



**T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI
EKONOMİ BİLİM DALI**

**FİNANSAL SEKTÖR BİLEŞENLERİNİN REEL SEKTÖR ÜZERİNE
YANSIMALARI: TÜRKİYE İÇİN ANALİZ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ZEYNEP USLU

DANIŞMAN: Prof. Dr. BAKİ DEMİREL

**YALOVA
TEMMUZ 2025**



T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI
EKONOMİ BİLİM DALI

FİNANSAL SEKTÖR BİLEŞENLERİNİN REEL SEKTÖR ÜZERİNE YANSIMALARI:
TÜRKİYE İÇİN ANALİZ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ZEYNEP USLU
238103006

DANIŞMAN: Prof. Dr. BAKİ DEMİREL

YALOVA
TEMMUZ 2025

ETİK BEYAN

Yalova Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kuralları'na uygun olarak hazırladığım “**FİNANSAL SEKTÖR BİLEŞENLERİNİN REEL SEKTÖR ÜZERİNE YANSIMALARI: TÜRKİYE İÇİN ANALİZ**” başlıklı bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu bildirir, aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi taahhüt ve beyan ederim.

İmza

Zeynep USLU



ÖNSÖZ

Yüksek lisans eğitimim süresince, akademik gelişimime büyük katkılar sunan, her zaman yanımda olan, bana doğru yolu gösteren, yoluma ışık tutarak içimdeki sonsuz merak duygusunu uyandıran değerli danışman hocam Sayın Baki Demirel'e en içten teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca eğitim hayatım boyunca desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen Yalova Üniversitesi İktisat Bölümü hocalarıma da şükranlarımı iletmek isterim. Lisans öğrenimimin ilk dönemlerinden itibaren bana örnek olan ve meslek hayatına atıldığımda "böyle bir akademisyen olmalıyım" dedirten, çok kıymetli hocam Selin Karatepe'ye, yoluma kattıkları ve bana ilham olduğu için gönülden teşekkür ederim.

Her zaman yanımda oldukları ve desteklerini hiçbir zaman eksik etmedikleri için sevgili babam Mehmet Uslu'ya, annem Pakize Uslu'ya ve biricik ablam Rozan Uslu'ya sonsuz teşekkür ederim. Akademik ve kişisel yaşamımda her daim yanımda olan, motivasyonumu yitirdiğim her anda yeniden azimle yola koyulmam için beni cesaretlendiren, sadece başarılarımda değil, başaramadığım anlarda dahi beni alkışlayan değerli yol arkadaşım Kadirhan Sert'e gönülden teşekkür ederim. Yoğun emek ve özveriyle ortaya koyduğum bu çalışmayı, akademik yolculuğumun ilk ve en anlamlı eseri olarak; her zaman yanımda hissettiğim ve anısını daima yaşatacağım merhum abim Suat Uslu'ya ithaf ediyorum.

Temmuz – 2025

Zeynep USLU

İÇİNDEKİLER

ETİK BEYAN	i
ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
SİMGELER ve KISALTMALAR LİSTESİ	v
TABLolar LİSTESİ	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vii
ÖZET	viii
ABSTRACT	ix
1. GİRİŞ	1
2. FİNANSAL VE REEL PİYASALAR AYRIMI İLE FİNANSAL İSTİKRARIN KURAMSAL TEMELLERİ	3
2.1. Reel Piyasalar ve Finansal Piyasaların Tanımı	3
2.1.1.Reel piyasalar	4
2.1.2.Finansal piyasalar.....	4
2.2. Finansal İstikrar Kavramı	5
2.3.İktisat Ekolleri Perspektifinden Finansal İstikrar	6
2.3.1. Klasik iktisat teorisinde finansal istikrar	6
2.3.1.1. David Ricardo’nun tedavül yaklaşımı ilkesi	7
2.3.1.2. John Stuart Mill’in bankacılık ilkesi yaklaşımı.....	8
2.3.1.3. Alfred Marshall’ın cambridge denklemi yaklaşımı	9
2.3.1.4. Arthur Cecil Pigou’nun servet etkisi yaklaşımı	9
2.3.2. Keynesyen iktisat teorisinde finansal istikrar	10
2.3.3. Monetarist iktisat teorisinde finansal istikrar	11
2.3.3.1. Milton Friedman’ın para talebi yaklaşımı	11
2.3.3.2. Risk ve belirsizlik yaklaşımı	12
2.3.4. Post-keynesyen iktisat teorisinde finansal istikrar	12
3. MINSKY BAĞLAMINDA İSTİKRARSIZ BİR EKONOMİNİN ÖZELLİKLERİ	15
3.1. Ekonomik İstikrarın Ardındaki Tehlike: Minsky Paradoksu	15
3.2.Finansal Kırılganlık Döngüsü ve Kredi Dinamikleri	16
3.3. Spekülatif Davranışların Artışı ve Varlık Balonları	20
3.4. Güvenin Çöküşü ve Panik Davranışı.....	23
3.5. Yapısal Unsurların Finansal İstikrara Etkisi: Gelir Dağılımı, Ücretler, Dış Sermaye Hareketleri ve Faiz Dinamikleri	27
3.6. Kurumsal Müdahalenin Zorunluluğu: Devletin Rolü.....	34

3.6.1 Müdahale türleri	35
3.6.1.1.Para politikası müdahaleleri	35
3.6.1.2.Maliye politikası müdahaleleri.....	37
3.6.1.3.Makro-ihiyati politikalar ve regülasyonlar.....	37
3.6.2 Kurumsal etkililik ve eleştiriler.....	38
3.7.Türkiye Ekonomisinde Finansal İstikrarsızlık Örnekleri	39
3.7.1. 2001 krizi: kurumsal reformun zorunluluğa dönüştüğü kriz.....	40
3.7.2. 2008 küresel krizin Türkiye’ye etkileri.....	41
3.7.3. 2018 döviz- güven krizi	43
3.7.4. 2020 pandemi krizi: Covid-19 dönemi politikaları.....	44
3.7.5. Türkiye 2021-2023 dönemi enflasyon ve kur sarmalı	46
3.7.6. Değerlendirme.....	47
4. MINSKY YAKLAŞIMI ÇERÇEVESİNDE AMPİRİK BİR DEĞERLENDİRME	49
4.1. Literatür	49
4.2. Model, Veri Seti ve Yöntem.....	52
4.2.1. Araştırma modeli ve veri seti	52
4.2.2.Yöntem.....	53
4.3. Analiz Bulguları	55
5. SONUÇLAR VE ÖNERİLER	63
KAYNAKÇA	65
ÖZGEÇMİŞ	72

SİMGELER ve KISALTMALAR LİSTESİ

SİMGELER

\$	: Dolar
Δ	: Fark denklemi
μ	: Hata terimi
k	: Gecikme uzunluğu
β	: Parametre değeri
γ	: Katsayı
Γ	: Katsayı matrisi
ε	: Hata terimi
Π	: Katsayı matrisi

KISALTMALAR

ADF	: Augmented Dickey Fuller
AIC	: Akaike Information Criterion
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank of International Settlements
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FPE	: Final Prediction Error
IMF	: International Monetary Fund
KFE	: Konut Fiyat Endeksi
KKM	: Kur Korumalı Mevduat
LR	: Sequential Modified LR Test Statistic
PP	: Philips Perron
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
SBB	: Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
VECM	: Hata Düzeltme Modeli
YP	: Yabancı Para

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1: Finansal Piyasaların Sınıflandırılması	5
Tablo 3.1. Finansal Kırılganlık Göstergeleri (Seçili Yıllar).....	19
Tablo 3.2. BİST 100 ve GSYİH Büyüme İlişkisi (Seçili Yıllar)	22
Tablo 3.3. TCMB Para Politikası Müdahale Araçları	36
Tablo 3.4. Türkiye’de yaşanan finansal krizler şeması	38
Tablo 4.1.Literatür.....	49
Tablo 4.1. Literatür (Devamı)	50
Tablo 4.1. Literatür (Devamı)	51
Tablo 4.2. Değişken Tanımı.....	52
Tablo 4.3. Birim Kök Test Sonuçları	56
Tablo 4.4. VAR Modeli İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	57
Tablo 4.5. AR Karakteristik Polinom Tablosu.....	58
Tablo 4.6. Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları	58
Tablo 4.7. Model Sınama Test Sonuçları	59
Tablo 4.8. VECM Regresyon Analizi	59
Tablo 4.9. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları.....	60

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1. Türkiye’de 2002-2023 Yılları Kredi/GSYİH Oranı.....	18
Şekil 3.2. Konut Fiyatları ve Hanehalkı Geliri (2015-2024).....	21
Şekil 3.3. BİST100 ve GSYİH Büyüme İlişkisi (%).....	22
Şekil 3.4. Türkiye’de Ekonomik Güven Göstergeleri (2007–2024)	24
Şekil 3.5. Türkiye’de Hizmet, Perakende Ticaret ve İnşaat Sektörlerinde Güven Endeksi (2011–2024)	25
Şekil 3.6. Türkiye’nin 2002–2024 Arası Döviz Kurlarındaki Değişim	26
Şekil 3.7. Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Kısa Vadeli Borç Yükümlülükleri (Milyon\$).....	26
Şekil 3.8. Hanehalkı Borçları/ Hanehalkı Gelirleri	29
Şekil 3.9. Takipteki Krediler/Toplam Krediler	29
Şekil 3.10. Finans Dışı Özel Sektöre Verilen Kredi/GSYH	30
Şekil 3.11. Gelir Dağılımı Adaletsizliği Göstergesi.....	31
Şekil 3.12. Portföy Yatırımları (2000-2024).....	32
Şekil 3.13. Kısa Vadeli Diğer Yatırımlar (2000-2024).....	32
Şekil 3.14. Finansal Baskı Endeksi (FBE)	33
Şekil 4.1. AR Karakteristik Polinom Grafiği	57

FINANSAL SEKTÖR BİLEŞENLERİNİN REEL SEKTÖR ÜZERİNE YANSIMALARI: TÜRKİYE İÇİN ANALİZ

ÖZET

Geçmişten günümüze ekonomi çarkı hiç durmaksızın işlemektedir. Sayısız savaşlar, göçler, krizler ve değişimler sonucunda her döneme damga vuran iktisat ekolleri ve politikaları vardır. Ekonomik faaliyetlerin sürekli işlediği piyasalarda iktisadi aktörlerin rasyonel ve aktif olarak yer aldığı sistemde kapitalizmin doğası gereği sayısız sorunlar yarattığı anlaşılmıştır. Reel piyasaya ek olarak finansal piyasalarında varlığı ve ekonomik sisteme etkisi literatüre finansal istikrar kavramı kazandırmıştır. Bununla birlikte değişen ve gelişen dünya koşullarında çevresel ve ekonomik sürdürülebilirliğe ek olarak ekonomik sistemin bir çark gibi uzun vadeli ve sorunsuz işleyebilmesi için finansal sürdürülebilirlikte gerekli olmuştur.

Post Keynesyen Ekolün önemli temsilcisi Minsky'in finansal istikrarsızlık hipotezi, finansal istikrarsızlığın ortaya çıkma koşullarını ve istikrarsız bir ekonomiye yönelik politika önerilerini ele almaktadır. Bu çalışmada Hyman P.Minsky'in iktisat literatürüne kazandırdığı Finansal İstikrar Hipotezinin varsayımlarının Türkiye Ekonomisi için geçerli olup olmadığı analiz edilmiştir. Çalışma ikincil bir amaç olarak finansal istikrarın reel sektör üzerindeki etkisini Türkiye ekonomisi için sorgulamıştır. Bu bağlamda finansal ve reel piyasalarda istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir olması için gerekli kavramların sorgulanması ve tartışılması çalışmanın önemli bir motivasyonu olmuştur. Çalışma bulguları sonucunda finansal piyasalarda yaşanan aksaklıkların, özel sektör borçluluğunun sürdürülemez boyuta erişmesi reel piyasalar üzerinde olumsuz etki bıraktığına özellikle işsizliği uzun dönemde artırarak ekonomik refah kaybına sebep olduğuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Reel sektör, Finansal istikrarsızlık hipotezi, Finansal istikrarsızlık, Kredi genişlemesi, Johansen eşbütünleşme

IMPACTS OF FINANCIAL SECTOR COMPONENTS ON THE REAL SECTOR: AN ANALYSIS FOR TURKEY

ABSTRACT

From the past to the present, the wheel of economy has never stopped turning. As a result of countless wars, migrations, crises and changes, there are economic schools and policies that have marked every period. It has been understood that capitalism creates numerous problems due to the nature of capitalism in the system where economic actors are rational and active in the markets where economic activities are constantly functioning. In addition to the real market, the existence of financial markets and their impact on the economic system has brought the concept of financial stability to the literature. However, in addition to environmental and economic sustainability in a changing and developing world, financial sustainability has become necessary for the long-term and smooth functioning of the economic system like a wheel.

The financial instability hypothesis of Minsky, an important representative of the Post Keynesian School, deals with the conditions for the emergence of financial instability and policy recommendations for an unstable economy. This study analyzes whether the assumptions of the Financial Stability Hypothesis, which Hyman P. Minsky introduced to the economic literature, are valid for the Turkish economy. As a secondary objective, the study questioned the impact of financial stability on the real sector for the Turkish economy. In this context, questioning and discussing the concepts necessary for the stabilization and sustainability of financial and real markets has been an important motivation of the study. As a result of the findings of the study, the disruptions in financial markets and the unsustainable level of private sector indebtedness have had a negative impact on real markets, especially by increasing unemployment in the long run, leading to a loss of economic welfare.

Keywords: Real sector, Financial instability hypothesis, Financial instability, Credit expansion, Johansen cointegration

1. GİRİŞ

Ekonomik işleyişin başladığı ilk günden itibaren dönemin özelliklerine göre belli konular üzerinde çalışmalar yapılmıştır. Piyasaların varlığı, işleyişi, çeşitliliği ve kazanımları hakkında çok sayıda araştırmalar yapılarak çarkın daha iyi işlemesi amaçlanmıştır. Reel sektörün yanında finansal sektöründe gelişmesi ve iç içe geçmiş bir bütün olarak birbirine sirayet etmesi artık bu alanlarda önemli araştırmalar yapılmasını gerekli kılmıştır. Küresel ekonomik sistemde son dönemlerde yaşanan dalgalanmalar, iki sektör arasındaki ilişkinin nereye evrildiğini anlamak adına önemli bir gelişme olmuştur. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal sektörün büyüme dinamikleri üzerindeki etkisi, kriz dönemlerinde belirgin bir biçimde ortaya çıkarak sermaye hareketleri, faiz oranları, döviz kuru oynaklıkları ve kredi hacmindeki değişimler reel sektörü doğrudan etkilemektedir.

Finansal sektör, kaynak dağılımını yönlendirmesi, yatırım kararlarını fonlaması ve ekonomik aktörlerin risklerini yönetebilmesi bakımından ekonominin işleyişinde merkezi bir rol üstlenmektedir. Finansal piyasalardaki oynaklık, faiz oranlarındaki değişimler, krediye erişim koşulları ve döviz kurlarındaki belirsizlikler gibi unsurlar, özellikle kırılgan yapıya sahip ekonomilerde reel sektör için belirsizlik yaratarak üretim, yatırım ve istihdam kararlarını olumsuz etkileyerek ekonomik performansı zayıflatabilir. Finansal serbestleşme süreçleri ile birlikte kredi genişlemesinin hız kazanması, döviz cinsi borçlanmanın artması ve kısa vadeli sermaye giriş-çıkışlarındaki dalgalanmalar, ülkelerdeki makroekonomik istikrarın sağlanmasını zorlaştırmaktadır. Reel sektör, üretim yapan, istihdam yaratan ve ekonomik değer oluşturan gerçek ekonomik faaliyetlerin merkezidir. Ancak bu sektörün etkin çalışabilmesi, finansal sistemin istikrarlı ve şeffaf işlemesiyle doğrudan ilişkilidir. Finansal sektördeki bozulmalar, özellikle kredi piyasalarının daralması ya da faiz oranlarındaki ani artışlar yoluyla yatırımları sınırlayarak reel sektör üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Bununla birlikte, reel sektörde yaşanan olumsuzluklar da ödeme güclüğü, tahsilat problemleri ve talep daralması yoluyla finansal sistemin dengelerini bozabilmektedir. Bu nedenle iki sektör arasındaki ilişki çift yönlü ve dinamik bir yapıya sahiptir. Özel sektör borçluluğunun bulaşma etkisiyle ekonominin her yerine sirayet etmesi ve hanehalkının temel geçim koşullarını dahi borçlanma ile finanse ettiği ekonomik yapının ülkenin hem reel hem de finansal piyasasında krizi tetikleyeceğini ifade etmek çalışmanın amaçlarından biridir.

Bu çalışmanın temel amacı, finansal sektör bileşenlerinin örneğin kredi/gyh oranı, firma döviz borcu ve finansal baskının reel sektör üzerine olan etkilerini ampirik olarak analiz etmektir. Bu

kapsamda özellikle kredi/gsyh oranı, firma döviz borçları ve faiz oranları gibi finansal bileşenlerin işsizlik oranı üzerine olan etkileri incelenmektedir. Bu analiz ile hem reel sektörün finansal sistem üzerindeki hassasiyetleri hem de finansal istikrarın reel performans üzerindeki etkilerinin ortaya konulması hedeflenmektedir. Bu bağlamda çalışma, literatüre teorik ve ampirik katkı sağlarken, aynı zamanda finansal karar alıcılara reel sektör hassasiyetlerini dikkate alan daha kapsamlı bir analiz perspektifi sunmayı hedeflemektedir. Bu bağlamda, makroekonomik veriler ışığında, finansal değişkenler ile reel sektör göstergeleri arasındaki nedensellik ilişkileri analiz edilmekte, politika önerileri geliştirilmektedir. Çalışma 5 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde giriş, 2.bölümde finansal istikrarın kuramsal temelleri yer alırken 3.bölümde ise Minsky'in finansal istikrarsızlık hipotezi baz alınarak Türkiye ekonomisi açısından önemli makroekonomik veriler incelenmiş ve finansal krizlere yer verilip değerlendirme yapılmıştır. 4.bölümde gelindiğinde Johansen eşbütünleşme testi aracılığıyla değişkenler arasında 2010 1.çeyrekten 2024 3.çeyreğe dek ilişki incelenmiş ardından seçilen değişkenlere ek olarak finansal baskı endeksi oluşturularak değişkenler arasında Toda-Yamamoto Testi kullanılarak nedensellik analizi yapılmıştır. Son olarak 5.bölümde ise analiz bulguları yorumlanarak Türkiye ekonomisinde finansal istikrarın sağlanması ve reel sektör üzerindeki etkisi gözetilerek politika önerilerine yer verilmiştir.

2. FİNANSAL VE REEL PİYASALAR AYRIMI İLE FİNANSAL İSTİKRARIN KURAMSAL TEMELLERİ

Finansal istikrarsızlık, modern ekonomik yapının en kırılgan ve kontrol altına alınmasının gerekli olduğu alanlardan biridir. Finansal bağlamda yaşanan istikrarsızlık reel sektör ve finansal piyasalar üzerindeki etkileriyle sistemin genel işleyişini tehdit etmektedir. Ekonomik genişleme dönemlerinde artan borçlanma eğilimi, varlık fiyatlarındaki yükseliş ve beklentilerdeki aşırı iyimserlik hali, sistemin istikrarlı olduğunu ve işleyişin sorunsuz ilerlemesini sağlıyor gibi görünse de aslında kırılganlıkları derinleştirmektedir. Bu nedenle iktisat literatüründe finansal istikrar yalnızca bir hedef değil, aynı zamanda sürdürülebilir büyümenin ve refahın ön koşulu olarak ele alınmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde öncelikle reel piyasa ve finansal piyasalara ilişkin önemli bilgiler verilerek daha sonra finansal istikrarsızlığın kuramsal temelleri açıklanacaktır.

2.1. Reel Piyasalar ve Finansal Piyasaların Tanımı

Piyasalar birden fazla alıcının ve satıcının bir araya geldiği ekonomik aktivite olarak ifade edilebilir. Piyasalarda alıcı, satıcı ve alışveriş işlemine konu olan varlıklar olmak üzere 3 unsur vardır. Piyasaların talep yanını alıcılar temsil ederken, arz yanını satıcılar temsil eder. Alışveriş işlemine konu olan alışverişin oluşmasına sebebiyet veren varlık, söz konusu piyasanın nasıl tanımlanacağını da belirler (Kutlu, 2013, s.7). Piyasalar genişlik, rekabet, mal ve hizmetin nitelikleri şeklinde sınıflandırılabilir. Genişlik açısından piyasalar; yerel piyasalar, bölgesel ya da ulusal piyasalar, uluslararası piyasalar olmak üzere 3 şekilde gruplanırken, rekabet açısından piyasalar; tam rekabet piyasası ve aksak rekabet piyasası şeklinde iki gruptan oluşur. Mal ve hizmetin niteliklerine göre isimlendirilen piyasalar ise; mal ve hizmet piyasası ve faktör piyasası şeklinde iki gruptan oluşur (TÜBİTAK, 2025).

Faktör piyasası, üretim için gerekli olan faktörlerin alınıp satıldığı ve bu faktörlerin fiyatlarının olduğu piyasalardır. Kapitalist sistem emeği doğa da meta haline dönüştürerek diğer üretim faktörleri gibi fiyatlandırmıştır. Böylelikle faktör piyasaları emek, sermaye ve doğal kaynaklar gibi unsurlardan oluşmaktadır (İşgüden ve Köne, 2002, s.101). Piyasalarda söz konusu işlemin gerçekleşmesine sebebiyet veren varlık tür ve niteliğe göre reel piyasa veya finansal piyasa olmak üzere iki farklı piyasa şeklinde tanımlanmaktadır (Kutlu, 2013, s.7). Söz konusu piyasalar alıcı ve satıcıları bir araya getirme durumunda kendi içerisinde farklı özellikler taşımaktadır.

2.1.1.Reel piyasalar

Reel piyasalar, nihai mal ve hizmetlerin üretimi ve bu üretim sürecinde girdi olarak kullanılan varlıkların alım ve satım işlemlerinin gerçekleştiği geleneksel piyasalar olarak tanımlanır (Kutlu, 2013, s. 8). Otomotiv piyasası, elektronik eşya piyasası, meyve sebze piyasası gibi piyasalar reel piyasalara örnek verilebilir. Ekonomik sistemde gerçekten üretilen mal ve hizmetlerin ölçümü bu piyasalarda gerçekleşmektedir. Üretim kapasitesinin belirlendiği yani söz konusu ekonominin sahip olduğu ham madde, emek gücü gibi üretimde girdi olarak kullanılan unsurların belirlendiği piyasalardır.

İktisat literatürü incelendiğinde uygulamalı çalışmalarda yaygın olarak reel piyasaları temsil eden iktisadi göstergeler reel gsyih, reel tüketim ve yatırım harcaması gibi değişkenler kullanılmaktadır.

2.1.2.Finansal piyasalar

Finansal piyasalar fon fazlasına sahip ve fona ihtiyaç duyan iktisadi aktörlerin bulunduğu piyasalardır. Finansal piyasa da bir yanda tasarruf sahipleri yani ödünç verenler diğer yanda ise borç alanlar yani fonu kullananlar mevcuttur (Yalçınar, 2012, s.4). Fon arzı ve talebini sağlayanlar dışında birde aracı kurumlar yer almaktadır. Bu kurumlar hukuki ve idari kurallarla fon akım sürecini yönlendirmektedir. Finansal piyasalarda gerçekleşen tüm ticari işlemler, finansal varlık ve yükümlülük niteliği taşımaktadır (Kutlu, 2013, s.9). Dolayısıyla yapılan her işlemin kayıt altına alma biçimi farklı şekillerde yapılır.

Finansal sistem işleyişi incelendiğinde, fon arz edenler finansal piyasayı doğrudan kullanarak ya da finansal aracı kurumlar aracılığıyla fonlarını talep eden yurt içi- yurt dışı bireylerine, firmalara ve hükümetlere sunarak kazanç elde edecektir. Fon talep edenler ise finansal piyasa aracılığıyla fon talebini yurt içi-yurt dışı bireyler, firmalar ve hükümetlerden karşılayacaktır. Bu durum finansal sistemde 2 ayrı fon çıkış mekanizması olduğu göstermektedir. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Kaya, 2015, ss.50-52):

- Doğrudan fon akışı, finansal aracı kurum kullanılmadan fon arz eden ve talep edenlerin gerçekleştirdiği işleme denir. Doğrudan finansman olarak da ifade edilir.
- Dolaylı fon akışı, fon arzını ve talebini sağlayanların finansal aracı kurumlar aracılığıyla bir araya gelmeleri olarak ifade edilir. Bu durum dolaylı finansman olarak da ifade edilir.

Finansal sistem temelde iki ana göreve sahiptir. İlk ana görev fon arz eden ve talep edenlerin bir araya getirilmesi iken ikincisi ise görev riskin dağıtılması, likidite ve finansal bilginin sağlanması şeklindedir. Buradan hareketle finansal piyasalar (Erdem, 2017, s.58):

- Alım ve satım işleminin ilk elden yapılıp- yapılmaması açısından,
- Vade açısından,
- Ticaretin yapıldığı yer açısından,
- Ödeme ve teslimatın yapıldığı zaman açısından 4 farklı çeşitten oluşmaktadır.

Tablo 2.1: Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Sınıflandırma Kriteri	Piyasa Türü	Açıklama
Alım-satımın ilk elden yapılıp yapılmaması	• Birincil Piyasa	Menkul kıymetlerin ilk kez ihraç edildiği piyasa
	• İkincil Piyasa	Daha önce ihraç edilmiş varlıkların el değiştirdiği piyasa
Vade süresi	• Para Piyasası	Bir seneden daha az yani kısa vadeli fon arz-talep piyasası
	• Sermaye Piyasası	Bir seneden daha fazla orta ve uzun vadeli fon piyasası
Ticaretin yapıldığı yer	• Borsa (örgütlü)	Standart kurallar ve düzenlemelerle işleyen resmi piyasa
	• TezgahÜstü	İkili anlaşmalara dayalı, daha esnek ama daha az şeffaf piyasa
Teslim ve ödemenin zamanı	• Spot Piyasa	İşlem anında ödeme ve teslim yapılır
	• Vadeli Piyasa	Ödeme ve teslimat ileri bir tarihte gerçekleşir

Kaynak: Kaya,2015; Gündoğdu,2016; Ersoy ve Ünlü,2016; Erdem, 2017 kaynaklarından hazırlanmıştır.

Tablo 2.1’de finansal piyasaların sınıflandırılması üzerine bir özet şeması çizilmiştir. Bu şemayla birlikte söz konusu piyasaların işleyişini net biçimde aktarmak amaçlanmıştır.

2.2. Finansal İstikrar Kavramı

Finansal istikrar sürdürülebilir ekonomik refahın bir ayağı olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal sistemde iç ve dış sebeplerle oluşan ani bir şekilde gerçekleşen şoklar karşısında finansal dengesizliklerin yaşanmaması ve toplum refahının bundan etkilenmemesi adına sistemin sürekli olarak işlemesi şeklinde tanımlanabilir. İstikrarlı bir finansal sistemin varlığı ekonomilerin reel piyasasında meydana gelecek nakit vb. durumlardaki krizleri anında çözüme

kavuşturur dolayısıyla sistem tıkanıklığa uğramadan işleyişini sürdürür (Gezer ve Kılıç, 2020, s.119). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'ye göre finansal istikrar, daha geniş bir perspektifle bakıldığında finansal sistemin işleyişini bozan ani durum ve şoklara karşı ekonomik sistemin dayanıklılık seviyesini gösterir. 2000'li yıllar sonrasında yaşanan küresel ekonomik gelişmelerle finans piyasasında istikrarın sağlanmasının ekonomik istikrarın sağlanması adına bir ön koşul olduğu anlaşılmış ve merkez bankaları tarafından finansal piyasalarda yaşanan risklerin gözardı edilmemesi görüşü kabul görmüştür (TCMB, 2025). Bu anlamda finansal istikrar ekonomik büyümeyi etkileyen önemli bir unsur olarak ifade edilebilir.

Finansal istikrarsızlık kavramı ise fiyatlandırma mekanizmasında yaşanan aksaklıklar ve bilgi asimetrisi sonucunda sermaye mallarındaki fiyatlanmanın reel üretim mallarından ayrışması olarak ifade edilebilir. Finansal sistemde yaşanan şoklar neticesince piyasada kirli bilginin varlığı mevcut olur (Yamak ve Korkmaz, 2015, s.52).

2.3.İktisat Ekolleri Perspektifinden Finansal İstikrar

Çalışmanın bu kısmında klasik iktisat ekolünden başlayarak sırasıyla keynesyen, monetarist ve post-keynesyen iktisadi ekoller açısından finansal istikrarın teorik altyapısı ve önemi anlatılacaktır.

2.3.1. Klasik iktisat teorisinde finansal istikrar

18. yüzyılın sonlarında 19. Yüzyıl başlarında modern olarak kurulan ilk iktisadi okul olan Klasik İktisat Ekolü Adam Smith öncülüğünde oluşturulmuştur. Daha sonra David Ricardo, John Stuart Mill, Thomas Robert Malthus ve Alfred Marshall gibi önemli isimlerin çalışmalarıyla gelişmiştir. Klasik ekole göre devletin piyasaya yoğun müdahale etmesi piyasa dengesini bozarak ticaretin sekteye uğramasını ve dolayısıyla iktisadi aktörlerin gelirlerinin artmasını engelleyecektir.

Klasik İktisat okulunun varsayımları şunlardır (Birol ve Gencer, 2014, s.262):

- Piyasa tam rekabet koşullarında işler,
- Ücret ve fiyatın tam esnek olduğu,
- Her arzın kendi talebini yarattığı görüşü yani Say Kanunu geçerlidir,
- Para mübadele aracı olarak kullanılmakta ve yalnızca işlem amaçlı talep edilmektedir,
- Paranın dolaşım hızı sabit ve yansız olduğu şeklinde sıralanabilir.

Bu varsayımlar dışında klasik iktisatçılara göre ekonomide klasik dikotomi varsayımı geçerlidir. Klasik dikotomi ise reel değişkenlerin para arzından bağımsız olarak belirlendiğini ifade eder. Bu kavrama dayanarak para politikasının etkisiz olduğu kabul edilmiştir. Klasik iktisat varsayımları incelendiğinde temelde emek değer teorisine dayandığı ve devletin ekonomideki rolünün sadece düzenleyici ve denetleyici şekilde olması gerektiği anlaşılmaktadır. Adam Smith'e göre devletin temel görevlerinin bayındırlık, güvenlik ve piyasa rekabetini destekleyici düzenlemeler yapması şeklindedir. Klasiklerle birlikte liberal ekonomik rejim ülkeler tarafından benimsenerek geliştirilmeye başlanmıştır.

2.3.1.1. David Ricardo'nun tedavül yaklaşımı ilkesi

David Ricardo, *On The Principles of Political Economy and Taxation* (Ekonomi Politikin ve Vergilendirmenin İlkeleri) eseriyle klasik iktisat okulunu geliştirmiş ve bu eseriyle daha sonra Karl Marx gibi önemli düşünürleri de etkilemiştir. Ricardo'ya göre altın ve gümüşün değerinin diğer metaller gibi onu piyasaya getiren emeğe bağlı olduğudur. Bir ülkede kullanılan paranın miktarı, paranın değerine bağlı olarak değişmektedir. Tedavüldeki para miktarı asla sınırsız biçimde olamaz çünkü paranın miktarının arttığı oranda değeri azalır, değerinin arttığı oranda ise miktarı azalır (Ricardo, 1817, s.256). Reel para standardı olarak altını gören Ricardo madeni para ve kağıt para yaratılma ilkelerinin benzer olduğunu düşünmektedir. Kağıt paranın kendiliğinden değer taşımadığını miktarı kısıtlandığında nominal madeni para ya da içerisindeki altın kadar değerlendirildiğini ifade eder. Burada önemli bir durum bankaların kurulduktan sonra madeni para ve kağıt para yaratımında devletle birlikte rol almasıdır. Bankalarda tedavüldeki para miktarını değiştirmede devletle aynı yetkiye sahip olduğundan devletin uyguladığı para politikası sonucu paranın değeri korunamayacaktır (Ricardo, 1817, ss.257-258). David Ricardo, 1797 yılındaki bunalımın temel sebebi olarak bankaların hükümeti fonlamasından değil tedavüldeki banknotların karşılığında bir altına sahip olmaması olarak görmektedir. Herkesin aynı günde bankerlerden paralarını çekme ihtimali durumunda oluşan panik havası bankalara hücumu yol açmış ve kriz yaşanmıştır. Ricardo, bankaların ellerindeki kağıt paraları merkez bankasına vererek ve karşılığında altın almaları durumunda böylesi bir banka paniğini önleyerek kendilerini koruma altına alacaklarını ifade eder (Ricardo, 1817, s. 260).

David Ricardo bankaların yarattığı kağıt paraları kredi genişlemesi olarak kabul ettiği için Tedavül İlkesinde para değerinin istikrarının korunması için her banknotun merkez bankasında altın karşılığının tam olarak bulunması gerektiğini belirtir. Merkez bankasına dönen kağıt

paraların tekrar tedavüle sokulmaması durumunda ise tedavülde bulunan eski-yeni altın paraların değeri yükselir bu durumda yine paranın değeri korunamaz hale gelecektir. Dolayısıyla Ricardo para miktarının değişim yetkisinin tek bir kurumda olması gerektiğini savunur (Ricardo,1817, s. 268). Kağıt paranın devlet tarafından yaratılmasının devlete ve halka faydalı olacağı açıktır. Bu durumda para dışsal bir değişken olarak arz ve talep üzerinde bir etkisi olmayacaktır. Fakat para miktarındaki artış azalış paranın fiyatı olan faizi etkiler. Bu durumda tüccarların aleyhine sonuçlanır çünkü bankalardan ödünç para alınmaması ve senetleri kırdırma işlemlerinden mahrum kalacaklardır. Sonuç olarak faizler üzerinde etki oluşacaktır. Etkiyi azaltmak için piyasadaki faiz haddi ve kârların kağıt para miktarına ve nasıl yaratıldığına bağlı olacağı varsayımında bulunulabilir. Paranın değeri senyorajın tamamı kadar artırılırsa vergi ödeyenleri asla etkilemeyecektir (Ricardo,1817, s. 271).

David Ricardo tedavüldeki paranın tamamen kağıt para olması ve altına eşit değerde olması durumunu en iyi durum olarak görmektedir. Bu şekilde en pahalı para standardı olan altın ucuz para standardı olan kağıt para ile değişecek sahip olunan altın ile hammaddeler, üretim araçları temin edilerek serveti ve tüketimi artırıp ülke ve bireyler açısından olumlu sonuçlar elde edilir (Ricardo, Çev: Ertan, 2016, s.314).

2.3.1.2. John Stuart Mill'in bankacılık ilkesi yaklaşımı

Klasik ekolün önemli temsilcilerinden biri olan John Stuart Mill bankacılık sistemin yaratabileceği sorunlara ve finansal krizin kaynaklarına dair önemli tespitlerde bulunmuştur. Mill, Principles of Political Economy isimli eserinde paranın değerinin, tahvil-bono gibi bankacılık sisteminin oluşturduğu varlıkların fiyatlanmalarında meydana gelen değişimlerin finansal sisteme etkilerinden söz etmiştir.

Mill'e göre paranın değeri onun miktarına göre belirlenir. İktisadi birimlerin değişim aracı olarak kullandıkları paranın karşılığı altın ve değerli madenlerdir. Krediyi ise paranın yerine ikame edilebilen bir unsur olarak tanımlamaktadır. Buradan hareketle paranın sahip olduğu işlevlere sahip olan kambiyo senetleri, banknotlar ve çekler gibi banka tarafından oluşturulan finansal varlıklar bulunur (Mill,1848,s.523). Mill bankaların oluşturduğu bu değerli kağıtlarda yaşanan fiyatlanma dalgalarının üreticiler ve tüccarlar başta olmak üzere piyasa açısından finansal bir risk olarak tanımlar. İktisadi birimlerin para yerine elinde tuttıkları bu değerli kağıtlarda meydana gelen bir değer kaybı ekonomide panik oluşmasına ve spekülasyonlara sebep olacaktır. Sonuç olarak değerli varlıklardaki fiyat dalgalanmalarının sebebi alım satım

işlemleridir. Söz konusu işlemlerin varlığı bankalara bir engel teşkil eder çünkü banka mevcut yükümlülüğünü yerine getiremeyebilir. Sonuç olarak bankalar piyasada oluşan panik ve spekülasyonu engellemek amacıyla kredi miktarını azaltacak dolayısıyla dolaşımdaki para miktarında azalacaktır (Mill,1848, ss.551-554). Mill Bankacılık İlkesi Yaklaşımı ile paranın dolaşım hızıyla fiyat hareketleri arasında bir ilişki olduğunu açıklamaktadır.

2.3.1.3. Alfred Marshall'ın cambridge denklemi yaklaşımı

Alfred Marshall ünlü eseri Principles of Economics ile önemli bir klasik ekol temsilcisi olmuştur. Marshall'a göre para talebi satın alma gücü olarak tanımlanır. Ona göre iktisadi aktörler kazançlarının bir kısmını gelecekteki ihtiyaçlarını karşılamak üzere ellerinde para olarak tutarken bir kısmını da bankaların değerli varlıklarına yatırırlar (Kahyaoğlu, 2007, s.5). John Stuart Mill'in paranın dolaşım hızı ve fiyat hareketleri arasındaki ilişki varlığı tespiti Marshall'ın bu yaklaşımı ile bir adım ilerleyerek para talebinin de finansal varlıklardaki fiyat dalgalanmalarından etkileneceği ve istikrarını yitireceğini ifade etmiştir.

Marshall'a göre para işlem amacına ek olarak ihtiyat amacıyla talep edilebilir ve bunu gelirin bir fonksiyonu olarak açıklamaktadır. Gelir miktarında bir artışın yaşanması durumunda işlem ve ihtiyat amaçlı para talebi de artacaktır. Marshall açıkladığı bu kavram ile Fisher kuramını " $M.V=P.Y$ " geliştirmiştir. Cambridge Miktar Kuramı $M= "k.P.y"$ şeklinde ifade edilir Cambridge denkleminde bir yandan reel para talebi ile reel gelir ilişkisi diğer yandan ise nominal para talebi ile nominal gelir ilişkisi ifade edilir. Para miktarı merkez bankası tarafından belirlenir (Birol ve Gencer, 2014, s.263). Cambridge Miktar Kuramı'na göre fiyatlar genel düzeyi (P) ve işlem hacmi (y) veri iken para arzı (M) ve para talebindeki (k) artışlar paranın dolaşım hızını (V) azaltmaktadır. Denklemdaki "k" oranı, bireylerin ellerinde tuttıkları finansal araçların miktarını ve çeşidini gösterir. Bu orandaki bir artış finansal gelişmişlik ile aynı yönde olması beklenir. Denklemda yer alan k'nın zamanla istikrarsız hale gelmesi ekonomide finansal riskin arttığının göstergesi olacaktır (Kahyaoğlu, 2007, s.6).

2.3.1.4. Arthur Cecil Pigou'nun servet etkisi yaklaşımı

Reel Balans Etkisi ve Reel Servet Etkisi olarak da isimlendirilen bu yaklaşım Arthur Cecil Pigou'nun tüketimi harcanabilir gelirin bir fonksiyonu olarak değil de servetin bir fonksiyonu olarak değerlendirmesi ile geliştirilmiştir (Bakan ve Akçaçı, 2015, s.70).

Keynes'in Genel Teori yaklaşımına eleştiri olarak geliştirdiği bu yaklaşımında Pigou ekonomide fiyatlar genel düzeyinde meydana gelecek bir düşüşün bireylerin sahip oldukları varlıkların reel değerini artıracığını yani bireylerin servetlerinin reel stokunu artıracığını ve bu

sayede harcamalarını artıracaklarını belirtmiştir (Kazdağı, 1989, ss.60-61). Bireylerin servet stokunun birkaç çeşit finansal varlık içerdiği düşünüldüğünde fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen düşüşün finansal varlıkların fiyatlarını faiz aracılığıyla etkileyecektir. Bu durum finansal risk unsuru olarak tanımlanabilir.

2.3.2. Keynesyen iktisat teorisinde finansal istikrar

ABD’de başlayıp daha sonra Avrupa ve dünyaya yayılan 1929 Büyük Buhranla beraber Klasik okul teorileri tartışılır hale gelmiştir. Tarihin en büyük ekonomik krizlerinden biri olan 1929 Büyük Buhran’a klasikler tarafından bir açıklama ve çözüm bulunamayınca Klasik ekole olan bağlılık zayıflamıştır. 1936 yılında John Maynard Keynes’in yayınladığı İstihdamın, Paranın ve Faizin Genel Teorisi eseriyle iktisat tarihinde Keynes İktisat devri başlamıştır. Keynes bu eserinde kapitalist sistemin kendi kendini sürdürebilir bir sistem olmadığı devletin para ve maliye politikaları aracılığıyla sisteme müdahalelerde bulunması gerektiğini ve sistemin esasen talep yanlı olduğu belirtmiştir. Keynes’in “Para Üzerine Bir İnceleme” (1930) adlı eseri, finansal istikrarın yalnızca para arzı ve faiz oranları gibi teknik araçlarla değil, ekonomik aktörlerin beklentileri, belirsizlik ve davranışsal tercihler üzerinden şekillendiğini savunan yaklaşıma teorik zemin hazırlar.

Klasik teoride faiz, tasarruf ve yatırımın eşitlendiği bir piyasa fiyatıdır. Keynes ise faizi, paraya duyulan güvensizliğin ve beklenti bozulmalarının bir sonucu olarak görür. Faiz oranlarındaki oynaklık, finansal piyasaların istikrarını tehdit edebilir. Keynes’e göre ekonomik birimlerin geleceğe dair belirsizlik algısı, likidite tercihini artırır. Yani bireyler, yatırım yapmak yerine parayı elde tutmayı tercih eder. Bu durum, para arzı genişlese bile yatırımın ve istihdamın artmamasına, dolayısıyla sistemin dengesizliğine yol açabilir. Keynes’in teorisinde kredi, sadece bankaların fon akışı değil, aynı zamanda yatırım kararlarının taşıyıcısıdır. Eğer yatırım beklentileri zayıfsa, kredi kanallarının açık olması sistem istikrarını sağlamaz. Bu durum, parasal araçların etkinliğini sınırlayan ve kriz riskini artıran bir dengesizlik doğurur. Keynes, kısa vadeli sermaye hareketlerini (özellikle spekülatif giriş-çıkışları) finansal piyasalar için istikrarsızlaştırıcı unsur olarak değerlendirir. Özellikle döviz kuru sistemlerinde dalgalanma, yatırım ve üretim kararlarını sekteye uğratabilir (Keynes 1930, Çev. Gerçek, 2024, ss.256-269).

Keynesyen ekolün önemli ilkesi olan likidite tuzağı incelendiğinde esasen Keynes’in ekonomide neden devlet müdahalesi gereklidir savı anlaşılmaktadır. Likidite tuzağı kavramı ile iktisadi aktörlerin likidite tercihlerinin bir belirsizlik yaratacağını ifade etmiştir. Burada aktörler faizlerin belirli bir seviyenin altına düşmeyeceğini ve ileride artacağını düşünerek hareket

edeceklerini ve söz konusu ekonomik ortamda para politikasının etkisi yetersiz olacaktır çünkü ekonomi likidite tuzağına düşmüştür (Tiryaki, 2012, ss.4-5). Keynes'in ilkelerinden yola çıkarak ekonomik dengenin esasen hem reel sektöre hem de finansal sektöre aynı ölçüde bağlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla finansal istikrar piyasanın iç dinamiklerine bırakılamayacak kadar önemlidir.

2.3.3. Monetarist iktisat teorisinde finansal istikrar

M.Friedman'ın 1976'da ünlü eserini yayınlamasının ardından iktisat tarihinde Monetarist dönem başlamıştır. Bu eserle beraber monetarizmin ilkelerini de ortaya koymuştur. Milton Friedman, Monetarist yaklaşımın öncüsü olarak kabul edilmektedir. Enflasyonun her koşul altında parasal bir olgu olduğunu açıklayan Friedman yapmış olduğu çalışmalarda para politikasının ekonomide maliye politikasından daha etkili olduğunu savunmuştur. Friedman'a göre Keynesyen ekolün müdahaleci devlet politikaları ekonomiyi bir dengesizliğe sürüklemektedir bu sebeple Keynesyen politikalara şiddetle karşı çıkmaktadır.

2.3.3.1. Milton Friedman'ın para talebi yaklaşımı

Milton Friedman parayı finansal varlık olarak betimler ve bireylerin servetlerin artması halinde finansal varlıklara karşı talebin artacağını belirtir (Özatay, 2019,s.38). Friedman Para Talebi yaklaşımında bireylerin para talebinin sürekli gelire bağlı olduğunu ve sürekli gelirin istikrarlı olduğunu açıklamaktadır. Monetarist Yaklaşımında para arz ve talebinde meydana gelen değişimlerin paranın fiyatında ya da fiyatlar genel düzeyinde yaşanan değişimlerle sağlanmaktadır. Kredi piyasalarındaki dengesizliğin faiz oranındaki değişimlerle giderildiği fakat faiz aracıyla uygulanan para politikasının uzun dönemde etkili olmayacağını belirtmiştir (Kahyaoğlu, 2007, s.17). Buradan hareketle Friedman paranın karşılığı olarak bireylerin portföylerinde hem mali varlıklara hem de reel varlıklara yer verebileceği söylenebilir.

Monetarist para talebi teorisi bir diğer ismi ile modern miktar teorisi $Md/P = f(Y_p, W_h, W_u, R_m, P^e)$ şeklinde yazılır. Reel para talebi ile beklenen gelir (Y_p) ve beşeri servet oranı (W_h) arasında pozitif yönlü, beklenen enflasyon oranı (P^e) ve beşeri olmayan servetin paraya oranla beklenen getirisi (W_u) arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Sürekli gelir dışındaki diğer varlıkların getirisinin piyasada oluşan faiz oranı ile belirlendiğini belirten Friedman reel para talebinin sadece sürekli gelire bağlı olduğunu belirtir. Sürekli gelir hipotezi bireylerin cari dönemdeki gelirlerinden ziyade tüketimin bireyin yaşam boyu elde edeceği gelirden tüketime ayıracağı ortalama olarak ifade eder ve sürekli gelirin fonksiyonu olarak öngörmektedir (İşgüden ve Köne, 2002, s.103). Monetarist ekol temsilcilerinin para talebi

yaklaşımında miktar teorisine olan inançlarından iz taşıdığını iddia eden David Laidler sürekli enflasyonun genişleyen para arzından kaynaklandığı ve etkinin para arzı oranından daha fazla olduğunu belirtmiştir (Laidler, 1982, s.10). Bu ifade ile para arzı bakımından Modern Miktar Teorisi ile Fisher Tipi Miktar Teorisi arasındaki farkı açıklamaktadır.

2.3.3.2. Risk ve belirsizlik yaklaşımı

Frank Knight “Risk, Uncertainty and Profit” adlı eseriyle kâr kavramına farklı bir bakış açısı kazandırarak yeni yorumlar getirmiştir. Belirsizlik ve risk kavramlarından söz eden ilk iktisatçı olmuştur.

Tüm klasik yazılarda kârın işletme yöneticisinin gelirinin sermaye sahipliği ile ilişkilendirildiğini ifade eden Knight doğal fiyat ve market fiyatlarını tanımlamalarının da karışıklığa sebep olduğunu belirtmiştir. Klasiklere göre bu belirsizliğin sebebi olarak kapitalistin toplam geliri ile sözleşme geliri arasındaki temel farklılıktan oluştuğunu ifade eden Knight belirsizliği olayın gerçekleşme olasılığı bilinmediği ve hesaplanamadığı şeklinde tanımlar. Riski ise piyasada kapitalistin var olan durum/durumlar karşısında karar verirken söz konusu durum/durumların gerçekleşme ihtimalini bilmesi olarak tanımlamaktadır (Knight,1921, ss.23-24). Knight kârı tanımlamada yaşanan karmaşayı risk ve belirsizliği kavramlaştırarak gidermeye çalışmıştır. Bu durum ile birlikte günümüzde ekonomik aktivitelerin tamamında risk ve belirsizliklerin göz önüne alınıp karar verilmesini sağlamıştır. Özellikle finansal varlıkların edinilmesinde kayıp ve kazançların hesaplanması risk faktörü eklenerek yapılmaktadır.

2.3.4. Post-keynesyen iktisat teorisinde finansal istikrar

İktisat literatürüne hakim olan Ortodoks düşünceye alternatif olarak oluşan bir ekoldür. Ortodoks düşüncenin aksine ekonomide tam istihdam koşullarının geçerli olmadığı iktisadi aktörlerin bilgiye ulaşmada sorunlar yaşadığı ve ekonomide kamu kurumlarının etkin rol alarak sistem içerisinde olması gerektiğini savunmaktadırlar.

Post Keynesyenler, Keynes'in devrimci yaklaşımını yorumlayarak farklı açılardan geliştirmişlerdir. Bu ekol temsilcileri analizlerini kurumsalcılık anlayışıyla reel piyasalardaki ekonomik sorunları anlama-yorumlama ve çözüm üretmek için çalışmalar yapmışlardır. Bu grubun temsilcileri arasında P. Davidson, A. Eichner, J. Kregel, H. Minsky, J. Robinson, G. Shackle, S. Weintraub, ve P. Wells yer almaktadır (Keller, 1983, s.1089). Piyasalarda asimetrik bilginin varlığı, paranın içsel oluşu ve finansal istikrarsızlık hipotezi Post Keynesyen ekolün

finansal istikrara dair görüşlerini oluşturan önemli kavramlardır. Post Keynesyen görüşün temsilcilerinden olan Minsky'e göre ise kapitalist sistem doğasında var olan istikrarsızlıklar kriz oluşumuna zemin hazırlar. Minsky bu durumu sürekli ve daha fazla kâr etme güdüsüne bağımlı olan sermaye ile açıklar (Tiryaki, 2012, ss.10-12). Minsky, ekonomik karar birimlerinin piyasa koşullarına göre “hedge-spekülatif-ponzi” finansman türleri doğrultusunda davranış değişikliklerine giderek kararlar alacağını ve bu kararların rasyonel değil aşırı kâr etme isteği etkisiyle verileceğini ifade eder. Ayrıca efektif talep yetersizliği ve gelir dağılımında adaletsizliğinin varlığı ekonomik büyüme ve finansal istikrar üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceği de bu yaklaşımın temel varsayımları arasında yer alır (Minsky, 1986, s.175-179).

Eckhard'a göre ise Post Keynesyen perspektifinden bakıldığında finansallaşma esasen gelirin farklı bir şekilde yeniden dağıtılmasıdır (Eckhard, 2009, s.14). Post-Keynesyen düşüncede, geleceğin belirsizliği önemli bir yer tutar. Bu belirsizlik, piyasalarda rasyonel beklentilerin oluşmasını engeller ve bireylerin davranışları çoğunlukla geçmiş deneyimler ve psikolojik eğilimlere dayanır. Bu nedenle piyasaların kendi kendine dengeye ulaşamayacağı, dolayısıyla kamu müdahalesinin zorunlu olduğu savunulur (Esen ve Yıldırım, 2020, ss.150-151). Post Keynesyen iktisat okulunun en önemli teorilerinden olan Finansal İstikrarsızlık Hipotezi bir sonraki bölümde detaylı biçimde işlenecektir.



3. MINSKY BAĞLAMINDA İSTİKRARSIZ BİR EKONOMİNİN ÖZELLİKLERİ

İktisadi düşünürler kapitalist sistemin dinamiklerini açıklamak için sayısız teoriler geliştirmiştir. Hyman P.Minsky kapitalizmin dinamiklerini açıklamada geleneksel teorilerin yetersiz kaldığını ifade ederek alternatif bir teori sunmuştur. Bilimin gelişimi açısından alternatif kuramların sunduğu perspektifler oldukça önemlidir. Bu bağlamda, Hyman Minsky'nin geliştirdiği finansal istikrarsızlık yaklaşımı, piyasa sistemlerinin kendi iç mekanizmalarıyla nasıl kriz üretebildiğini anlamada önemli bir kuramsal dayanak sunar. Bu bölümde, Minsky'nin istikrar kavramına getirdiği eleştirel yaklaşım temel alınarak, ekonomik istikrarın altında yatan kırılganlıklar, borçlanma yapıları ve kriz dinamikleri ayrıntılı biçimde incelenecektir.

3.1. Ekonomik İstikrarın Ardındaki Tehlike: Minsky Paradoksu

Politika yapıcılar ekonomik sistemde istikrarı sağlamak amacıyla çeşitli çalışmalar ve önlemler almaktadır. Dolayısıyla ekonomilerde istikrar genellikle amaçlanan olumlu bir gösterge olarak kabul edilir. Ancak Hyman Minsky, bu genel kabulün ötesine geçerek, istikrarın kendisinin bir risk olduğunu ve yeni krizlerin tohumlarını taşıdığını savunur. Çünkü istikrarlı bir ortamda piyasa aktörleri zamanla daha fazla risk almaya eğilim gösterir. Bu eğilim, zamanla şiddetini artırarak finansal yapının giderek daha kırılgan hale gelmesine yol açar (Minsky, 1986, ss.6-7). Konjoktürel bir genişleme döneminde gelecekte nakit ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilebileceğine yönelik giderek artan iyimser beklentiler geçmiş dönemde yaşanan ekonomik ortamı analiz etme ve ona göre planlama yapabilme kabiliyetini olumsuz etkiler yani birimler rasyonellikten uzaklaşır. Dolayısıyla ekonomide aşırı borçlanma, aşırı yatırım ve aşırı risk yaşanır (Kregel, 2008, s. 6).

İstikrarın getirdiği güven duygusu, başlangıçta kontrollü borçlanma ve yatırım davranışlarını teşvik ederken, zamanla bu temkinli davranış yerini daha cesur ve spekülatif karar alma biçimlerine bırakır. Özellikle düşük faiz ortamı, kolay kredi erişimi ve yükselen piyasa beklentileri, ekonomik aktörlerin geleceğe yönelik iyimserliğini artırarak daha fazla borçlanmaya yönelmelerine neden olur. Bu durum, sistemde görünmeyen ama büyüyen bir istikrarsızlık potansiyelini besler (Minsky, 1986, ss.8-10).

İstikrarsızlık potansiyeli giderek belirgin bir hal aldığı anda ise ekonomide artık belirsizlik dönemi başlar. Belirsizliğin hakim olduğu ekonomik ortamda gelecekte elde edilecek kârların geçmişteki borç yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklı krizlerin oluşmasına sebep olur. Belirsizliğin varlığı firmaları hedge, spekülatif ve ponzi finans olmak üzere 3 farklı

karar vermeye yönlendirir. Firmaların kullandıkları finansman biçimi ve yoğunluğu aslında krizin derinliğini gösterir (Cin, 2012, ss.74-75). Bu nedenle, ekonomik kararların geçmişe dayalı güven algısıyla değil, geleceğe dönük belirsizlikle şekillendiği unutulmamalıdır. Minsky Paradoksu, bu bağlamda ekonomik sistemin görünürdeki sakinliğinin ardında bir fırtınaya nasıl yol açabileceğini gözler önüne serer. Merkez bankaları karar alma ve uygulama süreçlerinde bağımsız olmadıklarına yönelik bir sinyal verdikleri takdirde politikalarının etkinliğini zayıflatan durumları teşvik eder (Wray, 2007, s.135).

Minsky'nin yaklaşımı, klasik iktisat teorilerinin varsaydığı rasyonel davranış ve otomatik dengeye ulaşma anlayışına karşı çıkar. Ona göre, finansal istikrar, kendi iç dinamikleriyle zamanla bir kriz ortamı yaratabilecek kadar hassas bir dengedir (Lavoie, 2014, ss.277-280). Buradan hareketle kırılganlık süreçlerinin nasıl geliştiği bir sonraki bölümde somut biçimde incelenecektir.

3.2.Finansal Kırılganlık Döngüsü ve Kredi Dinamikleri

Kapitalist sistemde istikrar uzun süre devam ettiğinde, piyasa aktörleri giderek daha fazla risk almaya başlar. Artan risk iştahı zamanla ekonomiyi istikrarsız hale getirir. Piyasada yaşanan bu durumu anlamada Geleneksel Keynes ya da parasalcı model üzerine inşa edilen analizler kullanıldığında iktisadi ve finansal istikrar açıklanamaz (Minsky, Çev. Esen, 2013 s.18). Hyman Minsky, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ile karmaşık- gelişmiş bir finansal sisteme sahip kapitalist bir ekonomiyi baz alarak sistemin içsel dinamiklerini anlama ve sorunlarını çözme üzerine politikalar geliştirmiştir. Minsky bu hipotezi ile aynı zamanda kurumsal yapıya verdiği önemi göstermiştir. Sürdürülebilir büyüme ve üretim için sermayenin olmazsa olmaz olduğu bu sistemde üretim finansmanı borçlanma ve kredi ile gerçekleşir (Ramos, 2019, ss. 641-642). Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin kökleri her ne kadar Keynes'e dayansa bile Keynesten oldukça farklıdır. Çünkü bu teoride kapitalist ekonominin döngüsel davranışına ilişkin kurumsal bir analiz yapılmıştır (Minsky, 1978, ss. 5-6).

Artan risk iştahı aktörleri rasyonel karar almadan uzaklaştırarak özellikle borçlanma kararlarında daha cüretkâr olmalarını sağlar. Minsky, aktörlerin finansman biçimlerini 3 farklı şekilde sınıflandırır. Bunlar (Minsky,1986, ss. 211):

- Hedge finansman
- Spekülatif finansman
- Ponzi finansman şeklindedir.

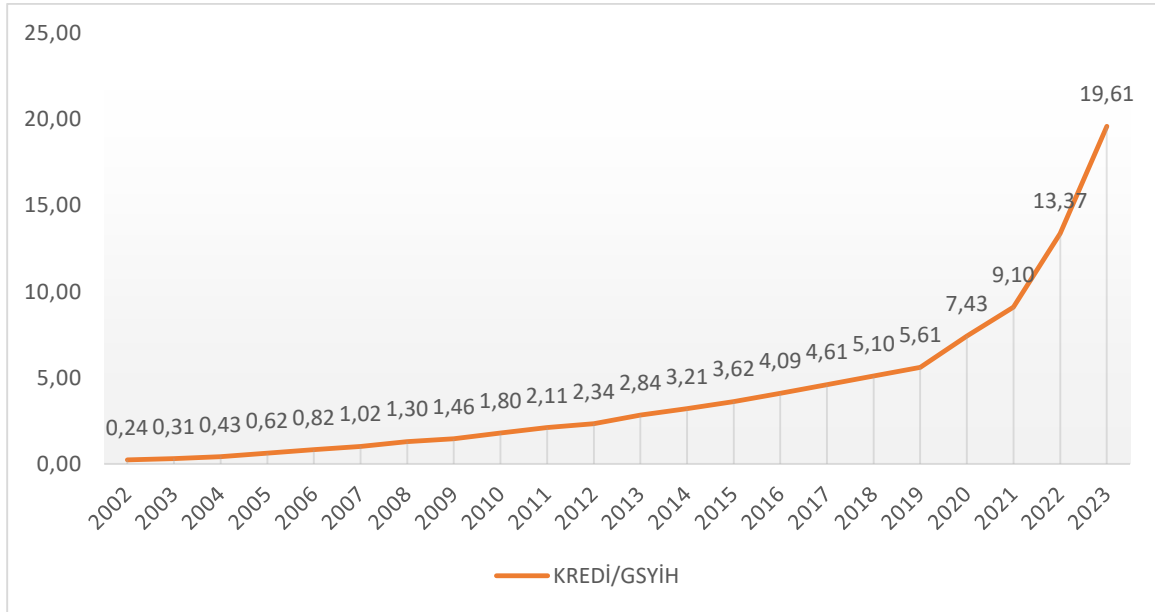
Hedge finansman bir diğer ifadeyle güvenli finansman mevcut ekonomik duruma göre karar alan ve davranan firmaların kullandığı bir finansman biçimidir. Firmalar gelecekte elde edecekleri gelirleri baz alarak bir ödeme planı oluştururlar ve kârların altında borçlanarak gelecekte yerine getirmeleri gereken borç yükümlülüklerini nakit sorunu yaşamadan yerine getirirler (Cin, 2012, s.75). Üretim ve yatırım harcamalarını spekülâtif finansman ile gerçekleştiren firmalar risk alma iştahının vermiş olduğu güvenle bekledikleri kâr oranının üzerinde borçlanarak ilerlemeye çalışır. Söz konusu finansman biçiminde asıl sorun firmanın kısa dönemde elde edeceği gelirlerin kısa dönemde ödemesi gereken borç yükümlülüklerini karşılayıp karşılayamaması ile ortaya çıkar. Ponzi finansman biçimi karşımıza spekülâtif finansmanın daha riskli hali olarak çıkmaktadır. Firmalar spekülâtif finansman aşamasında kısa dönemde elde ettikleri gelir ile borçlanma maliyetlerini karşılayamamış ve faiz maliyeti artmıştır. Geçmiş dönem borçlarını ödeyebilmek adına tekrardan yüksek faiz maliyetine katlanarak bir borçlanmaya başvururlar ve bu durum uzun dönem toplam gelir ve giderleri üzerinde bir kısır döngü oluşturur. Artık piyasada spekülâtif ve ponzi finansman biçimi ağırlık kazanır ve firmaların borçluluk halleri birbirini besleyen bir yapıya dönüşür (Minsky, 1986, ss. 211-214). Firmalar ve hanehalkı borçluluğun artması finansman biçiminin değişmesinde doğrudan rol oynar. İktisadi birimlerin gelirleri, giderlerini karşılayamayacak duruma geldiğinde borçlanma yoluyla giderler finanse edilmeye başlar ve bu durum ekonomilerde spekülâtif ve ponzi finansman biçiminin ağırlık kazanmasına sebep olur.

Finansal istikrarsızlık hipotezi iki temel önermeye dayanır. Birincisi, sistemde ağırlıklı olarak hedge finansman biçimi kullanılıyorsa ekonomi denge arayan ve kendini düzenleyen bir yapıdadır ve istikrar sağlanmış olur. Ancak spekülâtif ve ponzi finansmanı arttıkça, sistem dengenin dışına çıkmaya başlar. Üstelik bu finansman biçimleri özellikle faiz oranları ve reel sektörde meydana gelen her değişikliğe duyarlıdır. İkinci önermeye göre ise, uzun süren refah dönemlerinde sistem giderek daha kırılgan hale gelir. Çünkü olumlu beklentiler doğrulandıkça, aktörlerin daha önceki temkinli davranışları yerini daha cüretkâr kararlara bırakır. Bu durum, sistemin içsel olarak kırılganlaşmasına neden olur. Minsky'e göre böyle bir ortamda herhangi bir olay, sıradan bir şok bile krizi tetikleyebilir ve bu krizin asıl nedeni sistemin içsel zayıflığı olacaktır (Ramos, 2019, ss. 643-645). Buradan hareketle Minsky'in “İstikrar, İstikrar Bozucudur” söyleminin derin anlamı anlaşılmaktadır.

Piyasalarda bir diğer önemli husus ise kredi dinamikleridir. Çünkü kredi dinamikleri bu süreçte belirleyici bir rol oynar. Reinhart ve Rogoff 2011 yılındaki çalışmasında, ekonomide kredi hacmi büyüdükçe, yatırım ve tüketimin arttığı ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin

gerçekleştiği düşünülür. Bu ekonomik ortamda mevcut bankacılık verileri incelendiğinde takipteki kredilerde yaşanan artış gelecek olan krizin habercisi olabilir şeklinde çıkarımlarda bulunmuştur. (Reinhart and Rogoff, 2011, ss.1681-1682). Fakat sadece kredi büyümesi sebep olarak gösterilemez. Bu süreçte gelirlerin azalması, artan borçluluk düzeyi, kullanılan kredilerin türü ve bunlara bağlı olarak ekonomide yaşanan talep yetersizliği kriz sebebi olarak ifade edilebilir. Bir diğer açıdan ekonomide kredi genişlemesinden kaynaklanan büyümenin sağlıklı mı hormonal mi olduğu oldukça önemlidir. Eğer bu büyüme gelir yaratmayan yatırımlar ya da döviz cinsinden borçlarla desteklenirse hormonal olacaktır ve sistem giderek daha kırılgan bir yapı haline dönüşecektir.

Şekil 3.1.Türkiye’de 2002-2023 Yılları Kredi/GSYİH Oranı



Kaynak: BDDK <https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/> (Erişim tarihi 01.03.2025), TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 01.04.2025) verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Şekil 3.1.’de Türkiye’nin 2002-2023 yılındaki toplam kredilerinin GSYİH oranı verilmektedir. Türkiye tarihinin önemli krizlerinden biri olan 2001 krizinden sonraki ilk dönemde kredi/gsyh oranı 0.24 iken 2023 yılına geldiğinde bu oran 19.61 seviyesine gelmiştir. Bu artışla Türkiye ekonomisinde kredi hacminin 21 yılda önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Ekonomilerde kredi hacminde yaşanan artışın yatırımları finanse ederek çıktı miktarını arttırması hedeflenir. Kredi hacminde artış yaşanmasıyla talebin ve yatırımın artmış olması ve dolayısıyla da ekonomik refahında artması beklenilir. İlerleyen kısımlarda kredi büyümesinin söz konusu artışları destekleyip desteklemediğine yönelik veriler incelenecektir.

Tablo 3.1. Finansal Kırılganlık Göstergeleri (Seçili Yıllar)

Yıl	Kısa Vadeli Dış Borç (\$ Milyar)	Özel Sektör KVD Borç Stoku(\$ Milyar)	Tüketici Kredisi Faiz Oranı (%)	Tüketici Kredisi Hacmi(TL Milyon)	Konut Kredisi (TL Milyon)	Taşıt Kredisi (TL Milyon)
2002	18,679.00	1,281.00	54.68	1,973.11	266.15	472.25
2003	27,290.00	1,595.00	43.18	5,330.63	506.09	1,655.07
2005	43,452.00	1,697.00	20.87	27,944.99	11,847.15	6,220.08
2008	56,258.00	1,548.00	20.59	78,971.04	35,306.48	5,280.31
2011	96,867.00	2,574.00	13.93	167,017.90	73,269.01	7,359.09
2013	141,838.00	4,767.00	11.80	247,515.55	109,680.47	8,531.45
2015	104,559.00	3,827.00	14.87	305,844.19	143,247.78	6,447.81
2017	109,561.00	5,163.00	16.06	397,206.28	191,425.84	7,202.61
2019	95,575.00	1,962.00	22.87	466,498.40	199,088.03	7,070.30
2020	111,599.00	1,731.00	14.86	675,952.24	278,249.60	11,786.81
2021	118,197.00	1,157.00	22.44	776,747.77	298,896.04	13,111.09
2023	175,011.00	3,366.00	42.67	1,517,448.81	438,221.78	95,943.14

Kaynak: BDDK <https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/> (Erişim tarihi 05.04.2025), TCMB EVDS <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket> (Erişim tarihi 05.04.2025) verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur

Tablo 3.1’ de Türkiye’nin seçilmiş bazı yıllarına ait önemli finansal kırılganlık göstergeleri yer almaktadır. Seçili yıllara ait kısa vadeli dış borç stoku ile tüketici kredileri verileri birlikte incelendiğinde, Türkiye ekonomisinde içsel ve dışsal kırılganlıkların nasıl paralel seyrettiği açıkça görülmektedir. Özellikle 2008 sonrası dönemde özel sektörün kısa vadeli dış borcunda ve tüketici kredisi hacminde dikkat çekici bir artış yaşanmıştır. Bu durum, Minsky’nin tanımladığı finansal istikrarsızlık döngüsünün, hem dış borçlanma üzerinden uluslararası düzeyde hem de iç borçlanma üzerinden hane halkı bazında eş zamanlı olarak işlediğini göstermektedir. Tüketici kredisi faiz oranlarında bazı dönemlerde artış meydana gelmiş olsa dahi toplam kredi hacminin arttığı görülmektedir. 2002 yılı sonrasında kullanılan tüketici kredilerinin çoğunluğunu konut kredisi oluştururken son yıllarda onun yerini ihtiyaç kredilerinin aldığı görülür. Bu koşullar altında hem şirketler hem de hane halkları için güvenlik marjı daralmakta, sistem kırılganlaşmaktadır. Böylece, ekonomik istikrar dönemlerinde artan

borçlanma eğilimi, hem spekülâtif-ponzi tipi finansman isteğini tetiklemekte, hem de dış kaynak bağımlılığı üzerinden risk oluşturmaktadır.

Sonuç olarak, finansal sistemin işleyişi içerisinde kredi dinamiklerinin yalnızca büyümeyi destekleyen bir araç olmadığı, aynı zamanda kırılganlıkların da temel kaynağı olabileceği görülmektedir. Minsky'nin finansman türleri sınıflandırması, ekonomik aktörlerin borçlanma davranışlarındaki dönüşümün kriz süreçlerine nasıl dönüştüğünü açıkça ortaya koymaktadır. Türkiye örneğinde olduğu gibi, kredi hacminin hızla artması ve bu artışın reel gelirle desteklenmemesi, kırılganlığın büyümesine ve ekonomik istikrarsızlık riskinin artmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, ilerleyen kısımlarda bu kırılganlıkların tarihsel olarak nasıl biçimlendiği ve Türkiye ekonomisinde nasıl ortaya çıktığı daha ayrıntılı biçimde ele alınacaktır.

3.3. Spekülâtif Davranışların Artışı ve Varlık Balonları

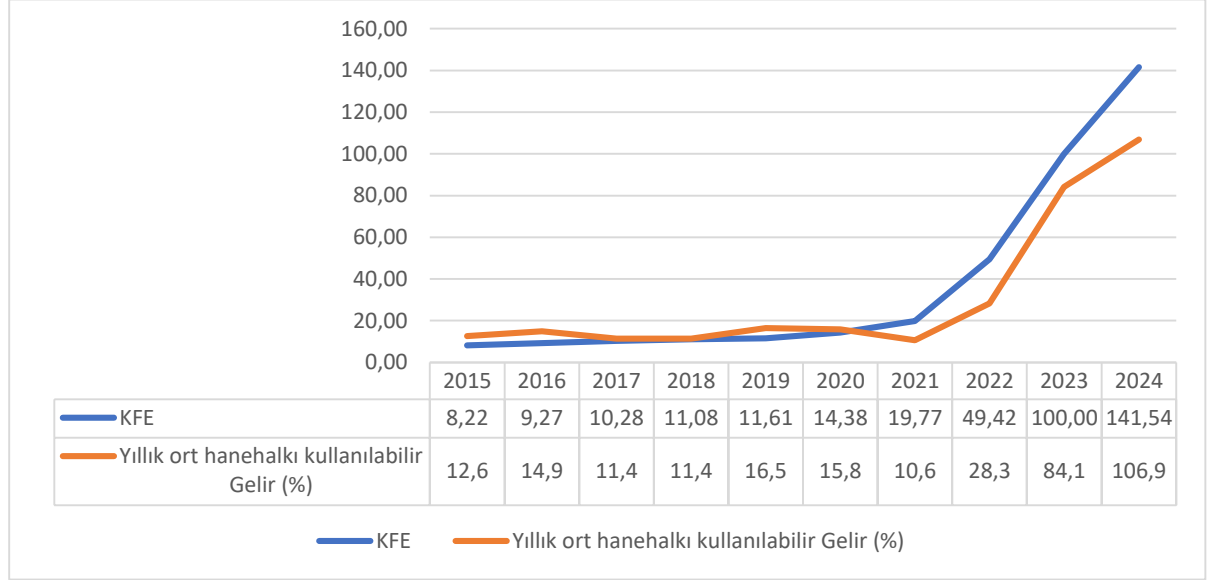
İktisadi birimler finansal piyasalarda yatırım yapma kararı alırken ekonominin önemli ana göstergeleri yerine kısa vadeli fiyat hareketlerini baz alır. Kısa vadeli fiyat hareketleri etkisinde kalarak karar almaları sonucunda ise spekülâtif davranışlar artar. Bu davranışlar, piyasa aktörlerinin “varlık fiyatları daha da artacak gelecekte çok kazanacağım bugün daha fazla risk almalıyım” düşüncesine kapılarak yatırım yapmaları fiyatların gerçek değerlerinden sapmasına yol açar (Shiller, 2000, ss.7-10). Bu süreçte, yatırımcılar ekonomik temellere dayanmayan kararlar alırken, fiyat artışlarının sürekli olarak kendini beslediği “balonlaşma” adı verilen yapay değer süreci oluşur (Kindleberger and Aliber, 2005, ss. 37-39).

Minsky'nin hipotezi açısından değerlendirildiğinde, spekülâtif davranışlar özellikle hedge finansman biçiminde spekülâtif ve ponzi finansman biçimine geçiş dönemlerinde belirginleşmektedir (Minsky, 1986, s. 222). Bu geçişin temelinde, piyasa oyuncularının borçlanarak gelecekte daha yüksek fiyatlardan satış yapabileceklerine olan inançları yatmaktadır. Bu durum, fiyat artışlarının yatırımcıları daha fazla risk almaya teşvik ettiği bir ekonomik ortam yaratır (Kregel, 2008, ss. 19-20).

Hanehalkı ve firmalar açısından yatırım aracı olarak görülen konut, döviz ve borsada işlem yapma spekülasyona maruz kalan önemli piyasalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Zaman zaman ekonomilerde bu piyasaların birine ya da tamamına karşı yoğun talep yaşanır. İktisadi birimler gelirlerinin tamamıyla hatta borçlanma yoluyla dahi buralara yatırım yaparlar. İşte bu piyasalarda spekülasyonun yoğun biçimde yaşandığı dönemlerde yaşanan aşırı değerlenme hali iktisadi aktörleri etkileyerek finansman biçimlerinin ponzi ve sepekülâtif finansmana

dönüştürebilir. İlerleyen kısımlarda Türkiye’de konut fiyat değerine, borsa ve döviz piyasasına yönelik verilere yer verilecektir.

Şekil 3.2. Konut Fiyatları ve Hanehalkı Geliri (2015-2024)



Kaynak: BDDK <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık/> (Erişim tarihi 05.04.2025), TCMB EVDS <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (Erişim tarihi 05.04.2025), TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 05.04.2025) verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Şekil 3.2’de 2015-2024 yılları arasındaki Konut Fiyat Endeksi(KFE) ve yıllık ortalama hanehalkı kullanılabilir gelirin bir önceki yıla göre yüzde değişimi gösterilmiştir. Grafikte yer alan veriler ışığında 2015-2024 yılları arasında iki farklı dönem yaşandığı görülür. İlk olarak 2015–2020 aralığında KFE 8.2-14.3 bandında görece yatay bir seyir izliyor, hanehalkı gelir artışı oranında ise %11-16 bandında istikrarlı bir artış görülmekte. Bu dönem, konut fiyatlarının hanehalkı gelir artışına paralel seyrettiği, yani gözle görülür balonlaşmanın olmadığı bir zaman dilimi gibi görünmektedir. Yani 2015-2020 aralığı için güvenli ve durağan bir dönem yaşandığı söylenebilir. İkinci dönemde ise, KFE’de ciddi bir artış yaşandığı ve 2024 yılına geldiğinde 141.5 seviyesine ulaştığı görülür. Aynı yıllar içerisinde hanehalkı kullanılabilir gelir giderek artmasına rağmen KFE’de yaşanan artıştan daha az olduğu ve burada iki değişken arasında gözle görülür biçimde bir açılma yaşandığı görülür. İşte bu dönem “Spekülatif kopuş” olarak ifade edilebilir.

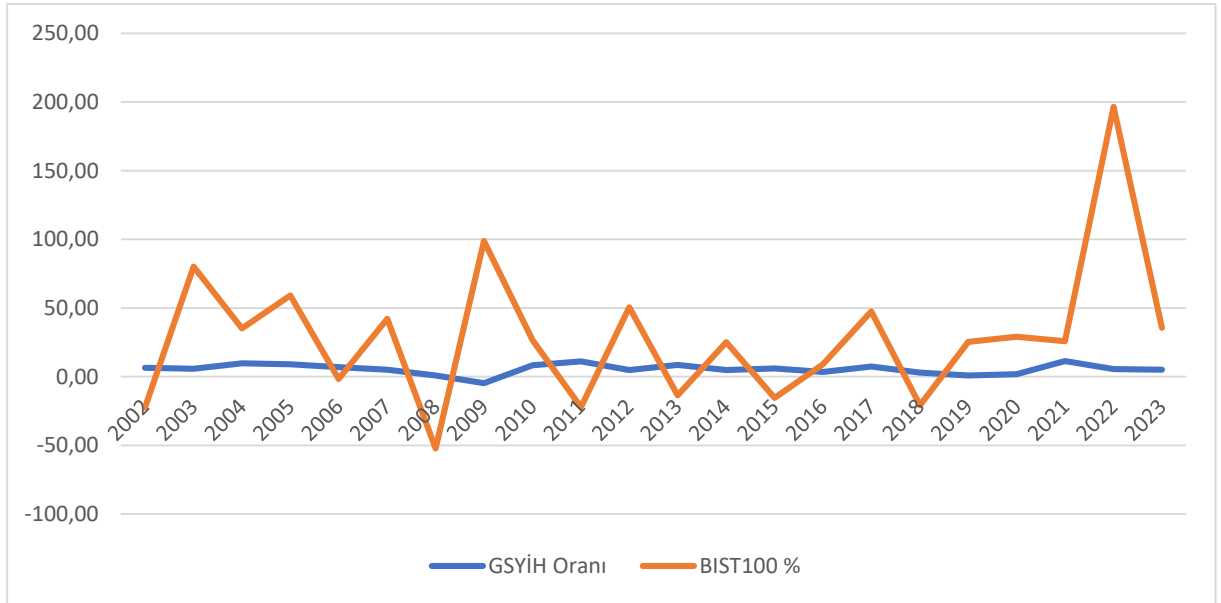
Ekonomik bağlamda grafik yorumlandığında 2021 sonrası fiyat artışları, temel ekonomik göstergelerden koparak spekülatif nitelik kazanmıştır. İktisadi aktörler konut alımını enflasyondan korunma için bir yatırım aracı olarak görmüş buda talebi artırmıştır. Dolayısıyla konut piyasasında bir aşırı değerlenme yani varlık balonu oluşmuş olabilir.

Tablo 3.2. BİST 100 ve GSYİH Büyüme İlişkisi (Seçili Yıllar)

Yıl	GSYİH %	BİST 100 Endeksi
2002	6.45	102.89
2003	5.76	185.33
2007	5.04	557.82
2008	0.82	266.54
2010	8.43	670.26
2016	3.32	781.39
2017	7.50	1,153.33
2018	3.01	912.70
2019	0.82	1,144.25
2020	1.86	1,476.72
2021	11.44	1,857.65
2022	5.53	5,509.16
2023	5.11	7,470.18

Kaynak: TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 07.04.2025), TCMB EVDS <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (Erişim tarihi 07.04.2025), Borsa İstanbul <https://www.borsaistanbul.com/tr/endeks> (Erişim tarihi 07.04.2025) verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Şekil 3.3. BİST100 ve GSYİH Büyüme İlişkisi (%)



Kaynak: TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 07.04.2025), TCMB EVDS <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (Erişim tarihi 07.04.2025), Borsa İstanbul <https://www.borsaistanbul.com/tr/endeks> (Erişim tarihi 07.04.2025) verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 3.2.’de seçili yıllara ait Türkiye’nin BİST 100 Endeksi ve büyüme oranları verilmiştir. Şekil 3.3’te ise BİST100 endeksinin büyüme oranı GSYH büyüme oranı ile karşılaştırılmıştır. İki veri arasında karşılaştırma yapabilmek adına büyüme oranları üzerinde değerlendirme yapılacaktır. Şekil 3.3’ten anlaşılabacağı üzere BİST100 endeksindeki dalgalanma ilgili dönemlerdeki değeri gerçekteki değeri üzerinde yaşadığı ve bir finansal istikrarın olmadığını göstermektedir. Türkiye örneğinde, özellikle 2020 sonrası dönemde konut piyasası ve BİST 100 endeksinde gözlemlenen aşırı değer artışları, spekülasyon davranışlarının etkisini ortaya koymaktadır. Konut fiyatlarının hanehalkı gelir artış hızını büyük oranda aşması ve BİST 100 endeksinin 2020–2023 yılları arasında yaklaşık %200 oranında artış göstermesi, reel ekonomik temellerle açıklanamayacak bir fiyatlandırma süreci olduğuna yönelik şüpheleri güçlendirir.

Altay ve Şen tarafından 2009 yılında yapılan bir çalışmada, finansal varlıkların fiyatlarının üretim, istihdam veya büyüme gibi göstergelerden koparak yükselmesi, varlık balonu riskini gündeme getirmektedir. Bu tür dönemler, Minsky’nin tanımladığı “Minsky Moment” adı verilen ani kırılma anlarını doğurabilecek riskler taşır. Bu moment, uzun süreli finansal genişlemenin ardından sistemin en zayıf noktasında ortaya çıkan ani bir çöküşü ifade eder şeklinde söylemlere yer verilmiştir (Altay ve Şen, 2009, s.169). Türkiye’de 2018 kur krizi ve sonrasındaki yüksek volatilité, bu tür finansal kırılma noktalarının potansiyel sonuçları arasında değerlendirilebilir.

3.4. Güvenin Çöküşü ve Panik Davranışı

Sosyal bilimlerde güven kavramı ile ilgili çok sayıda çalışma mevcuttur. Çalışmaların büyük çoğunluğu, güveni sosyal sermaye ve sosyal normlarla ilişkilendirir. Ekonomik sistemin sağlıklı işleyişi büyük ölçüde bireylerin, kurumların ve piyasaların geleceğe dair güven duymalarına bağlıdır. Bu güven, yatırım kararları, tüketim eğilimleri ve finansal istikrar açısından hayati öneme sahiptir (Mayer, 2008, s. 627). Ancak ekonomik belirsizliklerin arttığı, makroekonomik göstergelerin bozulduğu dönemlerde güven ve güvene bağlı oluşan iyimser beklentiler yerini hızla panik davranışlarına bırakabilir.

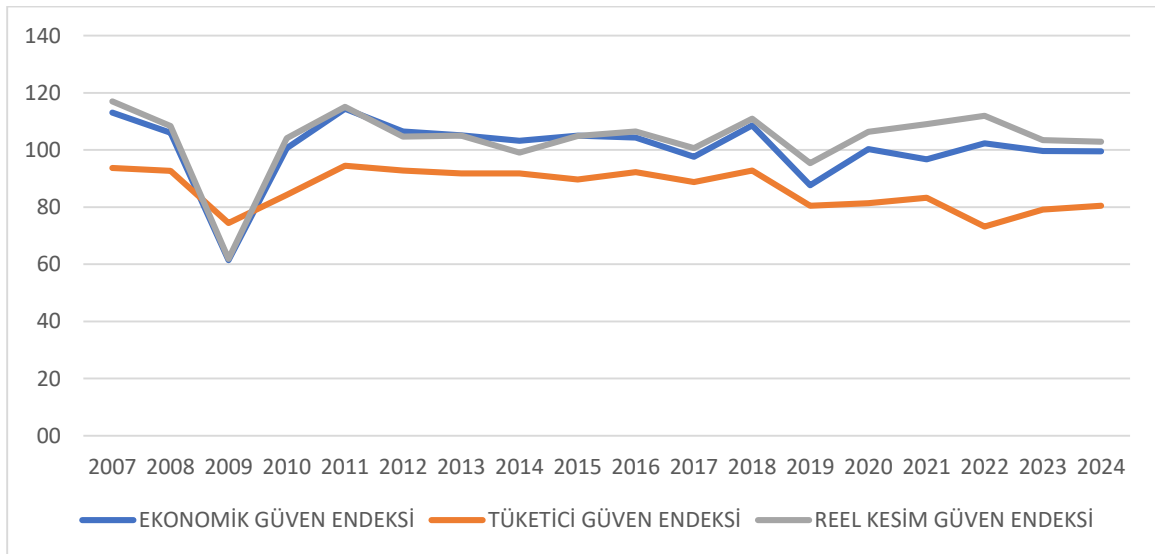
Panik davranışı, ekonomik aktörlerin rasyonel karar alma yetisini kaybederek duygusal ve kısa vadeli çıkarlar doğrultusunda hareket etmeye başlamaları şeklinde tanımlanabilir. Özellikle finansal piyasalarda bu durum, ani satış dalgalarına, döviz talebinde sıçramalara ve güvenli liman arayışlarına neden olur. Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi’nde bu tür davranışlar, spekülasyon ve ponzi finansman biçimlerinin yaygınlaştığı dönemlerde daha belirgin

hale gelir. Yatırımcıların iyimser beklentilerinin boşa çıkması durumunda sistemin en zayıf noktasında ani bir çöküş yaşanabilir ve bu çöküş krizi tetikleyen unsur olabilir (Minsky, 1978, ss. 20-22).

Özellikle medyanın rolü ve söylentilerin etkisiyle panik davranışı zincirleme şekilde yayılabilir. Güvenin çöküşü, genellikle irrasyonel ve panik odaklı davranışları tetikler. Yatırımcılar, daha fazla kayıp yaşamamak için ellerindeki varlıkları hızla satmaya çalışırlar. Bu durum, varlık fiyatlarında keskin düşüşlere ve piyasalarda aşırı oynaklığa yol açar (Shiller, 2000, s.239). Panik satışları, sağlıklı finansal kuruluşları bile likidite sorunlarıyla karşı karşıya bırakabilir. Böyle bir ekonomik ortamda asimetrik bilgi yayılımı artar. İktisadi aktörlerin belirsizlikten kaynaklı tüm varlıklarını likiditeye dönüştürme isteği artar. Artan belirsizlik ve risk ortamında finans kurumları ve bankalar geri ödenmeme kaygısı ile kredi faiz oranlarını artırarak daha az kredi vereceklerdir. Böyle bir ekonomik ortamda reel sektör daha az finansman kaynağına erişecek dolayısıyla toplam çıktı miktarı azalacaktır (Shleifer and Vishny, 2010, ss. 310-311). Sonuç olarak, güvenin çöküşü ve bununla birlikte gelişen panik davranışları yalnızca finansal istikrarsızlığı değil, aynı zamanda toplumsal refahı da tehdit eder.

Türkiye ekonomisi bağlamında, geçmiş finansal krizler incelendiğinde güvenin çöküşü ve panik davranışlarının krizi tetikleyen ve derinleştiren önemli faktörler olduğu görülebilir. Türkiye örneğinde, 2018 döviz krizi ve 2021 sonrası yüksek enflasyonist dönem, güvenin çöküşünün somut örnekleri olarak değerlendirilebilir. Aşağıdaki grafiklerde Türkiye'nin 2007 yılı sonrası ekonomisine ilişkin bazı veriler yer almaktadır.

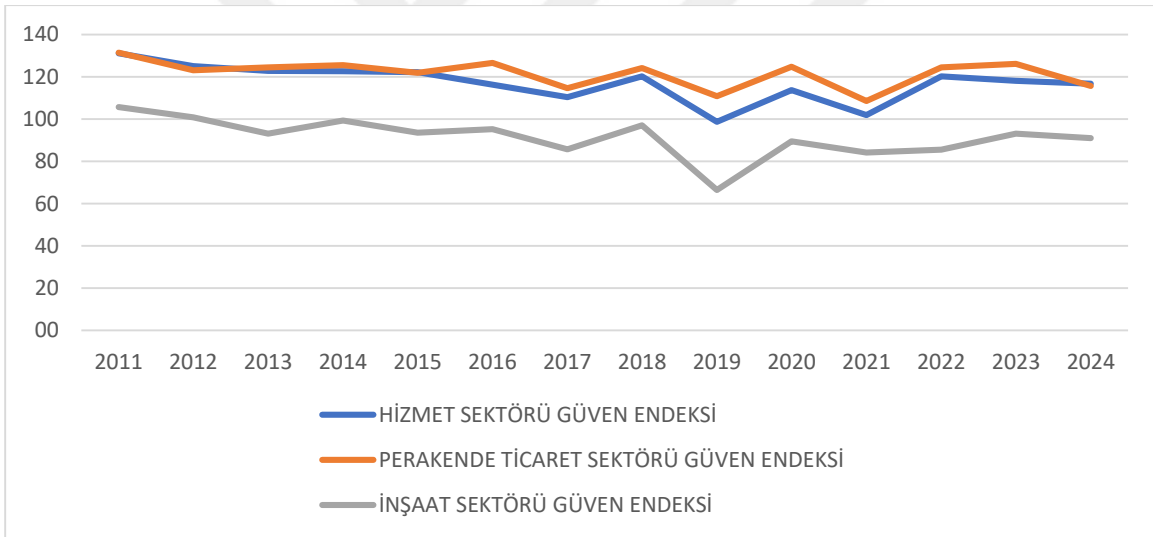
Şekil 3.4. Türkiye’de Ekonomik Güven Göstergeleri (2007–2024)



Kaynak: TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 12.04.2025) verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Şekil 3.4, Türkiye’de ekonomik güven düzeyini ölçen üç temel endeksin yıllar itibarıyla seyrini ortaya koymaktadır. Özellikle 2009, 2019 ve 2022 gibi dönemlerde gözlemlenen düşüşler, ekonomik belirsizlik ve panik davranışlarının etkilerini açıkça göstermektedir. Ekonomik güven göstergeleri ekonomik faaliyet gösteren kimselerin kararlar alırken etkisinde kaldığı göstergelerdir. İktisadi birimler geleceğe yönelik tüketim ve yatırım harcamalarını belirlerken toplumun ekonomiye olan güvenini ve gelecek beklentilerini göz önüne alarak karar verir. Doayısıyla bu göstergeler toplumun önemli kesiminin beklentilerini temsil eder ve harcamalarını etkiler. İlgili tablo incelendiğinde, 2009 yılında tüm endekslerde düşüşün yaşanması 2008 yılında başlayan küresel krizin etkileri olarak yorumlanabilir. 2019 sonrası tüketici güveninde kalıcı düşüşün varlığı Türkiye’de yaşanan Dolar/TL kur oynaklığının, enflasyonun ve pandemi sonrası belirsizliğinin sonucudur.

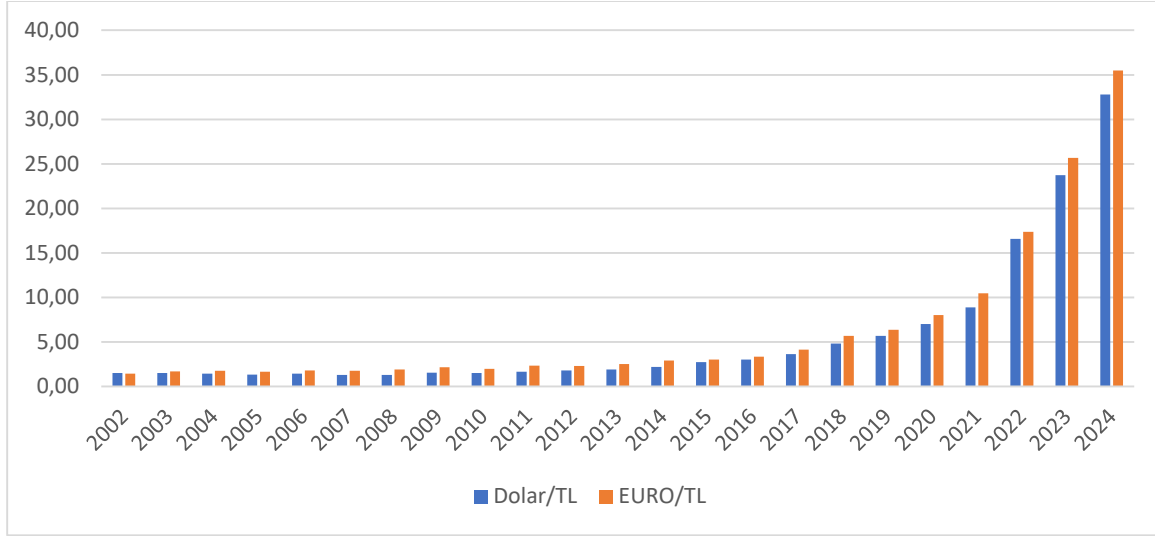
Şekil 3.5. Türkiye’de Hizmet, Perakende Ticaret ve İnşaat Sektörlerinde Güven Endeksi (2011–2024)



Kaynak: TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 12.04.2025) verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Ekonomik güven endekslerinin sektörel bazda hesaplanması araştırmacılara önemli olayların sadece genel düzeyde değil sektörel açıdan sonuçlarını ve söz konusu verilerde sektörel ayrışmanın yaşanıp yaşanmadığını anlama imkanı sunar. Şekil 3.5’den hareketle hizmet ve ticaret sektörleri genellikle daha istikrarlı olduğu inşaat sektörünün ise görece daha kırılgan ve spekülative davranışlara açık olduğu anlaşılır. Bu fark, güvenin sektörel bağlamda ayrıştığını ve toplumun yatırım davranışlarını gösterir. Özellikle inşaat sektöründeki güvenin 2019 yılında 66 puan seviyesine düşmesi ekonomik kriz ve belirsizlik dönemlerinde panik davranışının en çok inşaat sektöründe yaşandığını gösterir.

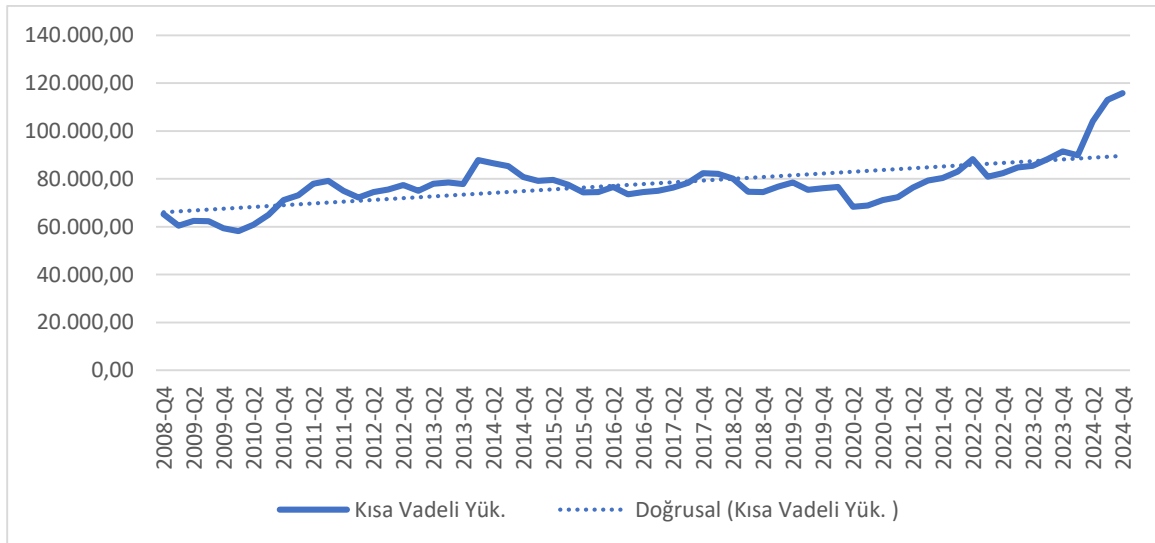
Şekil 3.6. Türkiye'nin 2002–2024 Arası Döviz Kurlarındaki Değişim



Kaynak: TCMB EVDS <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (Erişim tarihi 12.04.2025) verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Şekil 3.6’da Türkiye’nin 2002-2024 yılları arasındaki döviz kuru ve yerli para birimi arasındaki değişim gösterilmektedir. 2002 yılında 1,51 olan USD/TL kuru, 2024 yılına gelindiğinde 32,79’a ulaşarak yaklaşık 22 kat arttığı, EUR/TL kurunun da 24 kat arttığı görülür. Son 22 yılda yaşanan bu yükselişler, Türkiye ekonomisinde güvenin ciddi anlamda zedelandığı ve ekonomik aktörlerin döviz yöneldiği panik dönemlerinin yaşandığını gösterir. Özellikle 2018 yılında yaşanan döviz krizi sonrası, iktisadi aktörlerin hızlı değer kaybı beklentisiyle yerel para biriminden kaçtığını TL’nin sürekli olarak değer kaybı yaşadığını gösterir.

Şekil 3.7. Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Kısa Vadeli Borç Yükümlülükleri (Milyon\$)



Kaynak: TCMB Evds <https://evds2.tcmb.gov.tr/> (Erişim tarihi 07.05.2025) verilerinden oluşturulmuştur.

Şekil 3.7’de finansal olmayan firmaların kısa vadeli borç yükümlülükleri 2008 4.çeyrekten 2024 4.çeyreğe dek ABD Doları cinsinden verilmiştir. Grafik 3.6 ve 3.7 birlikte incelendiğinde söz konusu firmaların mevcut dolar yükümlülüklerine ek olarak 2017 yılı sonrası yaşanan kurdaki artış eğilimi bilanço yapılarında hasara yol açmış ve borç yükümlülükleri artmıştır. Firmaların döviz bazında borçlanıp TL bazında alacaklanması ve bunun yanında döviz kurundaki istikrarın 2017 sonrası sağlanamaması söz konusu firmaların nakit- ödeme zorluğu çekmelerine sebep olmuştur.

3.5. Yapısal Unsurların Finansal İstikrara Etkisi: Gelir Dağılımı, Ücretler, Dış Sermaye Hareketleri ve Faiz Dinamikleri

Finansal istikrarın sürdürülebilirliği, makroekonomik yapı içerisindeki çeşitli gelir ve kaynak dağılımı mekanizmalarıyla doğrudan ilişkilidir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, gelir dağılımındaki bozulma, düşük ücret düzeyleri, enflasyon ve yüksek faiz ortamı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin hacmi ekonomik aktörlerin davranışlarını finansal kırılganlığı artırıcı yönde şekillendirebilir.

Özellikle Türkiye’de finansal piyasalarda düzenlenmemiş açılma, birkaç önemli sonuca yol açmıştır. Öncelikle, finansal sistemin kırılganlığı artmış ve ekonomik dalgalanmalar daha belirgin hale gelmiştir. Ayrıca, kamu sektörünün finansal piyasalardaki payı yüksek kalırken, özel sektör menkul kıymetlerinin oranı düşmüştür, bu da yatırım ve büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır (Boratav ve Yeldan, 2001, s.20).

Gelir dağılımı eşitsizliği, yalnızca sosyal adalet tarafından değil benzer şekilde ekonomik istikrar bakımından da önemli sonuçlar doğurmaktadır. Gini katsayısı, gelir dilimleri arasındaki farklar veya hanehalkı gelirlerinin zaman içindeki değişimi, eşitsizliğin boyutunu ortaya koyarken; düşük gelir gruplarının tüketimlerini sürdürebilmek adına daha fazla borçlanma eğiliminde olmaları finansal sistemdeki riskleri artırmaktadır (Çalışkan, 2010, s.92). Bu bağlamda, Minsky finansal istikrarsızlık hipotezini açıklarken, özellikle gelir dağılımı bozukluğunun spekülatif ve ponzi tipi borçlanma davranışlarını teşvik ettiğini ve bu yolla sistemik riskleri tetiklediğini vurgular.

Minsky ekonomilerdeki istikrarsızlığa kapitalistlerin finansmanının sebep olduğunu ifade eder. Çünkü finansmanlara olan talep neticesinde oluşan yüksek faiz oranları hem reel sektör hem de hanehalkı üzerinde önemli maliyet baskıları yaratmaktadır. Yatırım maliyetlerinin artması, üretken yatırımların ertelenmesine veya tamamen ertelenmesine neden olurken; hanehalkı açısından ise borç yükünü artırır. Özellikle faiz oranlarının nominal değil reel bazda yüksek

seyrettiği dönemlerde, borçlanma davranışlarında kısa vadeli ve spekülâtif eğilimler öne çıkar. Bu durum, hem finansal araçlar açısından riskli kredi portföylerinin oluşmasına yol açar hem de reel sektörün üretken kapasitesini sınırlayarak ekonomiyi kırılganlaştırır (Minsky, Çev. Esen, 2013, s.225).

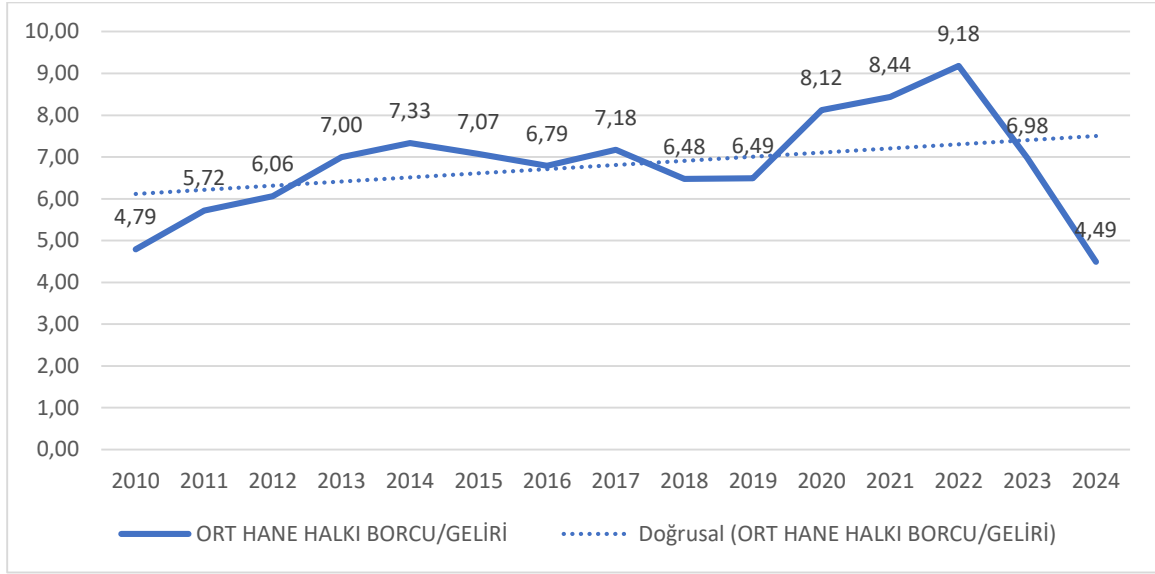
Dış sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki beklenen etkileri üç temel mekanizma çerçevesinde değerlendirildiğinde ilk aşamada, sermaye akımları finansal varlık ve gayrimenkul fiyatlarını yükselterek net servetin artmasına neden olur ve bu artışın, borçlanma kapasitesini güçlendirerek ve kredi genişlemesini tetiklemesi beklenir. Özellikle varlıkların teminat olarak kullanılabilir hale gelmesi, kredi kanallarının genişlemesine katkı sağlar. İkinci aşamada bu girişlerin yarattığı yüksek likidite ortamı faiz oranlarını düşürür. Faiz düşüşü ise hem tüketim hem de yatırım eğilimini artırarak kredi büyümesini destekler ve ilk mekanizmanın etkilerini pekiştirir. Son olarak bankacılık sektörü dış kaynaklara erişerek kur riski üstlenmek pahasına yurtdışından borçlanır ve bu fonları içeride kredi olarak sunar. Mevduat artışının yetersiz kaldığı dönemlerde bankalar, dış borçla iç piyasada kredi genişlemesini sürdürür. Böylece dış kaynaklı kredi kanalları, finansal döngüyü güçlendirici bir rol oynar (Orhangazi, 2019, s.120). Minsky faiz konusunda yukarıda yer alan bilginin aksine faizin dışsal olduğunu ve MB tarafından belirlendiğini ifade etmektedir. İki ayrı görüş birlikte değerlendirildiğinde dahi faizin dış sermaye hareketleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu hem reel hem de finansal sektör bağlamında kilit rol oynadığı anlaşılmaktadır.

Farklı bir açıdan incelendiğinde, kısa vadeli sermaye hareketleri Türkiye'nin finansal sistemi üzerinde önemli istikrarsızlıklar yaratmıştır. Bu hareketler, döviz kuru risklerini artırarak bankaların zayıflamasına ve ekonomik dalgalanmaların hızlanmasına neden olmuştur. Ayrıca, dış borcun artışı ve finansal derinleşmenin beklenmedik sonuçları, ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır (Boratav ve Yeldan, 2001, s.13). Kısa vadeli dış sermaye girişlerinin artışı, ekonomiyi ani sermaye çıkışlarına karşı daha hassas hale getirmektedir. Özellikle hem bankacılık sektörü hem de reel sektör işletmeleri düzeyinde dış borçların hızla artması, döviz kuru dalgalanmalarına karşı tüm ekonomik birimlerde kırılganlığı artırmaktadır. Buna ek olarak, yurtiçindeki borçluluk düzeylerinin yükselmesi, ekonomik büyümenin faiz ve kredi koşullarındaki değişimler karşısında daha duyarlı ve hassas bir yapıya dönüşmesine sebep olur (Orhangazi,2019, s.132).

Ücretlerin enflasyon karşısında iyice erimesi iç talep dinamiklerinin zayıflamasına ve hanehalkı borçluluğunun artmasına neden olur. Yüksek enflasyonist ortamda ücretlerin satın alma gücündeki gerileme, gelir eşitsizliğini daha fazla artırırken iktisadi aktörler özel tüketimlerini

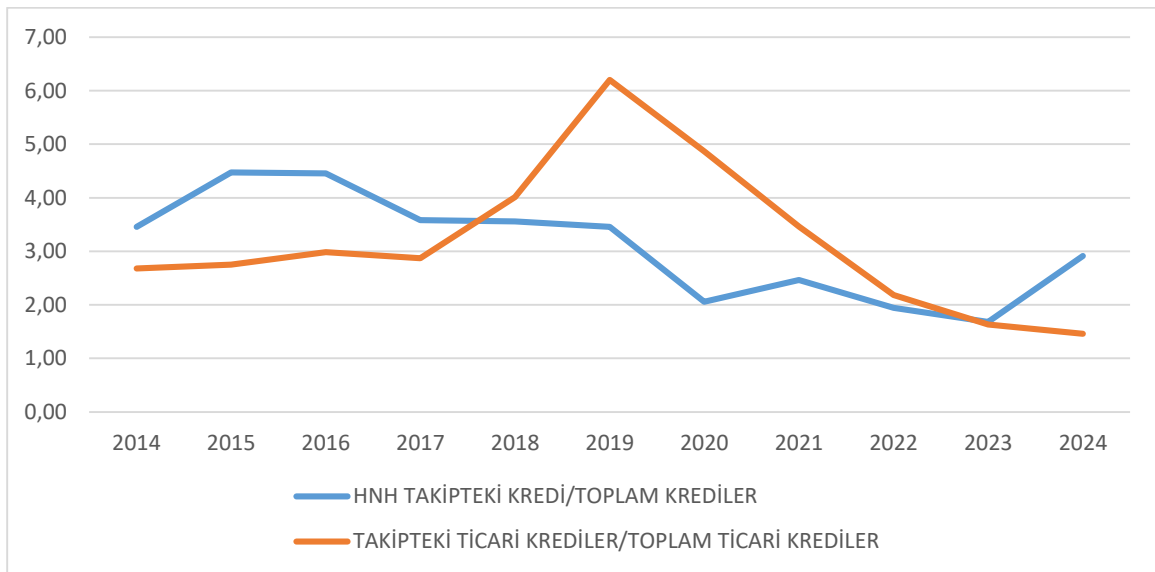
dahi borçlanma yoluyla finanse edebilir ve bu durum finansal sistemin kırılgan yapısını pekiştirir. Sonuç olarak, gelir eşitsizliği, kısa vadeli sermaye hareketlerinin hacmi, düşük ücret seviyesi ve yüksek faiz yapısı; finansal istikrarsızlığı tetikleyen yapısal faktörler olarak değerlendirilir. Bu üçlü etkileşim, özellikle Minsky'nin yaklaşımı çerçevesinde değerlendirildiğinde, kredi genişlemesi ve borçlanma davranışlarının sürdürülebilirliğinin imkansızlığını göstererek finansal döngülerin kriz üretme potansiyelini ortaya koymaktadır.

Şekil 3.8. Hanehalkı Borçları/ Hanehalkı Gelirleri



Kaynak: BDDK <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık> (Erişim tarihi, 02.05.2025) verilerinden oluşturulmuştur.

Şekil 3.9. Takipteki Krediler/Toplam Krediler

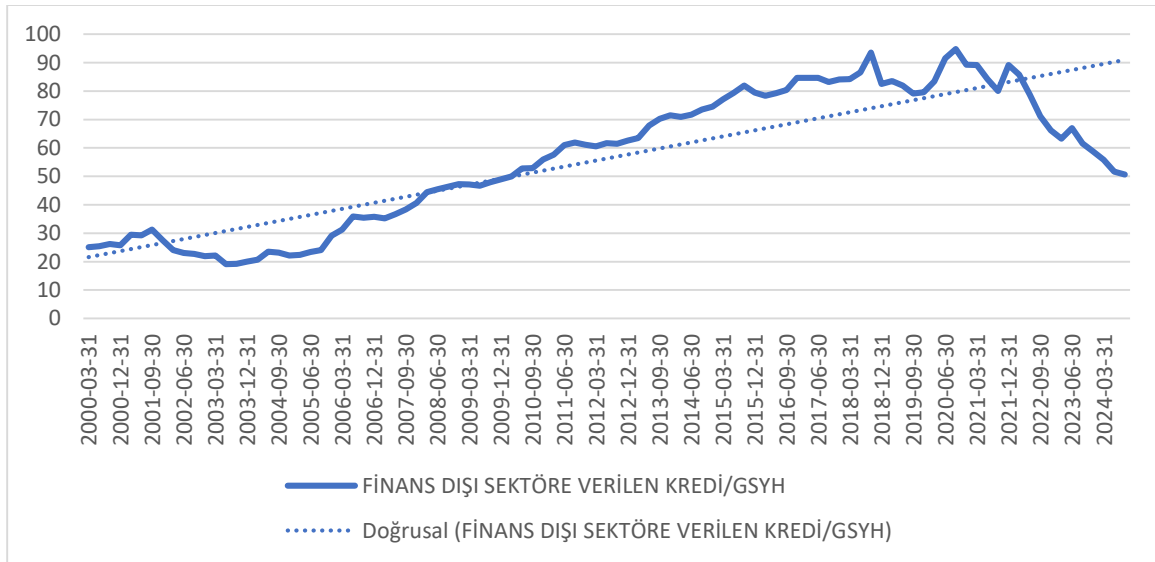


Kaynak: BDDK <https://www.bddk.org.tr/BultenHaftalik/> (Erişim tarihi, 07.05.2025) verilerinden oluşturulmuştur.

Şekil 3.8’de 2010-2024 yılları arasında Türkiye’de ortalama hane halkı borçlarının ortalama hanehalkı gelirine oranı gösterilmektedir. 2010 yılından 2017 yılına dek düzenli biçimde hanehalkı borçlarının gelirlerine kıyasla arttığı görülürken 2018 yılında bu oran 6.48’e gerilemiştir. İlgili yıllar içerisinde hanehalkı borçlarının gelirlerinden 9.18 kat fazla olduğu 2022 yılı en yüksek boçluluk dönemi olarak ifade edilebilir. 2024 yılına gelindiğinde bu oran 4.49’a gerileyerek ilgili dönemler içerisinde en düşük seviyedir. 2022 yılından itibaren TCMB tarafından uygulanan sıkı para politikasının hanehalkı açısından borçluluk düzeyini olumlu etkilediği söylenebilir.

Şekil 3.9’da ise Türkiye’nin 2010-2024 yılları arasındaki toplam krediler içerisindeki ticari ve hanehalkının takipteki kredileri gösterilmektedir. Bu grafikten yola çıkarak ilgili dönemlerde kullanılan bireysel kredilerin geri ödenmeme durumunun ticari kredilerinden daha düşük olduğu söylenilebilir. Türkiye’de hanehalkının kredilerini ödememe durumu her geçen yıla kıyasla azalırken 2023 yılından sonra bir artış yaşandığı bu artışta ülkede yaşanan mevcut istikrarsız ekonomik durumdan kaynaklandığı düşünülebilir. Ticari krediler kısmına gelindiğinde ise geri ödenmeme halinin en yüksek seviyesi 2018 yılında yaşanırken sonrasında düzenli bir azalış olduğu görülür. Grafik 3.8 ve 3.9’dan hareketle ilgili dönemlerde iktisadi aktörlerin borçlanma döngüsü içerisinde olduğu ve finansman biçimlerinin de mevcut ekonomik konjonktüre göre spekülatif-ponzi finansman biçimine dönüştüğü söylenebilir.

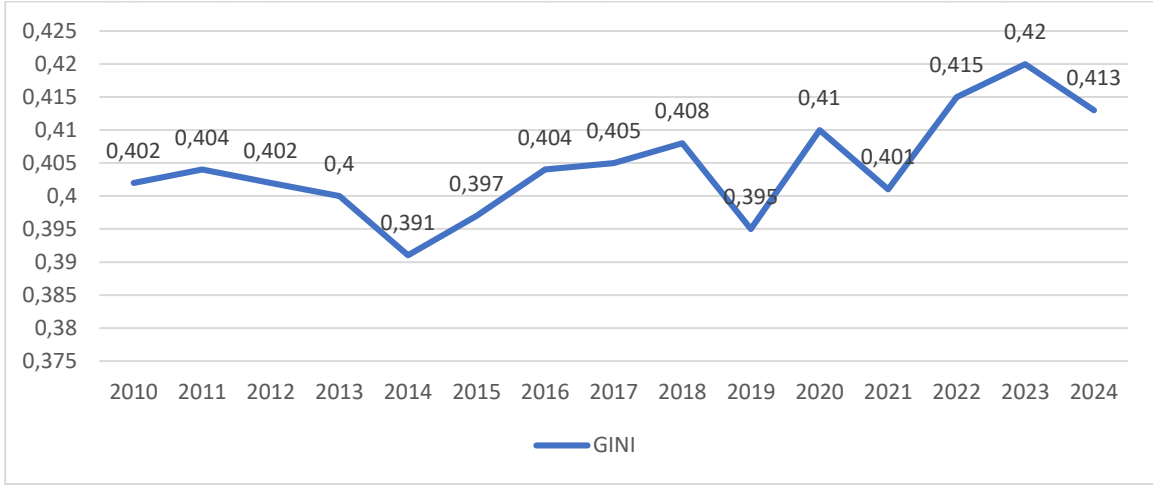
Şekil 3.10. Finans Dışı Özel Sektöre Verilen Kredi/GSYH



Kaynak: BIS Data Postal https://data.bis.org/topics/CREDIT_GAPS/BIS.WS_CREDIT_GAP.1.0/Q.TR.P.A.A (Erişim tarihi, 16.05.2025) verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 3.10'da Türkiye'nin 1.çeyrek 2000 ve 3.çeyrek 2024 dönemleri arası finans dışı özel sektöre verilen kredilerin GSYH içindeki payı gösterilmektedir. Grafik verileri incelendiğinde 2001 krizi sonrasında yaşanan sıkılaştırma döneminde firmalara verilen kredilerin azaldığını 2004 sonrasında 2018 3.çeyreğe dek düzenli bir artış yaşandığı görülür. 2018 yılındaki ekonomik ve siyasi istikrarsızlığın firmaların sermayeye erişim imkanını olumsuz etkilediği görülür. 2022 yılından sonra uygulanan sıkı para politikasının etkisi olarak kredilerin GSYH içindeki payının azaldığı görülür. Tüm bu bilgiler ışığında yaşanan finansal buhranın temel nedenlerinden birinin hanehalkının ve firmaların borçluluk düzeyi olduğu söylenebilir.

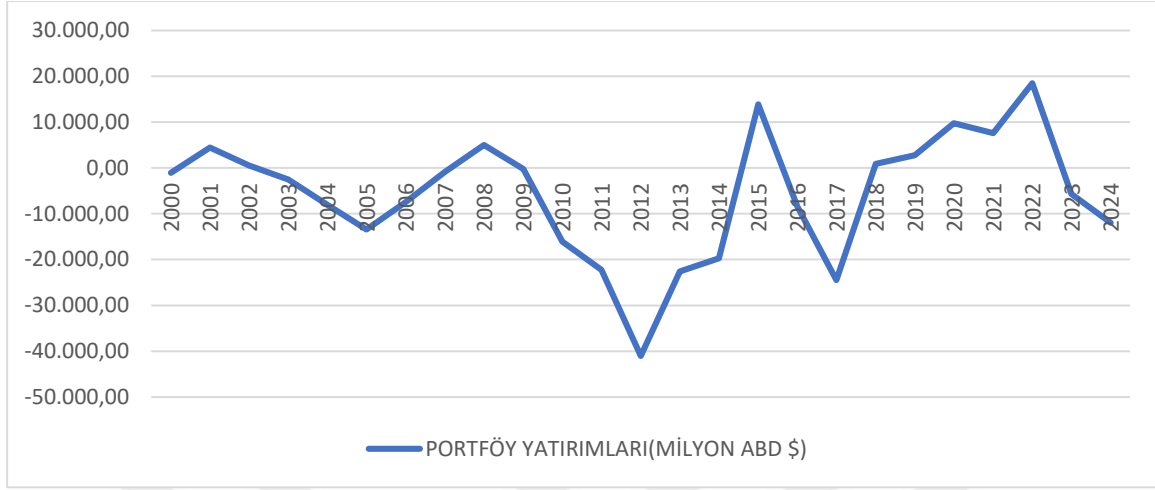
Şekil 3.11. Gelir Dağılımı Adaletsizliği Göstergesi



Kaynak: TÜİK <https://data.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi, 13.05.2025) verilerinden hazırlanmıştır.

Minsky ve Post Keynesyen iktisat okulunun finansal istikrarsızlığı diğer ekollerden farklı olarak ele aldığı konu gelir dağılımında adaletsizliğin artması ve gelirlerin giderek azalmasıdır. Gelir dağılımında yaşanan bozulmanın aşırı borçlanma durumuyla sonuçlanması ve finansman biçimlerinin değişmesinde kilit rol oynaması sistemin kırılganlığını artırır. Şekil 3.11'da Türkiye'nin 2010-2024 yılları arasında gelir dağılımı gösterilmiştir. Gini endeksinin 1'e yaklaşması gelir dağılımındaki bozulmanın arttığını, 0'a yaklaşması ise gelir dağılımında adaletin arttığını yani iyileşmenin yaşandığını ifade eder. 2010-2014 dönemleri incelendiğinde endeksin 0.402'den 0.391'e düşmesi görece bir iyileşme yaşandığını gösterir. 2014 yılından sonra 0.391 seviyesinden 0.408 seviyesine ilerlemesi gelir dağılımı konusunda bir istikrarın sağlanmadığı ve sürekli olarak bir önceki döneme kıyasla iyileşme dönemini bir bozulma döneminin takip ettiğini gösterir. Bir bütün olarak tablo incelendiğinde, 2010-2024 yılları arasında endeks değerinin 0.391-0.415 bandında ilerlediği görülmektedir.

Şekil 3.12. Portföy Yatırımları (2000-2024)

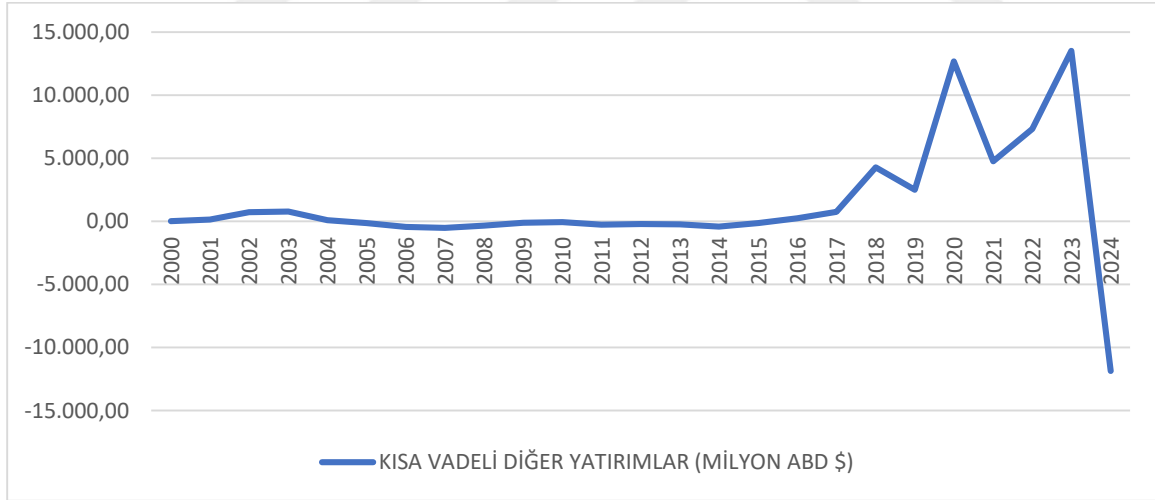


Kaynak:

TCMB

https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_36/5122/DataGroup/turkish/bie_odeayrsunum6/
(Erişim tarihi, 14.05.2025) verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 3.13. Kısa Vadeli Diğer Yatırımlar (2000-2024)



Kaynak:TCMB

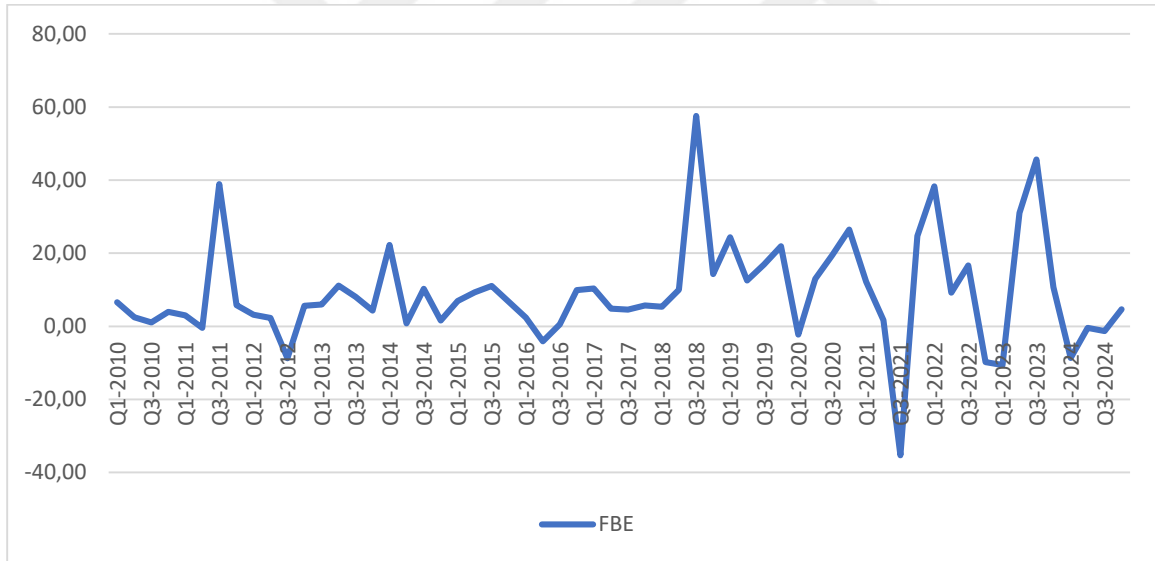
https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_36/5122/DataGroup/turkish/bie_odeayrsunum6/
(Erişim tarihi, 14.05.2025) verilerinden hazırlanmıştır.

Şekil 3.12 ve 3.13’de 2000-2024 yılları arasında Türkiye’ye yapılan portföy yatırımları/kısa vadeli diğer yatırımlar gösterilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketinde yaşanan istikrar yapının etkisi grafik 3.12’de görülmektedir. Bu grafikten hareketle ilgili dönemlerde Türkiye ekonomisinin sıcak para kavramı ile daha kırılgan hale getirilmiş ve her an ani duruş riski ile karşı

karşıya gelmiştir. Grafik 3.13’de 2016 yılına dek kısa vadeli diğer yatırımların istikrarlı yapıda seyrettiği 2017 yılı sonrasında ise bu kalemden istikrarsızlığın hakim olduğu görülmektedir.

Finansal baskı endeksi faiz, döviz ve döviz rezervlerini hesaplayarak oluşturulmuş bir endekstir. Finansal piyasalardaki baskının derecesini ölçmek amacıyla kullanılan bir yöntemdir. $FBE = \text{Faiz \% Değişmesi} + \text{Döviz Kuru \% Değişmesi} - \text{Döviz Rezervi \% Değişmesi}$ formülü ile elde edilmektedir (Uygur, 2001, s.9). Uygur 2001 çalışmasından ve Özbek 2021 çalışmasından hareketle Türkiye için 2010 1.çeyrek ve 2024 4.çeyreğe dek bir finansal baskı endeksi oluşturulmuş ve dönemsel seyri incelenmiştir. İlgili çalışmalarda finansal baskı endeksi seçilmiş dönemlerde kriz var mı? sorusuna cevap olarak kullanılırken bu çalışmada ilgili çalışmalardan farklı olarak analiz kısmında diğer değişkenlerle birlikte reel sektör üzerindeki etkisi incelenmiştir. Toda-Yamamoto Nedensellik Testine dahil edilerek finansal baskının diğer 3 değişken üzerindeki etki gücü araştırılmıştır.

Şekil 3.14. Finansal Baskı Endeksi (FBE)



Kaynak: BDDK <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık/> (Erişim tarihi 01.04.2025), TÜİK <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim tarihi 01.04.2025) verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Şekil 3.14. Türkiye’nin 1.çeyrek 2010- 4.çeyrek 2024 dönemleri arası finansal baskı endeksi verilmiştir. Finansal baskı endeksi artıkça ekonomideki finansal istikrarsızlık artmaktadır. Kur ve faizdeki değişimin döviz rezervindeki değişimden büyük olması ekonomiyi olası bir kur şoku karşısında daha kırılgan hale getirmektedir. Şekilden hareketle FBE’de istikrarın olmadığı dönem dönem yüksek düzeyde bir sıçrama olduğu ifade edilir. Bir sonraki kısımda güven çöküşüne bağlı yaşanan panik ortamında ekonomi kurumlarının neler yapması gerektiğine yönelik çözüm yaratan politika setleri ele alınacaktır.

3.6. Kurumsal Müdahalenin Zorunluluğu: Devletin Rolü

Piyasa ekonomilerinde istikrar, genel anlamda iktisadi birimlerin öngörülebilirliğe ve güvene dayalı kararlar alabilmesiyle mümkündür. Ancak dönemsel krizler bu aktörleri belirsizlik baskısıyla karar almaya haliyle de paniğe sevk edebilir. Ekonomide var olan spekülasyon hareketleri ve finansal kırılganlıklar bu gergin ortamı besleyerek krize sebebiyet verebilir. Kamunun düzenleyici ve denetleyici rolü esas olarak bu noktada devreye girer.

Post-Keynesyen görüşe mensup ekonomistler kısa ve uzun vade fark etmeksizin reel ekonomiyi etkileyen para ve finans piyasasını sistemin tamamı içerisinde büyük öneme sahip olduğunu vurgular. Bu sebeple bu alanda sürekli olarak düzenleme ve denetleme gerekliliğini vurgular. Şokların yaşandığı ya da krizin olduğu bir ekonomide serbest piyasa mekanizması kendi içinde denge sağlayamaz ve sistemik risk oluşarak daha büyük krizlere yol açabilir (Hart and Kriesler, 2015, s. 323).

Ekonomik kurumlar, ekonomik ortamı kontrol ederek belirsizlikleri ortadan kaldırmak ve gelecekteki beklentileri iyimser hale dönüştürücü önemli makro kalemlerde fiyat istikrarı, istihdam gibi sürdürülebilir bir istikrarı sağlayıcı kararlar almalıdır. Ekonomistler ise bu süreçte politika yapıcılar için çeşitli kurumsal deformasyonlar geliştirmeye çalışmalıdır. Aksi takdirde ekonomide yaşanacak durumların sonuçları ile başa çıkılamaz (Davidson, 1982, s.197). Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, ekonomik sistemlerin kendi iç dinamikleriyle kriz üretmeye yatkın olduğunu savunur. Bu bağlamda devlet, yalnızca kriz anında değil, krizleri önleyici yapısal tedbirleri hayata geçirmekle de sorumludur. Özellikle 2008 küresel finans kriziyle birlikte tarihin en büyük gayrimenkul balonunun krediler aracılığıyla oluşturulduğu anlaşılmıştır (Öztürk ve Gövdere, 2010, ss. 383-385). Küresel kriz sonrası tüm ekonomilerde özellikle finans piyasaları üzerinde devlet müdahalesi gerekliliği gündeme gelmiş ve merkez bankalarının ekonomideki ağırlığı artırılmıştır.

Esen ve Yıldırım 2020 yılında yaptığı çalışmada, finansal krizleri finansal sistemin kırılgan yapısı, dışsal şoklara ve içeriden gelişen spekülasyon davranışlarına karşı hassas olması ile açıklamıştır. Geleceğin belirsiz olduğu ve olayların zaman içerisinde olduğu ekonomik ortamda ekonomik ve politik kurumlar piyasa mekanizmasını denetleyici ve düzenleyici sıfatına ek olarak karar mercii olmalarından kaynaklı büyük bir etkiye sahiptirler. Bu nedenle kamu otoritelerinin piyasaya doğrudan ya da dolaylı müdahalesi zorunludur. Ekonomide istikrarı inşa edip ve sürdürülebilir kılmak için bu kurumlar para politikası, maliye politikası ve finansal düzenlemeler aracılığıyla müdahaleler yaparlar. Söz konusu müdahaleler her dönemde

yapılır, kriz dönemlerinde müdahale biçimleri ve yoğunluğu değişkenlik gösterir (Esen ve Yıldırım, 2020, s. 151).

Türkiye özelinde incelendiğinde, ekonomiye TCMB ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından faiz oranları, döviz politikaları, kamu bankaları aracılığıyla piyasa yönlendirilmesi gibi politika araçlarıyla müdahale edilmiştir. 2001 krizi sonrası yapılan kurumsal reformlar, 2018 döviz krizi ve 2021 sonrası uygulanan para politikaları, devletin ve düzenleyici kurumların müdahalelerin gerekliliği anlaşılmıştır (TCMB, 2001-2009-2018). Söz konusu dönemlerde müdahale yapılmamış olsaydı belki de krizlerin etkisi tahmin edilemeyecek kadar büyük olacaktı.

Bankacılık sisteminde beklenmedik bir güven kaybının yaşanması, finansal varlık fiyatlarında beklenmeyen değişikliklere sebep olarak krizin tetikleyicisi olabilir. Dolayısıyla finansal sistemin esnek ve sağlam yapıda olması gereklidir. Bu yapıyı oluşturmak adına ilgili para otoriteleri bankacılık sistemini daha şeffaf hale getirmeli, piyasa ekonomisini kendi kuralına göre organize etmeli ve optimal denetleme-gözetleme mekanizmaları oluşturmalıdır. Nihayetinde devletin finansal sistemdeki rolü yalnızca kriz dönemleriyle sınırlı kalmayıp aynı zamanda piyasaların sağlıklı işleyişini sürdürerek istikrarın kalıcı olmasını sağlar. Bunlara ek olarak kamu yararını gözetken müdahalelerde yapılmalıdır. Kurumsal kapasitenin güçlü olması, müdahalelerin etkinliği ve şeffaflığı açısından belirleyici unsurlardandır. Bu nedenle devletin rolü sadece müdahale etmekle kalmayıp aynı zamanda piyasada güven sağlayacak kurumsal çerçeveyi oluşturmaktır (Delice, 2003, ss.74-75).

3.6.1 Müdahale türleri

Kamu ve para otoritelerinin üstlenmiş olduğu düzenleyici ve denetleyici rollerini yerine getirmeleri için bir takım politika setleri oluşturulmuştur. Bunlar,

- Para politikası müdahaleleri,
- Maliye politikası müdahaleleri,
- Makro-ihiyati politikalar ve regülasyonlar olarak sıralanmaktadır.

3.6.1.1.Para politikası müdahaleleri

TCMB (2025) para politikasını şu biçimde ifade etmiştir;

“Para politikası; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade etmektedir. Uygulanmasından

sorumlu kuruluşlar merkez bankalarıdır Ülkemizde Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu TCMB Kanunu ile hükme bağlanmıştır”.

Merkez Bankaları tarafından yönetilen para politikası fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı koruyacak politikalarda uygulamaktadır. Post-Keynesyen İktisat temsilcilerine göre para arzı içseldir ve MB’ları bu politikayla bir faiz oranı belirleme politikasını yönetmektedir. Para politikası, Neo-klasik görüş aksine ekonomide fiyat ve çıktı miktarını yani reel değişkenleri doğrudan etkilemektedir (Cin, 2012, ss.109-110). Para politikası, MB’nin elindeki en etkili müdahale aracıdır. MB faiz oranları, zorunlu karşılık oranları ve açık piyasa işlemleri gibi araçlarla piyasaya yön vererek fiyat istikrarını korumaya çalışır. Bu nedenle, para politikası araçlarının etkin ve zamanında kullanılması, ekonomik refahın sürdürülebilirliği açısından oldukça önemlidir. MB bu politika seti ile piyasalarda istikrar ortamını sağlamaktadır. Para politikası müdahale araçları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.3. TCMB Para Politikası Müdahale Araçları

AMAÇ	ARAÇ
Gecelik piyasa faiz oranlarının politika faiz oranı etrafında oluşmasının sağlanması	Bir hafta vadeli repo ihaleleri
Faizlerde yaşanan dalgalanmaların TCMB tarafından belirlenen faiz koridoru içerisinde olması	• TCMB Bankalararası Para Piyasası’nda TL depo verme/alma işlemleri • Piyasa yapıcı repo imkânı • Kira sertifikası karşılığı repo kotasyon işlemler • TPP depo işlemleri • BİST Repo Pazarı’nda repo/ters repo işlemleri • Geç likidite penceresi depo verme/alma işlemleri • Geç likidite penceresi repo işlemleri • Gün içi limit işlemleri
Likidite sıkışıklıklarını gidererek finansal piyasaların etkin şekilde çalışmasını sağlamak	
Faizlerdeki oynaklığın önüne geçilmesi	Gün içi repo ihaleleri
İkincil piyasa gecelik faiz oranlarının politika faiz oranı etrafında oluşmasının sağlanması	• TL depo alım ihalesi • Likidite senedi ihracı

Kaynak: 2025 Para Politikası Raporu(TCMB, 2024, s.14)

3.6.1.2.Maliye politikası müdahaleleri

Devlet piyasalarda ekonomik büyüme, kalkınma, tam istihdam, ödemeler bilançosu denklığı ve gelir dağılımında adalet gibi temel ekonomik aktiviteleri desteklemek ve sürdürülebilir kılmak amacıyla çeşitli kararlar almaktadır. Ekonomik hayatı düzenleme ve geliştirmeye yönelik alınan bu kararlar bütünü maliye politikası olarak adlandırılmaktadır (Öncel, 2012, ss.103-108). Türkiye’de maliye politikaları Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yürütülmektedir.

Maliye politikası araçları (Karaca, 2021, s.402);

- Kamu harcaması
- Vergi politikası
- Borçlanma
- Bütçe politikası şeklinde sıralanır.

3.6.1.3.Makro-ihtiyati politikalar ve regülasyonlar

2008 küresel kriz sonrasında yaşananlarla politika yapıcılar ve karar alıcılar finansal sistemde istikrarın ne ölçüde önemli olduğunun farkına varmışlardır. Bu farkındalık ülkelerin merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayacakları yeni politika seti arayışlarına sebep olmuştur. Makro ihtiyati politikalar ve regülasyonlar finansal sistemde meydana gelebilecek riskleri önceden tespit edip sınırlamayı hedefleyen politikalar olarak ifade edilir (Eroğlu ve Kara, 2017, ss. 64-65). Türkiye’de bu politikaları TCMB, BDDK, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ile birlikte yürütmektedir.

Sonuç olarak söz konusu bu üç temel müdahale aracı, birbirini tamamlayıcı nitelikte olup, kriz dönemlerinde eş zamanlı uygulanarak kriz oluşumunu engelleyebilir ya da var olan krizin boyutunu ve etkisini sınırlandırılmada önemli rol oynamaktadır.

Tablo 3.7’de 1994-2023 dönemleri içerisinde Türkiye’de yaşanan krizlerin yapısı ve müdahale biçimlerine yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Tabloda görüldüğü üzere kriz dönemleri kısa aralıklarla sık sık farklı biçimlerde tekrarlanmıştır. Krizlerin sık sık dönemsel olarak farklı biçimlerde tekrar etmesi uygulanan politikaların uzun dönemde istikrar sağlamadığını gösterir. 2001 krizinde finansal sistemi güçlendirmeye yönelik TMSF, BDDK gibi kurumların varlığının güçlendirilmesi ve günümüze dek kurumların devam etmesi uzun vadeli amaçlara örnek verilebilir. Ancak ard arda kriz yaşanması krizin ilk etkisi ile uygulanan politikaların kısa vadeli krizi sakinleştirici ve ekonomik ortamı hemen toparlamaya yönelik amaçlar barındırdığını gösterir.

Tablo 3.4. Türkiye’de yaşanan finansal krizler şeması

Yıl	Krizin Türü	Müdahale Türü	İlgili Kurum	Açıklama
1994	Döviz-faiz krizi	IMF programı, sıkı para politikası	Hazine TCMB	Daraltıcı maliye ve para politikası uygulanmıştır.
2001	Bankacılık krizi	TMSF devralmaları, IMF desteği	TMSF Hazine	Çok sayıda banka tasfiye edildi. Regülasyonlar yapıldı. Finansal sistem iyileştirildi.
2008	Küresel kriz	Vergi teşvikleri, kamu harcamaları	Hazine, TCMB	Firmalara vergi indirimi sübvansiyon gibi destekler verilerek işsizliği azaltmak amaçlanmıştır.
2018	R.Brunson- döviz krizi	Politik sebeplerle tetiklenen krizde faiz artışı ve swap sınırlamaları yapıldı.	TCMB, BDDK,Hazine	Krediye erişim azaltıldı. Harcamalar kontrol altına alındı. Döviz işlemlerine sınırlama getirildi.
2020	Pandemi şoku	Kredi paketleri, Kur korumalı mevduat	Hazine, TCMB, BDDK	Kısa çalışma ödeneği, kamu bankaları aracılığıyla kredi genişlemesi sağlandı. Sosyal ve transfer harcamalar yapıldı.
2021- 2023	Enflasyon-kur krizi	Faiz indirimi, regülasyonlar yapıldı	TCMB, BDDK	Krediye erişim sınırlandırıldı. KKM yaygınlaştırıldı.

Kaynak: (Danışoğlu, 2007, ss.6-9), (Emin, 2017, ss.121-123), (TCMB,2019, ss.5-6) ve (Danacı, 2022, ss.111-113) çalışmalarından derlenerek hazırlanmıştır.

3.6.2 Kurumsal etkililik ve eleştiriler

Finansal sisteme yönelik çalışmalar incelendiğinde gerekli hazırlıklar ve düzenlemeler yapılmadan finansal serbestleşmeye izin vermek ve finansal işlem hacminin gelişmesi ülkeler için zorluklar meydana getirmiştir. 1998 yılında Asya’da başlayan krizi, Rusya, Güney Amerika ve Türkiye belirli aralıklarla yaşamıştır. Bu ülkelerin yaşadığı krizler incelendiğinde temelinde finansal varlıkların reel ekonomiden kopuk olması ve sistemin zayıflığı yer almaktadır. Devletin finansal piyasalara müdahale kapasitesi, yalnızca uygulanan politika araçlarının çeşitliliğiyle değil, aynı zamanda bu araçların doğru zamanda, şeffaf ve tutarlı bir

biçimde kullanılmasıyla belirlenir (Bağcı ve Tekin, 2020, s.183). 2001 krizinden sonra Türkiye özelinde düzenleyici ve denetleyici kurum olarak BDDK, TMSF ve SPK gibi kurumların açılması sistemi daha güvenli hale getirmiştir. Fakat bu kurumların karar alma ve uygulama dönemlerinde bağımsızlık ve şeffaflığına yönelik çeşitli eleştirilerde mevcuttur.

Politika yapıcılar ve karar alıcılar 2001 ve 2008 krizleri sonrasında Türkiye’de finansal sistemi daha güçlü hale getirmek amacıyla bir dizi makro-ihtiyati politika seti oluşturmuştur. Bu politika araçlarıyla kredi büyümesini sınırlandırmak, kur oynaklığını engellemek TL’nin değerini korumak ve sermaye hareketlerinde yaşanan oynaklığın olumsuz etkilerini azaltmak için rezerv opsiyon mekanizması (ROM) kullanılmıştır. Bu mekanizma ile TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirerek likidite yönetiminde bankalara daha fazla esneklik sağlamıştır (Eroğlu ve Kara, ss. 65-66). Politika yapıcılar iktisadi birimlerle güvene dayalı bir ilişki sağlayamazsa uygulanan bu politika setlerinin başarılı olma ihtimali azalır. Önemli olan beklentileri ve iktisadi aktörlerin alacağı kararları yönetebilme halidir.

2018 sonrası dönemde BDDK tarafından yayılan raporlar incelendiğinde, uygulanan swap sınırlamaları, aktif rasyosu gibi politikalar, kısa vadede kontrol sağlamış ancak orta-uzun vadede söz konusu makro verilerde istikrarın sağlanamamış olması politikaların yatırımcı güveni ve sermaye hareketliliği konusunda başarısız olduğunu gösterir (BDDK, 2020, ss. 1-23). İlgili dönem için Merkez Bankası’nın uyguladığı para politikası kararları incelendiğinde söz konusu dönemde kurumsal bağımsızlığın varlığına yönelik şüpheler mevcuttur. Çünkü yapılan faiz indirimlerinin ekonomi politikalarının genel çerçevesiyle uyumsuzluğu belli bir süre sonra daha zor ekonomik koşullarda tekrar faiz artırımını yapılması enflasyon beklentilerinin bozulmasına ve kur baskısının artmasına neden olmuştur (TCMB, 2021, ss.14-19). Bu durum, Minsky’nin (1986) “istikrar dönemlerinin istikrarsızlığı doğurduğu” yönündeki uyarısını destekler niteliktedir.

Sonuç olarak Türkiye’de uygulanan finansal müdahale politikalarının tek başına sistemin istikrarı için yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Söz konusu politikaların başarısı, kurumların bağımsızlığı, şeffaflığı, hesap verebilirliği ve uzun vadeli politika tutarlılığı ile doğrudan ilişkilidir. Bu yönleriyle bakıldığında, kurumsal etkinlik yasal düzenlemelere ek olarak uygulama yöntemine bağlı olarak değişir.

3.7.Türkiye Ekonomisinde Finansal İstikrarsızlık Örnekleri

Gelişmekte olan ekonomilerde finansal istikrarsızlıklar, yalnızca makroekonomik göstergelerdeki ani değişimlerle değil, aynı zamanda iktisadi birimlerin davranış biçimleri-

kararları ve kurumsal kapasiteye bağılı olarak da oluşur. Türkiye ekonomisi Cumhuriyet döneminden itibaren farklı dönemlerde yapısal dengesizlikler, dış şoklar ve iç politik belirsizlikler nedeniyle pek çok kriz yaşamıştır. Özellikle 2000 yılları sonrası yaşanan krizlerde Hyman Minsky'nin sıklıkla ifade ettiğı üzere istikrar dönemlerinin istikrarsızlık birikimine zemin hazırladığı bir döngüsel yapı görölmüştür.

Bu bölümde, Türkiye ekonomisinin 2000 yılından bu yana yaşadığı finansal krizler incelenecek, her bir krizin ortaya çıkış koşulları, piyasa tepkileri, devlet müdahaleleri ve uzun vadeli etkileri analiz edilecektir.

3.7.1. 2001 krizi: kurumsal reformun zorunluluğına dönüştüğü kriz

2001 Krizi, esasen Kasım 2000 yılında yaşanan finansal krizin durdurulamamasından kaynaklanan ve buna ek olarak da 1999 yılında yaşanan 2 ana depremin ekonomik etkileri olarak görölebilir. Geçmiş dönemlerde yaşanan ekonomik stresleri birikmesi 2001 yılı krizini tetiklemiş bir başka açıdan Türk Bankacılık tarihinde önemli bir gelişmeye de sebep olmuştur.

2001 yılı, Türkiye'nin yakın ekonomik tarihinde kurumsal dönüşümün kaçınılmaz hale geldiğı en keskin finansal krizlerden biridir. Krizin tetikleyicisi, Şubat ayında Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan siyasi gerginlik olmuştur. Ancak bu olay, zaten var olan makroekonomik dengesizliklerin ve kırılgan finansal yapının bir yüzeye çıkışıydı. Krizin yaşandığı dönemde TL'nin Dolar karşısında yaklaşık %40 oranındaki değer kaybı MB'nin neredeyse tüm rezervlerini eritmesine sebep olmuştur. Bir süre sonra baskıya dayanamayan MB dalgalı kur sistemine geçildiğini ilan etmiştir. Öte yandan özellikle kamu bankalarının para piyasalarında yükümlölükleri sağlayamaması sebebiyle ödemeler sistemi çökmüş, menkul kıymet ve para piyasalarında işlemler durmuştur. Piyasada büyük bir güven kaybı, belirsizlik ve maalesef artan kurla birlikte dolarizasyon yaşanmıştır (Bahar ve Erdoğan, 2011, s.12). 15 Mayıs 2002 tarihine gelindiğinde Türkiye “Güçlü Ekonomiye Geçiş” adlı programı yürürlüğe sokulmuştur. Programda öncelikli olarak bankacılık sektörüne uygun reformların yapılmasına ek olarak enflasyon hedeflemesi, döviz piyasasında denge gibi temel önemli önceliklerde yer almaktaydı (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002, ss.130-131).

2001 krizinde yaşanan önemli sonuçlar (Emin, 2017, s.123 ve BDDK, 2001, s. 19-21);

- Gecelik faiz oranları yaklaşık %7500 seviyelerine yükselmiştir.
- Döviz kuru %40'ın üzerinde değer kazandı.
- Bankacılık sisteminde ödeme zincirleri koptu.

- Hazine'nin iç borçlanma maliyeti katlandı.
- 19 banka TMSF'ye devredilmiştir.
- Çok sayıda firma kapanmıştır ve işsizlik 6.5 seviyelerinden 10.5 seviyelerine yükselmesi şeklinde sıralanabilir.

2001 sonrası dönemde devlet müdahalesi hem maliye hem de para politikası şeklinde olmuştur. Bu dönemde (TCMB, 2002, ss.2-7);

- BDDK kurumsal bağlamda işlevsel bir yapı haline getirildi.
- TCMB bağımsızlığı yasa ile güvence altına alındı.
- Bankalar arası şeffaflık ve sermaye yeterliliğinin artırılmasına yönelik politikalar uygulandı.
- “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” başlatıldı.

Türkiye’de 2001 krizi IMF politikalarının uygulandığı dönemde yaşanmıştır. Ülke ekonomisinde yaşanan kronik mali dengesizlik ve kırılgan yapıya sahip bankacılık sisteminin varlığı sermaye hesabının olması gerekenden daha önce açılmış olması yani finansal serbestleşmeye hazır olunmaması krizin tetikleyicisidir ve bu da zayıf demokratik kurumların bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır. IMF tarzı programların, yerel siyasi ortamın doğası ve bu tür ortamlarda politikacıların ve politika yapıcılarının eylemlerini yöneten teşvik türü göz önüne alındığında IMF tarafından gelişmekte olan ekonomilere uygulanan politikalarda başarısızlıkla sonuçlanır (Alper ve Önis, 2002, ss. 14-15).

Kriz döneminde yapılan söz konusu müdahaleler, Minsky’nin önerdiği gibi sadece likidite sağlamaya değil, sistemin yapısal zayıflıklarını iyileştirmeye yönelik müdahalelerdir. Minsky, finansal piyasalardaki istikrarı ekonominin olağan işleyişine değil her zaman kurumsal yapılarla denetlemesine ve gerektiği anda düzenlemeye açık bir yapı olarak ifade eder. Bu yönüyle 2001 krizi, Türkiye’de ilk kez “Minsky tipi” bir krizin ardından sürdürülebilir reformların başlatıldığı ve güçlü kurumların oluşturulduğu bir dönemdir.

3.7.2. 2008 küresel krizin Türkiye’ye etkileri

2008 yılında ABD’de ortaya çıkan Mortgage temelli finansal kriz, kısa sürede tüm dünyaya yayılarak küresel kriz haline geldi. Krizin Türkiye üzerindeki etkisi doğrudan bir bankacılık çöküşü biçiminde olmasa da, dış talepteki ani daralma ve sermaye girişlerindeki yavaşlama ekonomide küçülmeye sebebiyet vermiştir (Keskin, 2018, ss.162-163).

Hakan Kara 2012 yılı çalışmasında durumu şu şekilde ifade etmiştir;

“Türkiye özelinde tarihsel bir perspektiften bakıldığında, sermaye akımlarındaki oynaklığın makroekonomik istikrar konusunda önemli rol oynadığı görülmektedir. Demografik unsurlar ve diğer yapısal nedenlerden dolayı cari işlemler açığının yüksek seviyelerde seyretmesi, sermaye hareketlerindeki oynaklıklara karşı ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir. Makroekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme için büyük ölçüde cari açığın (döngüsel kısmının) sınırlanması ve dış finansmanın dengeli seyretmesi önem taşımaktadır (Kara, 2012, s.4).”

Hakan Kara'nın 2012 yılında yayınladığı makalede ifade ettiği üzere dünya piyasasında küresel risk iştahında ani değişimlerin varlığının mümkün olduğu ve ekonomik yapının bu değişimlere karşı güçlü olabilmesi adına para politikası uygulanırken daha esnek yaklaşımın gerekliliği anlaşılmıştır (Kara, 2012, s.4).

2008 krizi sonrası Türkiye incelendiğinde, Bankacılık sektörünün dayanıklılığını gösteren Finansal Sağlamlık Endeksi, 2007 yılında 118,5 olarak gerçekleşmiş, sonrasında dalgalı bir seyir izlese de 2008 yılı sonunda tekrar 2007 yılı sonu değerine ulaşmıştır. 2009 yılı Mart ayında ise 2008 yılı sonuna göre kârlılık ve sermaye yeterliliği alt endekslerindeki yükselişe bağlı olarak çok kısıtlı bir artış göstererek, 118,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum 2001 sonrası yapılan kurumsal reformların sağladığı yapısal dayanıklılık sayesinde olası bir bankacılık krizinin önlendiğini göstermektedir (TCMB, 2009, s.84).

2008 küresel kriz sonrası Türkiye çeşitli para ve maliye politikaları uygulamaya başlamıştır. Bunlar (Soylu,2009,s.264);

- Likidite desteği,
- Vergi ve prim desteği,
- Üretim ve ihracata yönelik kredi ve garanti desteği,
- Finansman desteği şeklinde sıralanır.

TCMB, 2008 yılında sıkı para politikası uygulayarak bir süre daha bu sıkı uygulamaya devam etmiş bir süre sonra faiz indirimine gideceğine yönelik bir açıklamada bulunmuştur. Uygulanan politikanın küresel çapta yaşanan krize yönelik temkinli olmak adına yapıldığı kamuoyu ile paylaşılmıştır. 2009 yılına geldiğinde faizlerde indirime gidildiği fakat finansal sıkılığın devam ettiği görülmüştür (Yılmaz, 2009, ss.84-85). Maliye Bakanlığı, talebi canlandırmak amacıyla KDV ve ÖTV indirimleri uyguladı, kamu yatırımları teşvik edildi. Çeşitli teşvik paketleri açıklanarak üretime destek verilmiştir. Bu müdahaleler sayesinde, 2010 yılında ekonomi %8.5 oranında büyüyerek hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir (Soylu, 2009, ss.264-265).

Hyman Minsky'nin hipotezinde vurgulanan kriz dinamiği küresel krizin Türkiye bağlamında dışsal şok olarak etki ettiği görülür. Türkiye'nin iç finansal yapısı görece istikrarlı kalmış ve bu

istikrarın birkaç dönem önce yaşanan kriz sonrası uygulanan politikalar sayesinde olduğu görülmüştür. Minsky'nin kuramsal bakış açısından yola çıkarak devlet müdahalesinin sadece kriz anında değil, kriz öncesinde yapılan yapısal düzenleme ve yenilemelerle birlikte bütüncül bir müdahale olması gerekliliğidir.

3.7.3. 2018 döviz- güven krizi

2008 küresel krizinde Türk Bankacılık Sistemi'nin yapısı ve işleyişinde meydana gelen değişiklikler sayesinde krizin boyutuna görece etkisi daha az olmuştur. 2008 krizini takip eden yıllarda Türkiye'de yaşanan siyasi olaylar ve istikrarsızlık neticesinde makroekonomik göstergeler olumsuz etkilenmiş finansal sistem daha kırılgan hale gelmiştir. 2018 yılında bu kırılganlıklara ek olarak ABD ile yaşanan ve Rahip Brunson olayı olarak adlandırılan bu gerginlik Türkiye ekonomisi için finansal kırılganlıkların görünür hâle geldiği ve piyasa dinamiklerinin keskin biçimde değiştiği bir kırılma noktası olmuştur. Özellikle kur ve faiz piyasalarında gözlenen dalgalanmalar, hem iktisadi birimlerin güven algısını olumsuz etkilemiş hem de finansal istikrarı ciddi biçimde tehdit etmiştir (Sezal,2020, ss.24-25).

Kriz süreci, Türkiye'nin uzun süreli yüksek büyüme döneminin ardından, makroekonomik dengelerin aşınmaya başladığı bir arka plan üzerinde şekillenmiştir. Artan dış finansman ihtiyacı, yükselen enflasyon, genişleyen cari açık ve küresel finansal koşullardaki sıkışma, kırılganlıkları artırmıştır. Bu süreçte ABD ile yaşanan siyasi gerilimlerin de etkisiyle, 2018 yılında TL- Dolar karşısında yaklaşık %40 değer kaybına uğramıştır. Bu değer kaybı neticesinde firmaların ve bankaların bilançoları yara almış döviz cinsinden yükümlülükleri artmıştır. Aynı dönemde ihracatçılar açısından kur farkı dolayısıyla kayıplar yaşanmış yurtdışı malları görece daha pahalı hale geldiğinden hane halkının harcamaları azalmış ithalat kalemi olumsuz etkilenmiştir. 2018 yılı kur şokunun en önemli etkisi bankacılık sistemi üzerine olmuştur. Bu dönemde takipteki kredi alacakları 2017 yılında 60 Milyar TL seviyesindeyken 2019 yılına geldiğinde 150 Milyar TL seviyesini aşmıştır (Akkoç, 2023, ss. 90-92). Bankaların sendikasyon kredileri ile döviz cinsinden borçlanıp TL cinsinden alacak sahibi oldukları ekonomik ortamda kur şokuyla birlikte gelen takipteki kredilerin artışı hem alacaklarını tahsil edememeleri hem de artan kur ile borçlarının giderek arttığı bir dönem olmuştur. 2018 yılında yaşanan kur şoku krizi bankaların kârlılık seviyelerini düşürerek bilançoları üzerinde büyük bir yük bırakmıştır.

Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal piyasalardaki bu sert dalgalanma, Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nde tanımladığı Ponzi finansman aşamasının bir göstergesi

olarak yorumlanabilir. Bankalar ve şirketler, geçmiş borçlarını çevirmek için daha fazla borçlanmak zorunda kalmış, kısa vadeli fonlama baskısı ciddi boyutlara ulaşmıştır (Minsky, 1986, s.212).

Krizle müdahale sürecinde TCMB, Ağustos 2018'de politika faizini %17,75'ten %24'e çıkarmış ve tüm fonlamaların haftalık repo ihaleleri yoluyla sağlanması uygulamasını tekrar hayat geçirerek sıkı para politikası uygulamaya başlamıştır (TCMB, 2018, s.2). BDDK 'nin 2018 yılında yayınladığı faaliyet raporunda *“2018 yılı içerisinde, Türk Lirası'nda meydana gelen değer kayıpları ve yurt dışından yapılan spekülatakların önüne geçilmesi amacıyla, 12/08/2018 tarihli ve 7929 sayılı Kurul Kararı ile “Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları bir bacağı döviz ve bir bacağı TL olan para swaplarından, işlemin başlangıç tarihinde spotta yurt içi bankaların TL verip döviz aldıkları swap işlemlerinin toplamının bankaların en son hesapladıkları yasal öz kaynaklarının %50'sini geçmeyeceği, bu mahiyetteki swap benzeri (spot + vadeli döviz işlemi) işlemlerin de bu sınırlama hesaplamasına dahil edileceği, söz konusu oranın günlük olarak solo ve konsolide olarak hesaplanacağı, aşım tutarının olması durumunda söz konusu aşım giderilinceye kadar yeni bir işlem yapılamayacağı ve bu mahiyetteki vadesi gelen işlemlerin yenilenemeyeceği hususlarında karar verilmiştir”* finansal ve reel piyasalarda yaşanan olumsuzlukları önlemeye yönelik politikaları uygulamaya başladığını ilan etmiştir (BDDK, 2018, s.39). Söz konusu dönemdeki makro değişkenler incelendiğinde uygulamaların, piyasa aktörlerinin güvenini tam anlamıyla yeniden tesis etmeye yeterli olmadığını göstermiştir. Özellikle kurumsal bağımsızlık algısının zedelenmesi ve para politikası iletişimindeki belirsizlikler, toparlanma sürecini zorlamıştır.

Bu kriz dönemiyle birlikte, Türkiye'de finansal sistemin dış şoklara karşı hassaslığı anlaşılmıştır. Bu hassasiyeti artıran faktörlerin yüksek döviz borçluluğu, düşük rezerv ve beklenti yönetimindeki zayıflıklar olduğu söylenebilir.

3.7.4. 2020 pandemi krizi: Covid-19 dönemi politikaları

2019 yılı Aralık ayında Çin'de başlayan akabinde tüm dünyaya yayılan Covid-19 salgını öncelikle salgın krizi ve buna bağlı olarak bir ekonomik krize sebebiyet vermiştir. Uluslararası entegrasyonun ve iç içe geçmişliğin boyutu salgınla birlikte net biçimde anlaşılmıştır. Dünya genelinde yaşanan ölümler, hastalanmalar, kapanmalar ekonomik bağlamda da ciddi sorunlar yaratmıştır. Türkiye ekonomisi de bu süreçte ciddi bir arz ve talep daralması sorunu yaşamıştır. Üretim, tüketim ve istihdamda meydana gelen daralmalar bankacılık sektörüne de sirayet ederek kırılganlığı derinleştirmiştir.

Pandeminin etkileri, tipik bir finansal krizden farklı olarak, sağlık krizi ile tetiklenen ve doğrudan reel sektör üzerinden finansal sektöre bulaşan bir ekonomik kapanma şoku ile

yaşanmıştır. Özellikle hizmet sektörü, turizm ve perakende gibi alanlarda ekonomik faaliyetler durmuştur. Bu beklenmedik daralma, Türkiye’de tüm makro değişkenleri olumsuz etkilemiş üstelik hanehalkı beklentilerini de olumsuz yönde etkilemiştir. Finansal sistem açısından bankaların kredi verme isteklerini azaltarak risk algısını artırmıştır. Varlık fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar fiyatlandırmaların gerçekten uzaklaştığını düşündürmüştür (TCMB, 2020b, ss. 10-15).

Pandemi döneminin başlamasıyla beraber TCMB ve HMB tarafından birtakım ekonomik politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Bunlar 4 ana başlık altında incelenebilir. (TCMB,2020a, ss.18-19, IMF, 2021, s. 9);

- **Para politikası:** TCMB, politika faizini toplamda 250 baz puan indirerek genişlemeci bir para politikası uygulamış; kamu tahvili alımları artırılmış, bankalar için zorunlu karşılık oranları kredi büyümesine bağlı olarak düşürülmüştür. Ayrıca repo ve swap kanalları üzerinden ilave likidite sağlanmış, döviz likiditesi artırılmıştır.
- **Regülasyonlar:** BDDK, kredi büyümesini teşvik etmek amacıyla Aktif Rasyosu uygulamasını başlatmıştır. Banka kredileri için esneklik sağlanmış; kredi kartı ödemeleri ve mortgage kredilerinde düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca sorunlu kredilerin sınıflandırılmasında geçici esneklikler tanınmış ve şirketlerin temettü ödemelerine kısıtlamalar getirilmiştir.
- **Maliye politikası:** Hükümet, firmalar ve hanehalkı için kredi garanti mekanizmalarını genişletmiş, vergi yükümlülüklerini ertelemiş ve devlet bankalarının sermaye yapısını güçlendirmiştir. Aynı zamanda düşük gelirli gruplara doğrudan hibe ödemeleri yapılmıştır. İşverene destek amaçlı SGK prim tahsilatlarında destek sağlanmıştır. İşten çıkarmaların önüne geçmek amacıyla geçici bir işten çıkarma yasağı getirilmiş, kısa çalışma ödeneği ve ücret destekleri uygulanmıştır. Ayrıca işsizlik sigortası yardımları ve sosyal yardım programları aracılığıyla gelir kaybı yaşayan bireylere destek sağlanmıştır.
- **Sağlık politikası:** Covid-19 tedavi masraflarının karşılanması amacıyla özel bütçe destekleri sağlanmıştır. Yeni hastane yatırımları gerçekleştirilerek sağlık altyapısı güçlendirilmiştir.

Bu önlemler, kısa vadede talep daralmasını ve finansal sistemdeki ani çöküşü önlemede etkili olmuştur. Hane halkı tasarruf verilerine bakıldığında küresel ölçekte görülmemiş düzeyde bir artış yaşandığı bununla hem bireylerin tüketim alışkanlıklarının ve önceliklerinin değişmesiyle ilgili olabileceği düşünülmektedir. Nitekim 2020 Mayıs ayından itibaren piyasalarda hızlı bir

toparlanma gözlemlenmiştir (TCMB, 2020a, ss.16-18). Bu çerçevede pandemi krizi, maliye ve para politikasının eş güdümlü uygulanması ekonomik daralmayı sınırlandırmak ve olası krizi önlemek amaçlı uygulandığı söylenebilir.

Minsky'nin (1986) Finansal İstikrarsızlık Hipotezi perspektifinden bakıldığında, pandemi var olan borçlanma dinamiklerini daha kırılgan hale getirmiş ve özellikle ponzi tipi finansman yapılarını iflasa yakınlılaştırmıştır, spekülatif finansman biçimini kullanan firmalar içinde ponzi finansmana geçiş aşaması başlamıştır. Hanehalkı ve firmalar nakit akış problemleri yaşamış, tüketim öncelikleri değişmiş ve borç ödeme kapasiteleri zayıflamıştır.

3.7.5. Türkiye 2021-2023 dönemi enflasyon ve kur sarmalı

Pandeminin etkisinin azalmasıyla birlikte normalleşme süreci sosyal ve ekonomik hayatta başlamamıştır. Türkiye ekonomisinde 2021 sonrası dönem, fiyat istikrarının kaybolduğu ve para piyasalarının giderek bozulmaya başladığı dönem olmuştur. Bu süreçte hem yüksek enflasyon hem de kur dalgalanmaları finansal istikrarı ciddi biçimde tehdit etmiştir.

Döviz kurlarında yaşanan bu sert yükselişin ardından, devlet piyasalara doğrudan müdahalelerle yön vermeye çalışmıştır. Bunlar (TCMB, 2021, ss.2-5);

- “21 Aralık 2021 tarihinde döviz kurlarında görülen yükselişi kontrol etmek ve tasarruf sahiplerinin TL cinsinden varlıklara yönelmesini sağlamak amacıyla kur korumalı mevduat (KKM) uygulaması başlatılmıştır. Döviz kurundaki artış eğiliminin devam etmesi üzeri ne, bu artışı kontrol etmek ve tasarruf sahiplerinin TL'ye yönelmesini teşvik etmek amacıyla 21 Aralık 2022 tarihinde KKM uygulamasına başlanmıştır. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından başlatılan KKM uygulamasıyla yurtiçinde yerleşik gerçek kişilerce açılacak TL cinsi KKM hesaplarında kur değişim farkı mevduat faizinin üzerinde kalırsa aradaki farkın tasarruf sahibine ödenmesi imkânı sağlanmıştır. TCMB tarafından yayımlanan 21 Aralık 2021 tarihli ve 2021/14 sayılı “Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüştürmenin Desteklenmesi Hakkında Tebliğ” ile ise YP mevduat/katılım hesaplarının TL cinsi KKM hesaplarına dönüştürülmesi amaçlanmış ve hesap açılışı ile vade sonu arasındaki kur değişiminin mevduat faizi/katılım payı getirisinden yüksek olması durumunda aradaki farkın TCMB tarafın dan karşılanması hüküm altına alınmıştır (SBB,2022, s.48).
- BDDK aracılığıyla şirketlerin döviz bulundurma kapasiteleri sınırlanmış, TL kredi kullanımı için döviz varlığı şartı getirilmiştir.
- TCMB döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunarak rezerv satışları gerçekleştirmiştir.
- Ayrıca bankalar ve yatırımcılar için aktif rasyosu ve çeşitli makroihtiyati düzenlemeler şeklinde sıralanabilir.

Aynı dönem için Türkiye Bankalar Birliği'nin (TBB) 2023 yılında yayınladığı rapora göre (TBB,2023, s.19);

- TCMB piyasa beklentilerinin aksine enflasyonist baskı ortamında politika faiz oranlarını %9 seviyelerine indirmiş. Bu politika değişikliği, reel faizlerin negatife dönmesine yol açarak, döviz talebinin hızla artmasına neden olmuştur.
- Aralık 2021'de getirilen KKM uygulaması genişletilerek ticari şirketler ve bazı yurtdışı yerleşikleri dahil edilmiştir.
- *“İhracatçıların ve bazı döviz kazandırıcı faaliyetlerle uğraşanların döviz gelirlerinin yüzde 25'ini TCMB'ye satma şartı getirilmiş; daha sonra bu oran yüzde 40'a yükseltilmiştir. Reeskont kredisi kullanmak isteyen firmalar için bazı ek koşullar getirilmiştir”* şeklinde uygulamalar yürürlüğe konulmuştur.

Müdahale politikaları kısa vadede döviz kurlarında oluşan oynaklığı sınırlamış olsa dahi orta vadede enflasyonist beklentilerin bozulmasına, finansal piyasaların derinliğinin azalmasına ve yatırım ortamında belirsizliklerin artmasına neden olmuştur (IMF,2023, s.14). Bu müdahaleler, Minsky'nin (1986) tanımladığı şekilde, piyasaların serbest işleyişinden koparak manipüle edilen bir fiyat mekanizmasına doğru kaydığını gösterir

2022 ve 2023 yıllarında enflasyon resmi rakamlara göre %80'in üzerine çıkarken, reel gelirler ciddi biçimde aşınmış, hanehalkının ve firmaların finansal kırılganlıkları artmıştır. Türkiye'de finansal istikrarsızlık, bu dönemde sadece piyasa göstergelerinde değil, aynı zamanda ekonomik aktörlerin karar alma davranışlarında da görülmüştür.

3.7.6. Değerlendirme

Türkiye ekonomisinde 2000 yılından bu yana yaşanan finansal krizler incelendiğinde, finansal istikrarsızlıkların hem içsel makroekonomik dengesizlikler hem de küresel şoklar nedeniyle farklı biçimlerde ortaya çıktığı görülür. 2001 krizinin yapısal bozukluklardan, 2008 küresel krizinin dış şoklar etkisiyle, 2018 döviz krizinin kırılgan yapıda olan ekonominin dış şok ve buna ek olarak güven kaybıyla yaşandığı görülür. 2020 pandemi krizinde sağlık krizine ek olarak küresel ölçekte yaşanan aktarım mekanizmalarındaki sorunların her ülkenin içe kapanması, arz ve talep kanallarından gelen olağanüstü bir durumdan kaynaklandığı söylenebilir. Son olarak 2021 sonrası dönemde para piyasalarında yaşanan bozulmalar ve yüksek enflasyon süreci ise müdahale biçimlerinde yaşanan yöntem farklılıklarından kaynaklandığı söylenebilir.

Bu kriz örnekleri, Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nde vurguladığı döngüsel dinamiklerin Türkiye özelinde de geçerli olduğunu gösterir. Özellikle uzun süreli istikrar döneminin ardından artan risk iştahı, spekülatif-ponzi finansman davranışların yaygınlaşmasına yol açmıştır. Kurumsal müdahaleler, kriz anlarında finansal sistemi stabilize etmeyi amaçlasada, uzun vadede kurumsal bağımsızlık ve öngörülebilirlik eksikliği, finansal istikrarı tesis etmeyi zorlaştırmıştır.



4. MINSKY YAKLAŞIMI ÇERÇEVESİNDE AMPİRİK BİR DEĞERLENDİRME

4.1. Literatür

Çalışmanın bu bölümünde iktisat literatüründe finansal istikrarı konu alan çalışmalara yer verilecektir.

Tablo 4.1.Literatür

Yazar	Yöntem-Örneklem	Sonuç
Jeffrey A.Frankel- Andrew K.Rose (1995)	1971-1992 yılları arasında 100'den fazla GOÜ için yıllık panel veri analizi yapılmıştır.	Yurtiçi kredi büyümesinde artış, yüksek faiz ortamı, reel kurun aşırı değerlenmesi ve rezervlerin düşük seviyede olması finansal krizin tetikleyicisidir.
Barry Eichengreen- Andrew K. Rose- Charles Wyplosz(1995)	1959-1993 yılları arasında 20 OECD ülkes için panel veri kullanılarak çeyreklik analiz yapılmıştır.	Devalüasyonlar, siyasi istikrarsızlık, bütçe/ cari hesap açıkları ve hızlı para büyümesi krizlerin ardındaki spekülasyon atakları olarak tespit edilmiştir. Döviz kuru rejimlerinin kendine özgü olması sebebiyle yaşanan finansal krizin önceden tespitinin mümkün olamayacağı sonucuna varılmıştır.
Gerardo Esquivel- Felipe Larrain B. (1998)	1975-1996 yılları arasında 30 ülke için yıllık panel veri analizi ve probit modeli yapılmıştır.	Yüksek dış ticaret açığı, döviz kuru volatilitesi, düşük döviz rezervleri, negatif dış ticaret hadleri şokları ve kişi başına gelirin büyümemesi döviz krizlerine sebep olmaktadır. Döviz krizlerinin birinci ve ikinci nesil krizleri barındırdığını ve her krizin farklı yapıda oluştuğu sonucuna varılmıştır.
Carmen Reinhart- Graciela Kaminsky(1999)	1970-1995 yılları arasında 20 ülkeyi kapsayan 26 bankacılık krizi ve 76 döviz krizi incelenmiştir.	Bankacılık ve döviz krizlerinin finansal serbestleşme ile ilgili olduğu krizlerin birbirini tetikleyici ve aynı anda oluştuğu ekonomilerde toparlanmaların daha zor olduğu dolayısıyla bulaşma etkilerinin daha detaylı incelenmesi gerekliliği anlaşılmıştır. Finansal serbestleşmenin düzenlemeler neticesinde hayata geçirilmesi sonucuna varılmıştır.

Tablo 4.1. Literatür (Devamı)

Yazar	Yöntem-Örneklem	Sonuç
Ercan Uygur (2001)	2000 ve 2001 krizleri finansal baskı endeksi oluşturularak incelenmiştir.	Türkiye'nin Kasım 2000-Şubat 2001 yılları için o dönemde tartışılan kriz var mı? Sorusunu FBE kullanılarak evet kriz vardır şeklinde cevaplandırılmıştır.
Sayim Işık- Adil Korkmaz-Koray Duman(2004)	Q1-1991 ve Q1-2001 verilerini kapsayan ile faktör analizi tekniği kullanılmıştır.	Türkiye'nin 1994 ve 2001 krizlerinin para ikamesi, bankacılık sistemin kırılgan yapısı ve artan talep patlamasından kaynaklı olduğu tespit edilmiştir
Cevat Gerni-Selçuk Emsen-M.Kemal Değer (2005)	1990-2004 yılları arası aylık verilerle LPM ve Logit modeli kullanılmıştır.	1990 sonrası dönemde yaşanan krizlerin başlıca sebebi olarak ekonomik liberalizasyon olduğu ve uygulanan genişlemeci politikalarla suni refah artışı yaşandığı sonucuna varılmıştır.
Andrea Terzi (2005)	Bankacılık ve Finansal krizler üzerine kalem aldığı yazısında 30 yıllık bir finansal sistem incelemesi yapmıştır.	Para birimlerini eşitsiz kılan uluslararası parasal ödeme sisteminin olması gereken herhangi bir finansal modelin arkasındaki temel faktörlerden biri olarak kabul edilmiş fakat sistem istikrarsızlık riski taşığından güvenilmezdir yorumu yapılmıştır.
Verlis C.Morris (2010)	1997-2010 yılları arasında Jamaika için toplu finansal istikrar endeksi oluşturularak kriz tahmini yapılmıştır.	19 veri kullanılarak 4 ayrı alt endekse toplam finansal istikrar endeksi hesaplanıp krizi erken tespit etmek amaçlanmıştır. Çalışma bulgularına göre 2010 yılında Jamaika'da finansal kriz yaşanacaktır. Para arzının mevsimsel koşullardan etkilenerek enflasyonist etki yaratacağı tespit edilmiştir.
Murillo Campelloa- John R. Grahamb-Campbell R. Harvey(2010)	ABD, Avrupa ve Asya'da 1050 Finans uzmanı ile 2008 küresel krizi sonrasında yaşanan kredi kısıtlamasının etkileri anket ile araştırılmıştır.	Kredi kısıtlamaları sonucunda 39 ülkede firmaların %90'nın cazip olduğunu düşündüğü projelere yatırım yapmasını engellemiştir. Krizin reel yatırımı sistematik olarak etkilediğini ancak şirketler arasında eşitsiz olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 4.1. Literatür (Devamı)

Yazar	Yöntem- Örneklem	Sonuç
Karsten Kohler (2019)	GOÜ için endojen patlama-çöküş modelini pro-döngüsel açıdan Minskyan çerçevede incelemiştir.	Sermaye akımının istikrarsızlığı artırdığı ancak iş döngüsü nihayetinde iç bilançolardaki yabancı para borcunun pro-döngüsel bir döviz kuruyla etkileşiminden içsel olarak kaynaklandığı sonucuna varılmıştır.
Mesut Alper Gezer-Ramazan Kılıç (2020)	2004-2017 yılları arası çeyreklik verilerle Toplu Finansal İstikrarsızlık Endeksi oluşturup Linear ve Non-Linear ARDL Modeli yapılmıştır.	Bulgular neticesinde Türkiye’de 2004-2017 yılları arasında Toplu Finansal İstikrarsızlık Endeksinden reel ekonomiye doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Finansal sistemde sağlanan istikrarın ve gelişmelerin reel ekonomi üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Mahmut Özbek(2021)	1992-2019 yılları arası aylık ve 1998-2019 yılları arası çeyreklik olmak üzere iki probit model kullanılmıştır	Modelde Finansal Baskı Endeksi oluşturulup bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Modelde krizin öncü göstergelerinin olup olmadığı tahmin edilmiştir. Sonuç olarak MB rezervleri, TCMB gecelik faiz oranları, doğrudan yabancı yatırımların GSYH’ya oranı değişkenlerinin öncü gösterge olduğu tespit edilmiştir.

Literatür incelemesi sonucunda, ulusal ve uluslararası düzeyde finansal istikrarı konu alan çok sayıda çalışmanın varlığı tespit edilmiştir. Bu çalışmalarda genellikle döviz kuru, kredi büyümesi, faiz oranları, rezerv seviyeleri, siyasi istikrar ve dış açıklar gibi makroekonomik değişkenlerin kriz üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Örneğin, Frankel ve Rose (1995), 1971-1992 döneminde 100'den fazla gelişmekte olan ülkeye yönelik yaptıkları panel veri analizinde, yurtiçi kredi genişlemesi, yüksek faiz oranları ve düşük rezerv seviyelerinin finansal krizleri tetiklediğini ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde, Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1995) çalışmasında, devalüasyonlar ve siyasi istikrarsızlık gibi unsurların spekülasyonlara neden olduğu vurgulanmıştır. Reinhart ve Kaminsky (1999) ise bankacılık ve döviz krizlerinin çoğu zaman birlikte ve finansal serbestleşme süreçleriyle bağlantılı olarak ortaya çıktığını tespit etmiştir. Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda da benzer bulgulara ulaşılmıştır. Örneğin, Uygur (2001), Finansal Baskı Endeksi kullanarak 2000-2001 krizlerini analiz etmiş ve krizin varlığını bu endeksle doğrulamıştır. Sayim Işık ve diğ. (2004) ise Türkiye’deki krizlerin, para

ikamesi ve bankacılık sektörünün kırılganlığı gibi içsel dinamiklerden kaynaklandığını belirtmişlerdir.

Tüm bu çalışmalar, finansal krizlerin nedenlerini farklı bakış açılarıyla ortaya koyarken; genel olarak makroekonomik ve yapısal göstergelere odaklanmışlardır. Bu bağlamda, bu tez çalışması finansal istikrar kavramını işsizlik değişkeni üzerinden ele alarak, söz konusu ilişkiyi farklı bir perspektiften incelemeyi amaçlamaktadır. Bu yönüyle çalışma, mevcut literatüre özgün bir katkı sağlamayı hedeflemektedir.

4.2. Model, Veri Seti ve Yöntem

Çalışmanın bu aşamasında ampirik analizde kullanılan model, veri seti ve yöntemle dair bilgiler paylaşılmıştır.

4.2.1. Araştırma modeli ve veri seti

Bu çalışma 1.çeyrek 2010 ile 3.çeyrek 2024 dönemleri arasında Türkiye’de finansal sektör bileşenlerinin reel sektöre etkisini incelemek amacıyla yapılmıştır. İlk aşamada Johansen Eşbütünleşme Testi yapıp bulgular yorumlanmış ardından ilgili değişkenler arasında Toda-Yamamoto Testi aracılığıyla nedensellik analizi yapılmıştır. Çalışmada kullanılan veri seti aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4.2. Değişken Tanımı

Değişken	Tanımı
un(bağımlı değişken)	İşsizlik oranı
lnborc(bağımsız değişken)	Firmaların döviz cinsinden yükümlülükleri
kredi_gsyh(bağımsız değişken)	Finansdışı özel sektöre verilen kredilerin GSYH’ya oranı
fbe (Toda-Yamamoto testinde kullanılmıştır)	Finansal baskı endeksi

İlgili veriler TCMB Elektronik veri dağıtım sistemi (Evds), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Bank of International Settlements (BIS)’den temin edilmiştir.

4.2.2.Yöntem

Çalışmada yer alan zaman serilerinin durağanlık düzeyleri, ampirik analizlerin sağlıklı yürütülebilmesi açısından öncelikle test edilmiştir. Bu amaçla, en yaygın kullanılan birim kök testlerinden Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri uygulanmıştır. Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen ADF Testi, klasik Dickey-Fuller testinin genişletilmiş halidir. Serinin kendi gecikmeli değerlerine dayalı olarak otoregresif süreç içindeki birim kök varlığını sınar.

Ho (Null hipotezi): Seride birim kök vardır, yani seri durağan değildir.

H₁ (Alternatif hipotez): Seride birim kök yoktur, yani seri durağandır.

ADF testi, aşağıdaki regresyon modeli temel alınarak uygulanır.

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \pi_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Regresyon modelinde, y_t : analiz edilen zaman serisini, Δ : birinci farkı, t : zaman trendini, ε_t hata terimini ve p : gecikme uzunluğunu temsil etmektedir. Modelde γ katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı, serinin durağanlığı hakkında bilgi verir. $\gamma=0$ hipotezi reddedilirse, seri durağandır.

Phillips-Perron (PP) testi, Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilmiş olup, ADF testine benzer şekilde serinin birim kök içerip içermediğini test eder. Ancak PP testi, hata terimlerinde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarını parametre tahminlerinde düzeltme yaparak ele alır.

Hipotezler bu şekildedir;

Ho: Seride birim kök vardır (durağan değildir).

H₁: Seride birim kök yoktur (durağandır).

PP modeli bu şekildedir: $\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$

Birinci sıra farkları durağan olan seriler arasında uzun dönem ilişkinin olup olmadığı eş bütünleşme analizi ile belirlenmektedir. Bu çalışmada değişkenler arasında eş bütünleşme varlığı Johansen testi kullanılarak incelenmiştir. İki veya daha fazla serinin aynı düzeyde

bütünleşik olması durumunda, seriler arasında uzun dönemli denge ilişkilerinin var olup olmadığını test etmek amacıyla Johansen eşbütünleşme testi kullanılır. Bu test, Johansen (1991) tarafından geliştirilmiştir ve çok değişkenli zaman serisi analizinde yaygın şekilde tercih edilmektedir.

Johansen testi, Trace Testi ve Maximum Eigenvalue (En Büyük Özdeğer) Testi olmak üzere iki farklı test istatistiği sunar. Her iki test için hipotezler aşağıdaki gibidir,

H_0 (Null Hipotezi): Eşbütünleşme ilişkisi yoktur ($r = 0$ eşbütünleşme vektörü yok).

H_1 (Alternatif Hipotez): En az bir eşbütünleşme vektörü vardır ($r \geq 1$).

Johansen testi birinci sıra farkların ECM(Error Correctim Model) formülü;

$$\Delta \mathbf{x}_1 = \Gamma_t \Delta \mathbf{x}_{t-1} + \dots + \Gamma_{k+1} \Delta \mathbf{x}_{t-k} + \Pi \mathbf{x}_{t-k} + \eta + \varepsilon_t \text{ ve } \varepsilon_t \sim N(\mathbf{0}, \Lambda) \quad t=1, \dots, T \quad (3)$$

$$H_1(r): \Pi = \alpha \beta' \text{ dır.}$$

Burada α β ($n \times n$) boyutundaki matrislerdir. Π ve Γ katsayı matrisleridir. Δ fark denklemini k ise gecikme uzunluğunu, η ($n \times 1$) vektör sabit değeri, Λ ($n \times n$) kovaryans matrisini göstermektedir. $H_1(r)$ belli şartlar altında Δx_1 sürecinin durağan olduğunu varsaymaktadır. Yani eşitlikte $I(0)$ olduğundan sağ tarafın durağan olması ancak Πx_{t-k} 'nin durağan olmasıyla gerçekleşir.

$$\Lambda \max = T \sum \mathbf{i} = \mathbf{r} + \mathbf{1} \ln(1 - \Lambda \mathbf{i}), \mathbf{r} = \mathbf{0}, \dots, \mathbf{n} - \mathbf{1} \quad (4)$$

Hata Düzeltme Modeli (VEC-Vektor Error Correction) Granger (1987) çalışmasında geliştirilmiş modeldir ve zaman serileri arasındaki kısa ve uzun dönem dengesizliğinin giderilmesi için kullanılmaktadır. Uzun dönemde birlikte hareket eden iki serinin kısa dönem dinamiklerini araştırmak amacıyla hata düzeltme modeli VECM tahmin edilmektedir bu sebeple çalışmada bütünleşme ilişkisi bulunan değişkenler arasında Hata Düzeltme Modelinin kullanılması gereklidir.

$$\Delta g = t\beta_0 + \beta_1 \Delta GINI_t + \beta_2 ecm_{t-1} + u_t \quad (5)$$

Formülde, Δ fark denklemini, β_0 , β_1 , β_2 parametre değerlerini, ecm hata düzeltme model terimini, u ise hata terimini göstermektedir. Johansen Eşbütünleşme Testi yapıldıktan sonra modele sına testleri uygulanır ve bulgular yorumlanır.

Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen yöntem geleneksel Granger testinin aksine, serilerin bütünleşme düzeyi veya eşbütünleşme ilişkisine bakılmaksızın nedensellik testi yapılmasına olanak tanır. Serilerin I(0), I(1) veya I(2) düzeyinde olmasına izin verir. VAR modeline ek olarak maksimum bütünleşme derecesi kadar modele gecikme eklenerek test yapılır. Wald testi temel alan bir nedensellik analizi yapılır.

Hipotezler;

Ho (Null Hipotezi): X değişkeni, Y değişkeninin nedeni değildir (nedensellik yok).

H₁ (Alternatif Hipotez): X değişkeni, Y değişkeninin nedenidir (nedensellik var) şeklindedir.

Uygulama aşağıdaki sıralama ile yapılmaktadır.

- Serilerin maksimum bütünleşme derecesi (dmax) birim kök testleriyle belirlenir.
- Uygun gecikme uzunluğu (k) seçilir.
- Gecikme uzunluğu (k+dmax) olan genişletilmiş VAR modeli kurulur.
- Genişletilmiş modelin sadece ilk k gecikme terimlerine Wald testi uygulanarak nedensellik değerlendirilir.

VAR Modeli aşağıdaki gibidir;

$$Y_t = \alpha + i = 1 \sum_{k=0}^{dmax} \beta_i Y_{t-i} + i = 1 \sum_{k=0}^{dmax} \gamma_i X_{t-i} + \epsilon_t \quad (6)$$

Burada X ve Y, test edilen iki zaman serisidir. Wald testi sadece ilk k gecikmeli γ katsayıları için uygulanır. Eğer Wald testi sonucunda Ho hipotezi reddedilirse, X değişkeni Y değişkeninin Granger nedeni olarak kabul edilir. Toda-Yamamoto yöntemi sayesinde serilerin seviyesinde durağan olup olmadıkları dikkate alınmadan daha güvenilir nedensellik analizi yapılabilir. Eviews10 paket programı kullanılarak analizler yapılmıştır.

4.3. Analiz Bulguları

Çalışmanın bu kısmında elde edilen analiz bulguları yorumlanacaktır. İlk aşamada birim kök test sonuçları daha sonra sırasıyla var gecikme uzunluğu, Johansen Eşbütünleşme Testi/ sınama testleri, ECM Regresyon analizi, Toda-Yamamoto analiz sonuçlarına yer verilecektir.

Tablo 4.3. Birim Kök Test Sonuçları

ADF Birim Kök		un	lnborc	kredi_gsyh	fbe
Düzyey	Test İstatistiği	-0.51	-2.95	-0.05	-6.74*
	Kritik değer	%1:-2.60	%1:-4.12	%1:-4.12	%1:-4.12
		%5:-1.94	%5:-3.49	%5:-3.48	%5:-3.48
		%10:-1.61	%10:-3.17	%10:-3.17	%10:-3.17
	Olasılık	0.48	0.15	0.99	0.00
1.fark	Test İstatistiği	-4.99*	-3.82**	-7.30*	
	Kritik değer	%1: -2.60	%1:-4.12	%1:-4.12	
		%5: -1.94	%5:-3.49	%5:-3.49	
		%10: -1.61	%10:-3.17	%10:-3.17	
	Olasılık	0.00	0.02	0.00	

Not: * %1 anlamlılık düzeyini ** %5 anlamlılık düzeyini temsil etmektedir. Parantez içindeki değerler tablodaki kritik değerleri göstermektedir.

PP Birim Kök		un	lnborc	kredi_gsyh	fbe
Düzyey	Test istatistiği	-0.74	-2.89	0.53	-6.74*
	Kritik değer	%1:-2.60	%1:-4.12	%1:-4.12	%1:-4.12
		%5:-1.94	%5:-3.48	%5:-3.48	%5:-3.48
		%10:-1.61	%10:-3.17	%10:-3.17	%10:-3.17
	Olasılık	0.39	0.17	0.99	0.00
1.fark	Test istatistiği	-5.00*	-3.87**	-7.48*	
	Kritik değer	%1:-2.60	%1:-4.12	%1:-4.12	
		%5:-1.94	%5:-3.48	%5:-3.48	
		%10:-1.61	%10:-3.17	%10:-3.17	
	Olasılık	0.00	0.0193	0.00	

Not: * %1 anlamlılık düzeyini ** %5 anlamlılık düzeyini temsil etmektedir. Parantez içindeki değerler tablodaki kritik değerleri göstermektedir.

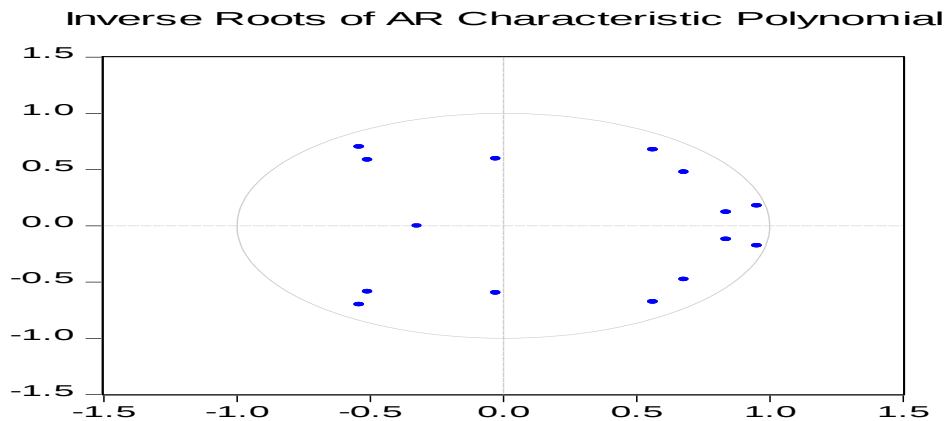
Tablo 4.3'te modelde kullanılan 3 değişkenin birim kök test sonucu verilmiştir. Tablodaki sonuçlara istinaden un, lnborc ve kredi_gsyh serilerinde H_0 hipotezi reddilemez yani seride birim kök vardır sonucuna ulaşılmıştır. 3 değişkenin birinci farkı alındığında H_0 hipotezi rededilerek serilerin $I(1)$ 'de durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Fbe serisi incelendiğinde $\text{prob } 0.00 < 0.05$ olduğundan H_0 rededilir ve seride birim kök yoktur. Seri düzeyde durağandır sonucuna ulaşılmıştır. Bu değişken sadece Toda-Yamamoto modelinde kullanılacağı için düzeyde durağan olması herhangi bir sorun yaratmamaktadır. Durağanlık koşulu sağlanmış olup bir sonraki adıma geçilecektir.

Tablo 4.4. VAR Modeli İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-235.9783	NA	1.401340	8.851048	8.961547	8.893663
1	-58.12629	329.3555	0.002697	2.597270	3.039267*	2.767731*
2	-46.90049	19.54121	0.002493	2.514833	3.288327	2.813139
3	-43.74452	5.143062	0.003122	2.731279	3.836270	3.157430
4	-38.65525	7.728156	0.223666	2.876120	4.312609	3.430118
5	-17.08838	30.35337*	0.002363*	2.410681*	4.178666	3.092523

Modelin uygun gecikme uzunluğu Sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) (LR) ,Final prediction error (FPE) ve Akaike information criterion (AIC) bilgi kriterlerine göre uygun gecikme sayısı 5 seçilmiştir. Bir sonraki aşamada AR Karakteristik Polinom sonuçları verilmiştir.

Şekil 4.1. AR Karakteristik Polinom Grafiği



Tablo 4.5. AR Karakteristik Polinom Tablosu

Root	Modulus
0.954072 - 0.177508i	0.970445
0.954072 + 0.177508i	0.970445
-0.538704 - 0.700990i	0.884075
-0.538704 + 0.700990i	0.884075
0.564014 - 0.676707i	0.880933
0.564014 + 0.676707i	0.880933
0.839177 - 0.121287i	0.847896
0.839177 + 0.121287i	0.847896
0.681173 - 0.477060i	0.831615
0.681173 + 0.477060i	0.831615
-0.506771 - 0.585226i	0.774149
-0.506771 + 0.585226i	0.774149
-0.025075 - 0.595180i	0.595708
-0.025075 + 0.595180i	0.595708
-0.320527	0.320527

Şekil 4.1’de AR Karakteristik polinom grafiği, Tablo 4.5’de ise AR Karakteristik polinom tablosu verilmiştir. Var analizi ile uygun gecikme sayısı tespit edildikten sonra model tekrar tahmin edilerek AR grafiği ve modül değerlerine bakılır. Beklenen tüm noktaların grafik içerisinde yer alması ve modül tablosundaki değerlerin 1’den küçük olmasıdır. Yukarıdaki değerler incelendiğinde tüm değerlerin birden küçük olduğu ve noktaların grafik içerisinde yer aldığı görülmektedir. Johansen eşbütünleşme için uygun gecikme sayısı belirlendikten sonra değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı test edilir. Test sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 4.6. Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları

Hipotez	Trace Test		Max-Eigen Statistic	
Denklem	Test istatistiği	Kritik değer (%5)	Test istatistiği	Kritik değer (%5)
0	46.75837*	29.79707	35.50683*	21.13162
1	11.25154	15.49471	9.843434	14.26460
2	1.408104	3.841466	1.408104	3.841466

Not: * olan yerlerde Ho hipotezi reddedilerek eşbütünleşme ilişkinin varlığı ifade edilir.

Tablo 4.7. Model Sınama Test Sonuçları

Test	Hipotez	Olasılık değeri (Prob)
Serisel Korelasyon LM Test	Ho rededilemez	0.56>0.05
Heterokedastisite Test	Ho rededilemez	0.42>0.05
Jarque Bera Normallik Testi	Ho rededilemez	0.94>0.05

Johansen testi yapıldıktan sonra model sınama yöntemiyle serinin değişen varyans, otokorelasyon ve normallik testlerine bakılarak modelin güvenilirliği test edilir. Tablo 4.7’de sınama testleri sonuçları gösterilmektedir. Serisel Korelasyon Lm testi ile hata terimlerinde otokorelasyon olup olmadığı tespit edilir. Ho hipotezi: Modelin hata terimlerinde serisel korelasyon yoktur. Alternatif hipotez ise serisel korelasyon vardır şeklinde kurulur. Veriler incelendiğinde $0.56 > 0.05$ olduğundan Ho rededilemez hata terimlerinde serisel korelasyon yoktur sonucuna varılır. Heterokedastisite Test ile hata terimlerinin varyansının sabit olup olmadığı test edilir. Ho hipotezi: Hata terimlerinin varyansı sabittir. Alternatif hipotez ise değişen varyansa sahiptir şeklinde kurulur. $0.42 > 0.05$ olduğundan Ho rededilemez yani hata terimlerinin varyansı sabittir. Benzer şekilde Jarque Bera testi ile normallik testi yapılır. Ho hipotezi: hata terimlerinin normal dağıldığı üzerine H_1 hipotezi ise normal dağılmadığı üzerine kurulur. Test sonucu $0.94 > 0.05$ olduğundan Ho rededilemez hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu görülür.

Yukarıdaki bulgular neticesinde modelde sabit varyansın olduğu, otokorelasyon sorunun olmadığı ve hataların normal dağılım gösterdiği anlaşılmıştır. Modelin güvenilirliği test edildiğinden Johansen test sonuçları yorumlanabilir. Tablo 4.6’da görüldüğü üzere Johansen eşbütünleşme testi sonucunda 1 adet eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Bu, serilerin uzun dönemli birlikte hareket ettiklerini ve aralarında istikrarlı bir denge ilişkisi olduğunu göstermektedir. Seriler arası uzun dönemli ilişkinin varlığı tespit edildikten sonra hata düzeltilmiş modeli uygulanarak seriler arasındaki kısa dönem ilişkisi incelenir.

Tablo 4.8. VECM Regresyon Analizi

Değişkenler	Katsayı	Standart sapma	Olasılık değeri
dkredi_gsyh	0.025150	0.019247	0.19
dlnborc	-3.129420	2.126045	0.14
ecm(-1)	-0.107120	0.066160	0.11
c	-0.014161	0.071508	0.84

Hata düzeltme modeli yapılırken seriden bir hata terimi katsayısı elde edilir ve bu katsayının düzeyde durağan olması gereklidir. Hata terimi elde edildikten sonra düzeyde durağan olduğu tespit edilmiş daha sonradan model tahmin edilmiştir. Kurulan hata düzeltme modelinde, bir önceki dönemden gelen uzun dönem dengesizlik yaklaşık kaç dönem sonra dengeye geleceğine yönelik tahmin yapılır ve hata düzeltme teriminin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekir. Tablo 4.8 incelendiğinde, hata düzeltme teriminin negatif olduğu fakat 0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 4.9. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları

Nedenselliğin yönü	Ki-kare test istatistiği	Ki-kare olasılık değeri	Sonuç
lnborc→un	10.5639	0.06074	Nedensellik yok
kredi_gsyh→un	36.1750	0.0008*	Nedensellik var
fbe→un	29.5901	0.00175*	Nedensellik var
un→fbe	16.9488	0.0045*	Nedensellik var
lnborc→fbe	15.8585	0.0072*	Nedensellik var
kredi_gsyh→fbe	21.6366	0.0061*	Nedensellik var
un→lnborc	7.5111	0.1853	Nedensellik yok
kredi_gsyh→lnborc	28.7163	0.000263*	Nedensellik var
fbe→lnborc	23.3476	0.002896*	Nedensellik var
un→kredi_gsyh	7.5509	0.1827	Nedensellik yok
lnborc→kredi_gsyh	15.1078	0.0099*	Nedensellik var
fbe→kredi_gsyh	47.7799	0.0039*	Nedensellik var

Not: * olan yerlerde Ho hipotezi reddedilerek nedensellik ilişkisinin varlığı ifade edilir.

Gerekli testler yapıldıktan sonra $k+d_{max}=6$ şeklinde bulunduktan sonra ($k=5$ uygun gecikme uzunluğu, $d_{max}=1$ bütünleşme derecesi) analizde kullanılan 4 değişken arasında VAR(6) modeli yapılmıştır. Her değişken için gecikme değerlerinin katsayılarına Wald Testi

uygulanarak nedenselliğin olup olmadığı araştırılmıştır. Olasılık değerinin %5'ten küçük olması halinde H_0 hipotezi reddedilirken, olasılık değerinin %5'ten büyük olması halinde nedenselliğin varlığını ifade eden H_1 hipotezi reddedilememektedir.

Tablo 4.9'da verilen bilgiler ışığında, işsizlik oranı- finansal baskı endeksi arasında, finansal baskı endeksi-finance dışı özel sektöre verilen kredi/gsyh arasında, firma borçluluğu- finansal baskı endeksi arasında ve firma borçluluğu ile finans dışı sektöre verilen kredi/gsyh arasında çift yönlü güçlü bir nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir. Finance dışı özel sektöre verilen kredi/gsyh'dan işsizlik oranına doğru tek taraflı bir nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir.

İşsizlik oranından, finance dışı özel sektöre verilen kredi/gsyh'ya doğru bir nedensellik ilişkisi mevcut değildir. Benzer şekilde firma borçluluğundan işsizlik oranına ve işsizlik oranından firma borçluluğuna doğru bir nedensellik olmadığı ki-kare olasılık değerlerinin 0.05'den büyük olması sebebiyle tespit edilmiştir. Sonuç olarak kredi_gsyh oranı, diğer üç değişken üzerinde nedensel belirleyicisi olarak güçlü bir etkiye sahiptir. Finansal baskı endeksi ise diğer değişkenlerden hem etkilenmekte hem de onları etkilemektedir.



5. SONUÇLAR VE ÖNERİLER

Bu çalışmada, makroekonomik göstergeler arasında uzun ve kısa dönemli ilişkilerin ortaya konulması amacıyla zaman serisi analizleri uygulanmıştır. İlk olarak, serilerin durağanlık düzeyleri ADF ve PP birim kök testleriyle incelenmiş ve tüm değişkenlerin birinci farklarında durağan oldukları tespit edilmiştir. Bu bulgu doğrultusunda, seriler arasında uzun dönemli denge ilişkisi olup olmadığını test etmek için Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır.

Johansen testi sonuçlarına göre, seriler arasında bir adet eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiş ve bu doğrultuda VECM (Hata Düzeltme Modeli) kurulmuştur. VECM sonuçlarına göre hata düzeltme teriminin negatif işareti, modelin uzun dönem dengeye dönüş özelliğine sahip olduğunu göstermektedir. Ancak, hata teriminin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir bu sonuç ilgili dönemlerde istikrarsız bir ekonominin varlığına işaret etmektedir. Çalışmanın bir diğer önemli aşaması, değişkenler arasındaki yönlü ilişkilerin belirlenmesidir. Bu kapsamda, Toda-Yamamoto nedensellik testi uygulanmış ve değişkenler arasında çok yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.

Reel sektörü temsilen atanan işsizlik değişkeninin çalışmadaki üç değişkenle ifade etmek elbette yetersiz olacaktır fakat finansal piyasalar tarafından izah edilmesi açısından bu değişkenler kullanılmıştır. Finansal istikrar ve işsizlik oranı arasında bir ilişkinin varlığını araştırmak çalışmayı bu yönüyle farklı kılmaktadır. Elde edilen bulgular, özellikle kredi kanalının reel sektör üzerindeki etkisinin önemine işaret etmektedir. Kredi genişlemesi, ilk etapta ekonomik faaliyetlerin canlanmasına katkı sağlarken ilerleyen dönemlerde aşırı borçlanma, firma ve hanehalkı finansman dengelerini bozarak sistemik riskleri artırabilir. Finansal baskı endeksinin artması ekonomide bir finansal riskin varlığını gösterir. Böyle bir ekonomide döviz cinsinden borçlar, kur şoklarına karşı önemli bir kırılganlık kaynağı olacaktır. Faiz oranlarındaki oynaklıklar ise hem finansal karar alıcıların hem de yatırımcıların beklentilerini olumsuz etkileyerek reel sektör faaliyetlerini baskılayabilmektedir. Elde edilen bulgular sonucunda, makroekonomik değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Kredi büyümesinin hem borçluluk hem de iş gücü piyasası üzerindeki etkisini doğrulamıştır. Bulgular, özellikle politika yapıcılar açısından kredi genişlemesinin dikkatle yönetilmesi gerektiğini, aksi durumun borç dinamikleri ve istihdam piyasası üzerinde kalıcı etkiler yaratabileceğini göstermektedir.

KFE, döviz kuru ve BİST100’de yaşanan aşırı değerlenme hali yorumlandığında, bu piyasalarda yaşanan spekülâtif davranışların artması ve varlık balonlarının oluşması, yalnızca fiyat istikrarı açısından değil, aynı zamanda makroekonomik sürdürülebilirlik ve sosyal refah açısından da ciddi tehditler barındırmaktadır. Bu bağlamda, finansal piyasalarda istikrarı sağlayacak önlemlerin alınması, para politikasının yanında maliye politikasının varlığı ve regülasyon alanlarında bütüncül bir yaklaşımla ele alınmalıdır.

Özetle, Minsky’nin ‘İstikrar, istikrar bozucudur’ söylemi 2010-2024 dönemleri arasında Türkiye ekonomisi açısından nispeten geçerli olduğu söylenebilir. 2010 yılları sonrasında yaşanan kısa vadeli sermaye hareketliliği, kredi genişlemesi, diğer dönemlere görece kurdaki istikrar iktisadi aktörlerin sonraki dönemlerde daha cüretkâr olmasına sebep olmuştur. Firmalar ve hanehalkı borçlanma finansmanlarını hedgeden-ponziye dönüştürmüş ve ekonomi bir borç sarmalına girmiştir. Bunlara ek olarak kur ve faizde yaşanan şoklar ekonomiye daha büyük zararlar vermiştir. Özel sektör borçluluğun artması firmaların hem kısa hem de uzun dönem yükümlülükleri yerine getirememesi domino etkisi yaratarak diğer firmalara yayılmıştır. Son olarak da hem finansal hem de reel sektörde olumsuz etkiler bırakmıştır. Buradan hareketle politika yapıcılar, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarın sürdürülebilir olması için yalnızca kriz anlarında değil, kriz öncesi dönemlerde de emek yanlı kamu politikalar uygulayarak hane halkı yaşam biçimlerini iyileştirmeye yönelik kararlar vermeli. İstihdam yaratan alanlarda yatırım yapılmalı veya yatırımlara aracı olarak hem işveren hem de çalışana yönelik politika setleri uygulanmalıdır. Üretimi destekleyen-teşvik eden uygulamalarla reel sektörü güçlendirmek ve aynı zamanda aşırı finansallaşmanın önüne geçmek için regülasyonlar yapılmalıdır. Ekonomik planlama süreçlerinde finansal ve reel sektör etkileşimi birlikte değerlendirilerek, daha bütüncül ve uyumlu makro politikalar tasarlanmalıdır.

Çalışmanın bulguları, politika yapıcılar açısından kredi büyümesi ve borçluluk oranlarının yönetimi konusunda önemli ipuçları sunmakta; sürdürülebilir bir ekonomik yapı için mikro ve makro düzeyde önleyici tedbirlerin gerekliliğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, bu çalışma yalnızca belirli bir ülke ve zaman aralığını temel aldığı için, sonuçların daha geniş bir geçerlilik kazanması amacıyla, farklı ülkeleri kapsayan karşılaştırmalı çalışmalar, panel veri analizleri ve farklı dönemsel kriz etkilerini dikkate alan yapısal modellemelerle yeniden ele alınması büyük önem taşımaktadır. Böyle bir yaklaşım, yalnızca mevcut sonuçların sınanmasını değil, aynı zamanda yeni politika önerilerinin geliştirilmesini de mümkün kılacaktır.

KAYNAKÇA

- Akçaçı, T., Bakan, S.(2015). Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Ekonomisi İçin Beklenti Kanalinın Geçerliliği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (44), 68-78.
- Akkoç, S. (2023). 2018 Kur Şoku Ve Türkiye Ekonomisine Yansımaları. *International Review of Economics and Management*, 11,(2), 75-96.
- Alper, C.E., Önis, Z.,(2002). Emergng Market Crises And The Imf: Rethinking The Role Of The Imf In The Light Of Turkey's 2000-2001 Financial Crises. 1-20.
- Bağcı, E., Tekin, Ü.T.(2020). Türkiye İktisat Politikalarının Tarihsel Gelişimi ve Günümüze Yansımaları. *R&S Research Studies Anatolia Journal*, 3,(3), 175-188.
- Bahar, O., Erdoğan, E.(2011). 1994 ve 2000 Krizleri Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Finansal Regülasyon Politikaları. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 27, 1-19.
- Bank of International Settlements (BIS). (1 Mayıs 2025). <https://www.bis.org/index.htm>
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2002). *2001 Yılı Faaliyet Raporu*. <https://www.bddk.org.tr/KurumHakkinda/EkGetir/5?ekId=240>
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2019). *2018 Yılı Faaliyet Raporu*. https://www.fkb.org.tr/Sites/1/upload/files/BDDK_2018_Faaliyet_Raporu-2128.pdf
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2021). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeler Raporu – Aralık 2020*. <https://www.bddk.org.tr/Duyuru/Detay/733>
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2025). *29 Mart 2025 haftasına ilişkin haftalık bülten*. https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/haftalik_bulten_20240329.pdf
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2025). *Mart 2025 aylık bülten*. https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/bulten_202403.pdf
- Boratav, K., Yeldan, E., (2001). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, And Patterns Of Distribution. 1-49.
- Borsa İstanbul (BİST). (1 Mart 2025). *BİST 100 Endeksi tarihsel verileri*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/tr/market-data/endeksler/bist-100-endeksi>
- Campello, M., Graham, J. R., Harvey, C. R. (2010). The Real Effects Of Financial Constraints: Evidence From A Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 97,(3), 470–487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.005>
- Cin, M.F.(2012). *Post-Keynesyen İktisat*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Çalışkan, Ş.(2010). Türkiye’de Gelir Eşitsizliği ve Yoksulluk. Sosyal Siyaset Konferansları, Sayı: 59, 2010/2, s. 89–132. *Sosyal Siyaset Konferansları*, (59), 89–132.
- Çelikel Danışoğlu, A.(2007). Para Krizleri: Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 1-11.

- Davidson, P.(1982). Rational expectations: a fallacious foundation for studying crucial decision-making processes. *Journal of Post Keynesian Economics*, 5,(2), 182-198.
- Delice, G.(2003). Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20), 57-81.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427–431. <https://www.jstor.org/stable/2286348>
- Eckhard, H.(2009). A (Post-) Keynesian perspective on "financialisation" (IMK Study No.1/2009). *Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)*, 1-59.
- Eichgreen, B., Rose, A.K., Wyplosz, C.(1995). Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy: A European Forum*. <https://doi.org/10.2307/1344591>
- Emin, D.(2017). Türkiye'nin Finansal Krizleri ve Göstergeleri. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9,(17), 115-128.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: Representation, estimation, and testing. *Econometrica*, 55(2), 251–276. <https://www.jstor.org/stable/1913236>
- Erdem, E. (2017). *Para Banka Ve Finansal Sistem*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Eroğlu, N., Kara, F.,(2017). Türkiye’de Makro İhtiyatı Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi. *İstanbul İktisat Dergisi*, 67, 59-88.
- Ersoy, E., Ünlü, U.(2016). Tezgahüstü Türev Piyasa İşlemleri. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6,(1), s.143-162.
- Esen, E., Yıldırım, K.(2020). Post Keynesyen Ekonominin Metodolojik Temelleri. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 7,(1), 147-160.
- Esquivel, G.,Larraín, F. (1998). Explaining currency crises (Development Discussion Paper No. 666). *Harvard University, Harvard Institute for International Development*. 1-42. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=107725
- Frankel, J.A., Rose, A.K.(1995). Currency Crashes In Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics*, 41,(1996), 351-366.
- Gerni, C., Emsen, S., Değer, M.K., (2005). Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye’deki Ekonomik Krizlerin Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi*, (2), 11-29.
- Gezer, M.A., Kılıç, R. (2020). Türkiye’de Finansal İstikrarın Reel Ekonomiye Etkisi: Doğrusal ve Doğrusal Olmayan ARDL Modellemelerine Dayalı Olarak. *Sosyoekonomi*, 28,(46), 117-140.

- Güloğlu, B., Altunoğlu, E., (2002). Finansal Serbestlesme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Ve Türkiye Krizleri. *I.Ü. Siyasal Bilgiler Dergisi*, 107-134.
- Gündoğdu, A.(2016). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar: Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Hart, N., Kriesler, P.(2015). Post-Keynesian Economics: A User's Guide. *The Australian Economic Review*, 48,(3), 321–32.
- Hiç Birol, Ö., Hiç Gencer, A.(2014). Neo-klasik İktisat ve Neo-klasik Sentez. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16,(1), 259-280.
- International Monetary Fund. (2021). *Turkey: 2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Turkey* (IMF Country Report No. 21/110). <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/06/11/Turkey-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-50205>
- International Monetary Fund. (2023). *Republic of Türkiye: 2022 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report* (IMF Country Report No. 23/303). <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/08/17/Republic-of-Trkiye-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-and-Staff-Report-538023>
- Işık, S., Duman, K., Korkmaz, A., (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19,(1), 45-69.
- İşgüden, T., Köne, A.Ç.(2002). Ortodoks İktisat Üzerine Notlar. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 5, 97-108.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica*, 59(6), 1551–1580. <https://www.jstor.org/stable/2938278>
- Kahyaoğlu, H.(2007). *Türkiye’de Finansal Risklerin Reel Piyasalara Etkisi: Aktarım Mekanizmalarının Analizi (1829-2003)* [Yayımlanmış Doktora Tezi]. Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes Of Banking And Balance-Of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89,(3), 473–500. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.473>
- Kara, H.(2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*, 1-25.
- Karaca, Ç.(2021). *Kamu Maliyesi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Kaya, F.(2015). *Finansal Yönetim..* İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Kazdağlı, H.(1989). Servet Etkisi ve Önemi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7,(1-2), 53-73.

- Keller, R.(1983). Keynesian and Institutional Economics: Compatibility and Complementarity?. *Journal of Economic Issues*, 17,(4), 1087-1095.
- Keskin, N.(2018). Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme. *Yönetim Bilimleri Dergisi/Journal of Administrative Sciences*, 16,(31), 161-195.
- Keynes, J.M.(2024). *Para Üzerine Bir İnceleme*. (Çev.:Cihan Gerçek). İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Kindleberger, C.P., Aliber R.Z., (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan.
- Knight, F.H. (1921). *Uncertainty and Profit*. Cambridge: Houghton Company.
- Kohler, K. (2019). Exchange Rate Dynamics, Balance Sheet Effects, and Capital Flows: A Minskyan Model of Emerging Market Boom-Bust Cycles (PKES Working Paper No. 1906). *Post Keynesian Economics Society*. <https://postkeynesian.net/working-papers/1906/>
- Kregel, J.(2008). Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. *International Journal of Political Economy*, 37,(1), 3-23.
- Kutlu, M.Ö.(2013). *Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi* [Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi]. Ankara Üniversitesi.
- Laidler, D.E.W. (1982). *Monetarist Perspectives*. Cambridge: Harvard University Press.
- Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian economics: New foundations*. Massachusetts USA: Edward Elgar Publishing.
- Mayer, C.(2008). Trust in Financial Markets. *European Financial Management*, 14,(4), 617–632.
- Mill, J.S.(1848). *Principles of Political Economy*. Londra: Great Britian.
- Minsky, H.P.(1978). The Financial Instability Hypothesis: A Restatement. (Paper 180). Hyman P. Minsky Archive. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/180
- Minsky, H.P.(1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw
- Minsky, H.P.(2013). *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*. (Çev.:Oğuz Esen). Ankara: Efil Yayınevi.
- Morris, V. C. (2010, August). Measuring and forecasting financial stability: The composition of an aggregate financial stability index for Jamaica. *Financial Stability Department, Bank of Jamaica*. 1-19. https://boj.org.jm/uploads/pdf/papers_pamphlets/papers_pamphlets_Measuring_and_Forecasting_Financial_Stability_The_Composition_of_an_Aggregate_Financial_Stability_Index_for_Jamaica.pdf

- Orhangazi, Ö.(2019). Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları, Finansal Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri. *Mülkiye Dergisi*, 43,(1), 111-137.
- Öncel, H. (2012). Maliye Politikası. *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 19, 103-122.
- Özatay, F.(2019). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Özbek, M.(2021). *Finansal Krizler Ve Probit Model İle Krizlerin Tahmini: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme*. [Yayımlanmış Doktora Tezi]. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi.
- Öztürk, S., Gövdere, B., (2010). Küresel Finansal Kriz Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15,(1), 377-397.
- Phillips, P. C. B., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335–346. <https://www.jstor.org/stable/2336182>
- Ramos, R.(2019). A Minskyan Account of Emerging Currencies Dynamics. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42, (4), 638-661.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S.(2011). From Financial Crash to Debt Crisis. *American Economic Review* 101, 101,(5), 1676-1706.
- Ricardo, D.(1817). *The Principles of Political Economy and Taxation*. Kitchener: Batoche Books.
- Ricardo, D.(2016). *Ekonomi Politğin Ve Vergilendirmenin İlkeleri*. (Çev.:Tayfun Ertan). İstanbul: Belge Yayınları.
- Sezal, L.(2020). 2018 Ağustos Krizinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkisi. *Journal of Economics and Research*, 1,(1), 17-32.
- Shiller, R.J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Shleifer, A., Vishny, R.W.(2010). Unstable Banking. *Journal of Financial Economics*, 97, 306–318.
- Soylu, H.(2012). Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye. *Maliye Dergisi*, (157), 251-266.
- Şen, A., Altay, H.(2009). Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10,(1), 163-179.
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2022). *Yıllık Ekonomik Rapor 2022*. <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2022/10/Yillik-Ekonomik-Rapor-2022.pdf>
IMF
- TCMB (5 Nisan 2025). <https://www.tcmb.gov.tr/>
- Terzi, A. (2005). International Financial Instability In A World Of Currencies Hierarchy (DISCE Quaderno No. 64). *Università Cattolica del Sacro Cuore, Dipartimenti e Istituti di Scienze Economiche*. <https://ideas.repec.org/p/ctc/serie3/ief0064.html>

- Tiryaki, G.(2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında*. İstanbul: G.M. Matbaacılık ve Ticaret A.Ş.
- Toda, H. Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes. *Journal of Econometrics*, 66(1–2), 225–250.
- Türkiye Bankalar Birliği. (2023). *Türkiye Bankalar Birliği 2022-2023 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu*. https://www.tbb.org.tr/sites/default/files/son-eklenenler/faaliyet_rapor_2022-2023.pdf
- Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu (TÜBİTAK). (5 Mayıs 2025). *Piyasalar ve Türleri*. https://ansiklopedi.tubitak.gov.tr/ansiklopedi/piyasalar_ve_turleri
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2002). *Para Politikası Raporu*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b8888017-db6d-4936-b019-ca4143d254d3/ppr-nisan2002.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b8888017-db6d-4936-b019-ca4143d254d3-m3fBatd>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009). *Finansal istikrar raporu: Mayıs 2009, Sayı 8*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2009/Sayi+8>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2018). *Enflasyon raporu 2018-IV*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb%20tr/main%20menu/yayinlar/raporlar/enflasyon%20raporu/2018/enflasyon%20raporu%202018-iv>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2020a). *Finansal istikrar raporu: Kasım 2020, Sayı 31*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb%2Btr/main%2Bmenu/yayinlar/raporlar/finansal%2Bistikrar%2Braporu/2020/sayi%2B31>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2020b). *2021 yılı para ve kur politikası*. <https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e3eb0402-2ea1-43f6-a75f-a17abda0131f/2021ParaKurTR.pdf?MOD=AJPERES>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021). *2020 yılı yıllık faaliyet raporu*. <https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2020/files/tr-full.pdf>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.(1 Mart 2025). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS). <https://evds2.tcmb.gov.tr/>
- Türkiye İstatistik Kurumu. (1 Mart 2025). <https://www.tuik.gov.tr/>
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu*. 1-40.
- Ülger Danacı, Ö.(2022). TCMB'nin Covid-19 Salgını Sürecinde Uyguladığı Para Politikalarının Değerlendirilmesi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 36, (118), 101-130.
- Ünlü, E.(2016). Tezgahüstü Türev Piyasa İşlemleri. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6, (1), 143-162.

Wray, R.(2007). Post Keynesian View Of Central Bank Independence, Policy Targets, and The Rules Versus Discretion Debate. *Journal Of Post Keynesian Economics*, 30,(1), 119-141.

Yalçın, K.(2012). *Uluslararası Finansman*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Yamak, R., Korkmaz, Ö.(2015). Minsky Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15,(3), 51-70.

Yılmaz, D.(2009). Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*, 1-25.



ÖZGEÇMİŞ

İlk ve orta eğitimini Diyarbakır'da tamamladı. 2020 yılında Yalova Üniversitesi İktisat Bölümü'nden mezun oldu. Yalova Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nde yüksek lisans eğitimine devam etmektedir. Gebze Teknik Üniversitesi İktisat Bölümü'nde araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır.

TEZDEN TÜRETİLEN YAYINLAR

Uslu, Z., Demirel B. (2025). *Finansal İstikrar ve Sürdürülebilir Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği*, 9. Uluslararası Katılımlı Ekonomi Araştırmaları ve Finansal Piyasalar Kongresi (IERFM), Bursa, Türkiye.