turkey: Letter of Intent, 18 Ocak 2002 (hükümetin 28 Ocak 2002 tarihli üst yazısıyla birlikte), [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2002/tur/01/index.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2002b), IMF Managing Director Sees Impressive Commitment by Turkey to Economic Reforms; Executive Board Approves US$16 Billion Stand-By Credit, Press Release No. 02/7, 4 Şubat 2002, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2002/pr0207.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2003), Turkey: Letter of Intent, 5 Nisan 2003, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.imf.org/external/np/loi/2003/tur/01/index.htm (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2004), World Economic Outlook, September 2004, IMF, Washington, DC.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2024), Republic of Türkiye: 2024 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 24/312, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2024/312/article-A001-en.xml (erişim: 14 Ekim 2026).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2026), Republic of Türkiye: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/43, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2026/043/article-A001-en.xml (erişim: 14 Ekim 2026).

KARA, A. H. ve SIMSEK, A. (2025), Türkiye's Homemade Crises, NBER Working Paper No. 34287, National Bureau of Economic Research. DOI: 10.3386/w34287

MUTLUGÜN, B. (2026), "Türkiye'de Enflasyonu Anlamak (III): Dış Şoklar, Kur Geçişkenliği ve Bölüşüm", Katman Portal, 21 Mayıs 2026, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://doi.org/10.5281/zenodo.20317091 (erişim: 14 Ekim 2026). DOI: 10.5281/zenodo.20317091

OYVAT, C., ELGİN, C. ve ELVEREN, A. Y. (2026), "Minimum Wages in a High-Inflation Economy: The Case of Türkiye", Structural Change and Economic Dynamics, Erken çevrimiçi

yayın, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://doi.org/10.1016/j.strueco.2026.09.008 (erişim: 14 Ekim 2026). DOI: 10.1016/j.strueco.2026.09.008

ÖNİŞ, Z. (2009), "Beyond the 2001 Financial Crisis: The Political Economy of the New Phase of Neo-Liberal Restructuring in Turkey", Review of International Political Economy, 16(3), 409–432.

ÖZATAY, F. ve SAK, G. (2002), "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000–01 Financial Crisis", Brookings Trade Forum 2002, 121–160. DOI: 10.1353/btf.2003.0008

ÖZKAN, F. G. (2005), "Currency and Financial Crises in Turkey 2000–2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?", The World Economy, 28(4), 541–572. DOI: 10.1111/j.1467-9701.2005.00691.x

STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI (SBB) (2023), Orta Vadeli Program (2024–2026), [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2023/09/Orta-Vadeli-Program_2024-2026.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI (SBB) (2024), Orta Vadeli Program (2025–2027), [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2024/09/Orta-Vadeli-Program_2025-2027.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI (SBB) (2025), Orta Vadeli Program (2026–2028), [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.sbb.gov.tr/orta_vadeli_programlar/ (erişim: 14 Ekim 2026).

STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI (SBB) (2026a), 2026 Yılı Temmuz Ayı İşgücü Piyasası Gelişmeleri Açıklandı, 3 Eylül 2026, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.sbb.gov.tr/2026-yili-temmuz-ayi-isgucu-piyasasi-gelismeleri-aciklandi/ (erişim: 14 Ekim 2026).

STRATEJİ VE BÜTÇE BAŞKANLIĞI (SBB) (2026b), Orta Vadeli Program (2027–2029), [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.sbb.gov.tr/orta_vadeli_programlar/ (erişim: 14 Ekim 2026).

TEKGÜÇ, H. (2026), "Enflasyon Hesabının 2020–2022 İçin Düzeltilmesi", Katman Portal, 15 Şubat 2026, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://katmanportal.com/enflasyon-hesabinin-2020-2022-icin-duzeltilmesi/ (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜREL, O. (2010), "Türkiye'de 1994, 2001 ve 2008–9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi", Ekonomik Yaklaşım, 21(75), 27–75. DOI: 10.5455/ey.10704

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2000), 2000 Yıllık Raporu, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2001a), 2001 Yıllık Raporu, TCMB, Ankara, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e54e67b-88e4-4d2a-b23d-7530762577c2/2001AR.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2001b), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, 25 Nisan 2001 tarihli 4651 sayılı Kanun ile değişik hükümler, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2002a), Ödemeler Dengesi Raporu, Aralık 2002, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2002b), Para Politikası Raporu, Temmuz 2002, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2003a), Annual Report 2003, TCMB, Ankara, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2ec5a0b5-8e48-419d-b62c-91bcd763be66/2003AR.pdf (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2003b), Para Politikası Raporu, Temmuz 2003, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2003c), Programlı Döviz Alım İhaleleri Konusunda Basın Duyurusu, Sayı 2003-26, 5 Mayıs 2003, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2003d), Basın Duyurusu, Sayı 2003-35, 13 Haziran 2003, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2005a), Monetary Policy Report 2005-I, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2005b), Para Politikası Raporu 2005-II, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2005c), Ödemeler Dengesi Raporu, 2005-II, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2005d), Ödemeler Dengesi Raporu, 2005-IV, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2018), Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2018, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2021), Döviz Tevdiat Hesaplarından Türk Lirası Vadeli Mevduata Dönüşümün Desteklenmesine İlişkin Basın Duyurusu, Sayı 2021-62, 21 Aralık 2021, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB%2BTR/Main%2BMenu/Duyurular/Basin/2021/DUY2021-62 (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2022), 2022 Faaliyet Raporu, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2023a), Enflasyon Raporu 2023-III, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2023b), Enflasyon Raporu 2023-IV, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2023c), Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2023, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2023d), 2023 Faaliyet Raporu, TCMB, Ankara, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2023/ (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2024), 2024 Faaliyet Raporu, TCMB, Ankara, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2024/ (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2025a), Ara Toplantı Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı 2025-20, 20 Mart 2025, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2025b), Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İşlemlerine İlişkin Basın Duyurusu, Sayı 2025-19, 20 Mart 2025, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2025c), 2025 Faaliyet Raporu, TCMB, Ankara, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2025/ (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2026a), Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Temmuz 2026 Veri Seti, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2026b), Ödemeler Dengesi Finans Hesabında Yapılan Revizyona İlişkin Basın Duyurusu, Sayı 2026-29, 24 Temmuz 2026, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2026c), Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti, Sayı 2026-42, 17 Eylül 2026, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) (2026d), Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri, Temmuz 2026, Veri Tablosu, TCMB, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI ELEKTRONİK VERİ DAĞITIM SİSTEMİ (TCMB/EVDS) (2026), Elektronik Veri Dağıtım Sistemi: İşgücü, TÜFE, Kredi ve GSYH Serileri, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://evds2.tcmb.gov.tr/ (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2021), İşgücü İstatistikleri, Aralık 2021, Haber Bülteni Sayı 45642, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2025), Yıllık Gayrisafi Yurt İçi Hasıla, 2024, Haber Bülteni Sayı 54187, 1 Eylül 2025, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2026a), Yıllık Gayrisafi Yurt İçi Hasıla, 2025, Haber Bülteni Sayı 58198, 31 Ağustos 2026, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2026b), Dönemsel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla, II. Çeyrek: Nisan–Haziran 2026, Haber Bülteni Sayı 58211, 31 Ağustos 2026, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2026c), Tüketici Fiyat Endeksi, Ağustos 2026, Haber Bülteni Sayı 58290, 3 Eylül 2026, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2026d), İşgücü Girdi Endeksleri, II. Çeyrek: Nisan–Haziran 2026, Haber Bülteni Sayı 57967, 21 Ağustos 2026, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (2026e), İşgücü İstatistikleri, Temmuz 2026, Haber Bülteni Sayı 57999, 31 Ağustos 2026, TÜİK, Ankara.

TÜRKİYE VARLIK FONU (TVF) (2022), TVF'den Güçlü Sermaye Desteği, Basın Duyurusu, 9 Mart 2022, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.tvf.com.tr/iletisim/duyurular/2022/tvfden-guclu-sermaye-destegi (erişim: 14 Ekim 2026).

TÜRKİYE VARLIK FONU (TVF) (2023), TVF'den Kamu Bankalarına 111,7 Milyar TL'lik Sermaye Desteği, Basın Duyurusu, 29 Mart 2023, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://www.tvf.com.tr/iletisim/duyurular/2023/tvfden-kamu-bankalarina-111-7-milyar-tllik-sermaye-destegi (erişim: 14 Ekim 2026).

YELDAN, E. (2006), "Neoliberal Global Remedies: From Speculative-Led Growth to IMF-Led Crisis in Turkey", Review of Radical Political Economics, 38(2), 193–213. DOI: 10.1177/0486613405285423

YUSIFZADA, T., CÖMERT, H. ve PARMAKSIZ, K. (2024), Is "High Inflation" Always and Everywhere an Exchange Rate Phenomenon?, PERI Working Paper No. 609, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, [çevrimiçi], Erişim Adresi: https://peri.umass.edu/publication/is-high-inflation-always-and-everywhere-an-exchange-rate-phenomenon/