



T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

İşletme Bilim Dalı

Doktora Tezi

**MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU
KARARLARININ SEKTÖREL BAZDA İŞLETMELERE
ETKİSİNİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

Mustafa KARABULUT

16926302

Danışman

Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN

Diyarbakır, 2021

T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

İşletme Bilim Dalı

Doktora Tezi

**MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU
KARARLARININ SEKTÖREL BAZDA İŞLETMELERE
ETKİSİNİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

Mustafa KARABULUT

16926302

Danışman

Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN

Diyarbakır, 2021

TAAHHÜTNAME

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dicle Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararlarının Sektörel Bazda İşletmelere Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi” adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

30/07/2021

Mustafa KARABULUT

ÖN SÖZ

Araştırma Merkez Bankası Para Politikası Kurulu kararlarından faiz ve zorunlu karşılık oranı kararlarının işletmelere etkisinin sektörel bazda yansımaları ve aralarındaki ilişki ve etkilerinin analizini içermektedir.

Araştırmanın amacı, Merkez Bankası Para Politikası Kurulu kararlarının işletmeleri sektörel bazda nasıl etkilediğini açıklamaktır. Teorik çerçevesi, merkez bankacılığının faaliyetleri ve para politikası araçlarının kullanımı hakkında önceki çalışmalara dayanmaktadır. Nicel araştırma yöntemiyle alınan veriler, araştırmanın amacı doğrultusunda uyarlanmıştır. Ampirik verileri, Merkez Bankası Para Politikası Kurulu kararları ile Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren işletmelerin hisse senedi değerleri ve Kamu Aydınlatma Platformunda açıklanan sektörel verilerden oluşmaktadır.

Bulgular Merkez Bankası Para Politikası Kurulu kararlarının sektörler açısından etkili olduğunu fakat her sektöre farklı etkisinin gerçekleştiğini ortaya koymuştur. Ayrıca işletmelerin entelektüel sermayesi ile merkez bankası para politikası kurul kararlarının da ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmamda, tez konumun belirlenmesinden çalışmamın bitimine kadar sürekli desteğini hissettiğim tez danışmanım sayın Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN’e ve bu süreçte desteğini hiç esirgemeyen sevgili eşim Aslı Tuğçe KARABULUT’a teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Merkez bankalarının temel amacı, para biriminin iç ve dış değerini korumaktır. Bu amacını yerine getirirken araçları sürekli değişmiş ve yeni araçlar edinmiş olmasına karşın para biriminin değerinin korunması, tarihsel olarak genellikle aynı araçla, merkez bankasının faiz oranını değiştirmesi ile başarılmıştır. Merkez bankasının amaçlarına fiyat istikrarının yanında finansal istikrar da eklenmiştir. Teknolojinin gelişimiyle birlikte para transferleri hızlanmış ve bu transferleri güvenli ve sağlıklı yapma yükümlülüğü de merkez bankalarına verilmiştir. Zaman içerisinde ekonomide istikrar sağlamada merkez bankalarının para politikası kararları önem kazanmış, herkes tarafından takip edilen ve yatırımcılar için en güvenilir gösterge niteliği taşımıştır.

Merkez bankaları para politikası kararlarını alırken ekonomik istikrar ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kararlar almaktadır. Bu kararlarından faiz kararları fiyat istikrarını sağlamada çok önemli bir araçtır. Faiz oranları artırıldığında ülkeye döviz cinsi kaynak girişi sayesinde döviz kurları istenen seviyelerde tutulmakta, piyasadaki faiz oranı da politika faizine yakın gerçekleşeceği için piyasaların istikrar kazanmasında önem arz etmektedir. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarında yapılacak değişikliklerle kredi arzını etkileyebilmekte ve sektörlerin ihtiyacı olan finansmanı daha az maliyetle elde etmesine olanak sağlamaktadır.

Son dönemde merkez bankalarının parasal aktarım mekanizmaları önem kazanmış ve aktarım kanallarının iyi işlemesi ekonominin aktörleri için olmazsa olmaz bir durum arz etmiştir. Özellikle kredi kanalı ekonomik büyüme adına önemli bir gösterge haline gelmiştir. Kredi maliyetlerinin düşmesi sektörlerle pozitif yönde yansımakta ve ekonominin paydaşlarının yatırımlarını artırmasına ve ekonomik büyüklüklerinin artmasına yol açmaktadır.

İşletmelerin yerel nitelikten çıkıp uluslararası alanda çalışabilir olması ve her ülkenin parasının dolaylı da olsa diğer ülkelerin tedavülüne girmesi merkez

bankalarının önemini bir kat daha artırmış ve yatırımları yönlendirmede çok etkili kurumlar haline almışlardır.

Bu çalışmada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın piyasayı yönetmek ve istikrarı sağlamak için kullandığı para politikası araçlarından faiz oranlarının ve zorunlu karşılık oranlarının sektörel bazda işletmelere etkisi ve hangi sektörler için hangi faiz oranının ve zorunlu karşılık oranlarının sektörler açısından daha faydalı olduğu incelenmiştir. Ayrıca sektörlerin entelektüel sermaye yapısına etkisi incelenmiş ve yorumlanmıştır. Bu bağlamda önce teorik çerçeve oluşturulup merkez bankalarının kuruluşu, amaçları ve fiyat ve finansal istikrarı sağlama adına kullandıkları araçlarının neler olduğu detaylı anlatılmıştır. Para Politikası Kurulu faiz ve zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörleri doğrudan etkilemesi mümkün değildir. Ancak sektörleri parasal aktarım mekanizması aracılığı ile etkilemektedir. Bu araçlar aracılığı ile sektörleri nasıl etkiledikleri, parasal aktarım mekanizmasının kanalları bölümünde anlatılmıştır.

Araştırmanın son bölümünde ise Para Politikası Kurulu faiz ve zorunlu karşılık oranı kararları ile Kamu Aydınlatma Platformu'ndan alınan sektörel bazlı işletmelere ait Borsa İstanbul hisse senedi kapanış değerleri arasındaki ilişkiler tek yönlü varyans analizi (t testi), ANOVA, Korelasyon ve Regresyon teknikleri yardımı ile analiz edilmiştir. Analiz sonucu ortaya çıkan verilere faiz ve zorunlu karşılık oranlarının her sektöre farklı etki ettiği bulunmuştur. Yine sektörlerin entelektüel sermayelerinin de Para Politikası Kurulu kararlarından etkilendikleri tespit edilmiştir. Sonuçlar kısmında her bir sektör için ideal faiz ve zorunlu karşılık oranları tablo halinde verilmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: BIST100 Endeksi, Entelektüel Sermaye, Faiz Oranları, İşletme, Merkez Bankası, Zorunlu Karşılık Oranları, Sektör.

ABSTRACT

The main purpose of central banks is to protect the internal and external value of the currency. While fulfilling this purpose, the preservation of the value of the currency has historically been achieved by changing the interest rate of the central bank, usually with the same tool, although its instruments have constantly changed and new instruments have been acquired. Besides price stability, financial stability has been added to the objectives of the central bank. With the development of technology, money transfers accelerated and the obligation to make these transfers safely and healthily was given to central banks. Over time, monetary policy decisions of central banks have gained importance in stabilizing the economy, and have become the most reliable indicator for investors and followed by everyone.

While making monetary policy decisions, central banks take decisions in order to ensure economic stability and price stability. Among these decisions, interest rate decisions are a very important tool in ensuring price stability. When interest rates are increased, exchange rates are kept at desired levels thanks to the inflow of foreign currency resources into the country, and since the interest rate in the market will be close to the policy rate, it is important for the stability of the markets. In addition, the change in required reserve ratios can affect the loan supply and enable the sectors to obtain the financing they need at less cost.

Recently, monetary transmission mechanisms of central banks have gained importance and good functioning of transmission channels has become a must for the actors of the economy. In particular, the credit channel has become an important indicator for economic growth. The decrease in credit costs reflects positively on the sectors and causes the stakeholders of the economy to increase their investments and increase their economic size.

The fact that businesses can go out of their local nature and work in the international arena and the money of each country enters the circulation of other

countries, albeit indirectly, has increased the importance of central banks even more and they have become very effective institutions in directing investments.

In this study, the effects of interest rates and required reserve ratios, which are among the monetary policy tools used by the Central Bank of the Republic of Turkey to manage the market and ensure stability, on sectoral basis, and which interest rate and reserve requirement ratios are more beneficial for which sectors are examined. In addition, the effects of the sectors on the intellectual capital structure were examined and interpreted. In this context, firstly, a theoretical framework was created and the establishment of central banks, their aims and the tools they used to ensure price and financial stability were explained in detail. It is not possible for the Monetary Policy Committee's interest and reserve requirement ratio decisions to directly affect the sectors. However, it affects the sectors through the monetary transmission mechanism. How they affect the sectors through these tools is explained in the section of the channels of the monetary transmission mechanism.

In the last part of the research, the relations between the interest and reserve requirement ratio decisions of the Monetary Policy Committee and the closing values of Borsa İstanbul stocks of sector-based enterprises taken from the Public Disclosure Platform are analyzed with the help of one-way analysis of variance (t-test), ANOVA, Correlation and Regression techniques. has been done. As a result of the analysis, it has been found that interest and required reserve ratios have different effects on each sector. It has also been determined that the intellectual capitals of the sectors are also affected by the decisions of the Monetary Policy Committee. In the results section, ideal interest and reserve requirement ratios for each sector are given in tables and suggestions are made.

Keywords: BIST100 Index, Business, Central Bank, Intellectual Capital, Interest Rates, Required Reserve Ratios, Sector.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TAAHHÜTNAME	I
ÖNSÖZ.....	I
ÖZET.....	II
ABSTRACT	IV
İÇİNDEKİLER	VI
TABLO LİSTESİ	XII
ŞEKİL LİSTESİ.....	XVI
KISALTMALAR	XVII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞI

1.1 MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHÇESİ	3
1.1.1 MERKEZ BANKACILIĞININ DOĞUŞU	4
1.1.2 MERKEZ BANKACILIĞINDA İLK DEĞİŞİMLER.....	5
1.1.3 MODERN MERKEZ BANKACILIĞININ DOĞUŞU	7
1.1.4 ÇAĞDAŞ MERKEZ BANKACILIĞI.....	9
1.1.5 İLK MERKEZ BANKALARININ YÜKLENDİĞİ FONKSİYONLAR	10
1.1.5.1 Enflasyon Kontrolü	11
1.1.5.2 Finansal İstikrar.....	12
1.1.5.3 Son Kredi Mercii.....	14
1.1.6 MERKEZ BANKALARININ BAĞIMSIZLIĞI.....	15

1.1.7	MERKEZ BANKALARININ ŞEFFAFLIĞI.....	19
1.1.8	MERKEZ BANKALARININ HEDEFLERİ	20
1.2	TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKACILIĞI SERÜVENİ	21
1.2.1	OSMANLI DÖNEMİ	22
1.2.2	CUMHURİYET DÖNEMİ	23
1.2.2.1	Birinci Dünya Savaşı Sonrası Dönem.....	23
1.2.2.2	İkinci Dünya Savaşı Sonrası Dönem	25
1.2.2.3	1980 Sonrası Dönem	26
1.2.2.4	- 2001 Krizi ve Sonrası Dönem.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKALARI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.1	PARA POLİTİKASININ TANIMI	30
2.2	PARA POLİTİKASI TARİHİ	30
2.3	PARA POLİTİKASINA TEORİK YAKLAŞIMLAR	33
2.3.1	KLASİK YAKLAŞIM	33
2.3.2	KEYNESYEN YAKLAŞIM.....	35
2.3.3	MONETARİST YAKLAŞIM	38
2.3.4	RASYONEL BEKLENTİLER TEORİSİ	40
2.3.5	ETKİN PİYASALAR TEORİSİ	42
2.3.6	YENİ KLASİK MAKRO EKONOMİK MODEL	43
2.3.7	YENİ KEYNESYEN MAKRO EKONOMİK MODEL	44
2.4	PARA POLİTİKASI AMAÇLARI.....	45
2.4.1	EKONOMİK BÜYÜMEYİ SAĞLAMAK	45
2.4.2	TAM İSTİHDAMI SAĞLAMAK	45
2.4.3	FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAK	45
2.4.4	FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAK	46
2.5	PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....	47
2.5.1	GELENEKSEL PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	47
2.5.2	GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	48
2.5.3	NOMİNAL ÇİPALAR.....	49

2.6 PARA POLİTİKASI TÜRLERİ	49
2.6.1 ENFLASYON HEDEFLEMESİ	51
2.6.2 FİYAT SEVİYESİ HEDEFLEMESİ	52
2.6.3 PARA ARZI HEDEFLEMESİ	53
2.6.4 SABİT DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ	54
2.6.5 NOMİNAL ÇİPA İLE PARA POLİTİKASI HEDEFLEMESİ	55
2.6.6 DAVRANIŞSAL PARA POLİTİKASI	57
2.6.7 ULUSLARARASI PARA POLİTİKASI	58
2.6.8 GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE PARA POLİTİKASI	59
2.7 TCMB PARA POLİTİKASI VE ARAÇLARI	60
2.7.1 AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ	61
2.7.2 AÇIK PİYASA İŞLEMLERİNİN TÜRLERİ	62
2.7.2.1 Mevduat	62
2.7.2.2 Repo	62
2.7.2.3 Ters Repo	63
2.7.2.4 Kesin Alım- Kesin Satım	64
2.7.2.5 Likidite Bonoları	64
2.7.2.6 Türk Lirası Depo İşlemleri	64
2.7.3 REESKONT ORANLARI	65
2.7.4 ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI	65
2.7.5 DÖVİZ İŞLEMLERİ	67
2.7.6 FAİZ KORİDORU	68
2.7.6.1 Gecelik Borçlanma ya da Borç Verme	70
2.7.6.2 Geç Likidite Penceresi İşlemleri	71
2.7.6.3 Bir Hafta Vadeli Repo İhaleleri (Politika Faizi)	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KURUL KARARLARI VE SEKTÖRLER AÇISINDAN ÖNEMİ

3.1 PARA POLİTİKASI KURULU	73
3.1.1 PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARI	74

3.1.2	PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARININ AMACI	75
3.2	TCMB PARA POLİTİKASI KARARLARININ GELİŞİM SÜRECİ.....	76
3.3	TCMB PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI.....	79
3.3.1	DÖVİZ KURU KANALI	81
3.3.2	FAİZ ORANI KANALI	81
3.3.3	VARLIK FİYATLARI KANALI.....	82
3.3.4	KREDİ KANALI	83
3.3.5	BEKLENTİLER KANALI.....	83
3.4	ZORUNLU KARŞILIKLARIN AKTARIM MEKANİZMASI.....	84
3.4.1	MALİYET KANALI.....	84
3.4.2	LİKİDİTE KANALI.....	85
3.4.3	REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM)	85
3.5	PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İLE SEKTÖRLERİN İLİŞKİSİ.....	87
3.5.1	PARA POLİTİKASI KARARLARININ SEKTÖRLERE ETKİSİ.....	90
3.5.1.1	Sektörlerin Banka Kredilerine Bağımlı Olma Durumu	92
3.5.1.2	TCMB'nin Bankaların Kredi Arzını Etkileyebilme Durumu	92
3.5.1.3	Fiyatların Yapışkanlığı Durumu	93
3.5.2	SEKTÖRLERİN KREDİYE ERIŞİM ZORLUĞU-KREDİ TAYINLAMASI.....	93
3.5.3	TCMB VE SEKTÖRLERİN LİKİDİTE TALEBİ	94
3.6	SEKTÖRLERİN ENTELEKTÜEL SERMAYESİ	96
3.6.1	ENTELEKTÜEL SERMAYE KAVRAMI.....	97
3.6.2	ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ÖNEMİ	98
3.6.3	ENTELEKTÜEL SERMAYENİN BOYUTLARI	99

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARININ SEKTÖRLERE ETKİSİ

4.1	LİTERATÜR TARAMASI.....	101
4.2	ARAŞTIRMA METODU	111
4.2.1	ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	111

4.2.2	VERİ TOPLAMA YÖNTEM VE ARACI.....	112
4.2.3	ARAŞTIRMA MODELİ VE HİPOTEZLERİ	114
4.2.3.1	Araştırmanın Modeli	115
4.2.3.2	Araştırmanın Hipotezleri.....	116
4.2.4	ARAŞTIRMANIN EVRENİ VE ÖRNEKLEMİ	117
4.2.5	ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI	117
4.2.6	ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	118
4.3	BULGULAR.....	119
4.3.1	PPK FAİZ VE ZORUNLU KARŞILIK ORANI KARARLARININ SEKTÖRLER ÜZERİNE ETKİSİNİN KARŞILAŞTIRILMASI.....	119
4.3.1.1	PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisine Göre Karşılaştırma.....	119
4.3.1.2	PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisine Göre Karşılaştırma.....	133
4.3.1.3	PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisini Karşılaştırma	135
4.3.1.4	PPK Faiz Kararlarının BIST 100 Endeksi'ne Etkisine Göre Karşılaştırma.....	136
4.3.1.5	PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının BIST 100 Endeksi'ne Etkisine Göre Karşılaştırma.....	138
4.3.1.6	PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisinin Karşılaştırılması.....	140
4.3.1.7	PPK Faiz Oranı Kararlarının İşletmelere Etkisinin İşletmenin Halka Açık Olup Olmamasına Göre Karşılaştırması	154
4.3.2	İLİŞKİ-KORELASYON ANALİZLERİ	155
4.3.2.1	PPK Faiz Kararları ile BIST 100 Endeksi İlişki Analizleri	156
4.3.2.2	PPK Faiz Kararları ile Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Arası İlişki Analizleri	157
4.3.2.3	BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Hisse Senetleri Kapanış Değerleri Arası İlişki Analizleri.....	160
4.3.2.4	BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Arası İlişki Analizleri	162

4.3.3 ETKİ (REGRESYON) ANALİZLERİ.....	165
4.3.3.1 PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisinin (Regresyon) Analizi.....	166
4.3.3.2 PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Üzerindeki Etkisinin (Regresyon) Analizi.....	168
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	172
KAYNAKÇA	181



TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1- 1900-1990 yılları arasında merkez bankası sayısı.....	5
Tablo 2- Para Politikası Türleri.....	51
Tablo 3 : Para Politikası Hedeflemesi.....	55
Tablo 4 2021 Yılı PPK Toplantı Takvimi.....	75
Tablo 5: 2014-2020 Yılları Arası Merkez Bankası Faiz Oranları.....	113
Tablo 6: 2013-2020 Yılları Arası TCMB Zorunlu Karşılık Oranları.	113
Tablo 7: Güvenilirlik Test Değerleri.....	118
Tablo 8: PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri.....	120
Tablo 9 : PPK Faiz Kararları Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	121
Tablo 10: PPK Faiz Kararları Elektrik Gaz ve Su Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	122
Tablo 11: PPK Faiz Kararları Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	123
Tablo 12 : PPK Faiz Kararları İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	124
Tablo 13 : PPK Faiz Kararları İmalat Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	125
Tablo 14 : PPK Faiz Kararları İnşaat ve Bayındırlık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	126
Tablo 15: PPK Faiz Kararları Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	127
Tablo 16 : PPK Faiz Faiz Kararları Mali Kuruluşlar Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	128
Tablo 17 : PPK Faiz Kararları Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	129

Tablo 18 : PPK Faiz Kararlarının Tarım Ormancılık ve Balıkçılık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	130
Tablo 19 : PPK Faiz Kararlarının Toptan Ve Perakende Ticaret, Lokantalar Ve Oteller Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	131
Tablo 20 : PPK Faiz Kararlarının Ulaştırma, Depolama Ve Haberleşme Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	132
Tablo 21 PPK Faiz Kararlarının Tüm Sektörlere Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri.....	133
Tablo 22 : PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri.....	134
Tablo 23 : PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Üzerine Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	134
Tablo 24 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri	135
Tablo 25 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	136
Tablo 26 : PPK Faiz Kararlarının BIST 100 Endeksine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri.....	137
Tablo 27 : PPK Faiz Kararlarının BIST 100 Endeksine Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri.....	137
Tablo 28 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının BIST 100 Endeksine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri.....	138
Tablo 29: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının BIST 100 Endeksine Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	139
Tablo 30: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörel Bazda Hisse Senedi Kapanış Değerleri Üzerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri.....	141
Tablo 31 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	142
Tablo 32 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Elektrik Gaz Ve Su Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	143
Tablo 33 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	144

Tablo 34: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	145
Tablo 35: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları İmalat Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	146
Tablo 36 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları İnşaat Ve Bayındırlık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	147
Tablo 37 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	148
Tablo 38 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Mali Kuruluşlar Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	149
Tablo 39 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	150
Tablo 40 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Tarım Ormancılık Ve Balıkçılık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	151
Tablo 41 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Toptan Ve Perakende Ticaret, Lokantalar Ve Oteller Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	152
Tablo 42 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	153
Tablo 43: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Tüm Sektörlere Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri	154
Tablo 44 : PPK Faiz Kararlarının İşletmelerin Halka Açık Olup Olmamasına Göre Farklılıklarının Analizi.....	154
Tablo 45 : PPK Faiz Kararları ile BIST 100 Endeksi Arası İlişki Tablosu	157
Tablo 46 : PPK Faiz Kararları ile Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Arası İlişki Tablosu.....	158
Tablo 47 : BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Hisse Senetleri Kapanış Değerleri Arası İlişki Tablosu.....	160
Tablo 48 : BIST 100 Endeksi ile Entelektüel Sermaye Değerleri Arası İlişki Tablosu	163
Tablo 49 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerleri Üzerine Etki Tablosu	167

Tablo 50 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerleri Üzerine Etki Yönü ve Gücü Tablosu	167
Tablo 51 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Üzerine Etki Tablosu	169
Tablo 52 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Üzerine Etki Yönü ve Gücü Tablosu	169
Tablo 53 : Hipotezlerin Kabul-Red Tablosu.....	171
Tablo 54: Tüm Sektörlere Ait Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranlarını Tablosu	177
Tablo 55 : PPK Faiz Kararları ve BIST 100 Endeksi İle Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Arasındaki İlişki Tablosu.....	178



ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1 : TCMB Operasyonel Çerçevesi: Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi(Faiz Koridoru).....	70
Şekil 2: Parasal Aktarım Mekanizması Şeması	80
Şekil 3: TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu.....	95
Şekil 4:Entelektüel Sermaye Unsurları	98
Şekil 5: Araştırmanın Modeli.....	115
Şekil 6: Korelasyon Katsayısının Temel Yorumu	155
Şekil 7: Sosyal Bilim Çalışmalarında Korelasyon Katsayısının Yorumlanması İçin İdeal Aralıklar	156

KISALTMALAR

BİST	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
FED	Federal Reserve Bank (Amerikan Merkez Bankası)
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
IS-LM	Hicks-Hansen Model
PAM	Parasal Aktarım Mekanizması
PPK	Para Politikası Kurulu
RBT	Rasyonel Beklentiler Teorisi
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
s.	Sayfa
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
ZK	Zorunlu Karşılık
ZKO	Zorunlu Karşılık Oranı

GİRİŞ

Merkez bankalarına verilen görevler yıllar içinde değişirken, fiyat istikrarı, döviz kuru istikrarı ve maksimum sürdürülebilirliğin teşvik edilmesi temel görevler olarak varlığını sürdürmektedir. Merkez bankalarının çoğu, ödemelerin ve tedavül sisteminin istikrarından da sorumludur. Bazı merkez bankalarının, ticari bankaları güvenlik açısından doğrudan denetleme ve inceleme sorumluluğu da vardır. Merkez bankaları, bankalara bankacılık hizmetleri sunar; bunlar nakit, çek, kredi veya elektronik ödemelerle ilgili hizmetleri içermektedir.

Para politikasına ek olarak, merkez bankalarının tüzüklerinde sırasıyla en sık bahsedilen üç amaç, fiyat ve finansal istikrar hedefleri, ödeme sistemi hedefleri ve denetim hedefleridir. Hedeflerin çokluğu, merkez bankalarını karmaşık kurumlar haline getirmektedir. Merkez bankalarının hedeflerinden herhangi birinin performansını ölçmek mümkün olsa da özellikle hedefler arasındaki potansiyel ödüleşmeler göz önüne alındığında, merkez bankalarının hedefleri genelinde performansı ölçmek zordur.

Beklentilerin ekonomik sonuçları belirlemede oynadığı rol daha iyi anlaşıldıkça, ekonomik birimlerin sağlam temellere dayanan beklentileri formüle etmelerine yardımcı olmada şeffaflığın önemi de artmıştır. Bu nedenle, artan şeffaflığın ekonomik performansın iyileştirilmesinde potansiyel olarak doğrudan bir rolü vardır. Şeffaflık aynı zamanda merkez bankalarının hedeflerine ulaşma konusundaki hesap verebilirlik derecesini artırmış ve bu da merkez bankalarının karar alma sürecini olumlu yönde etkilemiştir.

Son on yılda, tüm dünyada merkez bankalarını ve finansal piyasayı düzenleyici otoriteleri yöneten yasal ve kurumsal çerçeveler önemli değişiklikler geçirmektedir. Merkez bankaları değişen ödeme teknolojilerinin ardından bazı işlemlerini yeniden dizayn etmek zorunda kaldıkça ve para politikasının etkin bir şekilde uygulanması hakkında daha fazla şey öğrendikçe, merkez bankalarının yönetişimi bir araştırma alanı haline gelmiştir. Organizasyonel yapıların, iyi yönetişimin, hesap verebilirliğin

ve şeffaflığın, hedeflerine ulaşmada ve nihayetinde daha iyi ekonomik sonuçlar elde etmede merkez bankalarının verimliliğini ve etkililiğini artırmada oynadığı roller daha iyi anlaşılmıştır.

Araştırmanın amacı, TCMB para politikası kararları ile merkez bankalarının performansını yansıtan ekonomik sonuçlar arasında anlamlı bir istatistiksel ilişkiyi bulup bu ilişkinin, sektörel bazda farklı alanlarda faaliyet gösteren işletmelere etkisini araştırmaktır. Ayrıca hangi sektörü hangi para politikası aracının daha çok etkilediği, sektörler açısından ideal faiz oranlarının neler olduğu ve zorunlu karşılık oranlarının bankaların kredi kanalı atacılığı ile sektörlerle yansımalarını incelemektir.

Birinci bölümde merkez bankalarının kuruluşundan ve gelişmesinden bahsedilip ilk merkez bankaları hangi ihtiyaca binaen doğduğu anlatılmıştır. İkinci bölüm ise para politikasının ne olduğu ve amacı ile araçları detaylı olarak anlatılmıştır. Üçüncü bölümde ise PPK'nın yapısı ve son beş yılda aldığı kararlardan araştırmamıza konu olan kararları özet halinde sunulmuş ayrıca PPK faiz ve zorunlu karşılık oranı (ZKO) kararlarının sektörlerle yansımalarını sağlayan parasal aktarım mekanizması (PAM) detaylı incelenmiştir.

Son bölümde ise PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerle yansımaları, hangi sektör için hangi faiz oranının daha elverişli olduğu, aynı şekilde zorunlu karşılık oranlarının sektörlerle hangi oranlarda faydalı olduğu araştırılıp gerekli analizler yapıldı. Sonuç olarak her bir sektör için farklı faiz oranlarının farklı etkiye sebep olduğu ve genel olarak zorunlu karşılık oranlarının düşük olmasının sektörlerle pozitif yansıdığı tespit edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞI

1.1 MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHÇESİ

Dünyanın önde gelen ekonomi tarihçileri, modern merkez bankalarının gelişiminin arkasındaki etkenleri açıklayarak, finansal sistem ve ekonomideki rolleri hakkında bilgiler vermişlerdir. Merkez Bankası, bir ülkenin para ve kredi arzını etkileyen politikalardan sorumlu otoriteyi tanımlamak için kullanılan terimdir. Yüzyıllar boyunca merkez bankalarının temel amacı, para biriminin iç ve dış değerini korumak olmuştur. Daha spesifik olarak, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını ve parasal tabanı yani kamu tarafından tutulan para birimi artı banka rezervleri etkilemektir. Bunu başarmak için para politikası araçları olarak açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri, rezerv şartlarındaki değişiklikleri kullanır. Para biriminin değerinin korunması, tarihsel olarak, genellikle aynı araçla, merkez bankaları faiz oranını değiştirerek başarılmış olsa da bu hedef her zaman aynı anlama gelmemiştir. Modern para politikasının üç temel amacı vardır. Birincisi ve en önemlisi, fiyat istikrarı veya paranın değerinde istikrardır. Bugünkü anlamı sürekli ve sürdürülebilir düşük bir enflasyon anlamına gelmektedir. İkinci amaç, genellikle yüksek istihdam, yüksek ve sürdürülebilir ekonomik büyüme olarak yorumlanan istikrarlı bir reel ekonomidir. Bunu ifade etmenin bir başka yolu da para politikasının iş döngüsünü yumuşatması ve ekonomideki şokları dengelemesi anlamına gelmektedir. Üçüncü amaç, finansal istikrar ise verimli ve sorunsuz bir şekilde işleyen bir ödeme sistemini ve finansal krizlerin önlenmesini kapsamaktadır (Capie, 2012).

Bu bölümde dünyada ilk merkez bankası olarak tanımlanan bankalar ve gelişimleri verilecektir. Özellikle İngiltere Merkez Bankası ve Federal Rezerv (FED) detaylı anlatılacaktır.

1.1.1 Merkez Bankacılığının Doğuşu

Merkez bankacılığının tarihi 17. Yüzyıla yani merkez bankası olarak tanınan ilk kurum olan İsveç Riksbank'ın kuruluşuna kadar uzanmaktadır. 1668 yılında bir anonim banka olarak kurulmuş, devlet fonlarını ödünç vermek ve ticaret için bir takas odası olarak görev yapmak üzere özel olarak imtiyaz verilmiştir. Birkaç yıl sonra (1694), dönemin en ünlü merkez bankası, Bank of England devlet borcunu satın almak için bir anonim şirket olarak kurulmuştur. Diğer merkez bankaları daha sonra benzer amaçlar için Avrupa'da kurulmuştur. Ancak bazılarının amacı parasal kargaşayla başa çıkmaktır. Örneğin, Banque de France, Napolyon tarafından 1800 yılında Fransız Devrimi sırasında kağıt paranın aşırı enflasyonundan sonra para birimini istikrara kavuşturmak ve hükümet finansmanına yardımcı olmak için kurulmuştur (Goodhart,1988).

İlk merkez bankaları hükümetin borcunu finanse etmeye yardımcı olurken, aynı zamanda bankacılık faaliyetleriyle uğraşan özel kuruluşlardı. Diğer bankaların mevduatlarını ellerinde tuttukları için, bankacılar için banka işlevi görmeye, bankalar arası işlemleri kolaylaştırmaya veya başka bankacılık hizmetleri sağlamaya varan misyonları üstlenmişlerdir. Büyük rezervleri ve geniş muhabir banka ağıları nedeniyle bankacılık sistemindeki çoğu banka için depo haline gelmişlerdir. Bu faktörler, bir finansal kriz karşısında son çare olmaları gereksinimini doğurmuştur. Başka bir deyişle, finansal sıkıntı zamanlarında muhabirlerine acil nakit sağlamaya istekli hale gelmişlerdir.

Tablo 1'de dünyadaki merkez bankaları sayıları on yıllık arayla verilmiştir. Yirminci yüzyılın başında sayısı çok azken yüzyılın sonunda neredeyse her ülkede bir tane merkez bankası kurulmuştur. Özellikle 1960 sonrası hızla sayısı artmıştır.

Tablo 1- 1900-1990 Yılları Arasında Merkez Bankası Sayısı.

1900	18
1910	20
1920	23
1930	34
1940	41
1950	59
1960	80
1970	108
1980	137
1990	161

Kaynak: Forrest Capie 2012

Yirminci yüzyılın sonuna doğru merkez bankalarının önemi daha iyi anlaşılmış ve her ülke kendi para politikasını yönetecek bankalarını kumuştur (Capie 2012).

1.1.2 Merkez Bankacılığında İlk Değişimler

FED, yirminci yüzyılın başında ortaya çıkan merkez bankaları dalgasında kurulmuştur. Bu dalgada kurulan bankalar, öncelikle insanların para birimi olarak kullandıkları çeşitli araçları konsolide etmek ve finansal istikrar sağlamak için oluşturulmuşlardır. Hemen hemen hepsi, ülkelerin çoğunda kullanılan altın standardını yönetmek görevini de üstlenmişlerdir. 1914'e kadar geçerli olan altın standardı, her ülkenin para birimini sabit altın ağırlığı cinsinden tanımlaması anlamına gelmektedir.

Merkez bankaları, banknotlarının altına dönüştürülmesini sağlamak için büyük altın rezervleri tutmak zorunda kalmışlardır. Rezervleri, ödemeler dengesi açığı veya olumsuz iç koşullar nedeniyle azaldığında, iskonto oranlarını (diğer bankalara borç verecekleri faiz oranlarını) artıracaklardı. Bunu yapmak suretiyle, faiz oranlarını daha genel olarak yükseltecek ve bu da yabancı yatırımı çekecek ve böylece ülkeye daha fazla altın girişini amaçlamaktadırlar (Capie, 2012).

Merkez bankaları, altın standardının dönüştürülebilirliğini diğer tüm hususların üzerinde sürdürme kuralına bağlı kalmışlardır. Altının dönüştürülebilirliği, ekonominin nominal dayanağı olmuştur. Yani, bankaların tedarik edebilecekleri para miktarı, yedekte tuttıkları altının değeriyle sınırlandırılmıştır. Bu sayede altının fiyat seviyesinde kontrol sağlamış oldular. Fiyat seviyesi, uzun vadeli değeri piyasa güçleri

tarafından belirlenen, bilinen bir mala bağı olduğu için, gelecekteki fiyat seviyesiyle ilgili beklentiler de o mala bağıdır. Başka bir şekilde ifade edersek, ilk merkez bankaları fiyat istikrarına güçlü bir şekilde bağıydılar. Merkez bankacılığının modern hedeflerinden biri olan reel ekonominin istikrarı bu dönem merkez bankalarının ilgi odağı değildir. Çünkü altın standardına uyma yükümlölükleri yegane hedefleridir.

Dönemin merkez bankaları, demiryolları tarafından yapılan temerrütler veya savaşlar gibi olayların likidite mücadelesini hızlandırdığı (mevduat sahiplerinin bankalarına koştığı ve mevduatlarını dönüştürmeye çalıştığı) finansal stres zamanlarında son çare olarak hareket etmeyi öğrenmişlerdir. Bu öğrenme, İngiltere Merkez Bankası'nın bu tür paniklere rutin tepkisinin bir sonucu olarak on dokuzuncu yüzyılın başlarında gerçekleşmiştir. Bu dönemde Avrupa merkez bankaları önce kendi altın rezervlerini koruyup ve ihtiyacı olan muhabirlerini geri çevirmiştir. Bunu yapmak 1825, 1837, 1847 ve 1857'de büyük paniklere sebep oldu ve İngiltere Merkez Bankası'nın ciddi eleştirilmesine yol açmıştır. Buna cevap olarak İngiltere Merkez Bankası'na ekonomi yazarı Walter Bagehot tarafından önerilen "*sorumluluk doktrini*" benimsenmiştir. Bu doktrin ile İngiltere Merkez Bankası'nın, özel menfaatlerini bankacılık sisteminin menfaatine dahil etmesi zorunlu kılınmıştır (Goodhart, 1988). Böylece İngiltere Merkez Bankası, sunulan herhangi bir sağlam teminata dayalı olarak serbestçe borç verme kuralını işletmeye başlamıştır. Bu süreçten aldığı dersle hareket eden İngiltere Merkez Bankası, İngiltere'de 1866'dan sonra yaklaşık 150 yıl boyunca hiçbir mali kriz yaşanmasına izin vermemiştir. Ağustos 2007'ye kadar ülkede mali bir kriz yaşanmamıştır (Capie, 2012).

On dokuzuncu yüzyılın başlarında ABD'de iki merkez bankası vardır. Birincisi 1791-1811 yılları arasında faaliyet gösterdi, ikincisi ise 1816-1836 yılları arasında faaliyette bulunmuştur. İki bankanın adı da Bank of the United States'tir. Her ikisi de İngiltere Merkez Bankası model alınarak oluşturulmuş, ancak İngilizlerin aksine Amerikalılar, genel olarak herhangi bir finansal güç yoğunlaşmasına ve özel olarak da merkez bankalarına karşı yoğun bir güvensizlik içindeydiler. Bu sebeple bankanın faaliyetlerini sürdürmesi sürekli tüzük değişikliği ile sağlanmıştır. Bunu, ciddi mali istikrarsızlıkla iç içe geçmiş 80 yıllık bir dönem izlemiştir. 1836 da iç savaşın başlangıcı sırasında - Özgür Bankacılık Çağı olarak bilinen bir dönem - eyaletler,

minimum düzenlemeyle bankacılığa özel yetkiler vererek her bankanın banknot basmasına izin vermişlerdir. Böylece ülke içerisinde geçerli farklı banknotlar dolaşmaya başlamıştır. Ödemeler sisteminin, binlerce farklı görünümlü devlet banknotu ve dolaşımdaki sahtecilikle başarılı olması beklenemezdi zaten başarılı da olamamıştır. Buna karşılık hükümet, İç Savaş sırasında ulusal bankacılık sistemini ortaya çıkarmıştır. Sistem, ulusal banknotlara dayalı tek tip bir para birimi sağlayarak ödemeler sisteminin verimliliğini artırmıştır. Buna karşın bankacılık sistemine güven yine de artmamıştır. 1907 krizi sonrası devlet tek tip ve esnek para (yani ekonomideki mevsimsel, döngüsel ve seküler hareketleri barındıracak bir para birimi) sağlama ve bir son çare borç vereni olarak hizmet etme yetkisi verilen FED'in 1913'te kurulmasına karar vermiştir (Eichengreen ve Temin, 2010).

1.1.3 Modern Merkez Bankacılığının Doğuşu

Merkez bankaları 1914'ten önce, iç ekonominin istikrarını koruma hedefine büyük bir önem vermemektedir. Bu durum, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra, istihdam, gerçek faaliyet ve fiyat seviyesi ile ilgilenmeye başladıklarında değişmiştir. FED, 1920'lerde hem dış istikrara (ki bu da ABD hala altın standardında olduğu için altın rezervlerine sahip çıkmak anlamına gelmektedir) hem de iç istikrara (bu da fiyatlara, çıktıya ve istihdama dikkat etmek anlamına gelmektedir) odaklanmaya başlamıştır. Ancak altın standardı galip geldiği sürece dış hedefler daha etkili olmuştur. FED'in para politikası 1920'lerde ve 1930'larda ciddi sorunlara yol açmıştır. Ulusun para miktarını yönetmeye gelince, FED gerçek senet doktrini adı verilen bir ilkeyi izlemiştir. Doktrin, ekonomide ihtiyaç duyulan para miktarının, Rezerv Bankaların sadece teminat için uygun ticari senet sunduklarında ödünç fon verdiği sürece doğal olarak kendi kendine dönüşeceğini savunmaktadır.

Gerçek senet doktrininin bir sonucu olarak Wall Street hisse senedi fiyatlarında patlama yaşanmaması için FED 1928'de sıkı bir politika izlemek zorunda kalmıştır. Politika, Ağustos 1929'da durgunluğun başlamasına ve Ekim'de çökmeye yol açmıştır. Ardından, 1930 ile 1933 arasındaki bir dizi bankacılık krizi karşısında, FED son çare borç vereni olarak hareket edememiştir. Sonuç olarak, para arzı çökmüş ve bunu büyük deflasyon ve depresyon izlemiştir. Gerçek senet doktrinini baz alan FED mevcut düşük kısa vadeli nominal faiz oranlarını parasal rahatlığın bir işareti

olarak yorumlamıştır. Bankalardan çok azı geç likidite penceresine geldiği için hiçbir bankanın fona ihtiyaç duymadığı kanaatine ulaşılmıştır. Bu kanaat büyük bir hataydı ve sonuçları ağır olmuştur (Friedman ve Schwartz, 1963).

Büyük Buhran'dan sonra, FED yeniden düzenlenmiştir. Hükümet tarafından 1933 ve 1935 yıllarında çıkarılan Bankacılık Yasaları ile iktidar Rezerv Banka sistemini bırakıp Guvernörler Kurulu'nu dikkate almaya başlamıştır. Bunun yanı sıra FED, Hazine'ye bağımlı hale getirilmiş ise de 1951'de Hazine'den bağımsızlığını yeniden kazanmıştır. Bunun üzerine William McChesney Martin başkanlığında kasıtlı bir karşı konjonktür politikası izlemeye başlamıştır. 1950'lerde bu politika, birkaç resesyonun iyileştirilmesinde ve düşük enflasyonun sürdürülmesinde oldukça başarılı olmuştur. O zamanlar ABD ve diğer gelişmiş ülkeler Bretton Woods Sisteminin bir parçasıdır. Bu sistem kapsamında ABD bir ons 35 dolar olacak şekilde doları altına sabitlemiştir. Altına olan bağlantı, nominal bir çıpanın güvenilirliğini taşımış ve enflasyonun düşük tutulmasına yardımcı olmuştur.

FED'in daha aktivist bir istikrar politikası izlemeye başladığı 1960'larda tablo çarpıcı biçimde değişmiştir. Bu on yılda önceliklerini düşük enflasyondan yüksek istihdama kaydırmış, olmasının sebepleri arasında Keynesyen fikirlerin benimsenmesi ve enflasyon ile işsizlik arasındaki Phillips Eğrisi değiş tokuşuna olan inanç yer almaktadır. Politikadaki değişimin sonucu, 1960'ların sonlarından 1970'lerin sonuna kadar enflasyonist baskıların artması olarak neticelenmiştir. Nominal çıpanın kısıtlayıcı etkisi ortadan kalkmasıyla sonraki yirmi yıl boyunca enflasyon beklentileri yükselmiştir.

Enflasyon, Paul Volcker'in 1979'dan 1982'ye kadar parasal sıkılaştırma ve politika faiz oranlarının çift haneye yükseltilmesini içeren şok terapisiyle sona ermiştir. Volcker şoku, keskin bir resesyona yol açarken yüksek enflasyon beklentilerini izole etmede başarılı olmuştur. Takip eden yıllarda enflasyon önemli ölçüde düştü ve o zamandan beri düşük kalmıştır. 1990'ların başından beri FED, politika aracı olarak federal fon oranını kullanarak, örtük enflasyon hedeflemesi politikası izlemiştir. Birçok bakımdan, şu anda izlenen politika rejimi, halkın FED'in düşük enflasyon taahhüdünün güvenilirliğine inanması anlamında, altın standardının dönüştürülebilirliği ilkesini yansıtmaktadır (Eichengreen ve Temin, 2010).

Merkez bankacılığı tarihindeki önemli bir güç, merkez bankalarının bağımsızlığı olmuştur. Merkez bankacılığı yapmak için kurulan bankalar özel ve bağımsızdırlar. Tüzüklerini sürdürmek için hükümete bağlı, ancak kendi araç ve politikalarını seçmekte özgürdürler. Hedefleri altının dönüştürülebilirliği ile sınırlandırılmıştır. Yirminci yüzyılda, bu merkez bankalarının çoğu kamulaştırılmıştır. Böylece bağımsızlıklarını tamamen kaybetmişlerdir. Politikaları maliye otoriteleri tarafından belirlenmiştir. FED 1951'den sonra bağımsızlığını yeniden kazanmasına karşın bağımsızlığı mutlak olmamıştır. Federal Rezerv Yasasını değiştirme yetkisine sahip olan Kongre'ye rapor vermektedir. Diğer merkez bankaları ise bağımsızlıklarını yeniden kazanmak için 1990'lara kadar beklemek zorunda kalmışlardır (Capie 2012).

1.1.4 Çağdaş Merkez Bankacılığı

Merkez bankalarının kuruluşu ve gelişmesinde reform yapılması suretiyle, yeniden şekillendirilmesi konusunda, farklı ekonomistler farklı görüşlere sahiptirler. İlk dönem iktisatçılar önce fiyatların istikrarı ve kısa ve uzun vadede enflasyon ile işsizlik arasındaki ilişkiye ait sorunların nasıl giderileceğini düşünmüşlerdir. O dönem Doğu Avrupa'daki ekonomi gazetecileri, Maastricht anlaşmasını Avrupa toplumunda yer alması gereken türden yeniden yapılandırma için model olarak veya reform ihtiyacına ilişkin tartışmanın kaynağı olarak görmeye başlamışlardır. Daha politik eğilimli ekonomistler, demokratik bir yönetimde bankacılık sistemi etkili bir şekilde işleyecekse, merkez bankalarına duyulan ihtiyaçtan bahsetmişlerdir. *Piyasa ekonomisine başarılı bir geçişin önündeki en büyük engel olan enflasyon önlenmelidir. Belirsizlik ve zorluk dönemlerinde, para arzına siyasi müdahale olasılığı ortaya çıkar bu da enflasyonu kötüleştirir. Diğer bir deyişle, reform, merkez bankacılığı bağımsızlığına yol açmalıdır.* Görüşleri ağırlık kazanmıştır.

Bir merkez bankası için başlangıç noktası, halihazırda yürürlükte olan bir bankacılık sistemidir. Başka bir deyişle bankacılık sistemi, merkez bankasını zorunlu kılmaktadır. Merkez bankalarının, özellikle de İngiltere Merkez Bankası'nın, yirminci yüzyıl fenomeni olduğu ve bankacılık sistemindeki mevcut veya potansiyel sorunlarla başa çıkmak için ortaya çıktığı iddia edilmektedir. İngiltere Merkez Bankası 1694'te kuruldu, ancak o zamanlar merkez bankacılığı kavramı yoktu. Ünlü ekonomist Henry Thornton, İngiltere Merkez Bankası'nı, eksikliklerinin çoğunu kabul etmesine rağmen,

modern anlamda merkez bankası olarak görmektedir. Ancak bazı ekonomistler, tekel hakkının tesis edildiği zamanı modern merkez bankacılığının başlangıcı saymayı tercih etmektedirler. Diğerleri, son çare olarak borç veren rolüne sahip olmasının (ve ticari çıkarlardan mahrum bırakılmasını) merkez bankası olarak kabul edilmesi için yeterli olduğu görüşünü savunmaktadırlar. Tüm bu koşulların gerekli olduğunu kabul edersek, Avrupa’da on dokuzuncu yüzyıldaki çoğu banka sadece merkez bankacılığı değil, başkaca bankacılık faaliyetleri de yürütmüşlerdir. Ancak yirminci yüzyılda tam anlamıyla merkez bankası olabilmüşlerdir. Yirminci yüzyılın başlarında sadece on sekiz merkez bankası vardır (Tablo 1). Bundan sonra, kavram o kadar kapsamlı bir şekilde kabul edilmiştir ki birçok bağımsız ülke kendi merkez bankalarını kurmuşlardır (Goodhart, 1995).

1.1.5 İlk Merkez Bankalarının Yüklendiği Fonksiyonlar

Merkez bankaları ne yapar sorusuna cevap olarak merkez bankası operasyonları, makro ekonomik işlevleri ve mikro ekonomik işlevleri yerine getirir denilmektedir. Makro ekonomik işlev, para biriminin değerini korumak, yani fiyat istikrarını sağlamaktır. Mikro ekonomik işlev, bankacılık sisteminde istikrarı sağlamaktır. Fiyat istikrarının korunması neredeyse her zaman aynı araçla sağlanmıştır. Bu araç merkez bankalarının faiz oranıdır. Altın standardı kullanıldığında, merkez bankası banknotlarının değeri, merkez bankalarının zaman içinde belirtilen seviyelerde tutmaya çalıştıkları metal (genellikle altın) içeriği cinsinden değer ifade etmiştir. Yirminci yüzyılda altın standardının saf fiyat standartlarıyla aşamalı olarak değiştirilmesi, merkez bankaları politika hedeflerini fiyat istikrarını sağlamak olarak yeniden şekillendirmiştir.

Klasik altın standardı teorileri ve müteakip parasal rejimlerin hiçbirisi fiyatları tam olarak dengelemese de altın standardının bu açıdan diğerlerinden daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuştur. Bankacılık işinin benzersiz doğası nedeniyle merkez bankalarına ihtiyaç her zaman vardır. Bankalar, ilk gelene ilk hizmet esasına göre paraya çevrilebilen mevduatları tutarlar. Bankacılık sisteminde, para stokunda çöküşe neden olabilecek bir miktarda mevduatı rezervlerde tutma asla olamaz. Bu çöküşü önlemek için banka varlıkları piyasaya sürülmelidir. Bu nedenle, nihai çözüm yollarının sağlayıcısı olan merkez bankaları, finansal sistemin istikrarını

sağlamak için gereklidir. Merkez bankacılığı tarihi boyunca, para biriminin değerini koruma işlevi ile hükümete karşı bankacı olma işlevleri arasında bir çatışma olmuştur. Merkez bankaları genellikle kanun ile kurulmuş ve hükümete bankacılar olarak atanmışlardır. Hükümetlerin, özellikle savaş gibi bir tehdit söz konusu olduğunda, doğal olarak kendi bankalarından ucuz finansman elde etmek gibi bir tercihleri vardır. Ayrıca, merkez bankalarını acil ihtiyaçlarına öncelik vermeye zorlayacak hem güce hem de motivasyona sahiptirler (Capie 2012).

1.1.5.1 Enflasyon Kontrolü

Enflasyon, belirli bir para biriminin satın alma gücünün zaman içinde azalmasıdır. Satın alma gücündeki düşüşün meydana gelme hızının nicel hesaplaması, ekonomide belirli bir süre boyunca seçilmiş mal ve hizmetlerden oluşan bir sepetin ortalama fiyat seviyesindeki artışlarının hesaplanması ile gerçekleştirilir.

Gelişmekte olan veya geçiş ekonomileri için para sektöründe reform yapma ihtiyacı enflasyon tehlikesinden kaynaklanmaktadır. 1950 öncesinde ciddi enflasyon (yılda yüzde 100'ü aşan enflasyon) olayları incelendiğinde bazı çarpıcı bilgiler ortaya çıkmaktadır. Birincisi, reformların çoğu yirminci yüzyılda gerçekleşmiştir. İkincisi, hepsi bütçe açıklarının gerektirdiği parasal genişlemenin bir sonucudur. Çoğu durumda enflasyonun sebebi büyük ekonomik strestir. Bu durumda sivil kargaşa yaşanma potansiyeli yüksektir. Çünkü hükümet kendisinden daha güçlü güçlere karşıdır. Zaman zaman bu güçler iç savaşlar veya devrimlerdir.

Hızlı enflasyonun arkasındaki sebepleri açıklamak çok basittir. Bu sebepler ciddi bir sosyal kargaşa, isyancı grupları yatıştırmak ya da bastırmak için hükümetin büyük ölçekli harcamalarına neden olur. Bu tür bir gerilim olduğunda, hoşnutsuz kesimin desteğini geri çekmesiyle kamu geliri düşer. Ekstra desteğe duyulan ihtiyaç ve vergi tabanının daralması, hükümeti bütçe açığını kapatmak için para basmaya zorlar. Hükümet para basarak düşen vergi gelirlerini artırmayı hedefler fakat bu para basma işi beraberinde enflasyonu doğurur, bu enflasyona vergi enflasyonu denmektedir. Keynes'in 1923'te belirttiği gibi, enflasyon, halkın kaçmayı en zor bulduğu vergilendirme biçimidir. En zayıf hükümet bile başka hiçbir şeyi uygulayamadığında onu uygulayabilir. Ortaya konulan bu teori, 1950'den sonra hızlı

enflasyonun çoğalmasının da benzer bir açıklaması olacağını düşündürür, gerçekten de 1950 ile 1990 arasındaki en kötü enflasyon vakalarının rasgele incelenmesi, bu stresin yaygın bir deneyim olduğunu doğrulamaktadır (Cappie, 2012).

Enflasyon, sadece parasal genişleme nedeniyle değil, aynı zamanda sürdürülemez bir mali durum nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Son çeyrek yüzyılda çoğu ülkenin kullandığı para politikalarında, para biriminin tek desteği, hükümetin sürdürülebilir bir mali pozisyon taahhüdüdür. Vergilendirmeden elde edilen gelir akışı, önerilen harcamaları karşılamak için yeterlidir. Geçiş sürecindeki ülkelerde böyle bir taahhüdün sağlanması zordur. Alternatif vergi geliri kaynakları ve yeterince iyi çalışmayan borç piyasası ile bütçe açıkları genişler ve para kazanma ve enflasyon tehlikesi ortaya çıkar. Çekoslovakya, Macaristan ve Polonya gibi bazı ülkeler bu stresle oldukça iyi başa çıkabilirken diğer ülkeler bunu başaramamışlardır.

Parasal reform ihtiyacını doğuran şey enflasyon tehlikesidir. Dünyada pek çok ülkede, ciddi bir enflasyon tehdidi oluşturacak bu tür gerilimler hüküm sürmektedir. Düzgün işleyen bir piyasa ekonomisinin istikrarlı ulusal para birimine ihtiyacı vardır. Para biriminin nasıl istikrar kazandığına bakılmaksızın, tüm modern endüstriyel ülkelerde ekonomik büyüme mevcuttur. Reform yapan ülkeler, para sektörünün işleyişini kapsayan, kapsamlı bir yasal çerçeve oluşturmak zorunda kalmışlardır. Bu çerçevede ortak para biriminin sağlanması ihtiyacına merkez bankası cevap vermiştir (Cappie, 2012).

1.1.5.2 Finansal İstikrar

Finansal istikrar Avrupa Merkez Bankası tarafından “*finansal araçları, piyasaları ve piyasa altyapılarını içeren finansal sistemin, şoklara ve finansal dengesizliklerin çözülmesine dayanabileceği bir koşul*” olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankaları için her geçen gün daha önemli hale gelen sorumluluk finansal istikrardır. Bu sorumluluğun gelişimi, gelişmiş ülkelerde benzerlikler göstermiştir. Altın standardı çağında, merkez bankaları Bagehot'ın (sorumluluk doktrini (1866)) kuralını izleyerek bir son çare borç veren işlevini geliştirmişlerdir. Ancak 1920'lerin başlarında ve 1930'larda yaygın bankacılık krizleri yaşanırken, finansal sistemler dünya savaşları arasında istikrarsız hale gelmiştir. ABD merkez bankası FED'in

yaşadığı deneyim en kötüsü olmuştur. O dönemde Avrupa'daki bankacılık krizlerine verilen tepki, genellikle sorunlu bankaları kamu fonlarıyla kurtarmak olmuştur. Bu yaklaşım daha sonra ABD tarafından Yeniden Yapılanma Finans Kurumu ile birlikte, sınırlı bir ölçekte benimsenmiştir. Büyük Buhran'dan sonra her ülke bir mali güvenlik ağı kurarak mevduat sigortası ve finansal ve ticari kurumlar arasında faiz oranı tavanlarını ve güvenlik duvarlarını içeren ağır düzenlemeler yapmışlardır.

Sonuç olarak, gelişmiş dünyanın hiçbir yerinde 1930'ların sonlarından 1970'lerin ortalarına kadar bankacılık krizi yaşanmamıştır. Bu, 1970'lerde önemli ölçüde değişmiştir. Yüksek enflasyon, kısıt olarak getirilen faiz oranı tavanlarının altını oyarak tavanları ve diğer kısıtlamaları aşmak için tasarlanan finansal yeniliklere ilham vermiştir. Bu yenilikler deregülasyona ve artan rekabete yol açmıştır. Bankacılık istikrarsızlığı, 1974'te Franklin National ve 1984'te Continental Illinois'in başarısızlıkları ve 1980'lerde tasarruf ve kredi krizi gibi büyük ölçekli finansal sıkıntı örnekleri ile ABD ve diğer ülkelerde yeniden ortaya çıkmıştır. Bu karışıklıklara verilen tepki, batırılamayacak kadar büyük olduğu düşünülen bankaları kurtarmak olmuştur. Bu durum da neticeleri itibari ile ahlaki tehlike olasılığını artıran durumu doğurmuştur. Bu sorunların çoğu, 1980 tarihli Mevduat Kurumları Deregülasyon ve Parasal Kontrol Yasası ve Basel I Anlaşmaları ile çözülmüştür (Kaufman, 1994).

Modern zamanlarda yeniden ortaya çıkan bir başka sorun da varlık fiyat patlamaları ve düşüşleridir. Borsadaki ve konut fiyatlarındaki patlamalar, genellikle iş döngüsündeki fiyat patlamaları aşamasıyla ilişkilendirilmektedir. Tersine olarak borsa ve konut fiyatlarındaki düşüşler ise genellikle ekonomik gerilemeleri tetiklemiştir. Ortodoks merkez bankası politikası, ekonomik durgunluğu tetikleme korkusuyla çöküşlere dönüşmeden önce, büyümeyi etkisiz hale getirmek değil, çöküşün ardından tepki vermek, ödemeleri ve bankacılık sistemlerini korumak için bol miktarda likidite sağlamaktır. Bu, 1987'deki borsa çöküşünden sonra Alan Greenspan tarafından izlenen politikadır. 1990'ların ve 2000'lerin yeni başlayan mali krizlerinde daha sonra izlenen politika da budur. İdeal olarak, politikalar kriz tehdidi geçtikten sonra fazla likiditeyi ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır (Cappie, 2012).

1.1.5.3 Son Kredi Mercii

Son kredi mercii bir finansal kuruma veya bir bütün olarak piyasaya likiditenin merkez bankaları tarafından bir olumsuz şoka tepki ve isteğe bağlı olarak sağlanmasıdır. Son kredi mercii rolü, merkez bankacılığı tartışmasının merkezinde yer almaktadır. Konu çok tartışılmaktadır, ancak tartışmaların çoğu ya farklı amaçlarla yapılmıştır ya da rolün nasıl tanımlanması gerektiği konusunda anlaşmazlıkları ortaya koymuştur. Genellikle tanım, bireysel bankaları kurtarmak veya bir bütün olarak piyasa için likidite sağlamakla ilgilidir. Bu rolü tanımlamanın zorluğu aşağıdaki gibi gösterilebilir. Herhangi bir ticari banka, geçici olarak likit olmayan veya muhtemelen ödeme aczine düşen müşterilere ek krediler verebilir. Yeni krediden beklenen getiri sıfır veya negatif olsa bile, banka burada müşterisine verdiği önemi göstermesi ve bankanın itibar kazanması açısından değerlendirebilir. Bu bir bankanın müşterisini desteklemesi anlamına gelir ve bunu yaparken bazen kar olarak itibarını dikkate alabilir. Tıpkı ticari bir bankanın ticari müşterisini desteklemesi gibi, gelişmekte olan bir merkez bankası da bazı müşterileri veya muhabir bankaları kurtarabilir. Ancak bu tür, geçici uygulamaları son kredi mercii görevlerine dahil edilmez. Aksi takdirde İngiltere Merkez Bankası'nın faaliyetleri 18. yüzyılın başlarına tarihlendirilmesi gerekir (Pollard, 1970) .

Merkez bankaları likidite sorunları olan bir bankayı ilk planda desteklemeye karar vermek istememektedir. Bankalar arası ve diğer kısa vadeli para piyasalarının gelişimi göz önüne alındığında, likidite sorunları, teknik bir sorundan kaynaklanmıyorsa, muhtemelen bankanın ödeme gücü ile ilgili daha derin bir sorun ortaya çıkar. Sonuç olarak, merkez bankalarının destekleme için ön taahhüdü, ahlaki tehlike sorununu doğurur. Merkez bankaları, kârlılıkla ilgili herhangi bir endişeyi önemsiz kılan bankacılık sisteminin istikrarı için sorumluluğu kabul ettiğinde son kredi mercii rolünü yerine getirir. Dolayısıyla, merkez bankalarının gerçekte son kredi mercii olup olmadığını belirleyen unsur merkez bankalarının eylemlerinin kendisinden daha fazla, kredi desteğini sağlamanın mantığı, son kredi mercii olup olmadığını belirler. Merkez bankalarının bu rolü 1900'lerde temel işlev olarak geniş çapta kabul edilmiştir (Laidler, 1992).

Açık piyasa işlemlerine baktığımızda da benzer bir sorun ortaya çıkmaktadır. Büyük ticari borçlar, bankaların kredi verme durumlarını etkileyebilir. Bu suretle piyasadaki faiz oranlarını veya dış altın ve döviz akışlarını etkileyebilir. Geçmişte bankalar güçlerini bu etkilenmeyi bertaraf etmek için kullanmışlardır. Yine de bu davranış, bankacıların açık piyasa işlemlerini tam olarak anladıklarını ve kontrol ettiklerini göstermemiştir. İngiltere'deki ticari bankaların büyüklükleri merkez bankasının büyüklüğüne oranı arttıkça, merkez bankası piyasanın banka faizlerinden bağımsız hareket ettiğini fark edince banka faizlerini nasıl etkin hale getirecekleri konusunda planlamalar yapmışlardır. Merkez bankaları finansal istikrarın sağlanmasında hayati bir öneme sahiptir. Öncelikli amacı sistemi son çare olarak kurtarmaktır. Bu işlev, ticari rekabetin sona ermesine ve sistemi denetleme, izleme ve düzenleme ihtiyacına yol açmıştır. Merkez bankalarının tarafsızlıkla hareket edebilmesi için, kendisini ticari bankalarla rekabete zorlayacak ölçekte ticari faaliyette bulunmaması gerekir. Merkez bankalarının karı maksimize etme amacına sahip pek çok rekabetçi bankadan, rekabete dayalı olmayan ve kar amacı gütmeyen bir kuruma dönüşümü, merkez bankacılığının gerçek manada ortaya çıkışının işaretidir. Avrupa'daki çoğu merkez bankası 1900'den önce, bu testi geçememiştir. Merkez bankalarının temel mikro ekonomik işlevleri, düzenleme, denetim ve son kredi mercii olarak işlev göstermesidir. Bu düzenlemelerin tamamı uygulamaların neticesi olarak ortaya çıkmıştır (Cappie, 2012).

1.1.6 Merkez Bankalarının Bağımsızlığı

Merkez bankalarının hedeflerine ulaşabilmesi için gerekli en önemli şart merkez bankalarının bağımsızlığıdır. Bağımsızlıktan kastedilen, hükümete meydan okumadan veya hükümetle istişare etmeden piyasalara müdahale etme hakkı olarak tanımlanabilir (White, 1984). Yani yüklendiği vazifelerini yerine getirirken birilerinden izin alma veya birilerine hesap verme zorunluluğu olmadan görevlerini yerine getirmesidir. Merkez bankaları kanun ya da tüzükleri sürekli değiştirildiğinden bağımsızlık kavramının da sürekli değiştirildiği görülmektedir. İngiltere Merkez Bankası, on dokuzuncu yüzyılda özel bir kurum olduğunda, herhangi bir resmi kriterden tamamen bağımsızdır. Ancak o dönem incelendiğinde bu bağımsızlığın bir

kurgu olduğu çünkü hükümet ile banka arasındaki bağların çok güçlü olduğu görölmektedir.

Merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi inceleyen birkaç çalışmada dalgalı döviz kurları dönemine ait veriler kullanarak bağımsızlık ile iyi fiyat performansı arasında yakın bir ilişki bulunmuştur. Başka bir çalışmada da 1890'dan 1990'a kadar yapılan testler, çok daha fazla parasal bağımsızlık yaşanan bu dönemde, değişken faiz oranlarıyla birlikte önceki sonuçları doğrular nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. On dokuzuncu yüzyıldan önce kurulmuş, ancak henüz merkez bankası olmayan kurumlar, on dokuzuncu yüzyılda merkez bankası işlevlerini yapmaya ve modern merkez bankaları gibi davranmaya başlamışlardır. Bu işlevlerin başında, altın standardı kapsamında para birimi dönüştürülebilirliğini sürdürme, sorumluluğu gelmektedir. On dokuzuncu yüzyılda bırakınız yapsınlar felsefesi egemenken merkez bankaları, önceki ve sonraki zamanlara kıyasla daha bağımsız merkez bankacılığı yaşanmıştır. Birinci Dünya Savaşı bu bağımsızlığı aniden sona erdirmiştir. Savaşın sonra, savaş öncesi bağımsız statüye geri dönme isteği, Büyük Buhran ve sonrasında çıkan II. Dünya Savaşı gibi sebeplerden dolayı gerçekleşmemiştir. İngiltere Merkez Bankası para sistemine on dokuzuncu yüzyıl başında hakim olarak sistemin rezervlerini elinde tutmuştur. Ayrıca, bankanın piyasayı ve bireysel bankaları kurtarmasına dair örneklerle de yine aynı dönemde rastlanmaktadır. Banka 1797'den sonra bonolarını dönüştürme zorunluluğundan kurtulunca, düşen döviz kurundan sorumlu olmakla suçlanmıştır. Fakat banka fiyat seviyesini etkileme gücüne sahip olduğu veya kamusal sorumluluğa sahip olduğu fikrini reddetmiştir. Ancak banka açıkça özel bir kurumdan başka bir şeye dönüşmeye başlamaktadır. Modern merkez bankalarının birçok özelliğine sahip olduğundan Henry Thornton gibi insanlar tarafından teşvik edilmiştir (White, 1984).

On dokuzuncu yüzyıl İngiltere'sinde bile bağımsızlık durumu karmaşıktır. İngiltere'de 1844 yılında çıkarılan kanun bağımsızlığın tanımlanmasında yardımcı olmuş olsa da banka ile hükümet arasındaki ilişkinin tam niteliği tartışılmaya devam etmiştir. Daha sonra yaşanan 1847, 1857 ve 1866 mali krizlerinde banka, konvertibilitayı askıya almasına izin almak için hükümete çağrıda bulunmuştur. Banka bağımsızlığa sahip olmadığı için bu işlemleri tek başına yapamamıştır. Bu dönemin

özelliği olan ekonomik liberalizm çağında bağımsızlık yaygın değildir. Örneğin, hatırı sayılır derecede özerkliğe sahip olduğunu iddia eden Bank of France bile 1800'lerin bağından ortalarına kadar birçok kontrole tabi tutulmuştur. Maliye Bakanlığı bu kontrolleri sağlamak için önemli yetkiler kullanmıştır. Bununla birlikte, on dokuzuncu yüzyılın ortalarında Fransa'da ve diğer bazı ölkelerde para politikasının işleyişinde büyük ölçüde bağımsızlık vardır. Orta Avrupa'nın deneyimi biraz farklıdır. Çünkü ekonomik liberalizm çağı çok daha geç geldiğinden, on dokuzuncu yüzyılın sonuna kadar merkez bankaları bağımsızlık adına gelişme fırsatı bulamamıştır.

Orta Avrupa ölkelerinin görece geç sanayileşmeleri ve Britanya'ya göre değişen derecelerde sanayileşmiş olmaları nedeniyle, Britanya'da ihtiyaç duyulmayan eylemlerde bulunmak zorunda kalmışlardır. Bunun da merkez bankalarının bağımsızlığının evrensel rolüne yol açtığını söylenebilir. Bu nedenle, merkez bankaları veya merkez bankaları haline gelen kurumlar, kurulduklarında ve on dokuzuncu yüzyıl boyunca önemli ölçüde bağımsızlığa sahiplerdir. Ancak Birinci Dünya Savaşı salgınında altın standardı terk edildiğinde, hükümet kaynakları daha fazla kontrol etmeye çalıştı ve fiyatlar hemen hemen her yerde yükselmiştir. Devletler ve merkez bankaları arasındaki ilişki daha sonra kesin bir şekilde tanımlanmıştır. Bu durum yoğun kriz zamanlarında devlet otoritesini güçlendirmiştir. Birinci Dünya Savaşı, banka bağımsızlığının zorlu bir sınavıdır. Ancak savaş bankacılık açısından çok stresli olmuş ve bağımsızlık terk edilmiştir. Savaştan hemen önce bağımsız bir kurum olarak kurulan FED, ABD'nin savaşa katılmasının hemen ardından bağımsızlığını kaybetmiştir. Savaştan sonra, merkez bankasını savaş öncesi rolüne döndürmek için yaygın bir istek ortaya konmuştur. Ayrıca savaştan sonra yaşanan yüksek enflasyon, siyasi müdahalenin doğasında var olan tehlikelerin geniş çevrelerce kabul görmesine ve merkez bankalarını bağımsız kılmak için fikir birliğine varılmasına sebep olmuştur. Brüksel'de 1920 de yapılan konferansta, bankaların, özellikle de ihracat bankalarının siyasi baskılardan arındırılması ve işlemlerin yalnızca ihtiyatlı finansman temelinde yürütölmesi gerektiğini belirten bir karar kabul edilmiştir (Pollard, 1970) .

Büyük Buhrana yol açan yıllar, merkez bankaları için bağımsızlık arayışı ile son bulmuştur. Bağımsızlık, Milletler Cemiyeti'nin yeniden yapılanma planının bir projesidir. İngiltere Merkez Bankası, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra bağımsız

merkez bankası statüsünü geri kazanmıştır. Ancak Büyük Buhran'dan sonra hükümetin amacı faiz oranlarını etkileme konusunda daha fazla kontrol sahibi olmaktır. Diğer merkez bankaları için olduğu gibi İngiltere Merkez Bankası için de bu bağımsızlık sorununu çözmek zor olmuştur. 1930'larda hükümetler, müdahaleci politikaları yeniden uygulamaya koymuşlardır. Birçok merkez bankaları kamulaştırılmış, 1940'larda, 1950'lerde ve 1960'larda ulusal siyasi bağımsızlığın genişlemesi ve yeni devletlerin doğuşu, merkez bankaları üzerinde kontrol sahibi olmak isteyen hükümetlerin ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır. Hükümetler, merkez bankaları veya para kurulu gibi mevcut kurumları devralıp dönüştürmüşlerdir. Böylece, İkinci Dünya Savaşı öncesinden 1970'lere kadar merkez bankacılığı geniş ölçüde büyümüştür. Bu dönemde hükümet ile merkez bankaları arasındaki ilişki bağımlılık olarak tanımlanabilir.

Enflasyonun tavan yaptığı 1960'ların sonlarından 1980'lerin sonlarına kadarki deneyim, dünyanın ilk kez düz para rejiminin neden olduğu genişlemeci para politikası ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarıp netleştirmiştir. Merkez bankalarının hükümet baskısına daha az duyarlı olmaları durumunda, daha düşük enflasyonu sürdüreceklerini görüşü önem kazanmıştır. Merkez bankalarının daha fazla bağımsız olması gerektiği görüşü yeniden ortaya çıktı ve şimdilerde bu görüş kendine yer bulmuştur.

Son iki yüzyılda merkez bankalarının bağımsızlığını etkileyen temel faktörler, hüküm süren siyasi koşullar, bırakınız yapsınlar (laissez faire) ve sabit ya da dalgalı döviz kuru rejimi olmuştur. On dokuzuncu yüzyılda, bırakınız yapsınlar ve altın standardı uygulandığı için önemli miktarda bağımsızlığa izin verilmiştir. Daha sonra Birinci Dünya Savaşı ile gelen kriz, hükümetlerin merkez bankalarına müdahalesine neden olmuştur. Büyük Buhran ve hükümet tarafından yönetilen ekonominin yükselişini takiben yeni dirigiste (hükümetin bir ülkenin ekonomisi üzerinde çok fazla kontrole sahip olduğu bir sistem) ortamında daha büyük değişiklikler gelmiştir (White, 1984).

Ekonomiler, 1960'larda bağımsızlığını yeni kazanan gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi yüksek enflasyon ve parasal istikrarın sürdürülmesi sorunuyla karşı karşıya kalmışlardır. Yerel para birimi güçlü yabancı para birimine bağlanmış ve tüm

rezervler kontrol altına alınmıştır. Tarihsel olarak, bu düzenlemeler çok başarılı olmuştur. Ancak büyük çoğunluğu sterlinin güçlü olduğu bir dönemde faaliyet göstermiştir. Ayrıca, para kurulu olan ülkelerin çoğu ticaretlerinin çoğunu İngiltere ile ya da en azından sterlinle gerçekleştirmiştir.

Hükümete bağımlılık, merkez bankaları için en iyi performansı elde etmenin önündeki bir engeldir. Ancak optimal derecede bağımlılık kurmanın zorluğu kriz zamanlarında kesin bir şekilde değişmiştir. Bankacılıkta çok şey ifade eden itibarın kurulmasına bağımsızlık yardımcı olmuştur. Tarihi vesikalar, bağımsızlığın ani bir değişikliğe yatkın olduğunu bize göstermektedir. Bağımsızlığın ortadan kalkması için gerekli sebeplerden bazıları krizler ve bir savaşın patlak vermesi olarak sayılmaktadır. Büyük Buhranın sebebinin beceriksiz merkez bankası davranışları olduğu ve bu nedenle bağımsızlığını kısmen kaybettiği de göz önüne alınmalıdır. Genel olarak merkez bankalarının bağımsız olması gerektiği ve son kredi mercii olarak çalışması ve enflasyonun ve finansal istikrarın sağlanması için gerekli olduğu açıktır (Cappie, 2012).

1.1.7 Merkez Bankalarının Şeffaflığı

Şeffaflıkla, merkez bankalarının halka ve piyasalara, hedeflerini ve hedeflerine ulaşmak için atılan adımların mantığını iletmesi kastedilmektedir. Merkez bankalarının şeffaflığı hem hedeflerine ulaşmasına yardımcı olmak hem de tabi olduğu hesap verebilirlik derecesini artırmak açısından son derece önemlidir. 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlayarak, merkez bankaları, para politikasının sürecini değilse de sonuçlarını daha şeffaf hale getirmek amacıyla resmi, kamu enflasyon hedeflerini benimsemeye başlamışlardır. Başka bir deyişle, bir merkez bankasının belirli bir yıl için %2'lik bir enflasyon hedefi olabilir ve enflasyon %5 çıkarsa, o zaman merkez bankası bir açıklama sunmalıdır. İngiltere Merkez Bankası bu iki eğilimi de örneklemektedir. 1998 tarihli İngiltere Merkez Bankası Yasası ile hükümetten bağımsız hale gelmiş ve %2,5 'lik bir enflasyon hedefi benimsemiştir. Birleşik Krallık'ta enflasyon hedeflemesinin başarısı, İngiltere Merkez Bankası'nın şeffaflığa odaklanmasına bağlanmaktadır.

İngiltere Merkez Bankası, özellikle diğer birçok merkez bankası tarafından taklit edilen Enflasyon Raporu aracılığıyla halka bilgi aktarmanın yenilikçi yollarının üretilmesinde lider olmuştur. Avrupa Merkez Bankası, 1998 yılında, Avro Bölgesi içinde fiyat istikrarının %2'nin altındaki Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi enflasyonu olarak tanımlanmasını kabul etmiştir. 2003 yılında, bu enflasyonun altında, ancak orta vadede %2'ye yakın olacak şekilde revize edilmiştir. O zamandan beri, %2 hedefi, FED (Ocak 2012'den beri) ve Japonya Bankası (Ocak 2013'ten beri) dahil olmak üzere diğer büyük merkez bankaları için ortak hale gelmiştir (Noyer, 2016).

1.1.8 Merkez Bankalarının Hedefleri

Merkez bankalarının, temel olan üç politika hedeflerini gerçekleştirmeye çalışması karşı karşıya kaldığı en önemli zorluktur. Merkez bankalarının birinci politika hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Başka bir ifadeyle uzun vadede düşük enflasyon olarak da nitelenmektedir. Bu hedefin çalışması için güvenilirlik gerekmektedir. Diğer bir deyişle, insanların, enflasyon tehdidi ortaya çıkarsa merkez bankalarının politikalarını sıkılaştıracığına inanması gerekmektedir. Bu inancın da eylemlerle desteklenmesi gerekir. FED'in enflasyonunu yükselmesi korkusuna yanıt olarak sıkılaştırdığı para politikası iyi bir iletişimle büyük ölçüde bu korkuyu giderebilmektedir. İkinci politika hedefi, reel ekonominin istikrarı ve büyümesidir. Bu konudaki çalışmalar, düşük enflasyonun daha iyi büyüme ve genel makro ekonomik performans ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Ekonomiyi büyüme patikasıdan saptırma tehdidinde bulunan büyük şoklar yaşanmaya devam etmektedir. Bu tür tehditler devam ettiği müddetçe araştırmalar, merkez bankalarının geçici olarak uzun vadeli enflasyon hedefinden uzaklaşması ve durgunluğa sebep olan güçleri dengelemek için para politikasını gevşetmesi gerektiği görüşünü ortaya koymuştur. Eğer piyasa temsilcileri merkez bankalarının düşük enflasyon taahhüdünün uzun vadeli güvenilirliğine inanırlarsa, politika faiz oranlarındaki düşüş de yüksek enflasyon beklentileri doğurmayacaktır. Üçüncü politika hedefi finansal istikrardır. Merkez bankalarının finansal aracılık sürecinde, reel ekonomik faaliyeti olumsuz yönde etkileyecek kadar şiddetli aksama olasılığını azaltmasıdır. Bazı iktisatçılar varlık fiyatlarındaki patlamaların düşük enflasyon ile ortaya çıktığını iddia etse de araştırmalar bunun tam tersini göstermiştir. FED 2001'deki teknoloji krizinin

ve 11 Eylül saldırılarının ardından para piyasasına fon sağlamış ve kriz tehdidi sona erdiğinde fonların para piyasasında kalmasına izin vermiştir. Ağustos 2007'de başlayan mali krizde ise uygulanan politikanın, para piyasasının korkularını gidermek için gereken her türlü likiditeyi sağlamak şeklinde olması gerekmiştir. FED bu kuralları Eylül 2007'de uygulamasına karşın fonların kaynağı net olmadığı için başarılı olamamıştır. Kriz döneminde likidite akışını kesen FED kriz olmadığı dönemde ise muazzam likidite sağlamıştır.

Fiyat istikrarına ilişkin zorluklardan biri merkez bankalarının finansal istikrarı bozabilecek finansal yeniliklere ayak uyduramamasıdır. Finansal piyasalardaki yenilikler, yasal sınırları esnetmenin yanı sıra işlem maliyetlerini düşürme ve kaldıracı artırma girişimlerini temsil ettikleri için başa çıkılması oldukça güç olmaktadır. En son mortgage krizi, şüpheli kalitede ipotekleri daha sağlam olanlarla paketlemek için oluşturulan türev enstrümanların, ticari ve yatırım bankalarının bilançolarından çıkarılabilesine imkan tanınması oluşacak tehlikeye bir örnektir. Riski dağıtmak için tasarlanan bu strateji, yeni araçların şeffaflığı nedeniyle geri tepmiş ve krize sebep olmuştur. Özellikle FED'in karşı karşıya olduğu zorluk, İngiltere Merkez Bankası, Kanada Bankası ve diğer merkez bankaları gibi açık bir enflasyon hedeflemesi yapıp yapmamasıdır. Açık enflasyon hedeflemesi yapmanın bankaya avantajları, politikanın basitleştirilmesi ve daha şeffaf hale getirilmesidir. Bu durumun neticesi olarak halkla iletişim kolaylaşır ve bankanın güvenilirliği artar. Tüm merkez bankaları için diğer bir zorluk, küreselleşme, siyasi istikrarsızlık ve petrol fiyatları gibi kendi kontrolleri dışında olan ancak küresel veya yerel fiyatları etkileyebilecek diğer şokları ve diğer arz yönlü gelişmeleri hesaba katmaktır (Cappie, 2012).

1.2 TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI SERÜVENİ

Merkez bankacılığının ülkemizdeki gelişimi Osmanlı Dönemi ve Cumhuriyet Dönemi başlıkları altında incelenecektir.

1.2.1 Osmanlı Dönemi

Osmanlı Devleti'nde ekonomik faaliyetler Hazine, Darphane, kuyumcular, vakıflar, çarşılar ve loncalar gibi çeşitli kuruluşlar tarafından yürütülmüştür. Bu dönemdeki başlıca ekonomik faaliyetler şunlardır:

- Para miktarının düzenlenmesi
- Kredi hacminin düzenlenmesi
- Altın ve döviz rezervlerinin yönetimi
- Yurtiçi ve yurtdışı ödemelerin yürütülmesi.

19. yüzyılın ikinci yarısına kadar hüküm süren bu sistemde Osmanlı Devleti, padişah adına altın sikke basmıştır. Osmanlı Devleti, iç borçlanma ve savaşların tetiklediği mali sorunlar karşısında 1840 yılında banknotları (Kaime-i Nakdiye-i Mütebere) bastırarak tedavüle çıkarmıştır. 1854 Kırım Savaşı sırasında Osmanlı Devleti tarihinde ilk kez diğer milletlerden borç almıştır. Bu dış borçların geri ödenmesinde aracılık görevi üstlenmesi için bir devlet bankasına ihtiyaç duyduğundan Osmanlı Bankası (Bank-ı Osmanî) 1856 yılında İngiliz sermayeli ve merkezi Londra'da kurulmuştur. Bankanın temel yetkileri, küçük miktarlarda kredi vermek, Hükümete peşin ödeme yapmak ve belirli hazine bonolarını iskonto etmekle sınırlandırılmıştır.

1863 yılında Osmanlı Bankası feshedilerek İngiliz-Fransız ortaklığı olarak Bank-ı Osmanî-i Şahane (Osmanlı İmparatorluk Bankası) adı altında yeniden yapılandırılarak devlet bankası haline getirilmiştir. Osmanlı İmparatorluk Bankası otuz yıllık bir süre için tek banknot basma ayrıcalığına sahip olmuştur. Devletin mali işler sorumlusu olarak görev yapan banka, devlet gelirlerini tahsil etmek, hazine adına ödeme yapmak ve hazine bonolarını iskonto etmek ile iç ve dış borçlara ilişkin faiz ve anapara ödemelerini yapmakla görevlendirilmiştir.

Zamanla Osmanlı İmparatorluk Bankası başkentinin başka milletlere ait olması tepkileri tetikledi ve ulusal merkez bankası fikrinin temelini atmıştır. Yerli sermayeli bir merkez bankası kurma çabaları, 11 Mart 1917'de Osmanlı Milli Kredi Bankası'nın (Osmanlı İtibar-ı Millî Bankası) kurulması ile sonuçlanmıştır. Ancak Osmanlı

İmparatorluğu'nun Birinci Dünya Savaşı'nda yenilmesi, merkez bankası işlevlerini üstlenecek bir ulusal banka kurulmasını engellemiştir (Önder, 2005).

1.2.2 Cumhuriyet Dönemi

Cumhuriyet dönemi merkez bankacılığı gelişmelerini dört başlık altında incelemek mümkündür. Bu dört dönem alt başlıklarda incelenmiştir.

1.2.2.1 Birinci Dünya Savaşı Sonrası Dönem

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra Türkiye'de merkez bankası kurulması konusundaki görüşmeler, ulusların para ihraç etme yetkisine sahip merkez bankası kurarak para politikalarını bağımsız bir şekilde formüle etme eğilimine paralel olarak hız kazanmıştır.

Kurtuluş Savaşı'nda siyasi bağımsızlık ile kazanılan ekonomik bağımsızlık ilk olarak 1923 yılında İzmir İktisat Kongresi'nde “milli devlet bankası” kurulması özel bir vurgu ile ele alınmıştır. 1927'de Maliye Bakanı Abdülhalik Renda'nın sunduğu, merkez bankası kurulmasına ilişkin kanun tasarısı kabul edilmiştir. Türkiye, merkez bankasının kuruluş aşamasında diğer ülke merkez bankaları ile görüş alışverişinde bulunmuştur. 1928'de Nederlandsche Bank (Hollanda Merkez Bankası) Guvernörler Kurulu üyesi Dr. G. Vissering Türkiye'ye davet edilmiştir. Raporunda, hükümete bağlı olmayan bağımsız bir merkez bankasının gerekliliğinin altını çizmiştir. 1929'da İtalyan uzman Kont Volpi, Türk parasının istikrarını sağlamak için bir merkez bankası kurulmasının gerekli olduğunu öne sürmüştür. Bu gelişmelerin ardından Hükümet, bir merkez bankası kurulması için gerekli yasal çerçeveyi hazırlama girişimini başlatmış ve Lozan Üniversitesi'nden Prof. Leon Morf'un katkılarıyla bir kanun tasarısı hazırlanmıştır. Kanun, 11 Haziran 1930 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından kabul edilmiş ve 1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu olarak 30 Haziran 1930 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmıştır (Kazgan ve diğ., 2000).

Farklı kurum ve kuruluşların yürüttüğü görevlerin merkezileştirilmesinin ardından 3 Ekim 1931 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)

faaliyete başlamıştır. Banka, sıradan bir anonim şirket olmadığını kanıtlamak için kamu tüzel kişiliği ve bağımsız olan anonim şirket olarak yasal statü kazanmıştır.

Bankanın hisseleri (A), (B), (C) ve (D) sınıflarına ayrılmıştır:

(A) sınıfı hisseler sadece Hazineye aittir (Bankanın bağımsızlığını güçlendirmek amacıyla 11.06.1930 tarih ve 1715 sayılı Kanunda bu payların sermayenin yüzde on beşini geçmeyeceği hükme bağlanmıştır).

(B) sınıfı hisseler ulusal bankalara tahsis edilmiştir.

(C) sınıfı hisseler ulusal bankalar dışındaki bankalara ve imtiyazlı şirketlere tahsis edilmektedir.

(D) sınıfı hisseler Türk işletmeleri ile Türk uyruklu tüzel ve gerçek kişilere tahsis edilir.

14.01.1970 tarihinde kabul edilen ve halen yürürlükte olan 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu uyarınca, (A) sınıfı hisse senetlerinin, sermayenin yüzde 51'inden aşağı düşmemek üzere münhasıran hazineye tahsis edileceği hükme bağlanmak suretiyle sermaye artışına karşılık gelen 100.000 hissenin tümü hazineye tahsis edilmiştir. Diğer hisse sınıflarının yapısında değişiklik yapılmamıştır. 2020 yıl sonu itibarıyla, Merkez Bankası sermayesinin yüzde 55,12'si (A) sınıfı, yüzde 23,25'i (B) sınıfı, yüzde 2,51'i (C) sınıfı, yüzde 19,12'si ise (D) sınıfı hisselerden oluşmaktadır (www.tcmb.gov.tr).

1715 sayılı Kanuna göre TCMB'nin temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasına destek olmaktır. Bu amaçla, Banka şunları yapma yetkisine sahiptir:

- Reeskont oranlarını temel politika aracı olarak belirlemek,
- Para piyasasını ve para dolaşımını düzenlemek,
- Hazine işlemlerini yürütmek,
- Türk parasının istikrarına yönelik tedbirler almak,
- Banknot basımını tek elden yürütmek,
- Hükümetin veznedarı olarak hareket etmek.

Bu dönemde sabit kur rejimi altında döviz kurunu belirleme yetkisi Hükümete aittir. Hükümetin bankanın yetki alanına ve kararlarına müdahale edemediği 1930'lara TCMB'nin bağımsızlığı ve düşük enflasyon seviyeleri damgasını vurmuştur (Boratav, 1982).

1.2.2.2 İkinci Dünya Savaşı Sonrası Dönem

İkinci Dünya Savaşı'nın olumsuz etkilerinin hakim olduğu 1940'lı yıllarda TCMB, tüm dünyadaki emsalleri gibi bağımsız bir para politikası uygulamak yerine kamu maliyesi açığını kapatmak için politikalar uygulamıştır. Bu nedenle, 1938-1948 döneminde genel fiyat seviyesi üç kattan fazla artmıştır. 1950'lerde, büyüme ve hızlı gelişme TCMB kaynakları ile finanse edilmiştir. Bu kaynaklar, Hazine'ye sağlanan kısa vadeli avanslarla kamuya açılmıştır. O dönemde TCMB için önemli bir gelişme, 1955 yılında Banknot Matbaası'nın kurulması ve buna bağlı olarak Türkiye 1957'den itibaren banknot basmaya başlamasıdır. 1960'lı yıllarda planlı ekonomiye geçişle birlikte TCMB, genişlemeci para politikaları izlemiş ve zamanın ekonomik koşulları ve sınai kalkınmanın gereklerine paralel olarak kamuya kaynak sağlamaya devam etmiştir. Bu dönemde döviz kontrolü ile ilgili yetkilerin çoğu TCMB'ye devredilmiştir (Tokgöz, 1999).

1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu

İkinci Dünya Savaşı sonrasında meydana gelen küresel değişikliklere uyum sağlamak ve TCMB'nin etkinliğini artırmak amacıyla 14 Ocak 1970 tarihinde 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu kabul edilmiştir. Tarihinde yeni bir sayfa açan TCMB, dönemin ekonomi ve merkez bankacılığı alanlarındaki yenilikleri kısmen de olsa yansıtan yeni bir yapıya kavuşmuştur.

Bu kanun, Banka'nın yasal statüsü, organizasyon yapısı, görev ve yetkilerinde aşağıdaki gibi önemli değişiklikler getirmiştir:

Sermaye: Anonim şirket statüsünü koruyan TCMB'nin sermayesi 15 milyon TL'den 25 milyon TL'ye çıkarıldı. Ayrıca yasa, Hazine'nin sermayedeki payının yüzde 51'den az olmaması gerektiğini öngörmüştür.

Başkanlık: 1211 sayılı Kanun ile uluslararası temsil, dış ilişkiler ve protokol açısından denklığı sağlamak üzere başkanlık kurulmuştur.

Yürütme Kurulu: Başkan ve Başkan Yardımcılarından oluşan ve İcra Kurulu adı verilen yeni bir karar alma organı oluşturulmuştur.

Yönetim Kurulu: Sekiz üyesiyle TCMB'nin en üst düzey karar organı olan Yönetim Kurulu, altı üyeden oluşan Banka Yönetim Kurulu olarak değiştirildi.

Merkez Bankasının Görev ve Yetkileri: Yeni Merkez Bankası Kanunu, Banka'nın görev ve yetkilerini artırmaya yönelik önemli değişiklikler getirmiştir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (www.tcmb.gov.tr):

- Doğrudan ve dolaylı para politikası araçları üzerinde genişletilmiş kontrol,
- Para arzı ve likiditeyi düzenlemek için açık piyasa işlemleri yapma yetkisi,
- Para ve kredilerle ilgili tedbirler konusunda Hükümete danışmak,
- Reeskont işlemleri yoluyla yatırımları ve ekonomik kalkınmayı desteklemek için orta vadeli kredilerin uzatılması. Ayrıca Hazine'ye verilecek kısa vadeli avansların üst sınırı ilgili yıla ait bütçe ödeneklerinin yüzde 15'i oranında artırılmıştır.

1.2.2.3 1980 Sonrası Dönem

1980'ler hem Türkiye ekonomisi hem de TCMB için dönüm noktası olarak nitelendirilebilecek önemli gelişmelere sahne olmuştur. 24 Ocak 1980 kararları Türkiye ekonomisinde yapısal bir dönüşümü ateşlemiştir. Bu dönemin önemli gelişmeleri (Yalta, 2020:25):

- Piyasa mekanizması çerçevesinde fiyatların oluşması için fiyat kontrollerinden vazgeçilmiş ve serbest ticaret politikası benimsenmiştir.
- Finansal serbestleşme sürecinin başlamasıyla birlikte piyasa ekonomisine uygun para ve döviz kuru politikaları için gerekli altyapının sağlanması için önemli adımlar atılmıştır.

➤ Para politikası kapsamında mevduat ve kredi faiz oranlarının piyasa koşullarına göre belirlenmesine karar verilmiştir.

➤ Sabit kur rejiminden vazgeçildi ve Türk parası yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi üzerine 1983 yılında banka, altın ve döviz rezervlerini yönetme yetkisine sahip olmuştur.

Ayrıca, bankanın temel görevlerini ekonominin temel gereklerine uygun ve fiyat istikrarını sağlamak amacı ile yerine getireceği kanuna dahil edilmiştir. Banka, 1987 yılında açık piyasa işlemlerine başlamış ve modern anlamda para ve döviz piyasalarının kurulmasında öncü olmuştur.

1989 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile iktisadi ajanların döviz işlemleri yapmalarına izin verilmiş ve Türk parasını konvertibl ilan ederek görece daha esnek bir kur rejimi benimsenmiştir. Banka, 1990 yılında ilk kez döviz kurları ve faiz oranlarının istikrarını bozmadan piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı amaçlayan bir para programı açıklamıştır. 1990 yılında açıklanan hedeflere ulaşılmış olsa da sonraki dönemde yaşanan Körfez Savaşı, Türkiye ekonomisini önemli ölçüde etkilemiştir. Finans sektörü üzerindeki baskı, siyasi istikrarsızlık, gevşek maliye politikası ve bankacılık sektörünün kırılgan yapısı gibi sorunlar, makro ekonomik istikrarın sağlanmasına engel olmuş ve 1994 yılının ilk çeyreğinde bir mali krize yol açmıştır. Yüksek enflasyon döneminin temel unsurlarından biri olan kamu borçlarının banka tarafından finanse edilmesini önlemek için önerilen ilk düzenlemeler de bu döneme denk gelmektedir. 21 Nisan 1994 tarihinde Hazine'nin TCMB fonlarını kullanımına sınırlamalar getirilmiştir. Ayrıca TCMB ile Hazine arasında 1997 yılında imzalanan protokol ile Hazine'nin 1998 yılından itibaren TCMB'den kısa vadeli avans almayacağı sonucuna varılmıştır (Başçı, 2014).

1.2.2.4 - 2001 Krizi ve Sonrası Dönem

TCMB, 1995-1999 döneminde mali piyasalarda istikrarın sağlanmasına yönelik politikalar izlemiştir. Enflasyonun kontrol altına alınamaması nedeniyle, 2000 yılında döviz kuruna dayalı yeni bir istikrar programı kabul edilmiştir. Ancak, 2000 yılının sonlarına doğru ortaya çıkan güven kaybı ve 2001 yılında patlak veren krizin

ortasında, bu programın uygulanmasına son verilmiştir. Sonuç olarak, 22 Şubat 2001 tarihinde serbest dalgalı döviz kuru rejimi kabul edilmiştir. Kriz sonrası Türkiye ekonomisinde yaşanan yapısal dönüşüme paralel olarak 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanununda önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler aşağıdaki gibidir (Başçı, 2014):

- Kanun, Merkez Bankasının temel amacını fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak açıkça tanımlamıştır.
- Banka'nın uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını kendi takdirine göre belirlemesi öngörülmüştür. Böylelikle, TCMB araç bağımsızlığına kavuşmuştur.
- Kanun ayrıca, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek amacına aykırı olmamak kaydıyla, bankanın Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceğini öngörmüştür.
- Finansal istikrarın sağlanması, bankanın tamamlayıcı bir hedefi olarak tanımlanmıştır.
- Kanun, TCMB'nin Hazine ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi vermesinin yanı sıra bu kuruluşlar tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarını birincil piyasada satın almasını yasaklamıştır.
- TCMB fonlarının kamu finansmanı amacıyla kullanılması para politikası stratejilerini ve karar alma mekanizmalarını kurumsallaştırmak üzere Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur.

TCMB, 2002 yılında modern bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiştir. 2002-2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında banka, rejim için gerekli ön koşulları sağlamaya çalışmış, teknik ve kurumsal altyapısını güçlendirmiş, tahmin modelleri geliştirmiş ve veri setini genişletmiştir. Bu süreçte Araştırma Müdürlüğü, Araştırma ve Para Politikası Müdürlüğü olarak yeniden yapılandırılmış ve iletişim politikalarının etkinliğini sağlamak üzere İletişim Müdürlüğü kurulmuştur.

Banka, politika kararlarının öngörülebilirliğini artırmak amacıyla 2005 yılı itibarıyla PPK toplantılarının takvimini önceden açıklamaya başlamıştır. Tüm bu süreç, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejiminin kabul edilmesiyle

sonuçlanmıştır. Bu dönemde, TCMB 'nin enflasyonla mücadele sürecinde kaydedilen ilerlemeyi sürdürme, Türk parasının kredibilitesini artırma ve çeşitli sorunları ortadan kaldırma konusundaki kararlılığını vurgulamak amacıyla iki aşamalı bir para reformu başlatılmıştır.

İlk aşamada Türk Lirasından altı sıfır atılmış, Yeni Türk Lirası banknot ve Yeni kuruş madeni paraları 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren tedavüle çıkarılmıştır. 1 Ocak 2009'da “Yeni Türk Lirası” ve “Yeni kuruş” ta kullanılan “Yeni” ön eki kaldırılarak reformun ikinci aşaması başlatılmış, Türk Lirası banknot ve madeni paralar yeni tasarım ve boyutlarla tedavüle çıkarılmıştır.

Osmanlı Döneminden günümüze kadar köklü bir geçmişe sahip olan TCMB, hukukla kendisine emanet edilen görev ve yetkilerini en yüksek standartlarda yerine getirmeye ve böylece Türk ekonomisine yön vermeye devam etmektedir. Bugün TCMB, küresel ve yurt içi gelişmeleri yakından takip ederek politika uygulamalarını dinamik bir çerçevede sürdüren, nitelikli kadrosu ve modern altyapısı ile güvenilir bir kurumdur (Başçı, 2014).

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKALARI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.1 PARA POLİTİKASININ TANIMI

Para politikasını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. İktisat literatüründe para politikası, para miktarını, maliyetini, firmaların ve hane halkının beklentilerini etkileyerek temel hedeflere ulaşmak için oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir deyişle para politikası, paranın bulunabilirliğini ve maliyetini etkilemek için alınan kararları ifade etmektedir (Önder, 2005). Para Politikası; Ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşmak için paranın mevcudiyetini ve maliyetini etkilemek için alınan kararları ifade eder. Bunun uygulanmasından sorumlu kurumlar merkez bankalarıdır (TCMB, 2020). 1970'li yıllardan itibaren merkez bankaları fiyat istikrarını para politikasının temel amacı olarak kabul etmiş, bu nedenle para merkez bankalarının piyasaya müdahale etmek ve çeşitli hedeflere ulaşmak için kullandığı temel bir araç haline gelmiştir. Bu doğrultuda likidite ve faiz oranları ile ilgili alınan kararları içeren para politikaları, ekonomik birimler tarafından alınan kararları doğrudan etkilemekte ve ülke ekonomisi açısından nihai hedeflere ulaşılmasını sağlamaya çalışmaktadır (Arıcan ve Okay, 2014).

2.2 PARA POLİTİKASI TARİHİ

Para politikası, faiz oranları ve kredi kullanılabilirliği ile ilişkilidir. Para politikası araçları, para tabanı aracılığıyla kısa vadeli faiz oranlarını ve banka rezervlerini içermektedir (Bordo, 2008).

Yüzyıllar boyunca sadece iki para politikası biçimi vardı. Bunlar madeni parayı değiştirmek veya kağıt para basmaktı. Faiz oranları, şimdi parasal otoritenin bir parçası

olarak düşünülürken, bu süre zarfında genellikle diğer para politikası biçimleriyle koordineli bir şekilde yürütülememiştir.

Para politikası yetkili kurumun bir yürütme kararı olarak kabul edilmiş ve genellikle senyoraj (para basma gücü) ile uygulanmıştır. Daha büyük ticaret ağlarının ortaya çıkmasıyla, para biriminin değerini altın veya gümüş cinsinden ve yerel para biriminin fiyatını yabancı para birimi cinsinden tanımlama ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Kağıt para, 7. yüzyılda Çin'de "jiaozi" olarak adlandırılan senetlerden ortaya çıkmıştır. Jiaozi, metalik paranın kullanımını sonlandırmadığı gibi bakır paraların yanında kullanılmıştır. Sonraki Yuan Hanedanlığı, kağıt para birimini baskın dolaşım aracı olarak kullanan ilk hükümdardır. Hanedanlığın ilerleyen dönemlerinde büyük kıtlık ile karşı karşıya kaldıklarında, savaşı finanse etmek ve krallığını sürdürmek için, kısıtlama olmaksızın kağıt para basmaya başlamış, bu da hiper enflasyona neden olmuştur (Bordo, 2008).

Altın destekli banknot basma yetkisi verilen İngiltere Merkez Bankası'nın 1694 yılında kurulmasıyla, para politikası yürütme eyleminden bağımsız olarak oluşturulmaya başlanmıştır. Para politikasının amacı, madeni paranın değerini korumak, türe göre işlem yapacak banknotlar basmak ve madeni paraların dolaşımdan çıkmasını önlemektir. Ulusların sanayileşerek, ulusal bankaları kurması, paranın altın standardıyla ilişkisini sürdürme ve diğer altın destekli para birimleriyle dar bir döviz bandında ticaret yapma arzusuyla ilişkilendirilmiştir. Bu amaca ulaşmak için, altın standardının bir parçası olarak ulusal bankalar hem kendi borçlularından hem de likidite gereksinimi için diğer bankalardan aldıkları paranın faiz oranlarını belirlemeye başlamışlardır. Altın standardının sürdürülmesi, aylık faiz oranlarına ayar yapılmasını gerektirmiştir. Altın standardı, ulusal para biriminin fiyatının altının değerine göre sabitlendiği ve hükümetin temel para birimi cinsinden sabit bir fiyattan altın alma veya satma vaadiyle sabit tutulduğu bir sistemdir. Altın standardı, özel bir "sabit döviz kuru" politikası durumu olarak veya özel bir emtia fiyatı seviyesi hedeflemesi türü olarak kabul edilmektedir. Günümüzde bu tür bir para politikası artık hiçbir ülke tarafından kullanılmamaktadır (Abdel-Monem, 2020).

Sanayileşmiş ülkeler 1870–1920 döneminde merkezi bankacılık sistemlerini, kurmuşlardır. En son 1913'te kurulan banka FED olmuştur. Bu zamana kadar merkez bankaları son çare olarak borç veren rolünü üstlenmiştir. Faiz oranlarının, tüm ekonomi üzerinde etkisi olduğu giderek daha fazla anlaşılmıştır. İnsanların satın alma kararlarını ekonomideki değişikliklere göre ayarlayacakları ve ekonomik göstergelere göre kararlarının değişiklik arz edeceği anlaşılmıştır. Parasalcı iktisatçılar uzun zamandır para arzındaki büyümenin makroekonomiyi etkileyebileceğini iddia etmişlerdir. Bunlar arasında, kariyerinin başlarında, durgunluklar sırasında hükümet bütçe açıklarının, toplam üretim talebini canlandırmaya yardımcı olmak için para yaratma yoluyla eşit miktarda finanse edilmesini savunan Milton Friedman da vardır. Daha sonra, düşük enflasyonu ve istikrarlı üretim büyümesini korumanın en iyi yolu olarak parasal arzın düşük, sabit bir oranda artırılmasını savunmuştur (Lucas, 1994).

Ancak, ABD Merkez Bankası Başkanı Paul Volcker, Ekim 1979'dan itibaren bu politikayı denediğinde, parasal büyüklükler ile diğer makro ekonomik değişkenler arasındaki istikrarsız ilişki nedeniyle pratik olmadığını görmüştür (Bernanke, 2006). Milton Friedman bile daha sonra doğrudan para tedarikinin umduğundan daha az başarılı olduğunu kabul etmiştir (Edward, 2007).

Bu nedenle, parasal kararlar aşağıdakiler gibi daha geniş bir faktör yelpazesini dikkate almaktadır:

- Kısa vadeli faiz oranları
- Uzun vadeli faiz oranları
- Ekonomideki paranın hızı
- Döviz kurları
- Kredi kalitesi
- Tahviller ve hisse senetleri (borç ve şirket mülkiyeti)
- Özel sektör harcamalarına (tasarruflarına) karşı hükümetin tavrı
- Büyük ölçeklerde uluslararası sermaye akışları
- Opsiyonlar, takaslar, vadeli işlem sözleşmeleri vb. gibi finansal türevler.

2.3 PARA POLİTİKASINA TEORİK YAKLAŞIMLAR

Para ve maliye politikalarından hangisinin ekonomik aktivite üzerinde daha etkili olduğu konusunda süregelen tartışmalar Monetarist ve Keynesyen görüş çerçevesinde yoğunlaşmaktadır. Monetaristler, para politikasının genel olarak ekonomi üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olduğunu ve para politikasının büyüme üzerindeki etkisinin maliye politikasından daha baskın olduğunu vurgulamaktadır. Keynesyenler ise "ekonomik istikrar için maliye politikasının daha önemli olduğu" fikrini savunurlar. Günümüzde maliye ve para politikalarının sınırları bilinmekte ve makro düzeyde bu politikaların artık tek başına yeterli olamayacağı tartışılmaktadır (Çevik, 2012).

2.3.1 Klasik Yaklaşım

Klasik yaklaşım, Adam Smith'in önemli eseri "Ulusların Zenginliği"nin 1776'da yayımlanmasıyla başlamış ve 1930'a kadar iktisadi düşünceye egemen olmuştur. Klasik teori, ekonominin her zaman tam istihdamda olduğunu ve dolayısıyla para ve maliye politikalarının işlevlerinin güvence altına alınmasında rol oynadığını iddia etmiştir. Klasik düşüncenin gelir ve emek teorisi, "her arz kendi talebini yaratır" şeklinde ifade edilen Say Yasasına dayanmaktadır. Say, üretilen tüm mal ve hizmetlere yeterli talep olacağı için ekonominin tam istihdam düzeyinde olacağını savunmuştur. Bu, Adam Smith'in "görünmez el" olarak adlandırdığı piyasa güçleri tarafından gerçekleştirilecektir. Genel olarak tüm piyasalarda tam rekabet koşullarının varlığı, her arzın kendi talebini yaratması, ücretlerin, faizin ve fiyatların esnekliği, karar vericilerin rasyonel beklentileri, piyasaların rasyonel beklentileri gibi temel varsayımlara dayanmaktadır (Snowdon ve Vane, 2005: 38).

Fiyatlar ve ücretler esnek olduğundan, fiyat değişiklikleri sayesinde tam istihdam her zaman kendiliğinden sağlanacaktır. Buna göre ekonomide işsizlik ya da düşük tüketim sorunu hiçbir zaman ortaya çıkmayacaktır. Bu nedenle uygulanan para politikası üretim düzeyini etkilemeyecek, üretilen her mal satılacak ve fiyatlar genel düzeyi istikrarını koruyacaktır. Bu varsayımlardan hareketle, ekonomik ve sosyal alandaki aksaklıkların geçici olması ve bunları ortadan kaldıracak yeterli güçlerin mevcut durumda olması nedeniyle, devletin herhangi bir ekonomik ve sosyal amaç

için müdahale etmesinin gereksiz olduğu ekonomi politikası açısından varılan sonuçtur. Bu nedenle para ve maliye politikalarının gereksiz olduğu belirtilmektedir (Çevik, 2012).

Buna göre, reel ve parasal büyüklükler arasında bir bağlantı olmadığını iddia etmektedirler. Bu ayrımın bir sonucu olarak, ekonominin reel kısmını açıklamak için Say Yasasını ve ekonominin parasal kısmını açıklamak için paranın miktar teorisini kullanırlar. Miktar teorisine göre para miktarındaki herhangi bir değişiklik reel değişkenleri etkilemez, sadece fiyatlar genel düzeyini değiştirir (Snowdon ve Vane, 2005: 50-52).

Klasiklere göre para tarafsızdır ve ekonomik olayların meydana gelmesinde hiçbir etkisi yoktur. Parayı sadece mübadeleyi kolaylaştıran bir mübadele aracı olarak görürler. Para ekonomide bir örtüdür ve sadece fiyat seviyesini etkiler. Para arzındaki bir artış sadece mal ve hizmet fiyatlarını artırır, üretimi, istihdamı, faiz oranlarını, yatırımı ve milli geliri etkilememektedir (Snowdon ve Vane, 2005: 69-72).

$MV=PY$ olarak ifade edilen değişim denkleminde;

M: para arzı, V: Paranın Gelir Dolaşım Hızı, P: Fiyat Düzeyi ve Y: Reel Gelir.

Denklemin sağ tarafındaki Y, üretilen mal ve hizmetlerin toplamını temsil eder ve P ile çarpılan ürün, nominal GSMH'yi verir. Denklemin sol tarafında para arzı ile paranın dolaşım oranı çarpılarak toplam harcama tutarına ulaşılır. Klasik iktisatçılara göre ekonomide bir dengesizlik oluştuğunda kamu harcamaları ve vergiler gibi maliye politikası araçları değil para politikası araçları kullanılmalıdır. Miktar teorisinin en önemli politika sonucu, fiyatlar genel düzeyini kontrol etmek için para stokunun kontrol edilmesi gerektiğidir. Para basılarak finanse edilen bir kamu harcama artışının veya vergi kesintisinin etkilerinin değerlendirilmesi söz konusu olduğunda; Klasikler paranın miktar teorisi ile ilgilenir. Klasik iktisatçıların vardıkları sonuç, devlet bütçesinin küçük ve dengeli olması için devlet faaliyetlerinin temel hizmetlerle sınırlandırılması gerektiğidir. Bu görüşe nötr maliyet denir. Aslında ekonomik kaynakların optimum kullanımının kabul edilmesinin bir sonucudur. Klasikler devlete güvenmezler ve kişisel karar almanın üstünlüğüne inanırlar, toplam talep yönetimi

şeklindeki maliye politikalarını gereksiz ve istikrarsızlığın ana kaynağı olarak görürler (Snowdon ve Vane, 2005: 69-72).

2.3.2 Keynesyen Yaklaşım

1930'larda Büyük Buhran olarak adlandırılan ekonomik krizle birlikte, ekonomik aktiviteyi etkilemede maliye politikalarının para politikalarından daha etkili olduğu görüşü iktisadi düşüncede ağırlık kazanmıştır. Krizin tüm dünyayı etkilemesi ve uzun süre devam etmesi, klasik liberal teorinin, İngiliz iktisatçı John Maynard'ın kusursuz işleyen piyasa mekanizmasını ve ekonomi politikalarını (genel denge, altın standardı, denk para, denk bütçe gibi) sorgulamasına neden olmuştur. Keynes'in maliye politikasının ekonomik faaliyet düzeyini etkilemek için kullanılabileceği veya kullanılması gerektiği fikri, 1935'in sonunda tamamladığı "Paranın Genel Teorisi, Faiz ve İstihdam" adlı kitabına dayanmaktadır (Rojas, 2012).

Klasik liberal siyaset anlayışının tüm dünyayı etkisi altına alan aşırı birikim krizine çözüm olmayacağını iddia eden Keynes, eksik tüketimi, işsizliğin ve yoksulluğun kaynağını, efektif talebin yetersizliğine bağlayarak yeni ekonomi politikaları önermiştir (Altıok, 2009).

Keynes'in öncülüğünde şekillenen bu yaklaşım, politika yapıcılar tarafından genel olarak kabul görmüş ve 1970'lere kadar enflasyon ve işsizlik sorunlarının önlenmesinde oldukça başarılı olmuştur. Bir ekonomide talebi canlandırmak için ihtiyaç duyulan yatırımların, tasarruf gibi nedenlerle özel sektör tarafından gerçekleştirilememesi durumunda devletin maliye politikalarıyla ekonomiye müdahale etmesini savunmuştur. "Her arz kendi talebini yaratır" olarak ifade edilen Say Yasası, toplam arz, tam istihdamda cari fiyat düzeyinde toplam talebe eşit olduğunda ortaya çıkar. Keynesyen yaklaşıma göre; bir ekonominin istihdam düzeyi, tamamen o ekonomideki gelir ve gider düzeyine bağlıdır. Gelirler yüksekse harcamalar, harcamalar yüksekse ekonomideki toplam talep de yüksek olacaktır. Bu durumda hem özel sektör hem de devlet tarafından yapılan tüketim ve yatırım harcamaları o ekonomideki geliri ve dolayısıyla istihdam düzeyini belirleyecektir. Keynesyen görüşe göre, üretim düzeyi mal ve hizmetlere olan toplam talep tarafından belirlenir. Keynes ve Klasikler arasındaki temel fark, özellikle kısa vadede,

fiyatlardaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların, ekonomik aktivite düzeyini tam istihdama götürmemesidir. Ücretler ve fiyatlar esnek değildir, esnek olmayan fiyatlar ve ücretler piyasaların temizlenmesine arz ve talebin dengelenmesine engeldir. Temizlenmemiş piyasaların tam istihdam dengesini sağlayamayacağını veya tam istihdamın nadiren gerçekleşebileceğini ifade etmişlerdir (Rojas, 2012).

Ekonominin kendiliğinden her zaman tam istihdamda ve dengede olmadığı bir gerçektir. Ekonomi için fazla istihdam, eksik istihdam ve tam istihdam dengelerinden biri söz konusu olabilir (Aktan, 2006). Keynesyen model, üretim düzeyinin belirlenmesinde toplam talebi oluşturan faktörlere (tüketim, yatırım ve devlet harcamaları) odaklanmıştır. Makro ekonomik denge, toplam arz ve toplam talebin veya toplam yatırımların ve toplam tasarrufların eşitlendiği noktada oluşur. Ekonominin doğası gereği istikrarsız olduğunu ve değişen büyüklükteki şoklardan etkilendiği kabul edilmektedir. Harcamalardaki bir değişikliğin çarpan mekanizması ile gelir düzeyini etkileyeceği ve bu araçlarla toplam talepte istenilen değişikliklerin yapılabileceği tartışılmıştır. Enflasyona neden olmadan toplam talebi tam istihdama kadar artırmak mümkündür. Tam istihdam düzeyinde toplam talepteki artışlar fiyatları artıracak ve enflasyona neden olacaktır. Keynesyen teoriye göre, parasal değişkenler üzerindeki bir düzenleme, yatırım, üretim, istihdam ve milli gelir gibi reel değişkenleri etkiler. Keynesyen görüşe göre para politikasının en önemli aracı faiz oranlarıdır (Rojas, 2012).

Keynesyen teoriye göre, faiz oranları para arzı ve talebi tarafından belirlenir. Bu yönüyle Klasiklerden farklıdır. Klasiklere göre para arzı ve talebi sadece fiyat düzeyini belirler. Keynesyenlere göre, para arzındaki bir değişiklik faiz oranlarını değiştirir. Teoride paranın takas (işlem), ihtiyat ve spekülasyon güdüleriyle talep edildiği varsayılarak para talebinin faiz oranlarına duyarlı olduğu belirtilmektedir. İşlem ve ihtiyati saiklerle tutulan paralar milli gelir düzeyine, spekülasyon saikiyle tutulan paralar ise faiz oranına bağlıdır. Spekülasyon güdüsü ile tutulan para ve faiz oranı arasında ters bir ilişki vardır. Bu bağlamda para politikası yardımıyla reel ekonomiyi etkilemenin mümkün olduğu ifade edilmektedir. Para politikası uygulamaları, faiz oranlarını etkileyebileceği ölçüde talep üzerinde etkili olacaktır. Faiz oranı tasarruf ve tüketim fonksiyonlarını belirlemez. Ekonomide toplam talebin

bir kısmını oluşturan tüketimi belirleyen faktör gelirdir. Milli gelir arttıkça tüketim artar, ancak tüketimdeki artış milli gelirdeki artıştan daha azdır. Yatırımı belirleyen faktör faiz oranıdır. Faiz oranını belirleyen faktör para arzı ve talebidir. Para arzının ve dolayısıyla faizin ekonomik aktivite üzerindeki etkisi, yatırımlardaki değişime ve çarpına bağlı olarak bunun GSMH'yi ne kadar etkileyeceğine bağlıdır. Para arzındaki değişimin faiz oranları üzerindeki etkisi ne kadar büyük olursa, harcamaların faiz oranlarındaki değişimlere karşı esnekliğine bağlı olarak para politikası GSMH üzerinde o kadar etkili olacaktır. Faiz oranlarındaki değişiklikler yatırımları etkiler ve GSMH'nın değişmesine neden olur. Keynes, faiz oranlarındaki değişikliklerin yatırımları ve buna bağlı olarak gelir düzeyini etkileyeceğini belirtirken, ekonomide faiz oranlarıyla istikrarın her zaman likidite tuzağı yardımıyla sağlanamayacağını açıklamıştır. Keynesyen teoride, bir likidite tuzağı, herkesin faiz oranının olabilecek en düşük seviyeye düştüğüne inanmasıdır. Bu, para talebinin faiz oranına sonsuz esnek olduğu zamandır. Böyle bir durumda para arzında meydana gelebilecek herhangi bir artış spekülasyon saikiyle tutulacak ve faiz oranı hiçbir şekilde etkilenmeyecektir. Yani böyle bir durumda para politikaları etkisiz olacaktır. Para talebi, belirli bir faiz oranında faiz oranlarındaki değişimlere karşı duyarsız hale gelecek ve ekonomide beklenen hareket gerçekleşmeyecektir (Aktan, 2006).

Keynesyen görüşte para teorisinin özü, klasik miktar teorisine itirazdır. Fiyat düzeyinin belirlenmesine öncelik veren miktar teorisinin aksine Keynesyen görüş, üretim ve istihdam düzeyinin belirlenmesini ön plana çıkarmıştır. Keynes, efektif para talebinin (toplam harcama) temel olduğunu gösterirken, para arzı ile toplam harcamalar arasında basit ve önceden belirlenmiş bir ilişkinin olmadığını vurgular. Durağan ve öngörülebilir bir davranış değişkeni olarak paranın hızı yerine tüketim harcamaları kullanılmaktadır. Böylece, gelir-gider çarpanı, para teorisinin anahtar kavramı olan dolaşım hızının yerini alır. Keynesyen teoride maliye politikası tam istihdamın sağlanmasında kilit politika olarak kabul edilirken, klasiklere benzer şekilde para politikasının ve bu politikanın toplam talebin kontrolünde etkisinin önemsiz olduğu ifade edilmektedir. Keynesyen teoride, paranın taraflı olduğu görüşü, kısa ve uzun vade ayrımı yapılmadan benimsenir. “Para yanılgısı” dışındaki nedenlerle fiyatların ve ücretlerin fiyatlardan daha katı olabileceği ve bu nedenle para arzındaki değişikliklerin üretimi, istihdamı ve faiz oranlarını etkileyeceği belirtilmiştir. Para

yanılgısı, fiyat düzeyindeki bir değışikliğin tüm reel değışkenleri sabit tutması, ancak reel para talebi de dahil olmak üzere bireyin gerçek davranışını değıştirmemesi durumudur. Tersine, reel değışkenler değışmezken, fiyatlardaki bir değışiklik bireyin gerçek davranışını etkiliyorsa, birey para yanılgısına maruz kalmaktadır. Bu bağlamda, ekonominin sürekli eksik istihdam edilmesi nedeniyle ekonomik büyümenin sağlanması için genişletici para ve maliye politikalarının uygulanması gerektiği vurgulanmıştır. Hicks Hansen Modeli (IS-LM) ve Mundell-Fleming Modeli (IS-LM-BP) olarak adlandırılan literatürün bu uzantıları, maliye politikalarının etkili olduğuna dair Keynesyen görüşü ayrıntılı olarak açıklamaktadır (Snowdon ve Vane, 2005: 72-75).

2.3.3 Monetarist Yaklaşım

Monetarizm, 1976 Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanan Amerikalı ekonomist Milton Friedman tarafından geliştirilen bir teoridir. "Studies on the Quantity Theory of Money" adlı kitabında Monetarizmin temel ilkelerini ortaya koyan Friedman, Chicago Üniversitesi'ndeki meslektaşları ve öğrencileri ile teorik görüşlerini daha da geliştirmiştir. Keynesyen teorinin aksine, monetarist yaklaşım para ve para politikasının önemini vurgulamaktadır. Çağdaş ekonomik sorunlardan biri olan enflasyona odaklanan M. Friedman'a göre enflasyon, her zaman ve her yerde parasal bir olgudur (Wen, 2006). Dolayısıyla enflasyonun temel nedeni devlet tarafından para arzında gereksiz ve aşırı artış olarak görülmektedir. Kamu harcamalarının enflasyonist sonuçlar yaratıp yaratmayacağı, bunların nasıl finanse edildiği ile ilgilidir. Para arzını artırarak finanse edilirse enflasyon, borçlanarak finanse edilirse dışlama etkisi ortaya çıkmaktadır. Monetaristlere göre ekonomideki istikrarsızlıkların çoğu parasal kaynaklıdır (Aktan, 2000).

Para arzındaki değışimler, para talebinden bağımsız olarak para otoritesi tarafından bağımsız olarak belirlenir. Bu görüşe göre para arzı, kısa dönemde ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisidir. 1960'lara doğru devletlerin eksik tüketimini ortadan kaldırmak için karşılıksız para basımı, teşvik ve kamu kredisi verilmesi, ek talep yaratmak için vergi oranlarının düşürülmesi gibi araçlar bütçenin sürekli açık vermesine neden olmuştur. Devlet ya vergi gelirlerini artırarak ya da devleti piyasalardan borç alarak bütçe açıklarının kapatılmasını sağlamıştır. Bütçe

açıklarının vergi gelirleri ile kapatılması ek talep yaratma amacı ile çeliştiğinden, tek yol devletin iç ve dış borçlanmasıdır. Devletin borçlanma gereği arttıkça faiz oranları yükselmeye başlamıştır. Faiz oranlarındaki artış, hükümetin borçlanma gereğinin (kamu finansmanı) daha da artmasına neden olmuştur. Bu kısır döngü büyümüş ve süreklilik kazanmıştır. Bu durum, 1960'ların sonunda Keynesyen teorisinin talep odaklı politikalarının sorunları çözmekten uzaklaştığı ve enflasyon-işsizlik değiş tokuşu (Phillips Eğrisi) yerine enflasyon ve işsizliğin birlikte görüldüğü yeni sorunları ortaya çıkarmıştır (Altıok, 2009).

Bu dönemde gelişmeye başlayan parasal görüşe (Modern Miktar Teorisi) göre para politikaları maliye politikasından çok daha etkilidir. Bu teorideki kritik bir varsayım, dolaşım hızının veya paradaki artışın GSMH'deki reel artış üzerinde veya uzun vadede hiçbir etkisinin olmadığıdır (Wen, 2006). Modern Monetarist yaklaşım klasik görüşü takip etmesine rağmen, ekonomide eksik istihdam ve paranın üretim miktarı üzerinde etkisi olabileceği konusunda, miktar teorisine daha yakındır. Temel hipotezleri “doğal işsizlik oranı hipotezi”, “uyarlanabilir beklentiler hipotezi”, “modern miktar teorisi” ve “kalıcı gelir hipotezi”dir (Leeson ve Palm, 2006).

İktisat teorisi çerçevesinde sıklıkla karşılaşılan Keynesyen-Monetarist tartışması, maliye politikalarının etkinliği konusunda literatürde oldukça önemli bir yere sahiptir. Monetaristler, para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklamanın yetersiz olduğunu ve para politikasının toplam talebi faiz oranları dışında birçok kanaldan etkilediğini savunmuşlardır. Keynesyen görüşün aksine, nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, borçlanma ve yatırım kararlarının nominal yerine, reel faiz oranları dikkate alınarak belirlendiğini savunmuşlardır. Monetarizm, klasik iktisatçılar tarafından açıklanan Miktar Teorisini bu ilkelerle ön plana çıkarmıştır. Ancak monetaristler, Klasik Nicelik Teorisini bazı yönlerden eleştirmişler ve bu teorisinin enflasyonu açıklamak için yeterli olmadığını savunmuşlardır. Monetaristler, ekonominin eksik istihdam edilebileceğini kabul ederken, ekonomi eksik istihdam edilirse para arzındaki artışın üretim hacmini artırabileceğini savunmuşlardır. Ancak, ekonomi tam istihdamda olsaydı Klasik düşüncenin tamamen geçerli olacağını kabul etmişlerdir. Ekonomi geçici olarak tam

istihdamdan sapar, bu nedenle daha yüksek ekonomik faaliyet daha fazla emek, teknoloji ve sermaye gerektirirken, ekonomiye ince ayar yapmak için hükümet müdahaleleri yalnızca enflasyon yaratacaktır. Denge doğal olarak oluşana kadar beklenmesi gerektiğini savunmuşlardır (Arıcan ve Okay, 2014).

Monetaristlere göre görünmez el mekanizması ekonomiyi tam istihdama yönlendirir. Döngüsel dalgalanmalar için cevap, doğal seyrine dönene kadar beklemektir. Devlet müdahalesi gereksiz ve zararlıdır, ancak para otoritesinin bu gücünün sık sık değişen para büyüme oranları şeklinde uygulanması istikrarı değil istikrarsızlığı getirir. Ekonomi tam istihdama yaklaşıırken, işsizliği azaltmak için para arzındaki artışların başarılı olmayacağı belirtilmektedir. Ancak monetaristler, para arzındaki değişimlerin üretim, istihdam ve fiyatlar üzerinde belirleyici olduğu görüşündedirler. Ancak, üretim ve istihdam üzerindeki etkisi kısa sürelidir. Piyasa mekanizmasının işleyişine duyulan güven sayesinde para arzındaki değişimler sadece uzun vadede fiyatları etkilemektedir (Leeson ve Palm, 2006).

2.3.4 Rasyonel Beklentiler Teorisi

Rasyonel beklentiler teorisi(RBT) ilk olarak 1961 yılında J. Muth'un "*Rasyonel Beklentiler Teorisi ve Fiyat Hareketleri Teorisi*" adlı makalesiyle ortaya çıkmıştır. Bu teoriye göre, rasyonel olduğu varsayılan karar verme birimleri, ekonomik koşullar hakkında sahip oldukları tüm geçmiş ve gelecek bilgilerini en uygun şekilde değerlendirerek sistematik beklenti hataları yapmadan tahminlerde bulunurlar ve fayda-kar maksimizasyonu sağlarlar. Başka bir deyişle, bireyler ekonomi politikası uygulamaları ve bu uygulamaların etkileri hakkında tam bilgiye sahiptir ve bu nedenle sistematik bir hata yapamazlar. Hem Keynesyenler hem de Monetaristler, bireylerin fiyatlar genel düzeyindeki değişiklikleri tahmin etmede *rasyonel beklentilere* sahip olacaklarını belirtmişlerdir (Aktan, 2000).

Uyarlanabilir beklentiler teorisine göre, gelecekteki fiyat seviyesi, önceki dönemdeki fiyat seviyesi tarafından belirlenmektedir. RBT, Klasik iktisatçıların yaklaşımında olduğu gibi, insanların en iyi şekilde bilgilendirildiğini ve bundan faydalandığını varsaymaktadır. Ayrıca piyasada fiyatların ve ücretlerin esnek olduğunu kabul ederler. İşsizliğin her zaman gönüllü olduğunu ve gönülsüz işsizlik

olmayacağını iddia ederler. J. Muth, ekonomik yaklaşımdaki dalgalanmaların çoğunun ekonomik değişkenlerin tahmininde yapılan hatalardan kaynaklandığını savunmaktadır (Karaoğlu, 2013). Bu teoriye göre, özellikle son dönemdeki fiyatlar genel seviyesinin ortalaması, gelecekteki fiyatların tahmin edilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. RBT ise bireylerin adaptif beklentilerden ziyade rasyonel beklentilere sahip olacaklarını ve bu nedenle ekonomik politika uygulamalarına karşı derhal aktif bir tavır alacaklarını, bu politikaların beklenen sonuçlarını değiştireceklerini savunmaktadır. J. Muth'a göre, ekonomide beklentiler rasyoneldir. Beklentilerin rasyonelliği, piyasadaki beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki farkın, beklenen değeri sıfır olan bir rasgele değişken olmasıdır. Ekonomik bir değişkenin rasyonel beklentilerinin oluşturulması, ekonomik birimlerin değişkeni etkilemesi ve bundan faydalanabilmesi anlamına gelir. Kısacası, bireylerin rasyonel davranması sonucunda ekonomi politikası beklenen etkileri yaratamaz. RBT'nin savunucularına göre devlet, kısa vadede bile vergiler, kamu harcamaları ve para arzı gibi araçları kullanarak üretimi, istihdamı, fiyat istikrarını vb. kontrol edebilir fakat ekonomik değişkenleri etkileyemez. Bu bakımdan aktif ekonomi politikaları yerine istikrarlı politikalar kullanılmalıdır. Bu teoriye göre devletin sadece oyunun kurallarını koyması gerekir. Bireyler ayrıca kendilerine hangi fırsatların açık olduğunu bilmeli ve kararlarının olası sonuçlarını tahmin edebilmelidirler. RBT'ye göre, ekonomide para arzı arttığında, bireyler belli bir süre sonra bunun fiyatlar genel düzeyi ile birlikte nominal faiz oranını da artıracığını tahmin edebilirler. Bireyler para arzının enflasyonist bir etki yaratacağını bildikleri için buna karşı rasyonel hareket edeceklerdir. Rasyonel beklentilerin hatası, değişkeni belirleyen sürece dahil olan rastgele değişkenle sınırlıdır. Bu nedenle, tahmin hatası, tahmin edilemeyen sürece dahil olan rastgele değişkene eşittir. Böyle bir durum, tahminin istatistiksel olarak en yüksek doğruluk sınırına ulaştığını göstermektedir (Karaoğlu, 2013).

RBT, tahminlerin ve beklentilerin her zaman doğru sonuçlar vereceğini iddia etmez. Ekonomik değişkenleri belirleyen süreçlerin büyük çoğunluğu rastgele süreçlerdir. Başka bir deyişle, süreçlerin önceden tahmin edilemeyen bazı özellikleri vardır. Ekonominin insan davranışını konu edinmesi, değişkenleri belirleyen süreçlerin de rastgele unsurlar içerdiği anlamına gelmektedir. RBT, para politikasının kısa ve uzun dönemde ekonomide sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyeceğini, uzun

dönemde ise maliye politikasının istihdam ve üretim üzerinde olumsuz etkileri olacağını iddia etmektedir. RBT, klasik iktisatçılar ve monetaristler gibi, devlet harcamalarındaki artışın özel tüketim ve yatırım harcamalarında veya ithalatında bir azalma ile karşılanacağını kabul ederler. Bu nedenle, kamu harcamalarındaki bir artış toplam talebi etkilemez. Dolayısıyla milli gelir ve istihdam düzeyinde bir gelişme olmayacaktır. RBT ise maliye politikasının toplam arz üzerinde olumsuz etkileri olduğu görüşündedir. Bunun nedeni, büyük ölçüde devlet harcamalarının vergi artışlarıyla finanse edilmesidir. Hükümet harcamalarını artırmaya, vergi indirimlerine veya para arzını azaltmaya-artırmaya karşıdır. 1970'lerde Lucas, Sargent, Wallace ve Barro gibi iktisatçılar John Mutt'un geliştirdiği rasyonel beklentilere ilişkin fikirleri makroekonomiye aktarmışlar ve bu iktisatçıların öncülüğünde Yeni Klasik ekol anlayışı ortaya çıkmıştır. 1980'lerin başında rasyonel beklentileri benimseyen Yeni Keynesyen görüş ortaya çıkmıştır. Yeni Klasik Makro Ekonomik Model ve Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model teorilerine geçmeden önce, finansal piyasada ortaya çıkan rasyonel beklentilerin *Etkin Piyasalar Teorisinden* bahsedilecektir.

2.3.5 Etkin Piyasalar Teorisi

Etkin Piyasa Teorisine göre, piyasalar her zaman bilgi açısından etkindir ve yatırımcılar rasyoneldir. Etkin piyasalarda, tüm katılımcıların bilgiye tam ve anında erişebildiği varsayılır. Hisseler sonunda denge fiyatına ulaşacaktır. Yaşanan finansal krizler kısa vadeli düzeltme hareketleridir (Kulalı, 2016). Etkin Piyasa Hipotezinin mucidi olarak bilinen Fama, verimli pazarı, karlarını maksimize etmek isteyen birçok firmanın olduğu, hepsinin gelecekteki piyasa fiyatlarını tahmin etmek istediği ve tüm katılımcılar için önemli bilgilerin mevcut olduğu bir piyasa olarak tanımlamıştır. Finansal piyasaların yeterli haber ve bilgiye sahip olduğunu ve herhangi bir anda işlem gören bir hisse senedi veya tahvilin fiyatının bilinen tüm haber ve bilgileri içerdiğini savunmuştur (Tufan ve Sarıççek, 2013). Buna göre herkesin bildiği haber veya bilgilerle görece yüksek kazanç veya düşük kayıp elde edilemez. Etkin piyasalarda normalin üzerinde kar elde etmek mümkün değildir. Öte yandan, işletmelerin dış finansmanının en önemli kaynağını oluşturan bankalar, kredi alıcıları hakkında hem kredi öncesi bilgi toplama ve değerlendirme hem de kredi sonrasında alıcının performansını izleme konusunda uzmanlaşmış aracı kurumlardır ve diğer aracılara

göre daha avantajlı bir konuma sahiptirler. Bu nedenle kredi yaratma sürecinde önemli bir etkiye sahiptirler (Fama, 1985).

2.3.6 Yeni Klasik Makro Ekonomik Model

Keynesyen modelde dar bir kapsamda ele alınan ve Monetarist modelde geçmişe uyarlandığı varsayılan beklenti kavramının, ekonomik karar birimlerinin rasyonel ve önemli olduğu varsayımıyla yeniden modellendiği Yeni Klasik yaklaşımda, para ve maliye politikalarının etkinliğine ilişkin tartışmalara katkı sağlanmaktadır. Müdahaleci politikaların genellikle tavsiye edilmediği Yeni Klasik yaklaşımda, ekonomi politikalarının etkinliği konusunda iki teori öne çıkmaktadır. Bunlar sırasıyla Sargent ve Wallace tarafından öne sürülen "politika verimsizliği" önermesi ve Barro gibi iktisatçıların makroekonomiye getirdikleri John Mutt tarafından geliştirilen RBT'dir. Buna göre, ekonomik birimler beklentilerini rasyonel olarak oluşturduklarında, ekonomi politikaları üretimin artırılmasına veya işsizliğin azaltılmasına katkı sağlamayacaktır (Uygur, 1983). Halihazırda mevcut olan tüm bilgiler beklentilerin oluşumunda kullanılmaktadır. Üretim ve istihdam gibi ekonominin reel değerleri üzerinde kalıcı bir etkisi olmayacaktır. Çünkü ücretler ve fiyatlar oldukça esnektir. Rasyonel beklentilerin varlığından dolayı devletin belirlediği politikalar reel üretimi etkilemez, nominal değerleri değiştirir (Karaoğlu, 2013).

Yeni klasik makro ekonomik teoriye göre para ve maliye politikaları etkisiz olduğu için uygulanmamalıdır. Merkez bankaları tarafından önceden kamuoyuna duyurulan bir para politikasının ekonominin üretim ve istihdam gibi reel değişkenleri üzerinde hiçbir etkisi olamaz ve etkin olmadığı için para politikası uygulanmamalıdır. Lucas ve Sargent'a göre, işçiler ve işverenler doğru ekonomik modeli bilmekte ve gelecekteki enflasyon beklentilerini buna göre şekillendirmektedir. Para ve maliye politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini incelerken, beklenen ve beklenmeyen politikalar arasında ayrım yaparlar. Yeni klasik teoriye göre, beklenen politikalar yalnızca genel fiyat düzeyini değiştirir ve reel geliri etkilemez. Yalnızca beklenmedik, sürpriz politikalar toplam geliri etkileyebilir. Aktivist politikalara şüpheyile bakılmıştır. Bu tür politikaların ekonomide istikrarsızlık yaratacağını

savunulmaktadır. Dengeden sapmalar ise beklenmedik durumlardan kaynaklanır (Yalta, 2020:89).

2.3.7 Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model

Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model, Keynesyen ekonomiyi hayata döndürmeye çalışan yaklaşımlardan biridir. Bu amaçla Keynesyen makro ekonominin mikro temellerini oluşturmaya çalışmışlardır. Bu çerçevede nominal fiyat ve ücretlerin yapışkanlığını, eksik bilgi ve piyasa başarısızlığını vurgulamışlardır. Böylece, özel sektör birimlerinin rasyonel beklentileri olsa ve para arzındaki değişiklikleri tahmin etseler bile, toplam talepteki değişikliklerin reel ekonomik aktiviteyi etkileyebileceğini göstermiştir (Büyükkayın, 2007).

Tam istihdam dengesi gibi geleneksel Keynesyen ilkelerin genellikle bir istisna olduğu, makro ekonomik istikrarsızlıkların toplam talepten kaynaklandığı, paranın tarafsız olmadığı ve devlet müdahalesinin etkili olduğu Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model, enflasyonist beklentileri ve arz şoklarını dikkate almaktadır. Rasyonel beklentilere dayalı, ücret-fiyat katırlıkları ile ilgili varsayımları içeren ikna edici ve ciddi bir makro model oluşturmaya hedefleyen Yeni Keynesyenler, Klasik ve Yeni Klasik Makro Ekonomik modellerdeki piyasaların sürekli ve hızlı bir şekilde temizleneceği varsayımına karşı çıkmışlardır. Yeni Keynesyen yaklaşım, iktisat politikalarının seçiminde klasik teoriden farklıdır. Yeni Keynesçiler, birkaç istisna dışında, para politikalarına daha fazla önem verirler, ancak maliye politikalarını Klasik, Monetarist ve Yeni Klasik Makro Ekonomik Modellerden daha etkili bulurlar. Buna göre beklentiler rasyonel olabilir, ancak bireyler kendi çıkarlarını gözetmeler bile piyasalar her zaman dengede olmayacaktır. Kısa vadede fiyatlar ve ücretler esnek olmadığı için ekonomideki aksaklıklar kendiliğinden ortadan kalkmayacaktır. Ayrıca, beklenmeyen politikanın toplam çıktı üzerinde beklenen politikadan daha büyük bir etkiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Yeni klasiklerin aksine, beklenen politikaların toplam üretim üzerinde de etkisi olduğu belirtilmektedir (Snowdon ve Vane, 2005: 361 -370).

2.4 PARA POLİTİKASI AMAÇLARI

Merkez bankalarının para miktarını bazı araçlarla etkileyerek makro ekonomik değişkenleri yönlendirmek amacıyla uyguladıkları politikaların tamamına “para politikası” denilmektedir (Yalta, 2020:94). Söz konusu makro değişkenler; istihdam, milli gelir ve fiyatlar genel düzeyi, her ekonomi için ekonomideki genel görünümü yansıtmada en önemli göstergeler arasında sayılmaktadır. Para politikası bu makro ekonomik değişkenleri yönlendirirken, toplam talep yoluyla istenilen nihai hedefe ulaşmaktadır. Uygulanan politika toplam talebi artırıyorsa genişletici veya gevşek para politikası, toplam talebi azaltan yönde ise daraltıcı veya sıkı para politikası olarak tanımlanmaktadır. Para politikası hedefleri genel olarak şu şekilde verilebilir:

- Para miktarının kontrolünü sağlamak
- Ekonomik büyümeyi sağlamak
- Tam istihdamı sağlamak
- Fiyat istikrarını sağlamak
- Finansal istikrarı sağlamaktır. Bu maddeleri kısaca açıklayalım.

2.4.1 Ekonomik Büyümeyi Sağlamak

Arzu edilen bir ekonomik büyümede mevcut milli gelir düzeyi yükseltilmeye, istenilen cari gelir ve istihdam düzeyine ulaşılmaya çalışılır. Bunun için toplam talebi artırmaya yönelik genişletici para politikaları uygulanmaktadır.

2.4.2 Tam İstihdamı Sağlamak

Tam istihdam, tüm emek faktörünün kullanılmasıdır ve tam istihdamın amacı, mevcut istihdam düzeyini doğal istihdam düzeyine getirmek olarak tanımlanabilir. Para politikasında bu hedef seçilirse, eksik veya fazla istihdam durumuna göre toplam talebi artırmak veya azaltmak için genişletici veya sıkı para politikaları uygulanmaktadır.

2.4.3 Fiyat İstikrarını Sağlamak

Ekonomik birimlerin yatırım, tüketim, tasarruf gibi kararlarda dikkate aldığı en önemli değişkenlerden biri fiyat seviyeleridir. Fiyat istikrarı, fiyatlar genel

düzeyindeki değişim oranı ile ilgili bir kavramdır ve sıfır fiyat artış oranı değil, arzu edilen fiyat artış oranı olarak tanımlanmaktadır. Bu seviye, gelişmiş ekonomiler için yıllık fiyat artış oranının %1-3 aralığında olduğu anlamına gelmektedir. Ekonomide fiyatlar genel düzeyindeki değişim oranı, istenen fiyat artış oranını aşarsa, enflasyonla mücadele kapsamında fiyat artış oranını düşürmeye yönelik politikalar izlenecektir. Bunun için toplam talebi azaltıcı daraltıcı para politikaları izlenmelidir. Fiyat istikrarsızlığı deflasyon şeklindeyse, fiyat artış oranını istenen düzeye çıkarmak için fiyatlar genel düzeyi yükseltilecektir. Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinin belirli bir dönemde sürekli olarak düşmesi olan deflasyonda, toplam talebi artırmak için genişletici para politikası uygulanacaktır. Fiyat istikrarı, bu oranın korunması kadar düşük bir enflasyon oranının korunması amacını da içermektedir. Böylece yüksek enflasyonun yarattığı belirsizlik büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır. Sürdürülebilir büyümenin ön koşulu olan fiyat istikrarı, uzun vadeli faiz oranlarının düşmesi, yatırımların artması, büyüme ve gelir dağılımına olumlu etki ile tasarrufların artması beklenmektedir. Enflasyonun düşmesiyle birlikte tüm bu makro ekonomik göstergelerde olumlu gelişmeler beklenir (Svensson, 2003).

2.4.4 Finansal İstikrarı Sağlamak

Finansal sistemdeki kurumların istikrarını ve şoklara karşı direncini ifade eden finansal istikrar, krizlerin yıkıcı reel etkileri nedeniyle her zaman önemini korumaktadır. Merkez bankaları yukarıda belirtilen üç hedeften (ekonomik büyümeyi sağlamak, tam istihdamı sağlamak, fiyat istikrarını sağlamak) herhangi birine odaklandığında, genellikle finansal istikrarı destekleyici bir unsur olarak düşünmektedir. Finansal istikrar, geniş anlamda, geçici dalgalanma ve şok dönemlerinde ekonomik fonksiyonların etkin çalışması, dar anlamda ise varlık fiyatlarında uzun vadeli oynaklığın olmamasıdır. Merkez bankaları, finansal sistemin etkinliğinde tüm piyasayı kapsayan bilgi ağına ve birikime sahip oldukları için diğer finansal piyasa katılımcılarına göre ayrı bir sorumluluğa sahiptir. Denetim ve gözetim işlevini diğer kamu kurumlarına devrederken, ana hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar, acil likidite desteği, son çare olması, kısa vadeli faiz ayarlamaları gibi politikaları da uyguladığı görülmektedir. Ödeme sisteminin yanı sıra, çoğu merkez bankası için finansal istikrar önemli bir hedeftir. Bu hedef, kriz dönemlerinde

uygulanan sıkı para politikası döneminde etkinliğini artırmaktadır. Merkez bankaları finansal istikrar raporları sunarak şeffaf bir yol izlemeli ve finansal istikrarı gözetmelidirler (Schioppa, 2002).

2.5 PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Para politikasının amaçlarına ulaşabilmesi için kullanılabilecek araçlara para politikası araçları denir. Bu araçları üç başlık altında incelenecektir.

2.5.1 Geleneksel Para Politikası Araçları

Merkez bankaları, dolaşımdaki para birimi ve bankaların, merkez bankalarındaki mevduat rezervlerinden oluşan para tabanını genişleterek veya daraltarak faiz oranlarını etkiler. Merkez bankalarının üç ana para politikası yöntemi vardır; açık piyasa işlemleri, faiz oranı ve zorunlu karşılık oranlarıdır. Merkez bankalarının para tabanını etkileyebileceği önemli bir yöntem, eğer ülkesi devlet tahvilleri için iyi gelişmiş bir piyasaya sahipse, açık piyasa işlemleridir. Bu, merkez bankalarının mevduat karşılığında hazine bonosu satım ve geri alım anlaşmaları, repo, şirket bonoları veya yabancı para birimleri gibi çeşitli finansal araçların satın alınması ve satılması yoluyla dolaşımdaki para miktarının yönetilmesini gerektirir. Bu mevduatlar para birimine çevrilebilir, bu nedenle tüm bu satın alma veya satışlar, piyasa dolaşımına baz para biriminin girmesine veya çıkmasına neden olur. Örneğin, merkez bankaları faiz oranlarını düşürmek isterse (genişletici para politikası uygularsa), devlet borcunu satın alarak dolaşımdaki nakit miktarını artırır veya bankaların rezerv hesaplarına kredi verir. Ticari bankalar kredi verecek daha fazla paraya sahip olurlar. Bu nedenle borç verme oranlarını düşürerek kredileri daha ucuz hale getirir. Daha ucuz kredi faiz oranları tüketici harcamalarını artırır. Ek olarak, ticari krediler daha uygun olduğunda, şirketler tüketici talebini karşılamak için yeni yatırımlar yapabilirler. Nihayetinde, daha fazla işçi işe alırlar. Bu yöntem genellikle talebi canlandırmak ve ekonomik büyümeyi sağlıklı bir orana taşımak için yeterlidir. Genellikle, açık piyasa işlemlerinin kısa vadeli hedefi, belirli bir kısa vadeli faiz oranı hedefine ulaşmaktır. Diğer durumlarda, para politikası bunun yerine belirli bir döviz kurunun bazı yabancı para birimlerine göre veya altına görece hedeflenmesini gerektirebilir. Örneğin, ABD’de FED, üye bankaların bir gecede birbirlerine borç

verdikleri oran olan federal fon oranını hedeflemektedir. Ancak Çin'in para politikası Çin renminbi ile bir sepet yabancı para arasındaki döviz kurunu hedeflemektedir. Açık piyasa işlemleri istenen etkilere yol açmazsa, ikinci bir araç kullanılabilir. Merkez bankaları, kredili mevduatlar için uyguladığı faiz oranını artırabilir veya azaltabilir. Bu tür işlemlerin faiz oranı yeterince düşükse, ticari bankalar rezerv gereksinimlerini karşılamak için merkez bankalarından borç alabilir ve ek likiditeyi bilançolarını genişletmek için kullanarak ekonomiye sağlanan krediyi artırabilirler. Diğer bir alternatif, rezerv gereksinimlerini değiştirmektir. Zorunlu karşılık, bankaların kasalarında veya merkez bankalarında bir gecede el altında tutmaları gereken toplam yükümlülüklerin oranını ifade eder. Bankalar, varlıklarının yalnızca küçük bir bölümünü anında çekilebilecek nakit olarak tutar, geri kalanı ise ipotek ve krediler gibi likit olmayan varlıklara yatırır. ZKO'yu düşürmek, bankaların kredileri artırmaları veya diğer karlı varlıkları satın almaları için fonları serbest bırakır. Bu genişleticidir çünkü kredi yaratır. Ancak, bu araç likiditeyi hemen artırsa da merkez bankaları rezerv gereksinimini nadiren değiştirir çünkü bunu yapmak bankaların planlamasında belirsizlik yaratmaktadır. Bu nedenle açık piyasa işlemlerinin kullanılması tercih edilmektedir (Nouriel, 2016).

2.5.2 Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Özellikle faiz oranları yüzde sıfır veya yaklaşık yüzde sıfır olduğunda, deflasyon veya deflasyonla ilgili endişeler olduğunda kullanılan diğer para politikası biçimleri, geleneksel olmayan para politikası olarak adlandırılır. Bunlar arasında kredi gevşetme, niceliksel genişleme, ileriye dönük beklenti ve sinyal verme bulunmaktadır (Nouriel, 2016).

Kredi gevşetmede, merkez bankaları likiditeyi artırmak ve krediye erişimi iyileştirmek için özel sektör varlıkları satın alırlar. Sinyal ise gelecekte daha düşük faiz oranları için piyasa beklentilerini düşürmek için kullanılmaktadır. Örneğin, 2008 kredi krizi sırasında, ABD Merkez Bankası faiz oranlarının uzun bir süre için düşük olacağını belirtti ve Kanada Merkez Bankası ise 2010'un ikinci çeyreğinin sonuna kadar oranları 25 baz puanlık (0,25 %) alt sınırda tutmak adına taahhütte bulunmuştur. Diğer para politikası önerileri, merkez bankalarının bilançolarında muadil olarak varlıklar olmadan para yaratacakları helikopter para fikrini içermektedir. Yaratılan

para, vatandaşlara temettü olarak doğrudan dağıtılabilir. Bu tür para şokunun erdemleri arasında hane halkı riskinden kaçınma ve talepteki artış yer alır, bu da hem enflasyonu hem de çıktı açığını artırmaktadır (bruegel.org).

2.5.3 Nominal Çıpalar

Para politikası için nominal çıpa, merkez bankalarının piyasa fiyat seviyesi hedefi veya merkez bankalarının bu hedefe ulaşmak için kullandığı tek bir değişken veya araçtır. Para politikası, uzun vadeli nominal çıpayı kısa vadede esneklikle birleştirir. Çıpa olarak kullanılan nominal değişkenler, öncelikle döviz kuru hedefleri, para arzı hedefleri ve faiz oranı politikasıyla enflasyon hedeflerini içermektedir (Feenstra ve Taylor, 2013).

2.6 PARA POLİTİKASI TÜRLERİ

Para politikası, bir ulusun parasal otoritesi tarafından fiyat istikrarını ve ulusun para biriminin değerine ve istikrarına genel güveni sağlamak ve enflasyonu düşürmek için ya çok kısa vadeli borçlanma için ödenecek faiz oranını, bankaların kısa vadeli ihtiyaçlarını karşılamak için birbirlerinden borçlanması ya da para arzını kontrol etmek için benimsenen politikadır. Vergilendirmeye, devlet harcamalarına ve devlet borçlanmasına dayanan maliye politikasının aksine, bir hükümetin durgunluk gibi iş döngüsü fenomenlerini yönetme yöntemleri olarak, para politikası para arzının bir modifikasyonudur. Diğer bir ifadeyle daha fazla para basmak, faiz oranlarını değiştirerek ya da fazla rezervleri piyasaya sürerek para arzını arttırmaktır (Friedman, 2001).

Para politikasının diğer amaçları, genellikle gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) istikrarına katkıda bulunmak, düşük işsizliği elde etmek ve sürdürmek ve diğer para birimleri ile öngörülebilir döviz kurlarını sürdürmektir. Gelişmiş ülkelerde para politikası genellikle maliye politikasından ayrı olarak oluşturulur. Para politikası, genişletici veya daraltıcı olarak adlandırılır. Genişletici politika, bir parasal otorite ekonomiyi canlandırmak için prosedürlerini kullandığında ortaya çıkar. Genişletici bir politika, kısa vadeli faiz oranlarını normal orandan daha düşük bir seviyede tutar veya ekonomideki toplam para arzını normalden daha hızlı artırır. Geleneksel olarak, daha

ucuz kredilerin işletmeleri daha fazla borç almaya ve böylece genişlemeye teşvik etmesi umuduyla faiz oranlarını düşürerek bir durgunluk sırasında işsizliği azaltmaya çalışmak için kullanılır. Bu, toplam talebi (bir ekonomideki tüm mal ve hizmetler için toplam talep) artıracak ve bu da GSYİH’de artışla ölçülen kısa vadeli büyümeyi artıracaktır. Genişletici para politikası, dolaşımdaki para miktarını artırarak, genellikle para biriminin değerini diğer para birimlerine göre (döviz kuru) düşürür. Bu durumda yabancı alıcılar, para birimi devalüe edilmiş olan ülkede kendi paralarıyla daha fazla ürün vs. satın alabilecekleri anlamına gelir. Daraltıcı para politikası, kısa vadeli faiz oranlarını normalden daha yüksek tutar, para arzının büyüme oranını yavaşlatır ve hatta kısa vadeli ekonomik büyümeyi yavaşlatmak ve enflasyonu düşürmek için para arzını düşürür. Daraltıcı para politikası, işsizliğin artmasına ve tüketiciler ile işletmelerin borçlanmalarının ve harcamalarının azalmasına neden olabilmektedir. Bu politika sıkı bir şekilde uygulanırsa, sonunda ekonomik durgunluğa neden olabilmektedir (Levy Yeyati ve Sturzenegger, 2010).

Uygulamada, herhangi bir tür para politikasını uygulamak için kullanılan ana araç, dolaşımdaki parasal tabanı değiştirmektir. Para otoritesi bunu finansal varlıkları (genellikle devlet yükümlülüklerini) alıp satarak yapar. Bu açık piyasa işlemleri, para miktarını veya likiditesini değiştirir (eğer daha az likit para biçimleri alınıp satılırsa). Kısmi rezerv bankacılığının çarpan etkisi, banka mevduatları ile para tabanını içeren para arzı üzerindeki etkilerini artırmaktadır. Para otoritesi tarafından yapılan sabit piyasa işlemleri, para arzını değiştirir ve bu, kısa vadeli faiz oranları ve döviz kuru gibi diğer piyasa değişkenlerini etkiler. Çeşitli para politikası türleri arasındaki ayrım, öncelikle para otoritesi tarafından amaçlarına ulaşmak için kullanılan araçlar ve hedef değişkenler setinde yatmaktadır. Aşağıdaki tabloda dünyada kullanılmakta olan para politikası türleri verilmiştir.

Tablo 2- Para Politikası Türleri

Para politikası	Hedef Pazar Değişkeni	Uzun Vadeli Amaç
Enflasyon Hedeflemesi	Gecelik Borç Faiz Oranı	TÜFE'de belirli bir değişim oranı
Fiyat Seviyesi Hedeflemesi	Gecelik Borç Faiz Oranı	Belirli bir TÜFE değeri
Parasal Toplamalar (Para Arzı Hedeflemesi)	Para Arzındaki Büyüme	TÜFE'de belirli bir değişim oranı
Sabit Döviz Kuru	Para Biriminin Spot Fiyatı	Para biriminin spot fiyatı
Karışık Politika	Genellikle Faiz Oranları	Genellikle işsizlik + TÜFE değişikliği

Farklı politika türleri, döviz kuru rejimlerine paralel olarak parasal rejimler olarak da adlandırılır. Sabit döviz kuru aynı zamanda bir döviz kuru rejimidir. Altın standardı, diğer ülkelerin para birimine karşı nispeten sabit bir rejime ve altın standardında olmayanlara karşı dalgalı bir rejime neden olur. Enflasyon, fiyat seviyesi veya diğer parasal büyüklüklerin hedeflenmesi, ilgili yabancı para birimlerinin yönetimi tam olarak aynı değişkenleri (uyumlaştırılmış bir tüketici fiyat endeksi gibi) izlemediği sürece, döviz kurunun dalgalanması anlamına gelmektedir (Levy Yeyati ve Sturzenegger, 2010).

2.6.1 Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesinde amaç Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) gibi belirli bir tanım altında enflasyonu istenen aralıkta tutmaktır. Enflasyon hedefine, merkez bankaları faiz oranına periyodik ayarlamalar yapılarak ulaşılır. Kullanılan faiz oranı, genellikle bankaların nakit akışı amacıyla bir gecede birbirlerine borç verdikleri gecelik orandır. Fisher etkisi modelinin açıkladığı gibi, enflasyonu faiz oranlarıyla ilişkilendiren denklem aşağıdaki gibidir:

$$\Pi = I - R$$

Burada ‘ Π ’ enflasyon oranı, ‘ I ’ merkez bankası tarafından belirlenen yurtiçi nominal faiz oranı ve ‘ R ’ reel faiz oranıdır. Merkez bankaları I 'yi bir çıpa olarak kullanarak Π 'yi etkileyebilir. Merkez bankaları sabit bir faiz oranını korumayı geçici

olarak seçebilirler. Bu politikanın süresi, nominal faiz oranının değiştirilmesiyle sona ermektedir. Faiz oranı hedefi, açık piyasa işlemleri kullanılarak belirli bir süre boyunca korunur. Tipik olarak faiz oranı hedefinin sabit tutulma süresi aylar ve yıllar arasında değişecektir. Bu faiz oranı hedefi genellikle bir politika komitesi tarafından ay bazında veya üç ayda bir gözden geçirilmektedir (Feenstra ve Taylor, 2013).

Faiz oranı hedefinde değişiklikler, ekonomik eğilimleri tahmin etmek amacıyla çeşitli piyasa göstergelerine yanıt olarak yapılır ve böylelikle piyasayı tanımlanan enflasyon hedefine ulaşma yolunda tutmaya çalışılır. Örneğin, Taylor kuralı adı verilen basit bir enflasyon hedefleme yöntemi, faiz oranını enflasyon oranındaki ve çıktı açığındaki değişikliklere göre ayarlar. Kural, Stanford Üniversitesi'nden John B. Taylor tarafından geliştirilmiştir (Bordo, 2008).

Para politikası yaklaşımında enflasyon hedeflemesi yaklaşımına Yeni Zelanda'da öncülük edilmiştir. Avustralya, Brezilya, Kanada, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Yeni Zelanda, Norveç, İzlanda, Hindistan, Filipinler, Polonya, İsveç, Güney Afrika, Türkiye ve Birleşik Krallık'ta kullanılmıştır.

2.6.2 Fiyat Seviyesi Hedeflemesi

Fiyat seviyesi hedeflemesi, enflasyon hedeflemesine benzer bir para politikasıdır. Tek fark, uzun vadeli fiyat seviyesi hedefinin üzerinde veya altında bir yıllık TÜFE büyümesi, sonraki yıllarda, hedeflenen fiyat seviyesi eğilimine zamanla ulaşılacağından tüketicilere gelecekteki fiyat artışları hakkında daha fazla bilgi verir. Düşük enflasyon hedeflemesinde, yakın geçmiş yıllarda yaşananlar hesaba katılmaz, mevcut ve gelecek yıllarda dikkate alınmaz. Fiyat seviyelerindeki belirsizlik, işletmeler ve işçiler için fiyat ve ücret belirleme faaliyetleri konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Ayrıca göreceli fiyatlardan elde edilebilecek her türlü bilgiyi zayıflatmaktadır. Bu sebeple işletmeler için bir mal veya hizmetin fiyatında değişiklik olup olmadığını enflasyon yüksek ve düşüşe belirlenmek zordur. Enflasyondaki bir artış, para tutma teşvikini azalttığı ve işlem maliyetlerini ve hammadde maliyetlerini artırdığı için para talebinde de bir azalmaya yol açmaktadır (Benchimol ve Fourçans, 2019).

2.6.3 Para Arzı Hedeflemesi

Merkez bankaları, fiyatları uzun vadede sabit tutmak amacıyla nominal çıpa olarak para arzı hedefini kullanabilirler. Bazı ülkeler para arzında sürekli büyümeye dayalı bir yaklaşımı 1980'lerde kullanmıştır. Bu yaklaşım, farklı para ve kredi sınıflarını (M0, M1 vb.) içerecek şekilde geliştirilmiştir. ABD'de, para politikasına yönelik bu yaklaşım Alan Greenspan'ın FED Başkanı olarak seçilmesiyle durdurulmuştur. Bu yaklaşıma bazen parasalcılık da denmiştir. Miktar teorisi, fiyat seviyelerini para arzı ve talebine bağlayan uzun vadeli bir modeldir. Bu modelin denklemi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$\Pi = M - G$$

Π enflasyon oranı, M para arzı büyüme oranı ve G reel çıktı büyüme oranıdır.

Bu denklem, para arzı büyüme oranını kontrol etmenin, nihayetinde uzun vadede fiyat istikrarına yol açabileceğini göstermektedir. Bu nominal çıpayı kullanmak için, bir merkez bankasının M değerini bir sabite eşitlemesi ve bu hedefi sürdürmeyi taahhüt etmesi gerekir. Bununla birlikte, para arzı büyüme oranını hedeflemek zayıf bir politika olarak kabul edilmiştir. Bunun nedeni reel büyümeyle istikrarlı bir şekilde ilişkili olmamasıdır. Sonuç olarak, daha yüksek büyüme oranı, çok düşük bir enflasyon seviyesine neden olacaktır. Düşük bir büyüme oranı, istenen seviyenin üzerinde bir enflasyonla sonuçlanacaktır (Feenstra ve Taylor, 2013).

Para politikası tipik olarak bir fiyat etiketine odaklanırken, para arzı hedeflemesi parasal miktarlara odaklanır. Bu miktarlar, hane halkının riskten kaçınma düzeyine bağlı olarak ekonomide ve iş döngülerinde rol oynayabilmektedir. Bu sebeple para, merkez bankalarının tepki fonksiyonuna eklenmektedir. Ancak 1980'lerden sonra, merkez bankaları, gerçek çıktı büyümesinin getirdiği belirsizlik nedeniyle para arzı hedeflemeye odaklanan politikalardan uzaklaşmıştır. Avrupa Merkez Bankası gibi bazı merkez bankaları para arzı çıpasını diğer hedeflerle birleştirmeyi seçmiştir (Benchimol ve Fourçans, 2019).

2.6.4 Sabit Döviz Kuru Hedeflemesi

Sabit döviz kuru hedeflemesi yabancı para birimi ile sabit bir döviz kuru sağlamaya dayanmaktadır. Sabit döviz kurunun çıpa ülke parasıyla ne kadar işlem gerçekleştirildiğine göre sıralanabilen değişen derecelerde sabit döviz kurları vardır. Sabit oran sisteminde, yerel yönetim veya para otoritesi sabit bir döviz kuru beyan eder, ancak oranı korumak için aktif olarak para birimi alıp satmaz. Bunun yerine, oran, kesin tedbirlerle (örn. Sermaye kontrolleri, ithalat-ihracat lisansları, vb.) uygulanır. Bu durumda, para biriminin kendi piyasa (gayri resmi) kurunda işlem gördüğü bir kara borsa döviz kuru ortaya çıkacaktır. Sabit döviz kuru sistemi altında, para birimi, hedef döviz kuruna ulaşmak için merkez bankaları veya para otoritesi tarafından günlük olarak alınır ve satılır. Bu hedef oran, para otoritesi döviz kurunu bant içinde tutmak için gerektiği gibi alım veya satım girişiminde bulunana kadar döviz kurunun dalgalanabileceği sabit bir seviye veya sabit bir bant olabilir. Dolarizasyon altında, yabancı para (genellikle ABD doları, dolayısıyla dolarizasyon terimi kullanılır), ister tek başına ister yerel para birimine paralel olarak döviz kuru olarak serbestçe kullanılır. Bu sonuç, yerel halkın yerel para birimine olan tüm inancını yitirmiş olmasından kaynaklanabilir veya hükümetin bir politikası da olabilmektedir (genellikle enflasyonu dizginlemek ve güvenilir para politikasını ithal etmek amacıyla yapılır). Teorik olarak, göreceli satın alma gücü paritesini (SAGP) kullanarak, ana ülkenin para biriminin değer kaybetme oranı, enflasyon farkına eşit olmalıdır. Bunu bir formülle ifade etmek istenirse,

Yerel Para Biriminin Değer Kaybetme Oranı = Yurt İçi Enflasyon Oranı – Yabancı Ülke Enflasyon Oranı, şeklindedir ki bunun anlamı;

Yurt İçi Enflasyon Oranı = Yabancı Ülke Enflasyon Oranı + Yerel Para Biriminin Değer Kaybetme Oranı şeklinde de ifade edilebilir.

Çıpa değişkeni, yerel para biriminin değer kaybetme oranıdır. Bu nedenle, yurt içi enflasyon oranı, yabancı ülkedeki enflasyon oranı artı ana ülke para biriminin diğerine göre değişim oranının değer kaybetme oranına eşit olmalıdır. Katı bir sabit döviz kuru veya sabit bir kur ile, döviz kurunun değer kaybetme oranı sıfıra

eşitlenebilir. Bu durumda yurt içi enflasyon yabancı ülke enflasyonu ile aynı olacaktır (Benchimol ve Fourçans, 2019).

Satın alma gücü paritesi teorisi, yerel paranın değer kaybetme oranını sabitleyerek, ana ülkenin enflasyon oranının yabancı ülkeninkine bağlı olması gerektiği sonucunu ortaya koymuştur. Ülkeler, fiyat istikrarından yararlanmak ve enflasyonu kontrol etmek için sabit döviz kuru para rejimi kullanmaya karar verebilir. Uygulamada, ülkelerin para rejimlerinin yarısından fazlası sabit döviz kuru politikasını kullanmaktadır (Feenstra ve Taylor, 2013). Bu politikalar genellikle para politikasını yabancı para otoritesine veya hükümete teslim eder, çünkü sabitleyen ulusun para politikası, döviz kurunu korumak için çıpa ülkedeki para politikasıyla uyumlu olmalıdır. Yerel para politikasının çıpa ülkeye ne derece bağımlı hale geldiği, sermaye hareketliliği, açıklık, kredi kanalları ve diğer ekonomik faktörlere bağlıdır.

2.6.5 Nominal Çıpa ile Para Politikası Hedeflemesi

Nominal çıpa, merkez bankalarının nominal fiyat seviyesi veya merkez bankalarının bu hedefe ulaşmak için kullandığı bir değişken veya araçtır. Çeşitli döviz kuru rejimleriyle nominal çıpa kullanmak mümkündür. Para politikası hedeflemesi sırasında kullanılabilecek nominal çıpa tipleri aşağıda verilmiştir.

Tablo 3 : Para Politikası Hedeflemesi

Nominal Çıpa Tipi	Uyumlu Döviz Kuru Rejimleri
Döviz Kuru Hedefi	Para Birimi / Kendi para birimi olmayan ülkeler, Pegs / Bands / Crawls, Managed Floating
Para Arzı Hedefi	Yüzer, Serbest Yüzer
Enflasyon Hedefi (+ Faiz Oranı Politikası)	Yüzer, Serbest Yüzer

Bretton Woods'un çöküşünün ardından enflasyonun düşürülmesi adına nominal sabitlemenin para politikası hedefleri için önemi artmıştır. Özellikle hükümetler, 1970'ler ve 1980'lerde hızlı ve yüksek enflasyonu azaltmak için çıpa kullanmaya çalıştılar. 1990'larda ülkeler, açıkça güvenilir nominal çıpalar belirlemeye başladılar. Buna ek olarak, birçok ülke birden fazla hedefin yanı sıra örtük hedeflerin

bir karışımını seçmiştir. Sonuç olarak, 1970'lerden sonra küresel enflasyon oranları kademeli olarak azalmış ve merkez bankaları güvenilirlik kazanmış ve bağımsızlıklarını artırmıştır. 2008 Küresel Mali Kriz sonrasında enflasyon hedeflemesi için nominal sabitlemesinin kullanımı ve esnekliği konusunda tartışmalara yol açmıştır. Birçok ekonomist, enflasyon hedeflerinin birçok para rejimi tarafından çok düşük belirlendiğini savunuldu. Kriz sırasında, enflasyonu sabitleyen birçok ülkede, oranların alt sınırına ulaşıldı bu da enflasyon oranlarının neredeyse sıfıra inmesine hatta deflasyona düşmesine neden olmuştur (Feenstra ve Taylor, 2013).

Bahse konu tartışılan çıpalar, enflasyonu istenen seviyede tutmanın bir hedef faiz oranı, para arzı büyüme oranı, fiyat seviyesi veya amortisman oranı belirleyerek mümkün olduğunu öne sürülmektedir. Ancak, bu çıpalar merkez bankaları bunları korumayı taahhüt ederse geçerlidir. Bu da merkez bankalarının uzun vadede para politikası özerkliğini terk etmesini gerektirir. Merkez bankaları hedef enflasyon oranını korumak için bu çıpalardan birini kullanırsa, diğer politikaları kullanmaktan vazgeçmek zorunda kalacaktır. Bu çıpaları kullanmak, döviz kuru rejimleri için daha karmaşık olabilir. Serbest veya dalgalı döviz kuru rejimleri, enflasyonlarını etkilemek için daha fazla seçeneğe sahiptir çünkü sabit bir para biriminden daha fazla esnekliğe sahiptirler. Para politikasının kısa vadeli etkileri, yeni politika açıklamalarının inandırıcılık derecesinden etkilenmektedir (Kydlund ve Prescott, 1977). Özellikle, merkez bankaları tarafından bir anti-enflasyon politikası açıklandığında, kamuoyunun gözünde kredibilite yokluğunda enflasyonist beklentiler azalmayacaktır. Politikanın sonunda görünecek neticenin biraz daha düşük enflasyon ve daha yüksek işsizliğin bir kombinasyonu olması muhtemeldir. Ancak, politika duyurusu inandırıcı bulunursa, enflasyonist beklentiler, açıklanan politika niyetiyle orantılı olarak düşecek ve enflasyon muhtemelen daha hızlı ve işsizlik açısından fazla bir maliyeti olmadan düşecektir. Dolayısıyla, merkez bankalarının politik otoriteden bağımsız olması, onu politikanın yönünü tersine çevirmek için politik baskı olasılığından korumak adına bir avantajdır. Ancak görünüşte bağımsız merkez bankaları olsalar bile, elleri enflasyonla mücadele politikasına bağlı olmayan bir merkez bankası, tamamen inandırıcı olabilmektedir. Ekonomistler arasında, bağımsız merkez bankalarının daha güvenilir bir para politikası uygulayabileceği ve piyasa beklentilerini merkez bankalarından

gelen sinyallere daha duyarlı hale getirebileceği konusunda çok güçlü bir fikir birliği vardır (igmchicago.org).

2.6.6 Davranışsal Para Politikası

Geleneksel makro ekonomik modeller, bir ekonomideki tüm aktörlerin tamamen rasyonel olduğunu varsaymaktadır. Rasyonel bir aktör açık tercihlere sahiptir. Değişkenlerin beklenen değerleri veya değişkenlerin işlevleri aracılığıyla belirsizliği hesaplayıp tüm uygulanabilir eylemler arasından kendisi için en uygun eylemi optimum beklenen sonuçla gerçekleştirmeyi seçer - faydalarını maksimize ederler. Para politikası analizi ve kararları bu nedenle geleneksel olarak Yeni Klasik yaklaşıma dayanmaktadır (Calabria, 2016). Bununla birlikte, sınırlı rasyonalite kavramını hesaba katan davranışsal iktisat alanında yapılan çalışmalarda, insanların genellikle bu Neoklasik Teorilerin varsaydığından farklı hareket ettikleri ortaya konmuştur. İnsanlar çevrelerindeki dünyaya tam olarak rasyonel tepki veremezler standart makro ekonomik modellerde yaygın olarak öngörülen rasyonel şekilde kararlar almazlar. İnsanların zaman sınırlamaları, bilişsel önyargıları vardır, adalet ve eşitlik gibi konuları önemserler ve temel kurallara (buluşsal yöntemler) uymaktadırlar (Calabria, 2016). Bunun para politikasının yürütülmesi üzerinde etkileri vardır. Para politikası, parayı yöneten kurumlar, merkez bankası tercihleri ve politika kuralları arasındaki karmaşık bir etkileşimin nihai sonucudur. Standart rasyonel yaklaşımın para politikası eylemleri için optimal bir temel sağlamadığı giderek daha fazla kabul edilmektedir. Bu modeller, para politikası kararlarını açıklayan önemli insan anomalilerini ve davranışsal itici güçleri ele almamaktadır (Calabria, 2016).

Merkez bankalarının, davranışsal para politikalarını karakterize eden önyargılardan biri de kayıptan kaçınmaktır. Her para politikası seçeneği için, kayıplar kazançlardan daha büyüktür. Kayıptan kaçınmanın bir sonucu olarak kazançlar ve zararlar simetrik olduğunda, riskten kaçınma ortaya çıkmaktadır. Kayıptan kaçınma para politikasında birçok bağlamda bulunmaktadır. Örneğin, yüksek enflasyona karşı zorlu mücadele, daha fazla enflasyon riski taşıyan politikalara karşı bir önyargıya neden olmaktadır. Davranış araştırmalarındaki başka bir bulgu, bireylerin kendi yetenekleri, yeterlilikleri ve objektif bir değerlendirmeden uzak yargıları hakkında düzenli olarak tahminler de bulunmalarıdır. Makro ekonomiyi yönetmekle görevli

merkez bankalarının politika yapıcıları, zamanlama, büyüklük ve hatta müdahalelerin niteliksel etkisi açısından aşırı güvenin kurbanı olabilmektedir. Aşırı güven, merkez bankalarının karar alırken yetersiz veya aşırı kararlar almasına neden olabilmektedir. Politika yapıcıları, eylemlerinin nesnel analizin gösterdiğinden daha büyük etkilere sahip olacağına inandıklarında, bu yetersiz müdahaleyle sonuçlanmaktadır. Örneğin, para politikasının etkinliği için sadece faiz oranlarına güvenilmesi sorunlara neden olmaktadır (Calabria, 2016). Sıralanan durumlar davranışsal yargıların para politikası üzerinde önemli bir etkiye sahip olabileceğinin örnekleridir. Bu nedenle para politikası analizleri, politika yapıcıların (veya merkez bankalarının) bireyler olduğu ve makro ekonomik ve faiz oranı hedeflerinin belirlenmesinde nihai tercihlerini makul bir şekilde etkileyebilecek önyargılara ve tutumlara eğilimli oldukları gerçeğini hesaba katmalıdır (Favaretto ve Masciandaro, 2016).

2.6.7 Uluslararası Para Politikası

Uluslararası ekonomide optimal para politikası, birbirine bağımlı açık ekonomilerde para politikasının nasıl yürütülmesi gerektiği sorusuna cevap aramaktadır. Klasik görüş, uluslararası ekonomide karşılıklı bağımlılığın yalnızca yurt içi çıktı açıklarını ve enflasyonu etkilemesi durumunda geçerli olduğunu ve uygun para politikası araçları ile ekonominin bu durumdan etkilenmeyeceğini savunmaktadır (Clarida, Galí ve Gertler, 2002). Bu görüş, iki örtük varsayıma dayanmaktadır. Birincisi ithalat fiyatlarının döviz kuruna karşı yüksek duyarlılığı, yani üretici para birimi fiyatlandırmasıdır. İkincisi esnek fiyat tahsisinin etkinliğini destekleyen sorunsuz uluslararası finans piyasalarıdır. Ampirik araştırma neticesinde bulunan bu varsayımların ihlali veya çarpıtılması, uluslararası optimal para politikası literatürünün önemli bir konusudur. Uluslararası optimal para politikasına özgü politika değişiklikleri genellikle üç yönlüdür (Corsetti, Dedola ve Leduc, 2010).

Birincisi, döviz kuru hareketlerinin ithalat fiyatlarına yansımalarının zayıf olduğunu öne sürerek, yerel para birimi fiyatlandırma teorisinin daha kullanışlı olduğunu savunmaktadır (Gopinath ve Rigobon, 2008). Bu politika klasik görüşten saparak, çıktı açıkları ve uluslararası görece fiyatlardaki yanlış hizalamalar sebebiyle para politikasının TÜFE enflasyon kontrolüne ve reel döviz kuru istikrarına kaydırılması şeklinde gerçekleşmektedir.

İkincisi, miktarlarda ve fiyatlarda sınır ötesi yayılmalardan kaynaklanan stratejik etkileşimler ve rekabetçi devalüasyonlardır. Burada, farklı ülkelerin ulusal yetkilileri, uluslararası politika koordinasyonunun yokluğunda, ulusal refahı artırmak için ticaret hadlerini manipüle etme teşvikleriyle karşı karşıyadırlar. Uluslararası politika koordinasyonunun kazanımları küçük olsa da bu tür kazanımlar, uluslararası işbirliği yapmaya yönelik teşviklerle dengelenirse çok anlamlı hale gelebilir (Corsetti ve Pesenti, 2005).

Üçüncüsü, varlık piyasası çarpıklıkları küresel çapta verimli tahsisi engellerse, açık ekonomiler politika ödünleşimleriyle karşı karşıya kalacaktır. Reel döviz kuru mevcut ve beklenen temellerdeki şokları absorbe etse de varlık piyasası tahsisi arzu edilen şekilde sonuçlanmayabilir. Ayrıca hem yerel hem de küresel düzeyde tüketim ve istihdamın yanlış dağılımını daha da kötüleştirebilir. Bu durumda optimal para politikası, talep dengesizliklerinin giderilmesinden veya uluslararası görelî fiyatları bir miktar enflasyonu göze alarak düzeltmektir (Corsetti, Dedola ve Leduc, 2011).

2.6.8 Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası

Gelişmekte olan ülkeler, etkin bir işleyen para politikası oluşturmada sorun yaşayabilir. Önemli bir zorluk, gelişmekte olan birkaç ülkenin devlet borçları konusunda derin piyasalara sahip olmasıdır. Para talebini tahmin etmedeki zorluklar ve parasal tabanı hızla genişleterek enflasyon vergisini artırmaya yönelik mali baskı, meseleyi daha da karmaşık hale getirmektedir. Genel olarak, birçok gelişmekte olan ülkedeki merkez bankaların para politikasını yönetme konusunda sicilleri zayıftır. Bunun nedeni genellikle, gelişmekte olan ülkelerdeki para otoritelerinin hükümetten bağımsız olmamasıdır. Bu sebeple para politikası, hükümetin siyasi isteklerine göre ayarlanır veya parasal olmayan başkaca hedeflerin peşinden gitmek için kullanılmaktadır. Bu ve diğer nedenlerle, inandırıcı bir para politikası tesis etmek isteyen gelişmekte olan ülkeler, bir para kurulu kurmakta veya dolarizasyonu benimsemektedirler. Böylece çıpa ulusta uygulanan para politikasının ülkede benimsenmesine yol açılabilmektedir. Finansal piyasaların serbestleştirilmesi reformuna yönelik son girişimler, merkez bankaları tarafından belirlenen para politikasını uygulamak için gereken imkanı sağlamaktadır (Corsetti, Dedola ve Leduc, 2011).

2.7 TCMB PARA POLİTİKASI VE ARAÇLARI

Merkez bankalarının hedefleri doğrultusunda farklı para politikası araçlarına yönelebilecekleri hem doğrudan hem de dolaylı olarak piyasaları yönlendirebilecekleri bir gerçektir. Merkez bankaları piyasalara yön verirken politikalarını bulundukları ülkenin siyasi yapısını, hedeflediği ekonomi politikalarını ve uluslararası piyasaları dikkate alarak belirlemektedir. Ülkemizde yıllar içinde TCMB'nin görev ve yetkileri değişmiş, kurumsal yapısı ve politikaları ekonominin ihtiyaçlarına bağlı olarak değişikliklere uğramıştır. 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda dalgalı kur rejimine geçilmiş, ekonomide yapısal dönüşüm süreci kapsamında enflasyonla mücadele başlatılmış, araç bağımsızlığı sağlanmış ve temel hedef fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir şeklinde açıkça tanımlanmıştır. Ayrıca TCMB'nin hükümetin büyüme ve istihdam politikalarına fiyat istikrarı hedefiyle çelişmemek kaydıyla destek vereceği öngörülmüş ve finansal istikrarın fiyat istikrarının yanında başka bir amacının da olduğu tespit edilmiştir. Türkiye Büyük Millet Meclisinde çıkarılan 4651 sayılı kanun ile TCMB'nin Hazine ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi vermesi, bu kamu kurum ve kuruluşlarınca ihraç edilen borçlanma araçlarını birincil piyasada satın alması yasaklanmış ve kamunun finansman ihtiyacını karşılayan kurum olmaktan çıkarılmış (Yalta, 2020:100).

TCMB'nin hesap verebilirliği bu dönemde yeniden gündeme gelmiş, iletişim ve şeffaflığı hayata geçirecek uygulamalara başlamıştır. Yılda iki kez kamuoyu ile paylaşılan Finansal İstikrar Raporu, 2005 yılından bu yana yayınlanmaktadır. Finansal İstikrar Raporu hesap verilebilirlik ve şeffaflık yönünde yapılan uygulamalardan biri olarak gösterilmektedir. 2002 yılından sonra döviz kuru bazlı enflasyon düşürme programından vazgeçilmiş ve temel amaç olan fiyat istikrarı doğrultusunda örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması başlatılmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi ise 2006 yılından itibaren uygulanmaktadır. Bu hedef doğrultusunda toplam talep ve enflasyon beklentileri yönetilmiş ve enflasyonla mücadelede önemli mesafeler alınmıştır. Ulusal ekonomi yapısında belirlenen açık enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Daha önceki dönemlerde sadece danışma pozisyonunu üstlenen PPK artık karar verici rolünü üstlenmiştir (Özatay, 2011:190).

2008 küresel mali krizi, olağanüstü politika araçları üreterek daha önce karşılaşılmayan sorunların çözümünü sağlamıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici para politikaları, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Buna karşın etkileri sınırlandıracak merkez bankaları araçlarının önemi ve finansal istikrar bilinci artmıştır. TCMB kullandığı para politikası araçları ile amacını yani fiyat istikrarı, finansal istikrarı, tam istihdam ve ekonomik büyümenin sağlanması için kanunla yetkilendirildiği araçlarını kullanır. En önemli araçları, Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont Kredileri, Zorunlu Karşılık Oranları, Döviz İşlemleri ve Faizlerdir (Yalta, 2020:131).

2.7.1 Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankalarının ödenmemiş banka rezerv arzını artırdığı veya azalttığı en yaygın uygulama, serbest piyasada menkul kıymetlerin (normalde merkez bankalarının kendi hükümetinin borç yükümlülükleri) satın alınması veya satılması olan açık piyasa işlemleridir. Merkez bankaları menkul kıymet satın aldığı anda, satıcının bankasının rezerv hesabını artırarak ödeme yapar. Bunu yapmak, bankacılık sisteminin toplu olarak tuttuğu toplam rezerv hacmini artırır. Tersine, merkez bankaları menkul kıymet sattığında, alıcının bankasının rezerv hesabını azaltarak ödeme alır. Bunu yapmak toplam rezerv hacmini azaltır. Özel sektör bankaları mevcut rezervleri düzenli olarak kendi aralarında alıp satarsa da hiçbir banka ya da başka bir piyasa katılımcısı, tüm bankaların bir arada tuttuğu toplam rezerv hacmine katkıda bulunamaz ya da bu rezervleri alamaz. Bunun için merkez bankaları, bankacılık sisteminin tek rezerv sağlayıcısıdır. Türkiye'de TCMB, kısa vadeli faiz oranlarının politika faizleri çevresinde gerçekleşmesini sağlamak ve finansal piyasalardaki likiditeyi düzenlemek için açık piyasa işlemleri yapmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin genel çerçevesi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 52. ve 56. maddelerinde belirtilmiştir. Açık piyasa işlemleri, açık piyasada menkul kıymet alıp satarak bu hedef orana ulaşmak için kullandığı araçlardır. TCMB, menkul kıymetler satın alarak para arzını artırabilir ve piyasa faiz oranını düşürebilir. Benzer şekilde, TCMB de bilançosundan menkul kıymetler satabilir ve parayı dolaşımdan çıkarabilir, bu da faiz oranlarının artması yönünde baskı yapar.

Merkez bankaları, para politikasını uygulamanın birincil yolu olarak genellikle açık piyasa işlemlerini kullanır . Açık piyasa işlemlerinin olağan amacı - ticari bankalara likidite sağlamak ve bazen ticari bankalardan fazla likidite almak dışında - kısa vadeli faiz oranı ile bir ekonomide para tabanı arzını manipüle etmek ve böylece dolaylı olarak toplam parayı kontrol etmektir yani para arzını genişletmek veya para arzını daraltmaktır. Bu, devlet tahvillerini veya diğer finansal araçları alıp satarak hedef faiz oranında para tabanı talebini karşılamayı içerir . Enflasyon gibi parasal hedefleri, dengede tutmak için faiz oranları veya döviz kurları kullanılmaktadır (Aksoy, 2018).

2.7.2 Açık Piyasa İşlemlerinin Türleri

TCMB'nin kullandığı açık piyasa işlemleri mevduat, repo, ters repo, kesin satın alma, açık artırma-kesin satım, likidite bonoları ve Türk Lirası depo işlemlerinden oluşur. Bu kavramlar aşağıda açıklanmıştır.

2.7.2.1 Mevduat

Teminat karşılığında bankalara TCMB tarafından belirli vadelerde geri ödenmek üzere belirli limitler dahilinde para (mevduat) imkanı sağlanmaktadır. Bu tesis ile; bankalar gün içinde TCMB tarafından ilan edilen faiz oranları üzerinden TL ile borç verebilir veya alabilirler.

2.7.2.2 Repo

Genel olarak piyasada geçici likidite sıkıntısı yaşanan durumlarda bankacılık sistemindeki likiditeyi artırmak amacıyla repo işlemleri yapılmaktadır. Bu çerçevede, MB, açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili bankalardan veya aracı kurumlardan, aynı menkul kıymetleri belirli bir ileri tarihlerde geri satma anlaşması ile satın alır. Bir repo işleminde:

- Valör tarihi, işlemin tarihidir.
- Menkul kıymet, işlem sırasında belirlenen fiyattan satın alınır
- Yeniden satış fiyatı, satın alma işleminin valör tarihinde sabitlenir.
- Karşı taraf, menkul kıymeti vade tarihinde geri almayı taahhüt eder.

- TCMB'nin net fonlaması, mevduat ve repo işlemlerinin toplamıdır.

Repo işlemleri bankacılık sistemi üzerinden genel olarak piyasada likidite sıkışıklığının geçici olduğu durumlarda, likiditenin artırılması amacıyla kullanılır. TCMB, yetkili kuruluşlar üzerinden sözleşme üzerinde belirlenen fiyattan, ileri bir tarihte geri satmak taahhüdüyle menkul kıymet satın alır. TCMB, bu işlemi bir hafta vadeli repo faizi üzerinden yapar ve temel para politikası aracı olarak kullanır. TCMB'nin belirlediği faiz oranı her PPK toplantısında yeniden tartışmaya açılır. Repo işlemlerine konu olacak tahvil işlem miktarı günlük olarak ilan edilir. Piyasadaki fonlamanın yüzde 40'ı bu oran üzerinden yapılırken, 12 Ocak 2017 itibariyle bu yolun kullanımı geçici olarak durdurulmuştur (Aksoy, 2018).

2.7.2.3 Ters Repo

Ters repo, piyasada geçici likidite fazlası olması durumunda fazla likiditeyi geri çekmek için yapılan işlemdir. TCMB, portföyünde bulunan Devlet İç Borçlanma Senetlerini (DİBS) yetkili bankalara veya aracı kurumlara satarken, ileride belirli bir tarihte işlem anında belirlenen fiyattan geri alma taahhüdünde bulunmaktadır. Bu süreçte:

- Değer tarihi, işlemin tarihidir.
- Menkul kıymet, işlem sırasında belirlenen fiyattan satılır.
- Geri alım fiyatı, satış işleminin valör tarihinde sabitlenir.
- Karşı taraf, menkul kıymeti vade tarihinde yeniden satmayı taahhüt eder.

Ters repo işlemleri bankacılık sistemi üzerinden genel olarak piyasada likidite fazlasının geçici olduğu durumlarda, likiditenin çekilmesi amacıyla kullanılır. TCMB, yetkili kuruluşlar üzerinden sözleşme üzerinde belirlenen fiyattan, ileri bir tarihte geri almak taahhüdüyle menkul kıymet satar. TCMB, bu işlemi bir hafta vadeli politika faizi üzerinden yapar ve temel para politikası aracı olarak kullanır. TCMB bu şekilde; faiz oranlarını, bankalardan kullanılan kredi hacmini, hisse senedi ve döviz gibi araçların fiyatlarını etkilemektedir (Kumcu, 2014).

2.7.2.4 Kesin Alım- Kesin Satım

Kesin alım işlemleri genellikle piyasada kalıcı likidite sıkıntısı yaşanması durumunda gerçekleştirilir. Bu tür işlemlerde TCMB tedavülde bulunan devlet tahvillerini valör tarihinde belirlenen fiyat üzerinden yetkili banka veya aracı kurumlardan satın almaktadır.

Kesin satış işlemleri genellikle piyasada kalıcı fazla likidite olması durumunda yapılır. Bu tür işlemlerde TCMB, açık piyasa işlemleri portföyünde yer alan DİBS'leri valör tarihinde belirlenen fiyat üzerinden yetkili banka veya aracı kurumlara satmaktadır.

2.7.2.5 Likidite Bonoları

Likidite bonoları, TCMB'nin para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla piyasadaki fazla likiditeyi absorbe etmek için kullanılan araçlardır. TCMB Kanunu'nun 52. maddesi uyarınca TCMB, kendi adına ve hesabına azami 91 gün vadeli likidite bonosu ihraç edebilir. Likidite bonoları ikincil piyasada da satılabilir ve satın alınabilir. TCMB, likidite bonolarını gerektiğinde vadesinden önce geri alabilir.

2.7.2.6 Türk Lirası Depo İşlemleri

TCMB tarafından açıklanan faiz oranlarından bankalara belirli vadeler için sağlanan mevduat imkanıdır. TCMB, piyasadaki fazla likiditenin sterilize edilmesine yönelik operasyonların etkinliğini artırmak amacıyla bankalardan Türk Lirası mevduat satın almak veya satmak için ihaleler düzenlemektedir. Bankalara uzun süredir TL ve döviz mevduat işlemleri sağlanmasına rağmen, 2017 yılı itibarıyla TL karşılığı döviz mevduat imkanı yeni bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Yabancı paraya ihtiyaç duyan bankalar, yurtdışındaki diğer bankalara gitmek yerine yüzde on garantili TCMB üzerinden işlem yaparak daha düşük maliyetlerle dövizde ulaşma fırsatı bulmaktadır. Mevduat imkanı, TCMB bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası aracılığıyla sağlanmaktadır (Aksoy, 2018).

2.7.3 Reeskont Oranları

Reeskont kelimesi yeniden iskonto anlamına gelir. Bankaların TCMB’den kısa vadeli kredi kullanmak için TCMB’ye iskonto ettikleri vadesi gelmemiş bir borç senedinin yeniden iskonto edilmesidir. TCMB’nin bankalara verdiği reeskont kredisi için uygulanan faiz oranına reeskont oranı denir. Merkez bankaları bu orandaki değişikliklerle para arzını dolaylı olarak kontrol edebilmektedir. Likidite arzını artırmayı hedeflerse reeskont oranını düşürür, tersine likiditeyi düşürmek isterse reeskont oranını artırarak reeskont kredilerini düşürmektedir (Kumcu, 2014).

Reeskont oranlarındaki artış bankalara maliyet olarak yansımaktadır. Bu oranın artışı sebebi ile bankaların kredi verme imkanı azalır ve para arzı sınırlanır. Piyasadaki para arzı dolaylı yoldan kısıtlanır. Ters olarak oranın düşürülmesi durumunda ise bankaların elinde daha fazla likidite kalmakta ve bu durum likidite ortamını genişleten bir politika aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Bankaların maliyetlerinde düşüş, kredi verme imkânlarında artış getirir. Reeskont kredileri ise tamamen TCMB’nin kontrolünde değildir. TCMB reeskont oranını düşürse bile, bankalar başka kaynaklardan borç almak isteyebilmektedir (Aksoy, 2018).

2.7.4 Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu karşılıklar, mevduat toplayan finansal kuruluşların toplamış oldukları mevduatlar karşılığında TCMB nezdinde tutması gereken parasal tutara denmektedir (Talışlı, 2012).

Zorunlu Karşılık Oranları (ZKO), TCMB için önemli para politikası araçları arasındadır. TCMB, 2010 yılının son çeyreğinde yürürlüğe giren yeni stratejiye paralel olarak makro finansal risklerin olumlu enflasyon görünümü çerçevesinde azaltılmasına yönelik yeni bir politika çerçevesi geliştirmiştir. Bu doğrultuda, geleneksel bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılık oranları aktif bir araç olarak uygulamaya konulmuştur. ZK, merkez bankalarının piyasadaki para arzının kontrolü için dolaylı yoldan kullandığı bir para politikası aracıdır. Bu doğrultuda bankaların, mevduat ve diğer taahhütlerinin belli bir oranı kadar miktarı, zorunlu karşılık (ZK) olarak TCMB nezdinde, belirli bir süre tutma mecburiyetleri

bulunmaktadır. ZK uygulanma gerekçeleri zamana göre değişse de temelde, parasal kontrol ve likidite yönetimi amaçlarını gerçekleştirmek üzere kullanılmaktadır (Alper ve Tiriyaki, 2011).

ZKO değiştirilmesiyle bankaların kredi kullandırma tutarları yönetilebilmekte fazla likiditenin kontrolü sağlanabilmektedir. Bankalara yatırılan mevduatların ne kadarının TCMB’de muhafaza edileceği zorunlu rezerv oranı ile belirlenmekte olup TL ve döviz cinsi mevduatlarda farklı oranlar uygulanmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının arttırılması ile bankaların elinde tuttuğu mevduat miktarları azalırken, TCMB nezdindeki mevduat hesap bakiyeleri artmaktadır. Bankaların yükümlülük kalemine girmeyen miktarlar yükseldikçe, piyasadaki likidite azalır buna bağlı olarak bankaların kredi verme imkanı da azalmaktadır. Tam tersi durumda ise ZKO aşağı çekilerek bankaların elindeki ve dolayısıyla piyasadaki para miktarı artmaktadır. ZKO esnek bir politika aracı değildir. ZKO’daki küçük bir değişiklik bile, ZKO mevduat çarpanına dahil edildiğinden para arzını büyük ölçüde değiştirmektedir. Merkez bankalarına yatırılacak zorunlu karşılıklar yaratacağı iş yükü sebebiyle günlük mevduattan hesaplanmamaktadır. Yatırılacak zorunlu karşılık tutarı, her ayın belirli bir günündeki mevduatın veya o günden önceki bir dönem mevduatı ortalamasının ZKO ile çarpılmasıyla bulunur. Merkez bankalarında tutma süresi, zorunlu karşılık tesis dönemi kadar olup bazı uygulamalarda tutulan zorunlu karşılıklara faiz ödenmektedir. Türk bankacılık sektöründe yaşanan vade uyumsuzluğu, likidite ve faiz riskini beraberinde getirerek, sisteminin şoklara karşı hassasiyetini artırdığından, 2011 tarihinden itibaren TL ve yabancı para yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları mevduatların vade yapısına göre farklılaştırılmıştır. Yapılan farklılaştırma ile kaynakların vadesinin uzatılması, vade uyumsuzluğunun azaltılması ve nihayetinde finansal istikrara katkı sağlanması amaçlanmıştır. ZK’ya tabi yükümlülükler, iki haftada bir cuma günü hesaplanır ve bankaların muhasebe standartları ve kayıtları dikkate alınarak yurt dışı şubelerin yükümlülükleri ile TCMB, Hazine Müsteşarlığı, yurt içi bankalara olan yükümlülükler hariç olmak üzere aşağıdaki kalemlerinden oluşur.

- Mevduat - katılım fonu
- Repo işlemlerinden sağlanan fonlar

- Kullanılan krediler (Hazine garantisiyle sağlananlar hariç)
- İhraç edilen menkul kıymetler (net)
- Sermaye hesaplamasına dâhil edilmeyen borçlanma araçları
- Yurt dışı merkeze yükümlülükler (net)
- Kredi kartı ödemelerinden borçlar
- Müstakrizlerin fonlarıdır.

Altın depo hesapları da zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler içerisinde Eylül 2011'den itibaren uygulamaya dâhil edilmiştir (TCMB, 2011). Ayrıca, kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamının TCMB nezdinde standart altın cinsinden tutulabilmesi imkânı sağlanmıştır. 2013 yılından itibaren izleme amaçlı olarak yürürlüğe giren uygulama ile borçluluk oranları yüksek bankalara, fazladan karşılık yükümlülüğü öngörülmüştür. TCMB, zorunlu karşılıkları, aktif bir politika aracı olarak farklı boyutlarda işlevsel kılmaktadır. Başka bir deyişle zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler üç farklı kanalda karşımıza çıkmaktadır:

- TCMB'nin ilan edilen zorunlu karşılık oranlarının seviyesini ve yükümlülük kapsamını değiştirmesi,
- Zorunlu karşılık olarak tutulan fonlara ödenen faiz oranında değişiklik getirilmesi,
- Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) çerçevesinde TL zorunlu karşılıkların yabancı para cinsinden tutulabilme seçeneğinin sağlanması ve bu kapsamda yapılan değişikliklerdir (Yalta, 2020:140). ZK uygulaması kapsamında 2010 yılından sonra getirilen ROM, parasal aktarım mekanizması başlığı altında ayrıntılı olarak verilecektir.

2.7.5 Döviz İşlemleri

Merkez bankaları yerel para biriminin değerini dengelemek amacıyla direkt döviz alım ya da satım işlemleri yapabilirler. Bu işlemlerin piyasadaki yerli para likiditesine ve döviz kurlarına doğrudan etkisi vardır. Ülkede saf dalgalı kur sistemi uygulanırsa merkez bankaları döviz kurlarına müdahale etmeyecektir. Ancak, sabit kur sistemi veya yönetilen dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının gerektiğinde piyasaya müdahale etmesi önemlidir. Ülkemizde 2001 krizi sonrası

yapılan ilk değişiklik, döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmesi olmuştur. Bunun yerine, şubat 2001 tarihinde dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir.

TCMB piyasadan döviz aldığı zaman, yerel paranın arzı yükselmekte ve değeri düşmektedir. Tam tersi durumda ise, piyasaya döviz enjekte edilerek yerel paranın arzı düşmekte ve değeri artmaktadır. Bu yöntem ile kısa dönemde kurlar üzerinde kuvvetli etkiler izlenebilir. Ancak döviz satış durumlarında, olası likidite tehditlerine karşın merkez bankalarının tuttuğu döviz rezervlerinde önemli derece azalmalar görölmektedir. Merkez bankaları, döviz ve efektif alım satımlarını piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar. Bu nedenle, likidite üzerindeki etkilerine rağmen, döviz ve efektif alım satım işlemleri genellikle standart para politikası araçları olarak kabul edilmemektedir (Önder, 2019).

Merkez bankaları döviz kurlarına müdahale ettikleri zaman daha önce de bahsedildiği üzere para arzı da etkilenmektedir. Örneğin, TCMB, doların Türk Lirası karşısında değer kazanmasını önlemek için piyasaya dolar sattığında, piyasadan Türk Lirası çekmektedir. Tersisi durum olan Türk Lirasının değer kaybetmesini istediği zaman ise piyasadan dolar alıp karşılığında piyasaya Türk Lirası vermektedir. Bu durumda piyasadaki likidite artmaktadır. TCMB döviz alım veya satım sonucunda piyasada likiditenin değişmesini istemiyorsa, açık piyasa işlemleri ile ortaya çıkan ek likiditeyi çekmelidir. Buna "*sterilizasyon*" denir. Ülkemizde TCMB, döviz alım ihalelerinin yarattığı fazla likiditeyi sterilize etmek amacıyla Türk Lirası mevduat alım ihaleleri düzenlemektedir (Yalta, 2020:143).

2.7.6 Faiz Koridoru

TCMB, kısa dönem faiz oranı kararını açıklarken aynı zamanda gecelik borç verme ve gecelik borç alma faiz oranını da açıklamakta olup buna koridor sistemi denmektedir. Faiz koridorun üst bandı gecelik borç verme faizini gösterirken, koridorun alt bandı ise borç alma faizini oluşturmaktadır. Faiz koridoru sisteminde amaç, piyasadaki kısa vadeli faiz oranının hedeflenen faiz seviyesine yakın olmasını ve belirlenen koridorun dışına çıkmamasını sağlamaktır. Para politikasının yürütölmesinde enflasyon hedeflemesi uygulayan tüm ölkelerde, temel araçların başında gelen kısa vadeli faiz oranları, ekonomideki likidite arzı ve talebine göre

belirlenmektedir. Ekonomide kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin tek bir gösterge faiz oranı yoktur. TCMB bu oranlardan birini politika faiz oranı olarak seçmektedir. Politika faiz düzeyinin ne olacağına karar verildiğinde, belirlenen politika faiz oranının geçerli olabilmesi için likidite arzının da buna göre ayarlanması gereklidir. Bu çerçevede likidite yönetiminde piyasadaki kısa vadeli faizler, politika faizine uyumlu bir düzeyde belirlenmektedir (Özatay, 2011:198).

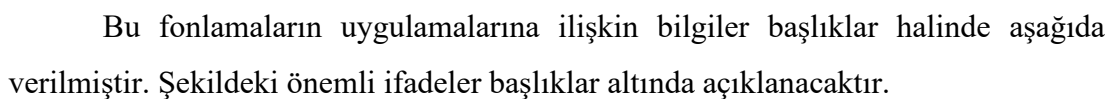
2000'li yıllarda finansal piyasalarda ortaya çıkan istikrarsızlıklar, merkez bankalarının tek başına fiyat istikrarını sağlayamayacaklarını ortaya koymuştur. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik para politikalarının yanı sıra finansal istikrarı sağlamaya yönelik müdahale politikalarının geliştirilmesine yönelik hususlar da gündeme gelmiştir (Gertler ve Karadi, 2011).

Bu çerçevede kısa dönem faiz oranlarını, finansal istikrarın temel aracı olarak kabul eden faiz koridoru sistemi, para politikasının yeni bir aracı olarak AB dahil pek çok ülkede hayata geçmiştir. Faiz koridoru, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin borç alma (en alt bant) ve borç verme (en üst bant) faiz oranlarını ilan ederek bu limitler dahilinde piyasa faiz oranlarının belirlenmesini sağlayan sistemdir. Piyasadaki kısa vadeli faiz oranlarının seviyesi, ekonominin likidite durumuna ilişkin fikir vermektedir. Kısa vadeli faiz oranları ile borç verme faiz oranlarının birbirine yakın olması, piyasada likiditeye talebin yüksek olması ve borçlanma seviyesine yakın olması piyasada likidite bolluğu olarak yorumlanabilir. Ülkemizde TCMB, ekonominin son likidite kaynağı olarak bankalara borç para vermekte ve ekonominin ihtiyaçlarına ilişkin borç para da alabilmektedir.

TCMB 2002 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiş, faiz koridoruna geçiş ise 2010 yılı sonuna denk gelmiştir. TCMB, kredi büyümesi ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalardan korunmak ve finansal riskleri sınırlandırmak amacıyla geleneksel para politikası uygulamalarından farklı olarak faiz koridoru sistemini ek bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Böylece kredileri ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilecek bir yapı ortaya konmuştur.

- Faiz koridoru, bir haftalık repo oranı ve likidite yönetimi araçları
- Politika aracı olarak kabul edilen zorunlu karşılıkları kullanmaktadır.

Şekil 1 : TCMB Operasyonel Çerçevesi: Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi(Faiz Koridoru)



TCMB, Bankalararası Para Piyasası'nda gecelik borç alma ve verme faiz oranlarını belirli saatler içinde açıklamaktadır. TCMB tarafından ilan edilen borçlanma faiz oranı “taban”, borç verme faiz oranı ise “tavan” olarak ifade edilmektedir. Piyasada gerçekleşen gecelik faiz oranları ise söz konusu tavan ve taban oranları arasında gerçekleşmektedir. Bu ikisi arasındaki boşluğa “faiz koridoru” denir. Bankalar gerektiğinde limitleri ile sınırlı teminat karşılığında TCMB borç verme faiz

oranından borçlanabilir ve likidite fazlası olması durumunda TCMB borçlanma faiz oranıyla sınırsız olarak Türk Lirası cinsi parayı TCMB'ye borç verebilirler (www.tcmb.gov.tr).

2.7.6.2 Geç Likidite Penceresi İşlemleri

Bankalar, belirli saatler arasında teminat karşılığında TCMB'den sınırsız borç alabilir veya TCMB'ye borç verebilirler. Geç likidite oranları, koridorun dışında bir bariyer görevi görürken, son zamanlarda etkin bir fonlama aracı haline gelmiştir. Piyasaların kapalı olduğu saatler içinde ekstra likiditeye ihtiyaç duyulması veya fazla likiditesini değerlendirme yolunu tercih eden bankalar, piyasaların kapanış saatinden sonra TCMB'ye başvurabilirler. Bu durum geç likidite penceresi olarak ifade edilir ve burada uygulanan faiz oranlarına ise geç likidite faiz oranları denilmektedir (www.tcmb.gov.tr).

2.7.6.3 Bir Hafta Vadeli Repo İhaleleri (Politika Faizi)

Bir hafta vadeli repo ihaleleri, PPK tarafından belirlenen faiz oranı üzerinden "miktar ihalesi" yöntemi ile gerçekleştirilmektedir. İhaleye katılan bankalar ihale tutarının %20'sini geçmeyecek şekilde teklif vermekte, ihale tutarı toplam teklif tutarının altında ise her bir banka teklif tutarının toplam teklif tutarına oranı kadar borçlanmaktadır. Bu ihalede faiz oranı, TCMB tarafından politika faizi olarak açıklanan bir haftalık repo ihale oranıdır. Bir haftalık repo (politika) faizi, faiz koridorun arasında piyasa faizini belirleyen etkenlerden biri haline gelmiştir. Kısa vadeli yani günlük faiz oranı diğer bir ifadeyle politika faizi, TCMB'nin temel politika aracıdır. Fiyat istikrarı adına kullandığı temel politika faiz aracı ise bir hafta vadeli repo faizidir. Piyasadaki ihalelerin miktarına bağlı olarak politika faizi ile gecelik borç verme faizinin ortalaması olarak, "ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti" kavramı doğmuş olup bankaların fonlama maliyetini gösteren asıl oran olarak nitelendirilmektedir. Buna göre ortalama fonlama maliyeti (ortalama faiz), faiz koridoru içerisinde gerçekleşmekte iken son yıllarda TCMB'nin bankaları geç likidite penceresinden borçlanmaya yönlendirmesiyle koridorun dışında beliren oranların görülmesi de mümkün hale gelmiştir. Geleneksel uygulamada faiz koridoru genellikle değişmeyen yani sabit aralık olarak pasif bir rol üstlenirken günümüzde merkez

bankalarınca gerekli görülmesi halinde yeniden ayarlanabilen dinamik bir araç haline gelmiştir (Yalta, 2020:105).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KURUL KARARLARI VE SEKTÖRLER AÇISINDAN ÖNEMİ

3.1 PARA POLİTİKASI KURULU

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası PPK, başkanın başkanlığı altında, başkan yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve başkanın önerisi üzerine Cumhurbaşkanı onayı ile atanacak bir üyeden oluşur. Hazine ve Maliye Bakan Yardımcısı veya bakanın belirleyeceği bir birim amiri toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık, başkan yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin PPK üyeliği de sona erer.

Atanacak üyenin para politikası konusunda çalışmalarının bulunması ve ekonomi, işletme, bankacılık ve finans alanlarından birinde akademik unvana sahip, görevi ile ilgili alanda en az 10 yıl çalışmış, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir. Para Politikası Kurulunun görevleri (www.tcmb.gov.tr);

- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi,
- Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi,
- Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirilmesi,
- Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi, ile görevli ve yetkilidir.

PPK kararları, başkan (gubernör) tarafından yürütölür ve Banka Meclisinin bilgisine sunulur.

3.1.1 Para Politikası Kurulu Kararları

Para Politikası Kurulu; enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikası kararlarının alındığı organdır. PPK tarafından alınan kararlar öncesinde TCMB'nin ilgili birimleri enflasyon, ödemeler dengesi, ekonomik aktivite, kamu maliyesi ve uluslararası gelişmeler hakkında PPK'yı detaylı olarak bilgilendirir. PPK, üyelerin en az üçte ikisinin katılımı ile toplanır ve hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile karar verir. Oyların eşitliği halinde başkanın taraf olduğu öneri kabul edilmiş sayılır. PPK, Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikası ilke ve stratejilerini belirlemekte ve Hükümet ile birlikte enflasyon hedefini belirlemektedir. Ayrıca Türk Lirası'nın iç ve dış değerinin korunması için alınacak önlemler de PPK'nın görevleri arasındadır.

PPK beyanları para politikasının temel iletişim araçlarından biridir. PPK önceden duyurulan bir takvim çerçevesinde toplanır (Tablo 4). PPK kararı, toplantının hemen ardından kısa gerekçesi ile birlikte TCMB'nin internet sitesinde duyurulur. PPK'nın detaylı değerlendirmelerini içeren toplantı özeti, toplantıyı takip eden 5 iş günü içerisinde internet sitesinde yayımlanır. PPK, faiz kararı verirken Merkez Bankası Kanunu'nda da belirtildiği gibi fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır. Bu nedenle, PPK çok çeşitli verileri hesaba katarak kararlar almaktadır. Orta vadeli bir perspektiften gelecek enflasyon görünümüne odaklanmaktadır (www.tcmb.gov.tr). 2021 yılı içerisindeki PPK toplantı ve özet takvimi Tablo 4'te gösterilmiştir. Tabloda toplantı tarihleri ve özetlerinin yayınlanacağı tarihler ve bankaca yayınlanan diğer raporların tarihleri mevcuttur. Bu durum bankanın şeffaflığından kaynaklanmaktadır. Dahası TCMB her gün bilanço verilerini yayınlarak şeffaflık konusunda çok önemli adımlar atmıştır ve bu özelliği ile dünyada tek olma özelliği taşımaktadır.

Tablo 4 2021 Yılı PPK Toplantı Takvimi

PPK Toplantıları	PPK Özeti'nin İnternet Yayını	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
21 Ocak 2021	28 Ocak 2021	28 Ocak 2021	
18 Şubat 2021	25 Şubat 2021		
18 Mart 2021	25 Mart 2021		
15 Nisan 2021	22 Nisan 2021	29 Nisan 2021	
6 Mayıs 2021	11 Mayıs 2021		28 Mayıs 2021
17 Haziran 2021	24 Haziran 2021		
14 Temmuz 2021	28 Temmuz 2021	29 Temmuz 2021	
12 Ağustos 2021	19 Ağustos 2021		
23 Eylül 2021	30 Eylül 2021		
21 Ekim 2021	28 Ekim 2021	28 Ekim 2021	
18 Kasım 2021	25 Kasım 2021		26 Kasım 2021
16 Aralık 2021	23 Aralık 2021		
20 Ocak 2022	27 Ocak 2022	27 Ocak 2022	
17 Şubat 2022	24 Şubat 2022		
17 Mart 2022	24 Mart 2022		

Olağanüstü durumlarda takvime bağlı kalmak zorunda değildir. Örneğin 2018 yılının PPK toplantı takviminde 7 Haziran toplantı günü görünürken PPK 28 Mayıs'ta olağanüstü toplanmış ve faiz oranını 8 den 16,50'ye yükseltmiştir. 7 Haziranda ise olağan toplantısını yapıp faiz oranlarını 16,50'den 17,75'e çekmiştir. Kanunla yüklendiği fiyat ve finansal istikrar için her an çalışan bir yapıya sahiptir.

3.1.2 Para Politikası Kurulu Kararlarının Amacı

Son yıllarda para politikasının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ekonomistler tarafından teorik ve ampirik olarak büyük ölçüde araştırılmıştır. Bu para politikası uygulamaları ile ürün seviyesi ve enflasyon gibi makro ekonomik değişkenler arasında etkileşimi sağlayan aktarım mekanizmaları bu konuda önem kazanmıştır.

Para politikasının tam istihdam ve ekonomik büyüme gibi farklı amaçları varken, merkez bankalarının bugünkü temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu bakımdan para politikalarının enflasyonist ve deflasyonel boşlukla mücadeleye odaklandığını belirtmek mümkündür. Buna ek olarak, uygulanan politikanın başarısı açısından enflasyonla mücadelenin çıktı üzerinde yaratacağı etkiyi de göz önünde bulundurmak gerekir. Keynesyen teoriye göre, deflasyonel bir süreçte genişlemeci bir

para politikası, genel fiyat seviyesi değişmezken sadece ürünlerde artışa yol açar. Parasal genişleme, faiz kanalıyla tüketim ve yatırım giderlerini artırarak toplam ürünü artırır. Ekonomi toplam istihdama ulaştıktan sonra, genişlemeci bir politika sadece enflasyonu artıracak ve ürün seviyesi değişmeyecektir. Modern para teorilerine göre, genişlemeci para politikası deflasyon döneminde bile fiyatın genel seviyesini artırabilmektedir. Ürün seviyesindeki artış nispeten daha az olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde önceki yıllarda yaşanan yüksek enflasyon ve merkez bankalarının güvenilirliği veya finansal piyasanın derinliğinin yetersiz olması gibi faktörler, ürün fiyatlarında enflasyon etkisi ile atışının para politikasının etkisinden daha fazla olmasına neden olmaktadır (Kamin, Turner ve Van't, 2018: 8). Bu durum, karmaşık hale gelen ekonomik yapı üzerinde aktarım mekanizmasının etkisinin ayrıntılı olarak analiz edilmesi gereken bir sonucudur. Değişen ekonomik yapıya bağlı olarak para politikasının aktarım kanalları çeşitlenmektedir. Serbest piyasa açık ekonomilerinde fiyat istikrarını sağlamak için toplam talebin farklı kanallarla yönetilmesi gerekmektedir.

3.2 TCMB PARA POLİTİKASI KARARLARININ GELİŞİM SÜRECİ

TCMB, 1980'lere kadar olan dönemde döviz ve faiz oranını sıkı bir şekilde kontrol etmiştir. 24 Ocak 1980 kararı ile Türkiye açık bir büyüme modeli benimsemiş ve parasal liberalleşme sürecine girmiştir. Ancak uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan para sistemini daha kırılgan hale getirmiştir (TCMB, 2006: 17-22). 1986 yılında para politikası uygulamalarında bir dönüşüm gözlenmiştir. Bu dönemde TCMB bankalar arası para piyasası açarak açık piyasa işlemlerini başlatmıştır. 1989'da Hazine'nin kamu açıklarının finansmanında TCMB'nin kaynaklarından yararlanmasını sağlayan protokol imzalanmıştır. Aynı yıl TCMB'nin parasal araçlara ilişkin faaliyet alanını daraltan Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu kapsamında sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. 1990 yılında TCMB parasal planlama programına girdi. Bu programın temel amacı banka bilançolarını kontrol altına almaktı. 1990 ve 1992 parasal planlama programları hedeflere ulaşmayı başaramamıştır (TCMB, 2006: 17-22).

TCMB yıllara göre parasal planlamaya ilişkin farklı parasal göstergeler izledi. 1990 yılında takip edilen büyüklük iç varlıklar ve iç yükümlülükler oldu. 1991'deki Körfez Krizi nedeniyle para programı açıklanmadı, ancak Rezerv Para büyüklüğü kontrol altına alınmaya çalışılmıştır (Keyder, 2008 : 290).

1994'ün başında, parasal disiplin eksikliği ve serbestleştirilmiş sermaye hareketleri gibi nedenler ekonomik krizi tetikledi. Söz konusu dönemde faiz oranlarındaki artış ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, bankaların açık pozisyonlarının artmasına neden oldu. Öte yandan, kamu açığının DİBS aracılığıyla finanse etmek beraberinde faizde artışını getirmiştir. 1994 yılında gecelik faizler %700'e yükselmiş ve ortaya çıkan likidite krizi 5 Nisan istikrar paketi ile aşılmaya çalışılmıştır (TCMB, 2006: 17-22).

TCMB'nin takip ettiği parasal gösterge 1995 yılında Net İç Varlıklar olmuştur. 1996, 1997 ve 1998'in ilk döneminde yedek akçenin arttırılması hedef olarak belirlendi ve bu konuda kararlar alınmıştır (Keyder, 2008 : 290). Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ise döviz çıpası ve sıkı para politikalarının uygulandığı bir istikrar programı gereğiyle ortaya çıkmıştır. IMF ile 2001 yılında Mai'de imzalanan niyet mektubu, dönemin para politikası üzerinde belirleyici olmuştur. Buna göre, enflasyonun önkoşulları karşılanana kadar para tabanı hedefi nominal çıpa olarak kabul edilmiştir. 2002 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde enflasyonla mücadelede ana araç olarak kısa vadeli faizler kullanılmıştır (TCMB, 2006: 17-22). 2001 yılından önceki dönemde, Türkiye'deki PAM'ın işleyişi gelişmekte olan ülkelerle benzerdi. Enflasyonu kontrol altına almak ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla nominal kur ana politika aracı olarak alınmıştır. Bu dönemde fiyatlama davranışları döviz kuruna endekslenmiştir. 2001 krizinin ardından 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu'nda değişiklikler yapılmıştır. TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlendi.

2002-2005 örtülü enflasyon hedefleme dönemi, 2006-2007 ise açık enflasyon hedefleme dönemidir. Enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir. Kısa vadeli faiz oranları siyasi bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. Döviz kurunun enflasyon nedeniyle referans alınan bir varyant olma özelliğini kaybetmesiyle, PAM'daki faiz kanalının verimliliği görünür hale gelmiştir. Kısa vadeli faizden uzun vadeli faizlere

geçiş de faiz kanalının verimliliğini artırma konusunda etkili olmuştur (TCMB, 2013 : 10).

TCMB tarafından yapılan bir araştırma, politika faizlerindeki değişikliklerin 7, 12 ve 24 ay vadeli DİBS faizlerini etkilediğini göstermiştir. TCMB tarafından 2001-2005 yılları arasında yapılan bir başka çalışma da bankaların kredi faiz oranlarının politika faiz oranına bağlı olduğunu göstermektedir. Türkiye'de döviz kuru kanalı fiyatlar genel seviyesi ve yerli malı talebi üzerinde de etkilidir. TCMB tarafından 2008 yılında tamamlanan bir çalışmada, döviz kurunun dalgalandığı dönemden önce döviz kurundaki %1'lik değişimin enflasyonu 0,6 puan artırdığı gösterilmiştir. Dalgalı kur rejiminin uygulanmaya başlanan Şubat 2001'den sonra döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisi 0,3 puan azaldı. Bu durum Türkiye'deki şirketlerin finansman ihtiyaçlarını çoğunlukla yabancı para birimleriyle karşıladığı, döviz kurundaki artışın işletme bilançoları üzerinden karlılığı ve yatırımı olumsuz etkileyebileceğini ortaya koymuştur. Türkiye'de borç dolarizasyonunun hala yüksek seviyelerde olması, özellikle imalat sanayi işletmelerinin kur dalgalanmalarına karşı savunmasız hale getirmektedir. Döviz kurundaki artış şirket bilançoları üzerinde yıkıcı bir etkiye sahiptir. Öte yandan döviz kurundaki artışın ihracatı artırarak ve ithalatı azaltarak yerli mal talebini de artırdığını belirtmek mümkündür. Ancak bu durumda artan girdi maliyetlerinin etkisini göz önünde bulundurmak önemlidir (Özatay, 2011:232-233).

2001 krizinden sonra kredi kanalının işleyişinde artış gözlenmiştir. Geçmişte, bütçe açıkları ve reel faiz oranları nedeniyle bankacılık sektörü kredi sınırlamalarına başvurmuş ve özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelere uzun vadeli kredi sağlamaktan kaçınmıştır. Bazı yapısal reformlar yaptıktan ve kamu harcamalarını kontrol altına aldıktan sonra, bankalar finansal aracılık faaliyetlerine geri dönmüşlerdir (TCMB, 2013 : 11).

Bu süreç 2008 krizine kadar devam etmiştir. Küresel kriz döneminde bankaların kredi arzı azalmıştır. Kredi genişlemesinin finansal istikrar ve ekonomik büyüme için önemli olduğu bilinmektedir. 1996-2008 döneminde uygulanan sıkı para politikası, küçük ve orta ölçekli işletmelerin krediye ulaşmakta güçlük çekmesine neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca imalat sanayinde faaliyet gösteren büyük

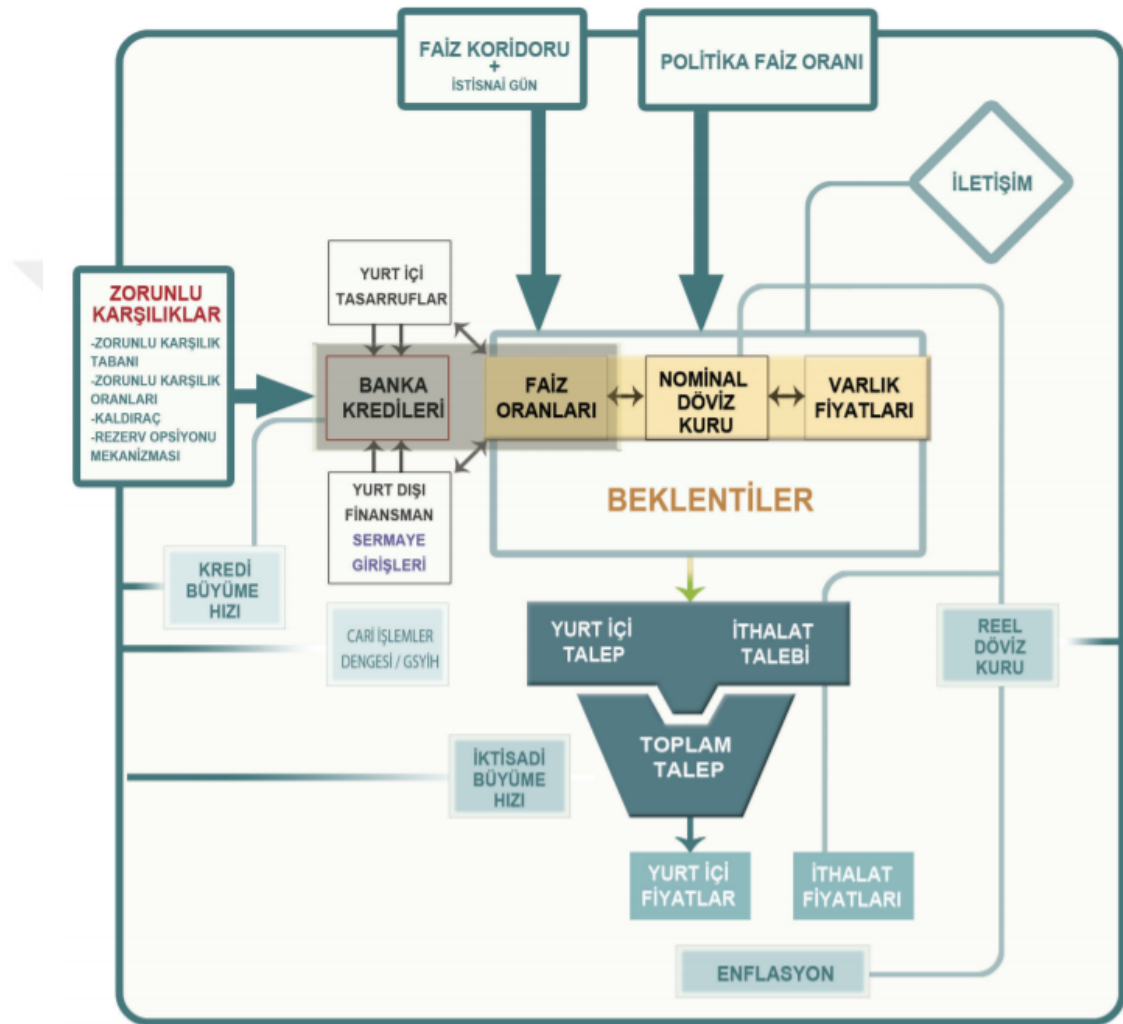
işletmelerin krediye daha fazla ulaşabildiler. Bu durum kredi kanalının Türkiye'de çalıştığını göstermektedir (zatay, 2011: 232-233).

3.3 TCMB PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI

Parasal aktarım mekanizmasındaki temel sorun, TCMB'nin para politikası eylemleri ile ulaşmayı hedeflediği makro ekonomik sonuçlar arasındaki ilişki ağını ortaya koymaktır (Aslan, 2009: 585).

Avrupa Merkez Bankası, parasal aktarım mekanizmasını para politikası kararlarının ekonomiyi genel olarak ve özellikle fiyat seviyesini etkilediği süreç olarak tanımlamaktadır (www.ecb.europa.eu). Günümüzün açık ekonomilerinde, aktarım mekanizması uzun ve belirsiz gecikmeler içermektedir. Dış şoklar, risk primi, bankanın sermaye yeterliliği, para politikası ve emtia fiyatlarındaki değişiklikler süreci etkileyen dış etkenleri ifade etmektedir. Bu nedenle, para politikası eylemlerinin ekonomi ve fiyat üzerindeki tam etkisini tahmin etmek zordur. Uygulanacak para politikalarının amaçları ve verimliliği, ülkelerin büyüme seviyelerine bağlı olarak heterojenlik göstermektedir. Para politikasının amacı, ürün yelpazesi sınırlı ve finansal piyasa derinliği yetersiz olan gelişmekte olan lkelerde i ve dış şoklara karşı kırılğanlığı azaltmak olsa da bazen ödeme bilançosundaki açıkları dengelemeyi veya gelişmeye öncülük edecek sektörlere kredi sağlamayı amaçlamaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan lkelerde özellikle amaca uygun bir aktarım kanalı seçmek ve bu aktarım kanallarının verimli bir şekilde çalışmasını sağlamak önemlidir (TCMB, 2013:2). Bu nedenle parasal aktarım, parasal değişimlerin toplam talebi ve reel ürünü nasıl etkilediğini gösteren mekanizma olarak tanımlanmaktadır (Alkan, 2016: 153).

Şekil 2: Parasal Aktarım Mekanizması Şeması



Kaynak: TCMB Parasal Aktarım Mekanizması.

PAM'ın işlevselliğini test etmek için, aktarım kanallarının özelliklerini ve para politikalarıyla etkileşimlerini bilmek önemlidir. Şekil 2.'de beş ana parasal aktarım kanalı (piyasa faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı) ve bunların alt kategorileri göstermektedir. Parasal aktarım kanalları alt başlıklar halinde incelenecektir.

3.3.1 Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru, para politikası aktarım mekanizmasında önemli bir yere sahiptir. Faiz paritesine göre, iki ülke arasındaki faiz oranları dengesi, bu iki ülkenin para birimleri arasında beklenen değişim oranına eşittir (Taylor, 1995 : 15). Faiz oranı artarken, başka bir deyişle, yabancı varlıkların getirisi yerel olanlardan daha fazla olduğunda, yerel para birimine olan talep artar ve dolayısıyla yerel para biriminin değeri artar. Aksine, genişlemeci bir para politikası faiz oranlarını düşürür ve varlıkların getirisi yerel para birimi açısından azalır ve dolayısıyla yerel para birimi değer kaybeder (Yalta, 2020: 193-195). Yerel para biriminin değerindeki kayıp, yerli mallarda yabancılara göre fiyat düşüşü ve net ithalatın artması anlamına gelmektedir.

3.3.2 Faiz Oranı Kanalı

Uzun süre enflasyon açığı yaşayan ekonomilerde faiz oranlarındaki değişiklikler ekonomi açısından son derece önemlidir. Faiz oranlarındaki dalgalanmalar hem ithalat çıktı giderleri hem de beklentiler üzerinden enflasyonla etkileşime girer. Bu nedenle faiz oranı kanalı para politikası uygulamalarının başarısını etkilemektedir (Özatay, 2011: 233).

Faiz oranı kanalı Keynesyen IS-LM modeli olarak da bilinir. Modelde, reel para arzındaki artış nominal faizi düşürerek tüketim harcamalarını tetikler ve sermayenin marjinal verimliliğine dayalı yatırım harcamalarını artırır. Öte yandan yatırımlardaki artış, çarpan etkisiyle toplam ürünü etkilemektedir. Bu etkinin gücü para ve sermaye talebinin faiz esnekliğine bağlıdır (Öztürk, 2011:290).

Faiz oranı kanalında uzun vadeli reel faiz oranı tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde belirleyici faktördür. TCMB'nin kısa vadeli nominal faizleri düşürme girişimi reel faizler ve beklentiler hipotezi kapsamında uzun vadeli reel faizleri düşürmektedir. Enflasyondaki aşırı dalgalanma, enflasyon primi yaratarak faiz kanalının verimliliğini düşürmektedir. Enflasyon priminin yüksek olduğu koşullarda reel faizin düşük olması her zaman sıkı bir para politikası anlamına gelmez. Aksine enflasyonun düşük ilerlemesi faiz kanalının verimliliğini artırmaktadır (Eroğlu, Aydın ve Kesbiç, 2016 : 167-169).

3.3.3 Varlık Fiyatları Kanalı

Para arzı ve faiz oranındaki değişiklikler, tahvil, hisse senedi ve konut gibi diğer varlıkların fiyatlarında göreceli değişiklikler yaratarak hanehalkı ve işletmelerin bilançosunu etkilemektedir. Varlık fiyatlarındaki düşüş hanehalkı ve işletmelerin borçlarını ödemekte zorlanmasına neden olabilir ve bu da daha sonra çıktı seviyesini ve enflasyonu etkiler (Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2015:109).

Özkaynak kanalı varlık fiyatları kanalının bir diğer unsurudur. Parasal genişlemeden kaynaklanan kısa vadeli faiz oranları özkaynak fiyatlarını ve tüketicilerin servetini artırmaktadır. Sonuç olarak, harcamalar artacaktır. Keynesyen yaklaşımda, kısa vadeli faizlerdeki düşüş borsayı cazip kılmaktadır. Elllerinde menkul kıymet bulunan yatırımcılar artan hisse senedi fiyatlarını teminat olarak kullanarak borçlanma imkanı yaratmakta ve dolayısıyla yatırım harcamaları artmaktadır. Bu akış toplam ürünü olumlu yönde etkilemektedir (Eroğlu, Aydın ve Kesbiç, 2016: 171) .

Özkaynak fiyatlarının ekonomiye etkisinin gerçekleştiği bir diğer alt kanal ise likidite etkisidir. Genişlemeci bir para politikası faizlerin düşmesine ve hisse fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak, finansal varlıkları daha fazla değer kazanan hanelerin finansal tehlike yaşama olasılığı azalmaktadır ve tüketim mallarına olan talepleri artmaktadır. Öte yandan, tüketici dayanıklılarına olan talepteki artış toplam talebi beraberinde getirmekte ve dolayısıyla toplam üretimi artırmaktadır (Mishkin, 1996 : 36). Özkaynak kanalı, işletmelerin bilançoları aracılığıyla toplam üretimi etkiler. Faiz oranlarındaki artış sonucunda işletmelerin bilançolarındaki stokların değeri düşer. Bu durum işletmelerin hem net değerini hem de teminat değerini düşürmektedir. Değeri düşen işletmelerin kredi arzı sınırlanacaktır. Özellikle bilançolarında özkaynak değeri düşük olan şirketlerin asimetric bilgi ve olumsuz seçim nedeniyle kredi bulma imkanları azalacaktır. Kredi bulma olasılığı azalan işletmeler daha az yatırım harcaması yaparak toplam üretimde daralma etkisi yaratmaktadır (Cesur, 2016 : 160).

Hisse senedi kanalı, servet etkisi ve toplam üretimle ilişkilidir. Servet etkisine gerçek denge etkisi veya Pigou etkisi denir. Reel servet etkisi kanalı, tüketim harcamalarının hem gelire hem de servete duyarlı olduğunu göstermektedir. Pigou'ya

göre, tüketim kullanılabilir gelirin değil, zenginliğin bir işlevidir. Para arzındaki artış, reel servetin ana kaynağı olan gayrimenkulün fiyatının artırılması yoluyla servet etkisini göstermektedir (Öztürk, 2011 : 291).

Zenginlik bileşeni içinde, konut ve tarla fiyatları önemli bir yer işgal etmektedir. Konut fiyatlarındaki artış, konut yenileme maliyetini azaltarak konut inşaatını artırır (qReal Estate). Yani parasal genişlemeden kaynaklanan gayrimenkul fiyatlarının artması, servet değerini artırarak tüketim harcamalarını ve toplam ürünü olumlu yönde etkilemektedir (Eroğlu, Aydın ve Kesbiç, 2016 : 174).

3.3.4 Kredi Kanalı

Kredi kanalında genişlemeci bir para politikası bankaların rezervlerini ve mevduatlarını artırır. Bu aynı zamanda banka kredilerinde de artışa yol açar. Sonuç olarak, yatırım ve tüketim harcamaları ile toplam ürün artacaktır (Mishkin, 1996 : 9). Para arzındaki sıkılaşma sonucunda işletmelerin net değeri düşmektedir. Net değer azaldıkça, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunu artar. Genellikle, en riskli projelere yönelen işletmeler ve haneler en yüksek riski kabul edenlerdir. Bu tür işletmeler yüksek faiz kabul etse de bankalar kredi taleplerini reddetmektedirler. Bankalar riskli müşterilere yüksek faiz yansıtmak yerine kredi vermeyi reddederler. Öte yandan genişlemeci bir para politikası, işletmelerin net değerini artırdığı için kredi miktarını ve toplam talebi olumlu yönde etkilemektedir (Mishkin, 1996 : 11-12).

PAM'ın kredi kanalı, hane halkının dayanıklı tüketim malları ve konut talebi üzerinde de belirleyicidir. Banka kredileri azaldığında, hane halkının bu tür varlıklara olan talebini azaltır. Diğer etki likidite yoluyla gerçekleştirilir. Hane halkının elinde konut ve arazi gibi finansal olmayan varlıkların oranı yüksek olduğunda, likidite ihtiyacı durumunda bu varlıkları elden çıkartabilirler. Öte yandan, finansal varlıkların oranı borçlarından fazla olduğunda, kredi bulma kolaylaşır ve bu da tüketim ve konut harcamalarını artırmaktadır (Mishkin 1996 : 14-15).

3.3.5 Beklentiler Kanalı

TCMB'nin para politikasına ilişkin kararları beklentiler üzerinde de etkili olmaktadır. TCMB'nin kredibilitesi yüksek olduğunda piyasada alınan kararlar

bankanın hedeflerine uygun olarak şekillenir. Bankanın açıklamaları ile para politikası uygulamaları arasındaki uyum, politikaların verimliliğini artırır. Bu koşul altında genişlemeci bir para politikası, TCMB'nin ekonomik ajanlar açısından hedeflerine uygun bir beklenti yaratmaktadır. Sonuç olarak, yatırım harcamaları ve toplam ürün artışını tetikleyecektir (Öztürk, 2011:291).

3.4 ZORUNLU KARŞILIKLARIN AKTARIM MEKANİZMASI

Enflasyon hedeflemesi rejiminde zorunlu karşılıklar makro ekonomiyi maliyet ve likidite kanalları aracılığı ile etkiler. Bu kanallardan ilki olan maliyet kanalının işleyişi, ZKO'daki artışa karşılık banka maliyetindeki artışı karşılamak için kredi ve mevduat faiz oranlarında değişiklik şeklindedir. Likidite kanalının işleyişi ise ZKO'daki değişimin bankacılık sisteminin kısa vadeli TCMB fonlarına olan ihtiyacını değiştirerek kredi verme yönelimini etkilemesidir (Talaslı, 2012). Alt başlıklarda bu kanalların işleyişi detaylı olarak ele alınacaktır.

3.4.1 Maliyet Kanalı

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin bankanın krediye ve mevduata uyguladığı faiz oranları arasındaki farka etkisi, maliyet kanalı olarak adlandırılmaktadır (Talaslı, 2012). Merkez bankaları ZKO politikasını sadece bankaların kaynakları aracılığıyla uygulamaktadır. Bu uygulama ile bankalar aracılığıyla ihtiyaç sahiplerine borç verilmesi sonucunda PAM'da etkili olmaktadır (Yavuzaslan, 2011).

Maliyet kanalı etkinliği için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemekte ve bankaların gönüllü olarak TCMB nezdinde tuttıkları mevduatın zorunlu karşılık tutarını aşmaması gerekmektedir. Ayrıca zorunlu karşılıkların maliyet kanalıyla kredi ve mevduat faizlerine yansımaları da sektör yapısı ile doğrudan ilişkilidir (Saraç, 2012). Finansal sistemde banka mevduatına alternatif olması muhtemel ürünler söz konusu olduğunda, mevduat faizlerinin ZKO'daki değişimden daha az etkilenmesi beklenmektedir. Aksine yeterli mevduat varsa faizlerinin etkilenmesi beklenmektedir. Banka kredileri dışındaki seçeneklerde, kredi oranları ZKO değişikliğinden daha az etkilenmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011).

3.4.2 Likidite Kanalı

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler bankacılık sisteminin likiditesini doğrudan etkileyen araçlardan biridir (Talaslı, 2012), ZKO'daki artış bankanın likiditesini etkilemekte ve likidite ihtiyacını artırmaktadır. Bankaların likidite ihtiyaçlarını TCMB'den borçlanarak karşılamaları mümkündür. Ancak bu durumda bankalar kısa vadeli kaynaklara bağımlı hale geleceklerdir. Kredi seviyeleri aynı kalırsa vade uyumsuzluğu artacaktır (Vargaz ve diğ., 2010). Söz konusu uyumsuzluğun artması sonucunda bankaların ek faiz oranı riski için iki yol tercih etmesi gerekecektir. Birinci yol olarak verdikleri kredileri azaltacak, ikinci yol olarak kredi faizleri için ek prim isteyerek oranı artıracaktır. Öte yandan, likidite yeterlilik oranı için zorunlu bir düzenleme varsa, zorunlu karşılık değişiklikleri bankanın likidite pozisyonunu değiştirmek için banka davranışı üzerinde doğrudan ve dışsal bir etkiye sahiptir (Alper ve Tiryaki, 2011).

3.4.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

2008 krizinden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının odak noktasında değişiklikler olmuştur. TCMB, 2010 yılından itibaren kriz sonrası uygulanan geleneksel politikalara son vereceğini açıklamış ve fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da dikkate alan bir politika tasarımı benimsemiş ve uygulamıştır. Zorunlu karşılıklarda vade farkı ile birden fazla oranlı bir yapıya geçilmiştir. Aynı zamanda en önemli yenilik ZKO konusuna yeni bir boyut kazandıran ROM olmuştur (Böcüoğlu, 2015). Bu bölümde TCMB'nin para politikalarından biri olan ROM detaylı olarak incelenecek, maliyet ve likidite kanalları üzerinden bankaları nasıl etkilediği araştırılacaktır.

ROM, bankaların döviz (Dolar veya Euro) ve standart altın cinsinden belirli bir oranda TL zorunlu karşılık tesis etmelerine olanak sağlayan bir uygulamadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2013). Sermaye akımlarındaki dalgalanmaların makro ekonomik ve finansal istikrar yolundaki olumsuz etkilerini sınırlamayı amaçlamaktadır (Oduncu, Akçelik ve Ermişoğlu, 2013). ROM'un ne ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyon oranı ile belirlenir. Her bir TL zorunlu karşılık için tesis edilebilecek döviz veya altın

karşılığını belirleyen katsayıya Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) denilmektedir (Küçüksaraç ve Özel, 2012).

TCMB'nin para politikası aracı olarak kullandığı ROM'un sağladığı faydalar şu şekildedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2013):

- Kısa vadeli sermaye akımlarından kaynaklanan oynaklık azalır.
- TCMB'nin brüt döviz rezervleri güçlenmektedir.
- Likidite yönetimi açısından bankalara esneklik sağlar.
- Sermaye hareketleri ile krediler arasındaki duyarlılığı azaltır.
- Banka bazında likidite optimizasyonu yapma imkanı sağlar.
- Diğer politika araçlarına olan ihtiyacı azaltacaktır.

Küresel kriz sonrasında tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de geleneksel para politikası araçları terk edilmiş ve yeni politikalar uygulamaya konulmuştur. Çünkü merkez bankalarının öncelikleri değişmiştir. Bu kapsamda, 2010 yılı sonundan itibaren TCMB, finansal istikrarı destekleyici bir hedef olarak benimsemiş ve ekonominin dış finansal şoklara karşı dayanıklılığını artırmak için yeni araçlar kullanmaya başlamıştır. Kullandığı yeni araçlardan en önemlisi TCMB'nin yeni bir finans mühendisliği ürünü olarak tanımlanan ROM'dur (Tuna ve diğ., 2015).

ROM, finansal istikrar üzerindeki mevcut olumsuz etkileri sınırlamak, TCMB'nin döviz rezervlerini güçlü tutmak ve bankanın likidite yönetimine esneklik kazandırmak amacıyla kriz sonrasında etkin bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. TCMB, Ağustos 2011'de bir ara toplantı yapmış ve küresel ekonomiden kaynaklanabilecek olası bir finansal çalkantı durumunda piyasaya gerekli likiditeyi zamanında sağlamak için bazı tedbirler almıştır. TL likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük maliyetle karşılanması amacı doğrultusunda alınan en önemlisi karar ROM sistemi olmuştur. Buna göre, TL yükümlülükler için TCMB nezdinde tutulması gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar dolar veya euro olarak tesis edilebilmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011).

3.5 PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İLE SEKTÖRLERİN İLİŞKİSİ

Fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlamayı hedefleyen merkez bankaları finansal sistemin düzenlenmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikaları, özellikle "kredi kanalı" ve "bilanço etkileri" yoluyla tüketim ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Tüketim ve yatırım kararları, gecelik veya haftalık faiz oranlarındaki değişikliklerden ziyade, örneğin on yıllık krediler gibi daha uzun vadeli kredilerin faizine dayanmaktadır. Bu noktada politika faizi ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiye, diğer bir deyişle politika faizi geçişliliğine bakmak önem arz etmektedir. Öte yandan, hem merkez bankalarının cari politika faiz oranı hem de bir sonraki ay açıklayacakları politika faizi, ticari bankaların kısa vadeli fonlarının değerlendirilmesi açısından etkilidir. Bundan merkez bankaları, alacakları veya alacaklarına dair mesaj verdikleri kararlarla gelecekte oluşması beklenen faiz oranlarını etkilediği ölçüde, günümüzün uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilmektedir.

Ekonomik birimlerin beklentileri TCMB tarafından yönlendirilemezse alınan faiz kararlarının etkisi azalmaktadır. Parasal aktarım mekanizması başlığında da belirtildiği gibi para politikasının reel ekonomiyi etkilediği kanallar parasal aktarım kanalları olarak tanımlanmaktadır. Finansal sistem sorunluysa kanalların sektörleri etkilemesi çok güç olacaktır. İyi çalışmayan bir parasal aktarım sistemi veya yeterince etkin olmayan politikalar sektörler açısından bazı sıkıntılar ortaya çıkaracaktır. Bu durumda TCMB'nin faiz kararları ekonomik birimlerin kısacası sektörlerin tüketim ve yatırım kararlarını etkilemeyecektir. Diğer bir deyişle, finansal sistemin sorunlu olduğu bir piyasada, TCMB'nin alacağı faiz kararı ya çıktı açığını hiç etkilemeyecek ya da bu etki istenilen ölçüde olmayacaktır (Aksoy, 2018).

TCMB, dolaşımdaki para ve bankaların TCMB'deki mevduat rezervlerinden oluşan para tabanını genişleterek veya daraltarak faiz oranlarını etkiler. TCMB'nin para tabanını etkilemesinin birincil yolu, açık piyasa işlemleri veya ikinci el devlet borçlarının alım satımı veya değişen zorunlu karşılıklardır. TCMB faiz oranlarını düşürmek isterse, hükümet borç olarak veya bankaların rezerv hesaplarına borç vererek dolaşımdaki nakit miktarını artırır. Alternatif olarak, indirimler veya kredili

mevduat hesaplarındaki faiz oranını düşürebilir. TCMB tarafından belirlenen uygun teminatla güvence altına alınan bankalara verilen kredilerdir. Bu tür işlemlerdeki faiz oranı yeterince düşükse, ticari bankalar zorunlu karşılıkları karşılamak için TCMB'den borç alabilir ve ek likiditeyi bilançolarını genişletmek için kullanabilir ve ekonomiye verilen krediyi artırabilir.

Zorunlu karşılıkların düşürülmesi de benzer bir etkiye sahiptir ve bankaların kredilerini genişletmeleri veya diğer kârlı varlıkları satın almaları için fonları serbest bırakır. Merkez bankaları, yalnızca döviz kuru dalgalandığında gerçekten bağımsız bir para politikası uygulayabilir. Döviz kuru sabitse veya herhangi bir şekilde yönetiliyorsa, merkez bankaları döviz almak veya satmak zorunda kalacaktır. Bu döviz işlemleri, devlet borçlarının açık piyasa alım satımına benzer şekilde parasal tabanı etkileyecektir. Merkez bankaları döviz satın alırsa, para tabanı genişler ve bunun tersi de geçerlidir. Ancak, saf dalgalı döviz kuru durumunda bile, merkez bankaları ve para otoriteleri, sermayenin harekete geçirdiği bir dünyada en iyi ihtimalle bu karşı rüzgara karşı koyabilirler. Buna göre, döviz kurunun yönetimi yurt içi parasal koşulları da etkileyecektir. Para politikası hedefini sürdürmek için merkez bankalarının döviz işlemlerini sterilize etmesi veya istikrara kavuşturması gerekecektir. Örneğin, bir merkez bankası döviz satın alırsa (döviz kurunun değerlenmesine karşı koymak için), para tabanı artacaktır. Bu nedenle, bu artışı sterilize etmek için merkez bankasının para tabanını eşit miktarda küçültmek için devlet borcunu da satması gerekmektedir (Geanina, 2018).

Döviz piyasalarındaki çalkantılı hareketlilik, merkez bankalarının döviz kurunu yönetirken yerel para politikası üzerindeki kontrolünü kaybetmesine neden olabilir. 1980'lerde birçok ekonomist, bir ülkenin merkez bankaları yürütme hükümetinin geri kalanından bağımsız hale getirmenin, optimal para politikasını sağlamanın en iyi yolu olduğuna inanmaya başladı ve bağımsız olmayan merkez bankaları bu nedenle bağımsızlık kazanmaya başladı. Bu bağımsızlığın nedeni, mevcut hükümetin yeniden seçilmek gibi siyasi hedeflerine ulaşmak için para politikası araçlarının alenen manipüle edilmesini önlemektir. Bağımsızlık, tipik olarak, para politikasını yürüten komite üyelerinin uzun ve sabit dönemleri olduğu anlamına gelir.

Keynesyen ekonominin temel varsayımlarından biri, merkez bankalarının kısa vadede toplam talebi canlandırmasıdır. Çünkü ekonomideki önemli sayıda fiyat kısa vadede sabittir ve işletmeler talep edildikleri kadar mal ve hizmet üreteceklerdir. Bu durum Merkez Bankalarının sektörler itibarıyla piyasanın en önemli aktörlerinden biri olmasına neden olmaktadır. Keynesyen yaklaşımda, kısa vadeli faizlerdeki düşüş borsayı cazip kılmaktadır. Elleri menkul kıymet bulunan yatırımcılar artan hisse senedi fiyatlarını teminat olarak kullanarak borçlanma imkanı yaratmakta ve dolayısıyla yatırım harcamaları artmaktadır. Bu akış toplam ürünü olumlu yönde etkiler (Eroğlu, Aydın ve Kesbiç, 2016: 171) .

Özkaynak fiyatlarının ekonomiye etkisi yatırım harcamaları, işletmelerin bilançoları, hanehalkı likiditesi, servet ve gayrimenkul olmak üzere beş kanalda gerçekleşmektedir. Para politikası özkaynak fiyatlarını etkileyerek yatırım kararları üzerinde belirleyici hale gelmektedir (Parasız, 1999: 302)

Genişlemeci bir para politikası faizlerin düşmesine ve hisse fiyatlarının artmasına neden olur. Sonuç olarak, finansal varlıkları daha fazla değer kazanan hanelerin finansal tehlike yaşama olasılığı azalmaktadır ve tüketim mallarına olan talepleri artmaktadır. Öte yandan, tüketici dayanıklılarına olan talepteki artış toplam talebi beraberinde getirmekte ve dolayısıyla toplam üretimi artırmaktadır (Mishkin, 1996 : 36).

Özkaynak kanalı, işletmelerin bilançoları aracılığıyla toplam üretimi etkiler. Faiz oranlarındaki artış sonucunda işletmelerin bilançolarındaki stokların değeri düşmektedir. Bu durum işletmelerin hem net değerini hem de teminat değerini düşürmektedir (Cesur, 2016 : 160).

Hisse senedi kanalı, servet etkisiyle toplam üretimle ilişkilidir. Servet etkisine gerçek denge etkisi veya Pigou etkisi denir. Reel servet etkisi kanalı, tüketim harcamalarının hem gelire hem de servete duyarlı olduğunu göstermektedir (Öztürk, 2011: 291). Öte yandan bankanın kredi kanalında genişlemeci bir para politikası bankaların rezervlerini ve mevduatlarını artırmaktadır. Bu aynı zamanda banka kredilerinde de artışa yol açar. Sonuç olarak, yatırım ve tüketim harcamaları ile toplam ürün artacaktır (Mishkin, 1996 : 9).

Bilanço kanalı, kredi piyasasında asimetrik bilgilerin artmasının bir sonucudur. Para arzındaki sıkılaşma sonucunda işletmelerin net değeri düşmektedir. Net değer azaldıkça, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunu artar. Genellikle, en riskli projelere yönelen işletmeler ve haneler en yüksek ilgiyi kabul edenlerdir. Bu tür işletmeler yüksek faiz kabul etse de bankalar kredi taleplerini reddetmektedir. Bankanın kredi kanalı, hane halkı tüketici dayanıklılığı ve konut talebi üzerinde de belirleyicidir. Banka kredileri azaldığında, hane halkının bu tür varlıklara olan talebini azaltır (Mishkin 1996 : 14-15).

Merkez bankalarının para politikasına ilişkin kararları beklentiler üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankalarının kredibilitesi yüksek olduğunda piyasada alınan kararlar merkez bankalarının hedeflerine uygun olarak şekillenir. Merkez bankalarının açıklamaları ile para politikası uygulamaları arasındaki uyum, politikaların verimliliğini artırır. Bu koşul altında genişlemeci bir para politikası, merkez bankalarının ekonomik ajanlar açısından hedeflerine uygun bir beklenti yaratmaktadır. Sonuç olarak, yatırım harcamaları ve toplam ürün artışı sağlamanın başka bir yolu da merkez bankalarının beklentiler kanalını kullanmasıdır (Öztürk, 2011:291).

3.5.1 Para Politikası Kararlarının Sektörlere Etkisi

Merkez bankaları para politikası ile fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlama çalışırken özellikle gelişmekte olan ülkelerde ödeme bilançosundaki açıkları dengelemeyi veya gelişmeye öncülük edecek sektörler kredi sağlamayı da amaçlar. Bunu sağlarken genellikle faiz oranlarıyla oynayarak ticari bankaların vereceği kredi miktarını arttırmak suretiyle gerçekleştirirler. Banka kredilerinin para transferi sürecinde önemli bir yere sahip olduğu para politikası tartışmalarının uzun zamandır önemli bir parçası olmuştur. Bu mekanizma, bankaların finansal sistemde oynadıkları özel rolün analizine dayanmaktadır. Bu görüşe göre, para politikasından banka kredilerine doğrudan bir kanalın varlığı, faiz oranlarında büyük değişiklikler yaratmadan para politikasının uygulanmasını mümkün kılar. Örneğin, daraltıcı bir para politikası, bankaların kredi arzını kesmesine neden olarak iş dünyasını ve hane halkı harcamalarını kesmeye zorlar. Uzun yıllar sadece parasal büyüklükler üzerinden işleyen aktarım mekanizmaları incelenmiş ve 1980'lerin ikinci yarısında özellikle bankaları ve bankacılık sistemini ilgilendiren para transferinin kredi kanalı

incelenmeye başlanmıştır (Taş ve diğ., 2012). Para politikasındaki değişimler, bankaların verdiği borç miktarını ve faizi değiştirir. Banka kredileri dışında borcu bulamayanların, özellikle de küçük işletmelerin ve tüketicilerin harcamalarını etkiler. Ben Bernanke ve Alan Blinder, yaptıkları çalışmada parasal aktarım mekanizmasını faiz oranı kanalında bahsedilen Keynesyen IS-LM modeline kredi piyasasını ekleyerek yeni bulgular sunmuşlardır. Bu çalışma, banka kredileri kanalının işleyişinin daha iyi analiz edilmesi ve geleneksel Keynesyen aktarım kanalından ayrıldığı noktaların belirlenmesi açısından önemlidir.

Bilindiği üzere IS-LM modelinde faiz oranı kanalı, tahvil ve kredilerin tamamen ikame edilebileceğini varsaymış, kredileri modelden çıkarmış ve sadece para-tahvil varlıklarını içermiştir. Bu nedenle para veya tahvil piyasasının dengesini incelemek yeterlidir ve IS-LM analizi ise para piyasasının dengesine dayanmaktadır. Bernanke ve Blinder'ın modeli aynı zamanda kredi piyasasını da kapsar ve para piyasasının yanı sıra kredi piyasalarının dengesini de inceler. Bu ikisi dengedeysen, üçüncüsü de denge olacaktır. Model kredi kanalı, PAM'da faiz oranının önemini yanı sıra banka kredilerinin ve işletmelerin mali yapılarının önemini de vurgulamaktadır. Ayrıca borç verenlerin ve borç alanların tahviller ve krediler arasındaki tercihlerini bu iki kredi aracının faiz oranına göre belirleyeceklerini varsaymaktadır (Çakmaklı, 2005).

Kredi kanalı yaklaşımına göre, kısa vadeli faiz oranlarında değişiklik yaratan para politikası değişiklikleri, dış finansman priminde de aynı yönde değişikliklere neden olarak işletmelerin borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Borç verenler (bankalar) kredi sunar ve tahvil talep ederken, borçlular kredi talep eder ve tahvil sunar. Bu nedenle, para politikasının reel harcamalar ve reel faaliyetler üzerindeki etkisi artmıştır (Özatay, 2011: 221).

Kredi görüşü, kredi piyasasında bilgi asimetrisinin önemine vurgu yapmakta ve bankalara yapılan transfere özel önem vermektedir. Kredi piyasasındaki bilgi asimetrisi, fon toplayanların yatırım projesi hakkında fon verenlerden daha fazla bilgi sahibi olmasından kaynaklanmaktadır. Banka kredi kanalında bir diğer önemli nokta da işletmelerin borçlanma şeklidir. Sektörlerin hangi banka kredilerini ve diğer finansman şekillerini tercih ettikleri ayırt edilmelidir. Burada bankalar, kredi

piyasalarındaki asimetrik bilgi sorununu (ekonomik işleme taraf olan kişi veya kurumlar arasındaki eşit olmayan bilgi düzeyi) çözebilecek bir aracı kurum olarak özel bir rol oynamaktadır. Asimetrik bilgi birikimi nedeniyle menkul kıymet ihraç ederek finansman sağlama imkânı olmayan küçük işletmeler banka kredilerine bağımlı hale gelmektedir. Buna karşılık, kredi değerlerinin yüksek olması nedeniyle diğer finansman türlerine başvurma olanağına sahip olan büyük işletmeler banka kredilerine olan bağımlılıklarını azaltmaktadır (Aksoy, 2018)

TCMB'nin sektörleri doğrudan etkilemesi pek mümkün görünmemektedir. Bu sebeple TCMB daha çok sektörlerin ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla banka kredi kanalını kullanarak sektörlere etki ederler. Banka kredi kanalının aktif olup olmadığını değerlendirmek ve bu kanalın çalışabilmesi, yukarıda açıklanan faiz kanalının etkinlik koşullarına benzer şekilde, aşağıdaki üç koşula bağlanmaktadır (Taş ve diğ., 2012).

3.5.1.1 Sektörlerin Banka Kredilerine Bağımlı Olma Durumu

Sektörlerin banka kredilerine bağlı olma koşulun geçerli olabilmesi için banka kredileri ile menkul kıymetlerin şirket finansmanı için birbirini tam olarak ikame etmemesi gerekmektedir. Bu durum özellikle küçük işletmeler için daha önemlidir. İşletmelerin banka kredisi arzındaki azalma karşısında menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlayabilmeleri, banka kredilerinden bağımsız oldukları anlamına gelmemektedir (Aksoy, 2018).

3.5.1.2 TCMB'nin Bankaların Kredi Arzını Etkileyebilme Durumu

Banka kredisi arzını TCMB'nin etkileyebilmesi için banka kredileri ile menkul kıymetlerin bankacılık sektörü için tam olarak birbirini ikame etmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, daraltıcı bir para politikasının ardından bankalar, gerekli likidite ihtiyacını karşılamak için kredi arzını kesmek yerine sahip oldukları menkul kıymet miktarını azaltarak tepki vermemelidir. Aksine, bankalar likiditelerindeki daralmaya menkul kıymet stokunu azaltarak tepki verirlerse, TCMB bankaların kredi arzını etkileyemeyecektir ve dolayısıyla banka kredi kanalı çalışmayacaktır. Bu durumda sektörlerin ihtiyaç duydukları finansmanı karşılayabilme durumları sıkıntıya düşecektir. Bankaların, özellikle mevduat dışı kaynaklarda, bankaların dış kredi temin

etme potansiyellerini TCMB'nin müdahaleleriyle etkileyememesi, kredi kanalının işleyişini zorlaştıran bir unsurdur. Örneğin, para otoritesinin zorunlu karşılıklar yoluyla müdahalesi mevduat dışı kaynakları etkilemeyeceğinden, bankaların mevduat dışı kaynak toplama kapasitesi arttıkça bu kanalın işlemesi zorlaşacaktır. Bu durumda ise TCMB'nin piyasaya müdahalesi sınırlı kalacak ve para politikası sektörlerin ihtiyaçlarına göre düzenlenmiş bile olsa akamete uğrayacaktır (Gülçin, 2019).

3.5.1.3 Fiyatların Yapışkanlığı Durumu

Banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalışabilmesi için fiyat yapışkanlığı şartının uygulanması gerekmektedir. Fiyatlar hızlı bir şekilde ayarlanırsa hem bankaların bilançolarındaki hem de işletmelerin bilançolarındaki reel büyüklükler değişmeyecektir. Dolayısıyla para politikasının banka kredisi kanalı veya faiz kanalı üzerinden reel etkileri olmayacaktır. Ayrıca banka dışı finansal araçların varlığı ve büyüklüğü de bu varsayımın geçerliliğini etkilemektedir (Gülçin, 2019).

3.5.2 Sektörlerin Krediye Erişim Zorluğu - Kredi Tayınlaması

Kredi talebinin kredi arzını aşması, bankaların faiz oranlarını yükseltmesi ve kredi talebini karşılamak yerine mevcut faiz oranından kredi arzını kesmesi veya kredi talebini tamamen reddetmesi durumunda kredi tayınlaması gerçekleşebilir. Bankalar kredi talebini karşılamak yerine, faiz oranlarını yükseltmek suretiyle cari faiz oranında kredi arzını kısıması ya da kredi talebini tamamen geri çevirmesi şeklinde olabilmektedir (Jaffee ve Russell, 1976: 651).

Kredi tayınlama nedenleri, kredilerin geri ödenmeme riski, iptal ve ahlaki tehlike gibi sorunlara yol açan asimetrik bilgilerdir. Banka kredi kanalında, para politikasının neden olduğu dış finansman maliyetindeki değişimler işletmeleri büyüklüklerine göre farklı şekillerde etkilemektedir. Daraltıcı yönde uygulanan para politikası bankaların kredi arzının daralmasına yol açmaktadır. Kredi arzındaki daralma, sadece sıkı para politikası sonucu faiz oranlarındaki artış nedeniyle kredi talebindeki azalmadan kaynaklanmaz. Ayrıca, büyük işletmelerden daha kötü kredi değerine sahip olan ve alternatif finansman yöntemlerine başvuramadıkları için banka kredilerine büyük ölçüde bağımlı hale gelen küçük işletmeler, daha yüksek dış

finansman maliyetlerine ve hatta kredi tayinlamasına maruz kalmaktadır. Bu finansman ihtiyacının karşılanmasındaki düşüş aynı zamanda küçük işletmelerin yatırımlarında da azalmaya yol açmaktadır.

Kredi tayinini bir ekonomi politikası aracı olarak kullanmak da mümkündür. Bu tür kredi tayinlaması, merkez bankalarının kredilerini ticari bankalara ve diğer borç verenlere sınırlaması yönündeki baskısından meydana gelir. Bu durumda bankaların kredi verme faiz oranlarını (örneğin %20) bir dönem boyunca artırmalarına izin verilmez. Böyle bir kredi kısıtlaması beklenmedik bir şekilde ekonominin genişlemesine son verebilir. Banka müşterilerinin borçlanma düzeyinin sınırlandırılması, işletmelerin ve hane halklarının harcamalarını azaltacaktır. Durgunluk dönemlerinde kredi tayinlaması gevşetilir ve genişleme sağlanmaya çalışılır. Bu sayede işletmelerin ve hane halklarının yatırım ve tüketim harcamaları nedeniyle talep ve gelirleri artırılmaktadır (Aksoy, 2018).

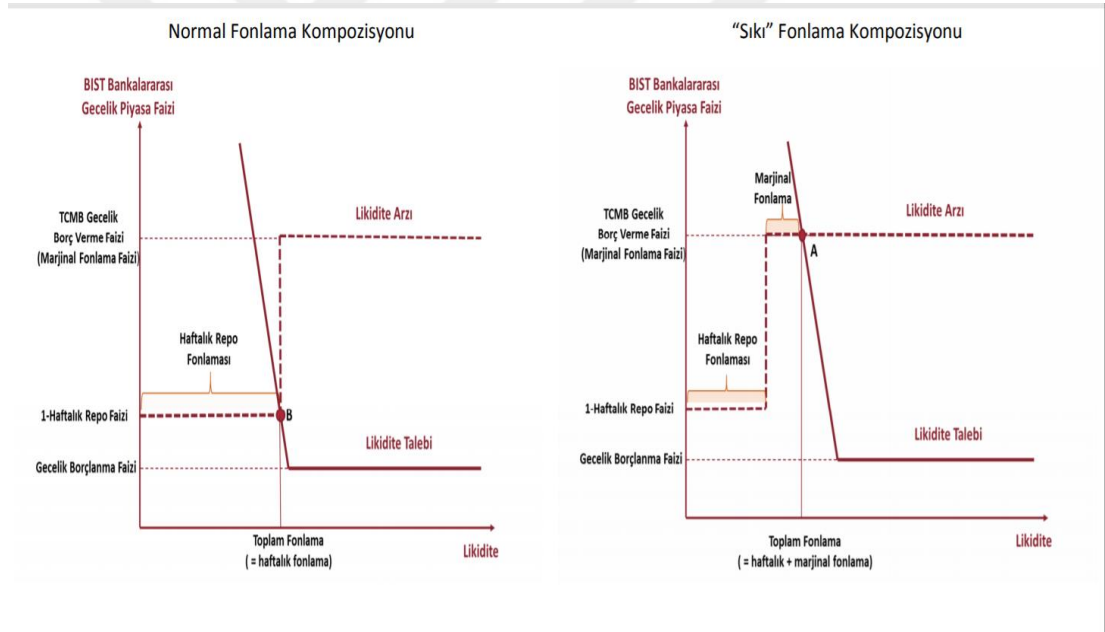
3.5.3 TCMB ve Sektörlerin Likidite Talebi

Sektörlerin likidite talebini etkileyen en önemli etkenler yeni yatırımlar ve kısa vadeli borçlardır. Yeni bir yatırım yapmak isteyen işletme öncelikli olarak fonlamaya ihtiyaç duyacaktır. En kolay finansmana ulaşma yolu da bankalardan geçmektedir. Bankaların kredi verebilmesi için elinde yeterince mevduat bulunmalıdır. Bankaların sektörleri fonlayabilmesi için merkez bankası para politikası araçlarından zorunlu karşılık uygulaması son derece önem arz etmektedir. Mevduat toplayan finans kuruluşları, topladıkları mevduat tutarını TCMB'nin belirlediği şekilde TCMB'de tutmak zorundadır. Zorunlu karşılık uygulaması, ekonominin likiditesini kontrol altına alması ve beklenmedik mevduat çekimlerine karşı bir nevi sigorta görevi görmesi yanında, finansal sistemin sağlığı açısından da önem arz etmektedir. Kısa vadeli likidite yönetimi için pek kullanılmasa da finansal piyasalarda sorun yaşandığında devreye girebilmektedir (Aksoy, 2018)

Sektörlerin kredi talebinin artması durumunda ortaya çıkabilecek hızlı kredi genişlemesi, kredi talep eden işletmelerin veya bireylerin yeterince değerlendirilmeden kredi verilmesi, kredilerin geri ödenmesinde sıkıntılar doğuracağından finansal krizlere yol açabilmektedir. Bunun gibi ortaya çıkabilecek

krizlerde zorunlu karşılık uygulaması krizin çözümü adına tek başına çözüm olmamakla birlikte, bazı ülkelerde uygulama alanı bulamasa da ilk savunma hatlarından birini oluşturmaktadır. Bu uygulama ile kredi arzının kontrolü TCMB tarafından sağlanmaya çalışılmaktadır. Sektörlerin likidite talebinin karşılanması kapsamında bankaların sektörlere likidite sağlamasında TCMB'nin kontrolünde olan likidite arzı da önemlidir. Merkez bankaları likidite talebini izlemekte ve likidite arzını kontrol etmekte ve likidite enstrümanları ile likidite yönetimi yapmaktadır. Likidite yönetiminin temel amacı, piyasada belirlenen kısa vadeli faiz oranlarını, TCMB'nin belirlediği hedef doğrultusunda, kısa vadeli politika faiz oranı ile uyumlu bir seviyede belirlemektir. Sektörlerin ihtiyacı olan likidite merkez bankalarının amaçları doğrultusunda ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır.

Şekil 3: TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu



Bankacılık sisteminin sektörlerin ihtiyacını karşılama adına ihtiyaç duyduğu likidite miktarını artıran bir diğer TCMB işlemi de açık piyasa işlemleridir. Açık piyasa işlemleri daha önce anlatıldığı gibi merkez bankalarının belirledikleri faiz oranlarını, finansal kuruluşların kendi aralarındaki işlemlerine uygulamak için kullandıkları likidite yönetim araçlarından biridir. Piyasada geçici bir likidite sıkışıklığı olduğu düşünüldüğünde kullanılır ve ana araç olarak “repo” yapılır. Bu işlemin ilk ayağında TCMB, geri satma vaadi ile ticari bankalardan menkul kıymetler

almakta ve bankalara bir fon aktarmaktadır. Böylece bankacılık sisteminin likidite miktarı artırılmaktadır. İşlemin ikinci ayağında söz konusu geri alım vaadi ile bankalar sattıkları tahvili TCMB'den alarak likiditeyi TCMB'ye iade ederek geçici likidite ihtiyacını karşılamış olurlar. Merkez bankaları sistemden likiditeyi geçici olarak çekmek istediklerinde, reponun tamamen ters işlemi olan "ters repo" işlemini uygulurlar. Burada merkez bankaları ilk aşamada geri alım vaadiyle bankalara tahvil satarak TCMB'ye kaynak aktarmaktadır. İkinci aşamada, geri çekilme vaadi yerine getirilir ve merkez bankaları tahvilleri alarak bankalardan çekilen likiditeyi tekrar sisteme aktarırlar.

Merkez bankaları sistemdeki likidite sıkışıklığının kalıcı olduğunu düşünürlerse doğrudan bankalardan tahvil alabilirler. Tersine, likidite bolluğu kalıcı ise, doğrudan tahvil satışına giderler. Yine bankaların TCMB ile yaptığı işlemlerden biri de bankaların TCMB'ye kısa vadeli mevduat yatırabilmesi veya çekebilmesidir. Özellikle koridor sisteminin işleyişi açısından önem arz eden bu tesislere “depo alma” (TCMB mevduatı alan) ve “depo verme” (TCMB'den mevduat alan) de denilmektedir. Bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamamanın bir başka yolu da reeskont kredileridir. Merkez bankaları ve düzenlemelerinin izin verdiği ölçüde bu kredi leasing gibi diğer finansal kuruluşlar tarafından da kullanılabilir. Karşılanması gereken geçici bir likidite ihtiyacı vardır ve uzun vadeli likidite ihtiyacı bankanın sermaye sorununa işaret etmektedir (Aksoy, 2018).

3.6 SEKTÖRLERİN ENTELEKTÜEL SERMAYESİ

Entelektüel sermaye, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesini sağlayan, patentler, haklar, imtiyazlar gibi maddi olmayan varlıkların tümü olarak tanımlanır (Şamiloğlu, 2002: 69). Entelektüel sermaye, bir şirketin en önemli rekabet kaynağıdır. Bir şirketin gelecekteki başarısı, bugün sahip olduğu entelektüel sermayesinin nasıl yönetildiğine bağlıdır. Entelektüel sermaye, şirket bilançosunda görünmeyen, şirketin saklı varlıklarının bir toplamıdır. Bu nedenle hem organizasyonu oluşturan üyelerin bilgilerini hem de bu kişiler işten ayrıldıklarında şirkette kalan bilgiyi içerir (Yörük ve Erdem, 2010). Sektörler açısından son derece önemli bir kalem olan entelektüel sermaye kavramını alt başlıklarda incelenecektir.

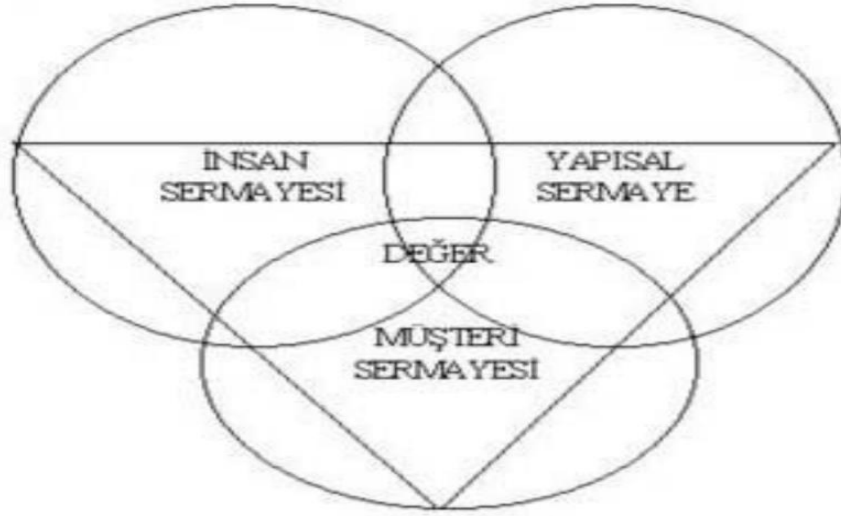
3.6.1 Entelektüel Sermaye Kavramı

Entelektüel kelime olarak, bilim, sanat ve kültür alanlarında yüksek eğitim alan veya entelektüel bir kişiyi ifade etmek için kullanılır. Bu anlamda entelektüel sermaye kavramı, bir kurum çalışanlarının zihinsel düşünme ve biriktirme kapasitesi olarak ifade edilebilir. Ancak entelektüel sermaye sadece beşeri sermayeden oluşmamakta, aynı zamanda işletme yapısında ve işletmenin ilişkide olduğu kişi ve kurumlarda bir entelektüel sermaye değeri yaratmaktadır (Toraman, Abdioğlu, İşgüden, 2009:95).

Entelektüel sermayeyi, daha yüksek değere sahip varlıklar üretmek için şekillendirilen, edinilen ve güçlendirilen maddi olmayan bir varlık olarak tarif etmek mümkündür (Klein ve Prusak, 1994:5). Entelektüel sermaye, işletmelerin bilançolarında tam olarak gösterilemeyen, ancak işletmenin gerçek değerini yansıtan, akıl ve bilgiye dayanmayan hayati varlıklar olan insan, yapısal ve müşteri sermayesinden oluşur (Yıldız, 2010 : 33).

Ekonomilerde üretim anlayışıyla birlikte üretim faktörlerine bakış da değişti. Üretim için gerekli olan sermaye, toprak, fiziki veya zihinsel emek, üretimde kullanılan araçları ve fabrikalar gibi klasik faktörlerin yanı sıra önemli bir farklılaşma ve rekabet avantajı sağlayan, bilgi faktörünü üreten ve üretilen bilgiyi teknoloji ve pazara dönüştüren kurumlar haline gelmişlerdir (Çağlar, 2003:2). Bu nedenle bilgi üreten ve bu bilgiyi teknolojiye çeviren ve aynı zamanda teknolojiyi pazarlayabilecek entelektüel sermayeye sahip olmak işletmelerin vazgeçilmezi olmaktadır.

Şekil 4:Entelektüel Sermaye Unsurları



Entelektüel sermayeyi yukardaki şekilde gösterildiği gibi özetleyebiliriz. Entelektüel sermaye insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesinden oluşur.

TCMB'nin piyasayı yönetmek ve istikrarı sağlamak için kullandığı para politikası işletmeleri etkilediği önceki bölümlerde ifade edilmişti. Güçlü bir mali yapısı olan işletmelerin entelektüel sermayesinin de güçlü olması beklenir. İnsanlar rasyonel hareket ettiklerinden dolayı piyasadaki işletmelerden hangisinin kalite değeri daha fazla ise orada çalışmayı tercih edeceklerdir. TCMB'nin piyasaya müdahalesi hiç şüphesiz piyasanın tüm aktörlerini etkilemektedir. İşletmelerin entelektüel sermayelerine etkisinin olup olmadığını bu araştırmanın dördüncü bölümünde inceleyeceğiz.

3.6.2 Entelektüel Sermayenin Önemi

İşletmelerin fikri varlıklarının belirlenmesi ve ölçülmesinin işletmenin karlılığını ve performansını açıklamada büyük katkılar sağladığı yapılan çalışmalar sonucunda ortaya çıkmıştır. Yakın zamana kadar işletme performansını ölçen oranlar, sermaye getirisi ve hisse başına kazanç gibi çoğu işletmenin performans yönetim sistemlerini oluşturan geleneksel finansal ölçütler, yatırımcılara ve yönetime işletmenin gerçek performansı hakkında yeterli bilgi vermekten uzaktır. İşletmenin performansını ve karlılığını ölçen bu oranların paydaları işletmelerin maddi olmayan

duran varlıklarını içermediği için doğru sonuçlara ulaşılmasını engellemektedir (Yıldız ve Tenekecioğlu, 2004:581).

Defter değeri, işletmelerin bilançolarındaki özkaynak tutarını temsil eder. Bu değer yatırımcılar tarafından dikkate alınmasının nedeni ise, şirketin piyasa değerinin defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakılmasıdır. Bilançoda ve sektördeki diğer işletmelerle karşılaştırıldığında, hisse senedi fiyatlarının aşırı değerli veya ucuz olduğu hemen anlaşılır, nakit akışlarının hesaplanması gibi ayrıntılı bir işleme gerek kalmadan şirket hakkında ön bilgiye sahip olma fırsatı verir (Yıldız ve Tenekecioğlu, 2004:582). Bu yöntem ile işletmenin entelektüel sermayesi hesaplanırken, piyasa değerinden defter değeri düşüldükten sonra kalan tutar baz alınarak bulunur.

3.6.3 Entelektüel Sermayenin Boyutları

Entelektüel sermaye kavramının “insan” ve “yapısal” olacak şekilde iki alt bileşenden oluştuğu ortaya çıkmıştır. Daha sonraki araştırmalarda entelektüel sermaye; “İnsan sermayesi” (beşeri sermaye), “yapısal sermaye” ve “ilişkisel sermaye (müşteri sermayesi)” olmak üzere üç boyuta ayrılmış ve bu ayrım konuyla ilgili araştırma yapan araştırmacılar için belirleyici olmuştur (Koç, 2009: 205).

İşletmeler için, yetenekler, yetkinlikler, deneyim, özel beceri alanları, bireysel veya grup uzmanlığı olarak düşünüldüğünde, çalışanların temsil ettiği beşeri sermaye önemli bir kaynak olarak karşımıza çıkar. Başarı olgusunda sürekliliğin sağlanması, organizasyonun bilgisinin, deneyimlerinin ve becerilerinin artırılmasına, diğer bir deyişle çalışanların kişisel gelişimlerine yapılacak yatırıma öncelik verilmesine bağlıdır. Fortune Dergisi yazarı Thomas Stewart, beşeri sermayenin önemini şu şekilde vurgulamıştır; “Para konuşur ama düşünemez; Makineler genellikle insanlardan daha iyi şeyler yapar, ancak icat edemez”. Bu ifade ile insan kaynağının öneminin büyüklüğü ve vazgeçilmez olduğu vurgulanmıştır (Koç, 2009 :207).

Daha önce müşteri sermayesi olarak tanımlanan insan sermayesi, günümüzde müşterileri, tedarikçileri, rakipleri ve işletmenin ilişkide olduğu tüm çevresel unsurları içermektedir. İlişkisel sermaye ise güvenli ve kaliteli hizmeti sunmak, müşteri

memnuniyeti ve sadakati ile kurum adına değer yaratan bütün dış etkenlerdir. İlişkisel sermaye, iş ve işe ait süreçleri tedarikçiler ve müşterilere aynı zamanda pazara bağlayan değerleri içerir. Pazar araştırması, müşteri ve tedarikçilere ilişkin veri bankaları, girdi ve çıktılara ilişkin sertifikasyon standartları gibi değerler, müşteriler ve tedarikçiler için önemli belirleyici değerlerdir. Skandia raporuna göre müşteri, geçici olarak ilişkili olduğu kişi veya kuruluşlar değil, karşılıklı ilişkiler yoluyla değer yaratabilecek bir yatırım olarak kabul edilir (Toraman, Abdioğlu ve İşgüden, 2009:100-101).

Yapısal sermaye, yaratılması zor, ancak sahip olunması ve kontrol edilmesi kolay bir entelektüel varlıktır. Kuruluşa ait bilgilerdir. Yapısal sermayenin işletme için sabit sermaye olduğu düşünüldüğünde, organizasyonun asıl başarısı, mevcut ve potansiyel tüm entelektüel kaynakları ve birikimleri bu kalıcı sermayeye aktarmak ve yansıtmak olacaktır (Görmüş, 2009: 65). Bu çalışmada işletmelerin entelektüel sermayeleri bulunurken mevcut piyasa değerlerinden sermaye değerleri düşülerek hesaplamalar yapılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARININ SEKTÖRLERE ETKİSİ

4.1 LİTERATÜR TARAMASI

PPK ile ilgili ulusal tez merkezinde yer alan ve erişime açık olan lisansüstü tezlerinin sayısı çok fazla olduğu için burada 2013 yılı ve sonrasındaki tezler alınmış ve yazarların amaçları ve buldukları sonuçlara yer verilmiştir. Çalışmalar yeniden eskiye doğru sıralanmıştır.

➤ Sakar Omar Alı	2021	<i>Mali Politika ve Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi Irak Örneği Çalışması (2005-2030)</i> isimli tezinde yazar, Irak'ta uygulanan Maliye ve Para politikasının Irak'ın ekonomik büyümesi üzerindeki etkisinin belirlenmesi amaçlamıştır. Para politikası ile ilgili elde edilen sonuçlara bakıldığında; döviz kurunun ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini, enflasyon ve para arzının ise ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini göstermiştir. Maliye politikası açısından bakıldığında, devlet borçlarının ve devlet harcamalarının büyüme üzerindeki etkileri negatif, devlet gelirleri ise olumlu olduğu bulunmuştur.
➤ Ebru Tarcan	2021	<i>Menkul Kıymetleştirme ve Para Politikası İlişkisi</i> isimli tezinde yazar, Menkul kıymetleştirmenin bankaların ve ticari şirketlerin likidite ihtiyaçlarının karşılanması açısından oldukça önemli bir dış finansman yöntemi olduğunu söyleyip menkul kıymetleştirmenin para politikası ile etkileşiminin, PAM'ın bazı kanallarını etkilediğini ifade etmektedir. Ayrıca menkul kıymetleştirmenin, para politikasının aktarım mekanizmasına olan etkisi ve bazı aktarım kanallarında politika araçlarının etkisini zayıflatabileceği veya güçlendirebileceği değerlendirmesinde bulunmuştur. Sonuç olarak menkul kıymetleştirmenin likidite koşullarını artırması sonucu ipotek/mortgage piyasası getirilerini etkilediğini, konut kredisi faiz oranını düşürme eğiliminde olduğunu ve konut kredilerinde daha düşük bir kredi maliyetine neden olduğunu göstermektedir. Para politikasının kredi kanalında ise menkul kıymetleştirmenin, bankalara para politikası uygulamasıyla artan fonlama maliyetlerinin etkisini azaltabilecek fon kaynağı sağladığı ve banka borç verme kanalı ile para otoritesinin kredi arzı üzerindeki politika etkisini potansiyel olarak telafi edebileceği ortaya koyulmaktadır. Bununla birlikte kredi menkul kıymetleştirilmesi, bankaların risk almaya yönelik teşviklerini de değiştirmektedir tespitlerinde bulunmuştur.

➤ Abubakar Byango	2020	Merkez Bankacılığı Ve Para Politikası: İkili Bankacılık Sistemi Altında Para Talebi Fonksiyonunun İstikrarından Hareketle İslami Para Sisteminin Üstünlüğünün İncelenmesi isimli tezinde yazar, Müslüman ülkelerin bankacılık ve finans sektörlerini İslami ilkelere göre yeniden düzenlemeye yönelik büyük gayretlerine rağmen, merkez bankacılığı ve para politikası operasyonlarının halen büyük ölçüde geleneksel şekilde devam etmesinin sebeplerini, bu durumu hem teorik hem de ampirik olarak ikili parasal ve finansal sistemler altında incelemiştir. Sonuç olarak para tabanı ile parasal toplam arasındaki korelasyon ve nihai para politikası hedefi (sürdürülebilir fiyat istikrarı) ile parasal toplamlar arasındaki bağlantı, İslami para sisteminde geleneksel sistemdekilere göre görece daha güçlü bulunmuştur. Çalışma, herhangi bir para politikası hedefinin etkin ve verimli bir şekilde uygulanması ve gerçekleştirilmesi için bir ön koşul olarak para talebi fonksiyonunun kullanımına yönelik tavsiyelerde bulunulmuştur.
➤ Burcu Ünüvar Immerkjaer	2020	Para Politikası İletişiminin Sayısallaştırılması ve Getiri Eğrisi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Türkiye Örneği, 2011-2018 isimli tezinde yazar, TCMB'nin uyguladığı para politikasının TL cinsi Hazine tahvil ve bonolarının getiri eğrisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Sonuçta sadece faiz kararına odaklanan tek faktörlü bir yaklaşımın, para politikası etkilerini açıklamakta yetersiz kaldığını ve para politikası iletişimi, getiri eğrisini etkileyen önemli bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Çalışmanın ele aldığı dönem boyunca TCMB'nin para politikası iletişiminin, getiri eğrisini, vade ile ters orantılı bir şekilde etkileme gücüne sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
➤ Umurcan Polat	2020	Divisia Parasal Toplamlar ve Para Politikası Üzerine Yazılar isimli tezinde yazar, Temel Divisia endeksin yanında, katılım bankalarının eklendiği ve kur beklentilerinin dahil edildiği endeksler oluşturularak Türkiye ekonomisinin farklı yönlerinin yansıtılması hedeflemiştir. Döviz kuru oynaklığının süreklilik gösterdiği ve makro ekonomik değişkenlerin kur oynaklığının uzun dönemli bileşenini etkileme gücüne sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca, politika yapıcılarının kontrolünde olan politika araçlarındaki değişimlerin uzun dönemli kur oynaklığını azaltmadaki etkinliğine dair araştırma yapılmıştır.

➤ Şeyma Şahin Kutlu	2020	<i>Para Politikası ve Varlık Fiyatları İlişkisi</i> isimli tezinde yazar, Türkiye ekonomisinde para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi ampirik olarak araştırmıştır. Sonuç olarak, TCMB'nin sadece döviz kuru şoklarını dikkate alarak politika oluşturduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye'nin ithalata yüksek oranda bağımlı olan üretim yapısı, döviz kurundaki değişimlerin enflasyon üzerinde etkili olmasına neden olmaktadır. Bu durum, TCMB'nin politika yapma sürecinde döviz kurunu dikkate alması gerektiğini göstermektedir. Ayrıca bulgular, TCMB'nin varlık fiyatları üzerinden ekonomiyi etkileyebilecek bir aktarım mekanizması olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, TCMB'nin politika oluşturma sürecinde varlık fiyatlarını bir politika önerisi olarak dikkate alması gerektiğini göstermiştir.
➤ Nagehan Karanfil	2020	<i>2008 Küresel Finans Krizi Sonrası TCMB'nin Para Politikası Duruşu ve Etkilerinin Analizi</i> isimli tezinde yazar, geleneksel olmayan para politikasının uygulanmaya başladığı dönem sonrasında, TCMB'nin amaçlarına etki eden unsurları üzerine çalışmıştır. Fiyat istikrarı üzerine en çok etki eden değişkenlerin yine enflasyonun kendisi, beklenen enflasyon ve kredi genişlemesi olduğu, finansal istikrar üzerine etkisi en fazla olan değişkenlerin CDS, kredi genişlemesi ve ABD 2 yıllık hazine tahvilleri olduğu ve büyüme üzerindeki etkisi en fazla olan değişkenlerin sanayi üretim endeksi, kamu harcamaları ve beklenen enflasyon olduğu bulgusuna ulaşılmıştır demıştır.
➤ Meltem Topaloğlu Önen	2019	<i>Para Politikası Aktarımında Kredi Kanalının Rolü: Türkiye İçin Ankete Dayalı Bir Analiz</i> isimli tezinde yazar, Türkiye'deki para politikasının kredi kanalının enflasyon ve çıktı üzerindeki etkisini 2004Ç3-2016Ç4 dönemini kapsayacak şekilde analiz etmiştir. Para politikasının üretim ve fiyat seviyesi üzerindeki etkisini kredi kanalının artırdığını göstermektedir. Türkiye'de kredi arz kanalı, para politikası aktarım mekanizması açısından kredi talebi kanalından daha etkilidir. Çalışmanın sonuçları, Türkiye'de para politikası, reel ekonomi ve kredi gelişmeleri göz önüne alındığında, borçlu bilanço kanalının para politikası aktarım mekanizması analizine dahil edilmesi gerektiğini gösterdiğini vurgulamıştır.
➤ Hakan Kaya	2019	<i>Para Politikasının Dinamik Zaman Tutarsızlığı ve Sosyal Refah Üzerine Etkisi</i> isimli tezinde yazar, Türkiye ekonomisinde para politikasının dinamik zaman tutarsızlığı ve sosyal refah üzerindeki etkisini, Vektör Otoregresyon Modeli (VAR) analiz yöntemini kullanarak 2006:1-2019:3 dönemine ilişkin üç aylık verileri kullanarak incelemiştir. Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinde söz konusu dönem için zaman tutarsızlığı sorununun hem kısa hem de uzun vadede etkili olduğu ve tutarsızlık sorununun doğal bir sonucu olarak refah düzeyinin olumsuz etkilendiği ortaya konmuştur.

➤ Selin Salar	2019	<i>İş Çevrimlerinin Farklı Evrelerinde Para Politikası Etkinliği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Ekonometrik Analiz</i> isimli tezinde yazar, çalışmasında iş çevrimlerinin ve para politikasının etkinliğinin aynı anda ele almıştır. Merkez bankalarının iş çevrimlerinin farklı evrelerinde verdiği tepkilerin ölçülmesi amaçlamıştır. Sonuç olarak, Türkiye'de para politikasının enflasyon ve büyümeye yönelik tepkilerinin rejimlere göre değişmekle beraber, her iki evrede de para politikasının etkinliğini koruduğunu ortaya koymaktadır tespitinde bulunmuştur.
➤ Cansel Nuray Aksoy	2018	<i>Merkez Bankası Para Politikası Araçlarının Banka Karlılık Performansları Üzerindeki Etkisi</i> isimli tezinde yazar, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) para politikası araçlarının Türkiye'deki halka açık banka karlılık performansları üzerine etkilerini incelemiştir. Sonuç olarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve zorunlu karşılıkların banka performansının oluşumunda çok az etkisinin olduğu, diğer yandan dışsal değişkenlere verilen şoklarda bankaların farklı tepkiler verdikleri, bununla birlikte kısa süre içinde mevcut yeni duruma adapte olarak dengeye geldikleri görülmüştür demiştir.
➤ Mehmet Altuntaş	2018	<i>Bağımsız Para Politikası Çerçevesinde ROM ve Katsayısının Analizi</i> isimli tezinde yazar, rezerv opsiyonu mekanizması kullanılarak oluşturulan analizler ve brüt uluslararası rezervler, aylık ortalama döviz kuru, Tüketici Fiyat Endeksi, Yerli Üretici Fiyat Endeksi ve tüketici güven endeksi verileri ile söz konusu politika aracının etkinlik düzeyini sorgulamıştır. Sonuç olarak, rezerv opsiyonu mekanizmasının ölçülen değişkenler üzerinde bir aylık kısa vadeli etki süresi vardır; ancak söz konusu etkinin beşinci aydan itibaren istikrarlı bir seyir izlediği kanaatine varılmıştır. Mekanizmanın etkisi kısa olsa da fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak için bir geçiş aracı olarak kullanılabileceğini söylemiştir.
➤ Gürbüz Kıran	2017	<i>Türkiye'de Para Politikasının Özellikle Kredi Kanalı Yoluyla Dış Ticaret Dengesi Üzerine Etkileri</i> isimli tezinde yazar, Türkiye'de para politikasının 2001 sonrası gözlenen kredi genişlemesi ve cari işlemler açığı üzerindeki olası etkilerini ve reel faiz oranları ile temsil edilen para politikasının tüketici, kamu ve diğer ticari krediler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Sonuç olarak, Türkiye gibi yükselen/gelişmekte olan ekonomilere fon akışının temel unsurları olan küresel risk iştahı ve benzeri değişkenler dikkate alındığında, para politikasının nihai olarak cari dengeyi ve bunun ana bileşeni olan dış ticareti etkilediği gözlemlenmiştir.
➤ Mustafa Koray Kalafatçılar	2017	<i>Demografik Etkiler ve Para Politikası</i> isimli tezinde yazar, Yakın dönem demografik gelişmelerin makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Sonuç olarak Merkez bankalarının tepki fonksiyonunda çıktıya verilen önem arttıkça bu kez enflasyonist eğilimler belirginleşmekte ve refahın düşmekte olduğunu tespit etmiştir.

➤ Sebahattin Koç	2017	<i>Türkiye'de Para Politikasının Ödemeler Bilançosuna Etkisi: 2003-2015</i> isimli tezinde yazar, dönem olarak para politikasının ödemeler dengesi üzerindeki etkisini enflasyon hedeflemesi ve serbest kur rejimi dönemleri açısından seçmiş ve analiz etmiştir. Sonuç olarak cari açığındaki değişimin en önemli nedeninin sırasıyla büyüme, reel efektif döviz kuru ve reel faiz oranları olduğunu tespit etmiştir.
➤ Bahar İslamoğlu	2017	<i>Mortgage Piyasalarının ve Para Politikasının Konut Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Teori ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama</i> isimli tezinde yazar, mortgage piyasasının gayrimenkul fiyatlarını etkilemesi açısından gelişimini ve Türkiye genelinde TCMB para ve faiz politikalarının gayrimenkul değerine etkisini araştırmıştır. Sonuç olarak, inşaat maliyetleri ile konut fiyatları arasındaki ilişkinin pozitif olduğu ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın ve inşaat finansman maliyetlerindeki artışın yeni gayrimenkullerin yapım hızını olumsuz yönde etkilediği ve sıkı bölgesel düzenlemeler nedeniyle kurallar, yeni inşaatların maliyetlerini ve dolayısıyla karlılığını azaltacak (gayrimenkul fiyatlarının sabit olması şartıyla), konut arzını azaltacaktır tespitinde bulunmuştur.
➤ Aybüke Aykutlu	2017	<i>Yeni Para Politikası Aracı Olarak Zorunlu Karşılıklar ve ROM</i> isimli tezinde yazar, TCMB tarafından uygulanan zorunlu karşılıklar ve ROM mekanizmasını değerlendirmiş, amacını ve işlevini açıklayarak örnek uygulamalarla yeni para politikası bileşiminin finansal istikrar amacına sunduğu katkı ortaya konmuştur. Sonuç olarak, ZK ve ROM yeni para politikası aracı olarak fiyat istikrarını sağlama amacına ek olarak finansal istikrarı sağlama amacı doğrultusunda merkez bankaları tarafından kullanılabilecek bir politika aracı olduğu ve TCMB'nin finansal istikrar amacı için kullandığı ROM mekanizması piyasada otomatik dengeleyici gibi çalışarak hem bankaların hem de piyasanın TL ve YP likiditesini değiştirdiği tespit etmiştir.
➤ Muhammed Hasan Yılmaz	2017	<i>Banka Net Faiz Marjlarını Etkileyen Faktörler ve Para Politikasının Rolü: Türkiye Hakkında Bulgular</i> isimli tezinde yazar, Türk bankacılık sektörünün net faiz marjını (NFM) etkileyen faktörleri incelemiş ve geleneksel olmayan para politikası şokları ile banka faiz marjları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuç olarak, net faiz marjının gecikmeli değerlerinin anlamlı olduğu tespit edilmiş olup, değişkenlerle yapılan tahminler, gecikmeli değerlerin ve bankaya özgü faktörlerin ekonomik anlamlılık düzeylerinin politika faizlerinden daha yüksek olduğunu göstermektedir tespitinde bulunmuştur. .
➤ Gökhan Övenç	2016	<i>Para Politikası ve Bankacılık Üzerine Makaleler</i> isimli tezinde yazar, Türkiye'deki bankacılık sektörünün yurt dışı kredi kullanımının bankacılık sektörü kârlılığını nasıl etkilediği ampirik olarak analiz etmiş ve uzun vadeli bankacılık sektörü yurt dışı kredi kullanımıyla tüm kârlılık göstergeleri arasında anlamlı ve pozitif ilişki varken, kısa vadeli girişler ile kârlılık arasındaki ilişki pozitif fakat anlamsız olarak tespit edilmiştir. TCMB'nin kısa ve uzun vadeli döviz cinsi yükümlülüklerine uyguladığı farklı zorunlu karşılıklar neticesinde bankaların uzun vadeli yurt dışı borçlanmaya yönelmesi elde ettiğimiz sonuçları destekler niteliktedir demıştır.

➤ Koray Göksal	2016	<i>Türkiye'de Tüketici Kredileri ve Para Politikasının</i> etkinliği isimli tezinde yazar, Türkiye'de tüketici kredilerindeki büyümenin, para politikasının hane halkı tüketimi üzerindeki etkisini nasıl değiştirdiğini araştırmıştır. Banka kredi kanalının geleneksel görüşüne göre; tüketici kredisi kullanan tüketiciler likidite kısıtı içinde olup faiz oranlarına ve parasal şoklara karşı çok daha duyarlıdır. Buna karşın ampirik sonuçlar geleneksel görüşün tam tersini ortaya koymaktadır. Kredi kartı kullanan tüketiciler likidite kısıtı içinde olmadıkları gibi, kredi kartlarını para politikası şoklarına karşı bir dengeleme aracı olarak kullanmaktadırlar sonuçlarına ulaşmıştır.
➤ Mesut Türkay	2016	<i>Geleneksel Olmayan Para Politikasının Uluslararası Aktarım Mekanizması</i> isimli tezinde yazar, geleneksel olmayan para politikalarının uluslararası aktarım mekanizmasını analiz etmiş ve niceliksel genişleme politikalarının gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki yayılma etkilerini incelemek için iki ampirik çalışma yürütmüştür. Sonuç olarak, hem merkez bankası faizi, enflasyon ve bütçe açığı gibi ülkeye özgü değişkenlerin hem de ABD tahvil getirisi ve niceliksel genişleme göstergeleri gibi küresel değişkenlerin, gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimi devlet tahvili faizinin arttığını gösterdiğini bulmuştur.
➤ Pınar Karahan	2016	<i>Para Politikasının Banka Kredi Kanalı Yolu ile Reel Etkileri ve Banka Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği: Türkiye Örneği</i> isimli tezinde yazar, Türkiye ekonomisinde 2002:01-2014:1 dönemi için banka kredisi kanalının etkinliğini VAR yöntemini kullanarak incelemiştir. Para politikasının bankaların kredi arzı üzerindeki etkisine ek olarak, kredi talebinin en önemli belirleyicilerinden biri olan kredi faiz oranlarına etkisi incelenmiş ve para politikasının kredi arz ve talebini yönlendirme gücü tespit edilmiştir. Sonuç olarak, incelenen dönemde en yüksek geçişkenliğin ihtiyaç kredisi faiz oranında olduğu ve politika faizinin kredi faiz oranları üzerindeki dinamik etkisinin 2008 yılına kadar genel olarak azaldığı ve sonrasında ise daha istikrarlı olduğu ortaya çıkmıştır. Çalışmada, TCMB'nin banka kredisi kanalıyla makro ekonomik değişkenleri etkilediği ve kredi faiz oranlarını dolayısıyla kredi talebini etkileme gücünün yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.
➤ Coşkun Akdeniz	2016	<i>Türkiye'de Finansal İstikrarın Para Politikası Üzerine Etkisi</i> isimli tezinde yazar, parasal koşul endeksi ve PAM gibi birbiri ile yakından ilişkili iki konunun birleştirilmesi amaçlamaktadır. Sonuç olarak para politikası yapıcılarının parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi ile ilgili önemli bilgiler vermiştir.

➤	Taner Sekmen	2016	<i>Türkiye'de Optimal Para Politikası ve Makro İhtiyati Politikalar</i> isimli tezinde yazar, kriz sonrası birçok ülkede sıklıkla kullanılan makroihtiyati politikaların Türkiye'de finansal ve makro ekonomik istikrarın sağlanmasındaki etkinliğini belirlemeyi amaçlamaktadır. Sonuç olarak makroihtiyati politikaların özellikle finansal dalgalanmaların azaltılmasında etkili olduğu görülmektedir. Bir diğer önemli sonuç, para politikasının kredi genişlemesine tepkisi ve makroihtiyati politikaların kullanılmasının birçok ekonomik koşulda makro ekonomik istikrarı ve dolayısıyla refahı artırmasıdır tespitinde bulunmuştur.
➤	Ersin Yurt	2016	<i>Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı ve 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Uyguladığı Yeni Para Politikası Araçlarının Değerlendirilmesi</i> isimli tezinde yazar, Merkez bankalarının bağımsızlığı çerçevesinde TCMB'nin bağımsızlık derecesini incelemeye çalışmıştır. Sonuç olarak banka, elindeki araçları 2008 yılından itibaren etkin kullanarak ekonomide önemli iyileşmeler sağladığı fakat son dönemde politik bağımsızlığıyla ilgili yaşadığı sorunlardan ötürü özellikle politika faizi ve faiz koridoru araçlarını etkin kullanmadığını tespit etmiştir. Son yıllarda TL'nin aşırı değer kaybetmesi ve enflasyon hedefinin bir türlü tutturulamaması da TCMB'nin para politikalarında istenilen düzeyde başarılı olmadığını bize göstermektedir sonucuna varmıştır.
➤	Ufuk Hazirolan	2015	<i>Politika Koordinasyonu: Para Politikası ve Borç Yönetimi</i> isimli tezinde yazar, para politikası ve borç yönetiminin eşgüdümsüz ve eşgüdümsüz davranışlarının toplumsal refahını değerlendirerek, kurumsal öncelikler, politika ağırlıkları veya politika aracı esnekliğinden kaynaklanabilecek politika çelişkilerine çözüm bulmayı amaçlamaktadır. Sonuç olarak makro ekonomik ve finansal istikrar için politika koordinasyonunun kaçınılmazlığını, para, maliye ve borç yönetimi uygulamalarının politika ağırlıkları ve araç hassasiyetleri dikkate alınarak ortak kullanımının ve bu politikalar arasında etkin koordinasyonun hem operasyonel hem de kurumsal bir ihtiyaç olduğunu ortaya koymaktadır. Ağırlıklı olarak kamu borçlanmasından kaynaklandığı varsayılan, makro ekonomik ve finansal istikrarı bozan ve refah kaybına neden olan risk priminin etkisinin belirlenmesi, tezin bu açıdan daha önce incelenmemiş bir diğer katkısıdır tespitinde bulunmuştur.

➤ Erhan Yazgan	2015	<i>Para Politikası: Bir Örnek Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Tepki Fonksiyonunun Tahmini</i> isimli tezinde yazar, enflasyon hedeflemesi stratejisi altında para politikasını inceleyerek tepki fonksiyonunu analiz etmiş ve dünyada olduğu gibi 2007 yılında başlayan küresel finansal kriz sonrasında politika tercihlerindeki yapısal değişimi analiz etmiştir. Sonuç olarak, küresel krizle birlikte merkez bankalarının para politikasında yapısal değişimin meydana geldiği, kriz öncesi ve sonrasında asimetrik tepki fonksiyonunda çıktı açığının dikkate alınmadığı, ancak ileriye dönük enflasyon hedeflemesi olduğu sonucuna varmıştır. Kriz sonrasında geriye dönük enflasyon hedeflemesi de uygulanmış ve tüm dönemlerde kademeli faiz değişimleri yaşanmıştır tespitinde bulunmuştur.
➤ Zekeriyya Aydın	2015	<i>Küresel Finansal Kriz Döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Başvurduğu Yeni Para Politikası Uygulamalarının Etkinliğinin Analizi</i> isimli tezinde yazar, küresel finansal kriz sonrasında TCMB'nin uygulamaya koyduğu yeni para politikası araçlarının etkinliğini araştırmıştır. Sonuç olarak, Politika faizinin daha önce açıklanan enflasyondan etkilendiği sonucuna ulaşmış ve hem orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflere yönelik oluşturulmasında hem de merkez bankalarının politika yapıcı olarak kredibilitesini olumsuz yönde etkilediğini tespit etmiştir.
➤ Ömer Gürsoy	2015	<i>Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ile Birlikte Alınan Para Politikası Kurulu Kararlarının BIST 100 Endeksine</i> isimli tezinde yazar, TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başladığı 2006 yılından itibaren aldığı TCMB Para Politikası Kurulu kararlarının BIST 100 Endeksi üzerindeki etkisini incelemektedir. Sonuç olarak, uluslararası sermaye hareketlerinin endeksin yönünü belirleyen ana faktör olduğu ve PPK kararlarının ancak anlık tepkiler oluşturabileceği görülmüştür. Sermaye hareketlerinin doğrusal olduğu ve değişkenlik göstermediği dönemlerde alınan PPK kararlarının BIST 100 Endeksi üzerinde daha kalıcı etkileri olduğunu tespit etmiştir.
➤ Said Ünal	2015	<i>Kuramsal Görüşlere Göre Para Politikası, Politika Araçları ve Dünya Merkez Bankacılığı</i> isimli tezinde yazar, temel iktisat teorileri tarafından para politikasının nasıl yorumlandığını, para politikası uygulamalarında kullanılan araçların neler olduğunu ve hangi durumlarda kullanıldığını ve dünya merkez bankacılığının tarihsel süreçte nasıl bir değişim geçirdiğini genel hatlarıyla incelemeye çalışmıştır. Sonuç olarak, para politikası uygulamalarını ön plana çıkaran Monetarist düşüncenin, enflasyonist ve deflasyonist süreçlerin istikrarlı para politikası uygulamalarıyla aşılabileceğine ilişkin görüşlerinin günümüz ekonomik koşullarında geçerliliğini koruduğu tespit edilmiştir.

➤ Şule Şerefoğlu	2014	<i>Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: BIST-100 Endeksine İlişkin Ampirik Bulgular, 2005-2012</i> isimli tezinde yazar, Türkiye'deki 2005-2012 para politikasının hisse senedi fiyatları üzerine etkisi vaka çalışması ve genelleştirilmiş momentler yöntemleri ile tahmin etmiştir. Çalışmada ilk olarak, para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki ortalama etkisi incelenmiştir. Sonuç olarak Türkiye için para politikası sürprizlerinin hesaplanmasında kullanılan modeller çerçevesinde tanımlanan parametre sonuçlarına göre para politikası sürprizlerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki ortalama etkisi hem yön olarak hemde büyüklük olarak yakın olmaları sonuçların safi istatistiksel bir bulgu olmadıklarını göstermiştir. Ancak para politikası sürprizlerinin ayrıştırılarak hisse senedi fiyatların üzerindeki etkisi incelendiği analiz sonuçların göre, DİBS ve BIST-100 endeksinin birbirlerini eşanlı olarak etkilediği ve içsellik - dışlanmış değişken sorunlarının çözümünde GMM yönteminin daha etkili olduğu tespit edilmiştir.
➤ Fındık Özlem Alper	2014	<i>Para Politikasındaki Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması</i> isimli tezinde yazar, son dönemde para politikası modellemesinde ortaya çıkan değişimlerin Türkiye'deki uygulamalara yansımalarını araştırmıştır. Çalışma, bir dinamik stokastik genel denge modeli olan YNS modelinin Türkiye için uygunluğunun, genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) ile araştırılmış ve teorik geçerliliği kabul edilmiş modelin Türkiye için uygun olduğunu tespit etmiştir.
➤ Mehmet Deniz Kozanoğlu	2014	<i>Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası ve Para Politikası</i> isimli tezinde yazar, gelişmekte olan ülkelerin para politikası tasarımlarını ve parasal çerçevelerini incelemektir. Tez, para politikası çerçevesini merkez bankalarının bağımsızlığı düzeyi, para politikasının yönetimi ve döviz kuru rejimini incelemiştir. Sonuç olarak merkez bankalarının bağımsızlığının ulusal para politikasının dünya faiz oranlarından gittikçe daha bağımsız olmasına katkıda bulunduğunu ve kısıtlı bir ölçüde de olsa, gelişmekte olan ülkelerde dalgalanma korkusunu nispeten hafiflettiğini gözler önüne sermektedir. Dolayısıyla bu sonuçlar, merkez bankalarının bağımsızlığının para politikası tasarımını ve parasal çerçeveyi farklı açılardan etkilediğini vurgulamaktadır. Döviz kuru rejiminin etkin ve temkinli yönetiminin faydalarına işaret etmektedir. Yazar, mali israfın son derece bağımsız merkez bankalarına bile zarar verebileceğinden, para politikası ve maliye politikası arasındaki koordinasyonun önemini vurgulamaktadır.

➤ Banu Demirhan	2014	<i>Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma</i> isimli tezinde yazar, para politikasının Türkiye'de finansal istikrar üzerindeki etkisini ampirik olarak araştırmıştır. Sonuç olarak, genişletici para politikalarının uzun vadede finansal istikrara katkı sağladığı ve finansal istikrarın sağlanmasında döviz kuru ve reel döviz kurları ile banka bazlı değişkenlerin dikkate alınması gerektiği ortaya konmuştur. TCMB tarafından 2010 yılı sonunda oluşturulan yeni para politikası çerçevesinin finansal istikrara katkı sağlayacağı belirlenmiştir.
➤ Bilgin Bari	2013	<i>Yeni Keynesyen Modelde Optimum Para Politikası: Türkiye İçin Dinamik Stokastik Genel Denge Modeli Tahmini</i> isimli tezinde yazar, Türkiye için açık küçük ekonomi DSGD modelini tahmin etmiş ve ilk olarak Yeni Keynesyen modelin detaylı türevi sunulmuştur. Optimum para politikası, yeni Keynesyen makro ekonomik çerçeve kapsamında tartışılmıştır. Sonuç olarak, para otoritesinin enflasyona güçlü tepki verirken, çıktı açığına zayıf tepki verdiğini bulmuştur.
➤ Elif Morgül	2013	<i>Genişlemeci Ve Daraltıcı Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: 1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği</i> isimli tezinde yazar, 1989-2012 yılları arasında Türkiye ekonomisinde para politikası şoklarının asimetrik etkilerinin varlığını incelemekte ve varsa asimetrinin çıktı ve fiyatlar üzerindeki yönüne bakarak hangi tür asimetrielerin geçerli olduğunu analiz etmektedir. Sonuç olarak, para politikalarının enflasyonla mücadelede etkili bir araç iken ekonomiyi canlandırmada etkili olmadığını göstermektedir. Bu nedenle, durgunluk döneminde para politikası ekonomiyi canlandırmada etkin bir mücadele aracı olmasa da maliye politikaları para politikasından daha etkilidir tespitinde bulunmuştur.
➤ Özgür Balmumcu	2013	<i>Kriz Koşullarında Para Politikası Uygulamalarının Türkiye'de 2001 ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi</i> isimli tezinde yazar, Türkiye'de uygulanan döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi iki farklı para politikası stratejisinin, iç ve dış şoklar karşısında fiyat ve çıktıyı yönlendirmekten nasıl saptığını ortaya koymuştur. Sonuç olarak Türkiye'de para politikasının kriz dönemlerinde aktif rol oynayamayacağını göstermektedir. TCMB, Türkiye ekonomisindeki dalgalanmaları ve krizleri yönlendirmede etkin olmaktan uzaktır. Politik, ekonomik ve küresel dalgalanmalar para politikasının istenilen etkinlik düzeyine ulaşmasını engellemektedir. Politika yapıcılarının dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmalarına karşı önlem almaktan kaçınmaları, bu tür krizlerin orta vadede tekrarlanabileceğini ve para politikalarının çözümsüz kalacağını belirlemiştir.

➤ Ahmet Gürsoy	2013 <i>1990 - 2000 ve 2001 - 2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması</i> isimli tezinde yazar, para politikalarının genel çerçevesini, önemi ve para otoriteleri tarafından neden tercih edildiğini, para politikası stratejilerinin avantaj ve dezavantajlarını, parasal aktarım mekanizmalarını, para politikası araçlarını ve hedeflerini incelemiştir. Sonuç olarak, Türkiye'nin 2002 yılına kadar kronik enflasyonlu birkaç ülkeden biri olarak kaldığı, uygulanan para politikası uygulamalarının uzun vadeli ve yapısal değişikliklerden ziyade günü kurtarmaya yönelik olduğu ve sık yapılan değişikliklerin istikrarlı bir programı engellediği tespit edilmiştir. 2002 yılından sonra uygulanan para politikası uygulamaları sonucunda fiyat istikrarı sağlanmış, bankacılık sektörünün krizlere dayanıklılığı artırılmış ve ihracat artmıştır. Ancak ekonominin toparlanmaya başlamasıyla cari açık ve dış ticaret açıkları artmış, ekonomik büyümedeki artış üretim ve yatırım odaklı olmaktan çok ithalat ve tüketim odaklı olmuştur tespitinde bulunmuştur.
----------------	--

Biz çalışmamızda merkez PPK kararlarından ikisi olan faiz ve ZKO kararlarının sektörel olarak işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisini ve işletmelerin entelektüel sermayelerine etkisini inceleyeceğiz. Ayrıca hangi sektör için hangi faiz ve ZKO'nun daha faydalı olduğu karşılaştırmalar yapılarak incelenecektir.

4.2 ARAŞTIRMA METODU

Yapılan çalışmaya ilişkin bu bölümünde araştırmanın amacını ve önemini, araştırmanın modeli ve hipotezlerini, araştırmanın evreni ve örneklemini, araştırmanın kısıtlarını, verilerin toplanmasında izlenen yolu ve araştırmanın yöntemini açıklamaya ilişkin bilgiler yer almaktadır.

4.2.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi

Günümüz dünyasında hemen her olayın para piyasalarını etkilediği ve bu durumdan herkesin etkilendiği, bu durumun anlık değil sürekli olduğu ve dinamik bir yapı arz ettiği aşîkardır.

Gelişmekte olan bir ekonomide merkez bankaları hem geleneksel hem de geleneksel olmayan işlevleri yerine getirir. Onun yerine getirdiği temel geleneksel işlevler, senet verme tekeli, hükümete bankacı, bankacı bankası, son çare olarak borç veren, krediyi kontrol eden ve istikrarlı döviz kurunu muhafaza etmektir. Ancak tüm

bu işlevler, ülkenin ekonomik kalkınmasına yardım etmenin en önemli işlevi ile ilgilidir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankalarının, ülkede yükselen üretim, istihdam ve reel gelir seviyesinin teşvik edilmesini ve sürdürülmesini amaçlamaktadır. Ülkelerin çoğundaki merkez bankalarına, bu tür ekonomilerin büyümesini teşvik etmek için geniş yetkiler verilmiştir. Bu nedenle, bu amaçla aşağıdaki işlevleri yerine getirirler.

Bu nedenle merkez bankalarının, yukarıda tartışılan çeşitli önlemlerle gelişmekte olan bir ülkenin ekonomik büyümesini sağlamada önemli bir rol oynar. İstikrarlı ekonomik büyümeyi teşvik etmeli, kaynakların tam istihdamına ulaşılmasına, ödemeler dengesi dengesizliğinin üstesinden gelinmesine ve döviz kurlarının dengelenmesine yardımcı olmalıdır. Tüm bu sebeplerle merkez bankaları ile sektörler arasında doğal bir ilişki vardır. Merkez bankalarının PPK kararları ile sektörlerle etkisinin analizi önem kazanmıştır. Bundan sonraki bölümde PPK ile seçilen 12 sektöre ait BIST hisse senedi kapanış değerlerine ait veriler incelenip bulgular ayrıntılı olarak anlatılacaktır. Ayrıca TCMB'nin sayılan işlevlerinin sektörlerle nasıl bir etki yaptığını, tüm sektörler için aynı etkiye mi sahip yoksa farklılık arz etmekte midir sorularına cevap aranacaktır.

4.2.2 Veri Toplama Yöntem ve Aracı

Araştırma konusu veriler, ikincil kaynaktan yani Borsa İstanbul (BIST), KAP ve TCMB'nin yayınladığı kamuya açık verilerin derlenmesi yöntemi ile toplanmıştır. Aşağıdaki tabloda 2015-2020 yılları arasında TCMB tarafından uygulanan faiz oranları verilmiştir. Yapılan analizlerde bu oranlar kullanılmıştır.

Tablo 5: 2014-2020 Yılları Arası Merkez Bankası Faiz Oranları

Tarih	Borç Alma	Borç Verme
18.07.2014	-	8.25
21.01.2015	-	7.75
25.02.2015	-	7.50
25.11.2016	-	8.00
01.06.2018	-	16.50
08.06.2018	-	17.75
14.09.2018	-	24.00
26.07.2019	-	19.75
13.09.2019	-	16.50
25.10.2019	-	14.00
13.12.2019	-	12.00
17.01.2020	-	11.25
20.02.2020	-	10.75
18.03.2020	-	9.75
23.04.2020	-	8.75
22.05.2020	-	8.25
25.09.2020	-	10.25

Aşağıdaki tabloda 2015-2020 yılları arasında TCMB tarafından uygulanan ZKO verilmiştir. Yapılan analizlerde bu oranlar kullanılmıştır.

Tablo 6: 2013-2020 Yılları Arası TCMB Zorunlu Karşılık Oranları.

ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI (%)			
Tebliğ No	Vadesiz, İhbarlı Mevduat, Özel Cari Hesaplar		Yürürlük Dönemi
2013/3	11,5		01.03.2013-11.08.2016
2016/3	11,0		12.08.2016-08.09.2016
2016/4	10,5		09.09.2016-26.07.2018
2018/6	8,0		27.07.2018-07.02.2019
2019/3	7,0		08.02.2019-08.08.2019
2019/15 ⁽¹⁾	2,0	7,0	09.08.2019-20.08.2020
2020/15 ⁽¹⁾	4,0	7,0	21.08.2020-10.12.2020
2020/17	6,0		11.12.2020-18.02.2021

(1) Kredi büyümesi koşullarını sağlayan bankalara daha düşük olan zorunlu karşılık oranları uygulanır.

Veriler analizlere göre 2015-2020 yılları arasında yayınlanmış olan aşağıda isimleri verilerden sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere ilişkin verilerden oluşmaktadır. Sektörler analizlerde geçen numara sırasıyla aşağıda verilmiştir.

1-Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörü

2-Elektrik Gaz ve Su Sektörü

3-Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörü

4-İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektörü

5-İmalat Sektörü

6-İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

7-Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörü

8-Mali Kuruluşlar Sektörü

9-Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektörü

10-Tarım Ormancılık ve Balıkçılık Sektörü

11-Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar ve Oteller Sektörü

12-Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme Sektörü

Sektörlerin bu isimleri ve sektöre ait işletmelerin hangi işletmeler olduğu kamu aydınlatma platformundan alınan veriler ışığında yapılmıştır. Ayrıca işletmelerin hisse senedi kapanış değerleri 02.01.2015 tarihinden 31.08.2020 tarihine kadar günlük olarak alınmıştır. Veri seti tam olmayan yani borsaya sonradan katılan işletmeler araştırma kapsamına aşınmamıştır. Ayrıca imalat ve mali kuruluşlar sektörlerinde işletme sayısının çok fazla olmasından dolayı BIST 100 de işlem gören işletmeler alınmıştır. Eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründen 5 işletme, elektrik gaz ve su sektöründen 7 işletme, gayrimenkul faaliyetleri sektöründen 2 işletme, idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründen 1 işletme, imalat sektöründen 36 işletme, inşaat ve bayındırlık sektöründen 6 işletme, madencilik ve taş ocakçılığı sektöründen 5 işletme, mali kuruluşlar sektöründen 22 işletme, mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründen 1 işletme, tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründen 3 işletme, toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründen 25 işletme ve son olarak ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründen 9 işletmenin toplam 122 işletmenin verisi derlenip araştırma yapılmıştır.

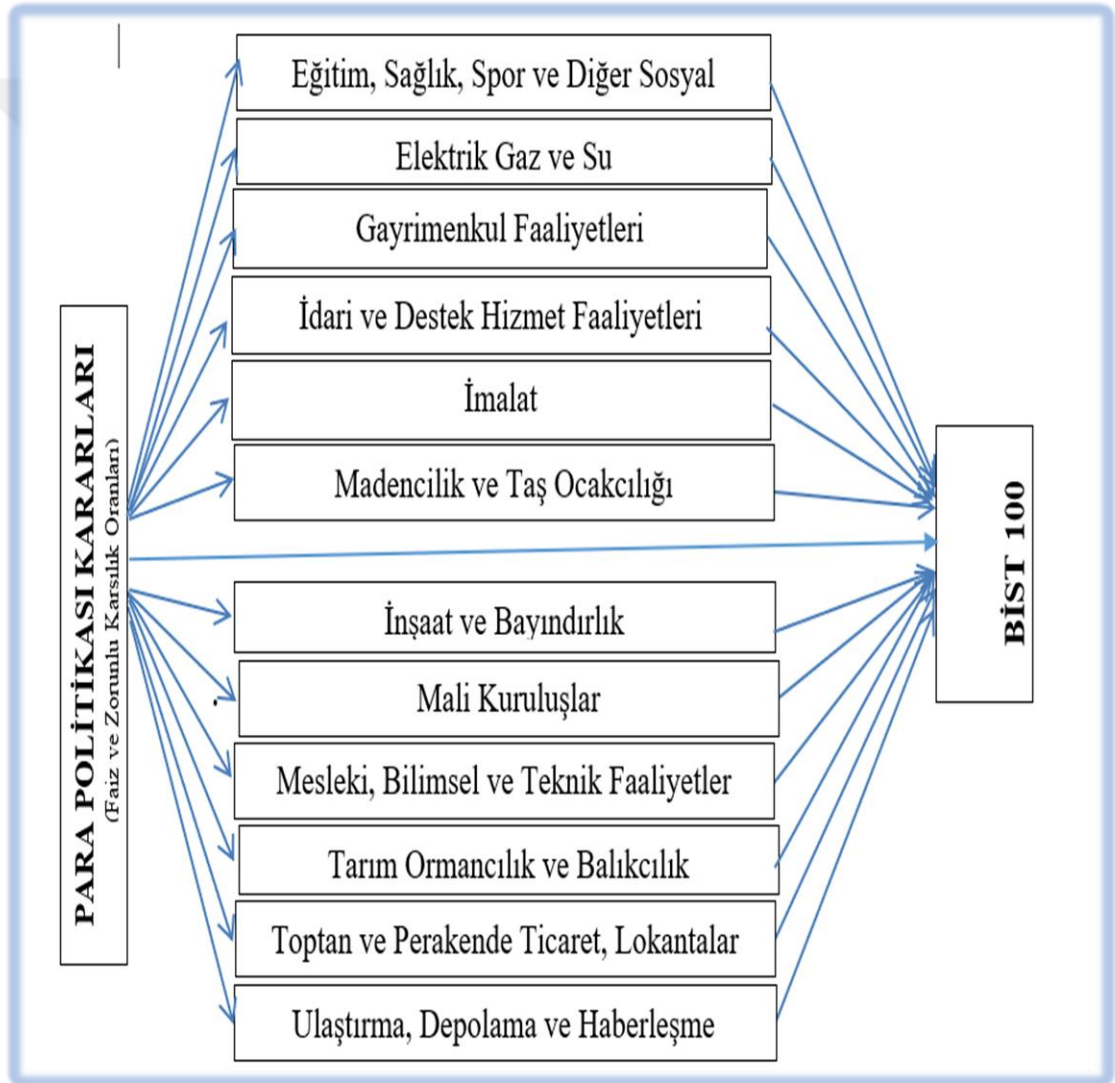
4.2.3 Araştırma Modeli ve Hipotezleri

Araştırmamızda karşılaştırmalı analiz yöntemiyle betimsel bir araştırma modeli tasarlanmış ve kullanılmıştır. Araştırmaya ilişkin model ve hipotezler aşağıda ayrıntılarıyla verilmiştir.

4.2.3.1 Araştırmanın Modeli

Betimsel bir araştırma özelliğine sahip, belirlenen amaca ulaşmak için kullanılan ve yöntemi ve yol haritası belirlenen ve bu çerçevede yapılan çalışmalar bilimsel araştırma diye isimlendirilir (Arıkan, 2004). Araştırmaya ait model araştırmanın amacı ve hipotezleri ışığında aşağıdaki gibi oluşturulmuştur. Bu modellemeye amaç soyut kavramları somutlaştırmak amacıyla bir görsellik katmak ve anlaşılmasını daha kolay hale getirmektir. Tasarlanan model şekildeki gibidir.

Şekil 5: Araştırmanın Modeli



4.2.3.2 Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın amacı ve modeli doğrultusunda aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H₁	PPK faiz kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisinde farklılık vardır.
H₂	PPK faiz kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisinde farklılık vardır.
H₃	PPK faiz kararlarının ile BIST 100 Endeksi'ne etkisinde farklılık vardır.
H₄	PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisinde farklılık vardır.
H₅	PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisinde farklılık vardır.
H₆	PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisinde farklılık vardır.
H₇	PPK faiz kararlarının işletmelere etkisinde işletmelerin halka açık olup olmaması arasında farklılık vardır.
H₈	BIST 100 Endeksi ile işletmelerin hisse senedi kapanış değerleri arasında ilişki vardır.
H₉	BIST 100 Endeksi ile işletmelerin entelektüel sermayeleri arasında ilişki vardır.
H₁₀	PPK faiz kararları ile BIST 100 Endeksi'nin değişimi arasında ilişki vardır.
H₁₁	PPK faiz kararları ile sektörlerin entelektüel sermayeleri arasında ilişki vardır.
H₁₂	PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisi vardır.
H₁₃	PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerin entelektüel sermayeleri üzerinde etkisi vardır.

Araştırma tür olarak betimsel bir araştırmadır. Betimsel araştırma modeli, araştırmadaki mevcut durumu analiz etmeyi ve değişkenler arasındaki ilişkileri belirlemeyi amaçlamaktadır. Araştırmada tümevarım yöntemi (olayları gözlemleyerek bilmeyi, gözlemlemeyi ve sonuç çıkarmayı test etme sürecidir) uygulanmıştır. Yani özelden genele, olaylardan ve örneklerden kanunlara geçmenin bir yoludur. Çalışma, hipotezler içeren bir araştırma modeli ile gerçekleştirilmiştir. Hipotez içeren

araştırmalarda gözlem, deney veya anket yöntemi kullanılır. (Özdemirci ve Saruhan, 2011. 135)

4.2.4 Araştırmanın Evreni ve Örneklemi

Araştırmanın evreni, TCMB'nin kamuya açık olarak yayınlamış olduğu veriler, faiz oranları ve zorunlu karşılık oranları ile yıllara göre sektörlerin gelişimini ve işletme sayılarını veren verilerinde alınmıştır. Ayrıca Borsa İstanbul da işlem gören işletmelere ait veriler yine Borsa İstanbul'un veri arşivinden alınmıştır. Kamu Aydınlatma Platformunda işletmelere ve sektörlerle ilişkin veriler de araştırmamızın evrenini oluşturmaktadır.

Bu çalışmada örneklem olarak ;

Kamu Aydınlatma Platformunda sektörel bazda sınıflandırılmış toplam 122 işletmelerin verileri, Borsa İstanbul ve TCMB'nin verilerinden alınmak suretiyle toplamda 201666 veri örneklem sayısını oluşturmaktadır. Bu örneklem için alınan verinin 0,95 güvenirlik ve 0,05 örneklem hatası şartlarına uygun olarak Kamu Aydınlatma Platformunda verileri bulunan işletmeleri ve işletmelerin kategorize edilmiş hali olan sektörleri temsil edeceği açıktır. Bu verilere göre örneklemin Kamu Aydınlatma Platformundaki tüm işletmeleri ve sektörleri temsil ettiği söylenebilir.

4.2.5 Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu araştırmada PPK kararlarının işletmelere etkisi analiz edilirken verisini alabileceğimiz, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren işletmeler arasından Kamu aydınlatma platformunca sektörel olarak kategorize edilmiş olanlar alınmıştır. Bazı işletmelere ilişkin veri setinin tam olmaması yani 1653 günlük veri bulunmaması sebebiyle araştırma dışında tutulmuştur. Ayrıca bazı sektörlerle ilişkin veri setinin tam olmaması sebebiyle bazı sektörler de araştırmadan çıkartılmıştır.

Araştırma 02.01.2015 tarihi ile 31.08.2020 arasındaki verileri içermektedir. Verilerin günlük olması ve veri setinin çok şişmesi sebebiyle tarih bu aralıklara sınırlanmıştır. Veri setinin tamamını oluşturan 122 işletmeye ait verilerin tek tek alınmasının araştırmayı imkânsız kılması sebebiyle sektörel bazda araştırma yapılmıştır. Ayrıca araştırmaya esas teşkil eden verilerin Borsa İstanbul'dan alınmış

olması ve borsanın manipölasyonlara açık bir mecra olması sebebiyle verilerin manipölatif etkilerden arındırıldığı söylenemez.

Tüm bu kısıtlarla beraber bu çalışmada PPK kararlarından piyasaya etkisi daha fazla olan faiz ve zorunlu karşılık oranları alınmıştır. Diğer politika araçlarının alınması hesaplamayı zorlaştıracığından ve belli tarih aralığında oluşmadığından günlük değişebildiğinden dolayı araştırmanın dışında tutulmuştur.

4.2.6 Araştırmanın Yöntemi

Toplanan bu veriler istatistik analiz programı SPSS ile uygun istatistiksel metotlar ve test teknikleri (Anova, t testi, Korelasyon ve Regresyon Analizleri) kullanılarak analiz edilmiştir. Yapılan analizlerde istatistiksel anlamlılık düzeyi $p < 0.05$ olarak kabul edilmiştir. Örneklemenin ($1653 \times 122 = 201666$ veri) BIST ve TCMB tarafından yayınlanmış niceliksel veriler olması nedeniyle normal dağılım gösterdiği görülmüş, bu nedenle parametrik testler uygulanmıştır. Verilerin güvenilirliğini test etmek için Cronbach's Alpha değeri araştırılmış ve elde edilen Cronbach's Alpha değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 7: Güvenilirlik Test Değerleri

Case Processing Summary			
		N	%
Cases	Valid	201066	99,7
	Excludeda	600	,3
	Toplam	201666	100,0
Reliability Statistics			
Cronbach's Alpha		N of Items	
1,000		4	

Cronbach alfa katsayısı, ölçekteki k maddenin varyanslarının toplamının genel varyansa bölünmesiyle bulunan ağırlıklı standart değişim ortalamasıdır. Her bir madde için belirlenmiş tek bir α değeri olabileceği gibi, ölçekteki tüm maddeler için ortalama bir α değeri de olabilir. Tüm maddeler için elde edilen α değeri, o verilerin toplam güvenilirliğini göstermekte ve bu değer 0,7 ve üzerinde olduğu genel kabul

görmektedir (Dawson ve Trap, 2004). (Dawson ve Trap, 2004). Tablodan güvenilirlik katsayıları değerlendirildiğinde ölçek araştırmaya son derece uygundur.

4.3 BULGULAR

PPK faiz ve ZKO kararlarının çalışma alanı olarak belirlenen 12 sektör içinde bulunan işletmelerin borsa kapanış değerlerine dolaylı olarak BIST 100 Endeksi'ne ve işletmelerin entelektüel sermaye düzeylerine nasıl ve hangi yönde etkide bulunduğunu tespit etmek amacıyla analizler yapılmış ve yorumlanmıştır.

4.3.1 PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörler Üzerine Etkisinin Karşılaştırılması

PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörler üzerindeki etkisinde bir farklılaşma olup olmadığını ortaya çıkarmak için ikili değişkenler için T-Testi ve üç veya daha fazla değişken için ANOVA (F) analizleri yapılmıştır. Farklılık olması durumunda Anova analizlerinde PostHoc TukeyHSD testleri kullanılarak, t testi için ise ortalamalar üzerinden hangi sektörün lehte veya aleyhte olduğuna karar verilmiş ve yorumlanmıştır. Analizler sonucunda sadece anlamlı farklılık gösteren bulgulara yer verilmiştir.

4.3.1.1 PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisine Göre Karşılaştırma

Araştırmamızın bu kısmında PPK faiz oranlarının sektörlere etkisi ANOVA test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Her bir sektör için ayrı ayrı test yapılmamış on iki sektörün tamamı tek bir tabloda gösterilmiştir.

Tablo 8: PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri

Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)			ANOVA			
SEKTÖR		Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ort. Karesi	F	p
1	Gruplar arası	7881,858	13	606,297	19,557	,000
	Grup içi	255790,806	8251	31,001		
	Toplam	263672,664	8264			
2	Gruplar arası	3167,053	13	243,619	53,941	,000
	Grup içi	52196,409	11557	4,516		
	Toplam	55363,462	11570			
3	Gruplar arası	1706,434	13	131,264	58,904	,000
	Grup içi	7336,042	3292	2,228		
	Toplam	9042,476	3305			
4	Gruplar arası	8092,150	13	622,473	70,838	,000
	Grup içi	14402,314	1639	8,787		
	Toplam	22494,464	1652			
5	Gruplar arası	372524,757	13	28655,751	58,097	,000
	Grup içi	29344583,163	59494	493,236		
	Toplam	29717107,919	59507			
6	Gruplar arası	10951,845	13	842,450	4,734	,000
	Grup içi	1762477,390	9904	177,956		
	Toplam	1773429,235	9917			
7	Gruplar arası	187817,617	13	14447,509	61,042	,000
	Grup içi	1952857,127	8251	236,681		
	Toplam	2140674,744	8264			
8	Gruplar arası	9725,036	13	748,080	46,551	,000
	Grup içi	584185,034	36352	16,070		
	Toplam	593910,070	36365			
9	Gruplar arası	10502,115	13	807,855	364,702	0,000
	Grup içi	3630,566	1639	2,215		
	Toplam	14132,681	1652			
10	Gruplar arası	17774,432	13	1367,264	50,251	,000
	Grup içi	134546,976	4945	27,209		
	Toplam	152321,408	4958			
11	Gruplar arası	1038977,398	13	79921,338	122,503	0,000
	Grup içi	26951416,808	41311	652,403		
	Toplam	27990394,206	41324			
12	Gruplar arası	4277274,362	13	329021,105	31,979	,000
	Grup içi	152921778,974	14863	10288,756		
	Toplam	157199053,337	14876			

Yapılan analizler sonucu 0,01 anlamlılık seviyesine sahip veya %99 güvenilirlik ile PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmiştir. Bu farklı etkileneceklerin sebeplerini aşağıda 12 sektör için sırasıyla inceleyeceğiz. Adı geçen 12 sektör için Tukey HSD testi öncesi verilen (F) değerler için yukarıdaki tablodan değerler alınacaktır.

Tablo8’den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 19,557; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 9 : PPK Faiz Kararları Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER SEKTÖRÜ	Tukey HSD	16,50	7,50	-1,08804	,43237	,396	-2,5385	,3624
			7,75	-,78659	,54878	,978	-2,6275	1,0543
			8,00	-1,82854*	,43961	,003	-3,3033	-,3538
			8,25	-1,71511*	,49378	,034	-3,3716	-,0587
			8,75	-1,09249	,72222	,966	-3,5153	1,3303
			9,75	-,03218	,64469	1,000	-2,1949	2,1305
			10,75	-1,37266	,70956	,808	-3,7530	1,0077
			11,25	-1,97288	,65992	,142	-4,1867	,2409
			12,00	-1,23896	,65992	,839	-3,4527	,9748
			14,00	-,85777	,59959	,978	-2,8692	1,1536
			17,75	-,33525	,52348	1,000	-2,0913	1,4208
			19,75	1,12551	,61413	,861	-,9347	3,1857
24,00	1,16886	,45357	,355	-,3527	2,6904			

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %17,75 faiz oranına kadar olumlu algılandığı yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu oranı aşan faiz oranlarından ise olumsuz etkilendiği yani hisse senedi kapanış değerlerinde düşüş olduğu tespit edilmiştir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi ikinci sektörümüz *elektrik gaz ve su sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8’den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *elektrik gaz ve su sektöründeki* işletmelerin

etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 53,941$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 10: PPK Faiz Kararları Elektrik Gaz ve Su Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

		Hisse Senedi		Multiple Comparisons				
Bağımlı	Kapanış	Değişken		Değerleri(TL)				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
ELEKTRİK GAZ VE SU	Tukey HSD	24,00	7,50	,31127*	,06319	,000	,0993	,5232
			7,75	,43109*	,12601	,040	,0084	,8538
			8,00	-,41839*	,06818	,000	-,6471	-,1897
			8,25	-1,41393*	,09955	,000	-1,7479	-1,0800
			8,75	-1,11921*	,19702	,000	-1,7801	-,4583
			9,75	-,16412	,16670	,999	-,7233	,3950
			10,75	-,62609	,19218	,067	-1,2707	,0185
			11,25	-1,51798*	,17279	,000	-2,0976	-,9384
			12,00	-1,48881*	,17279	,000	-2,0684	-,9092
			14,00	-,69471*	,14815	,000	-1,1917	-,1977
			16,50	-,16931	,14631	,997	-,6601	,3215
			17,75	-,16752	,11426	,973	-,5508	,2157
		19,75	,01152	,15423	1,000	-,5058	,5289	

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *elektrik gaz ve su sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %8 faiz oranı ve daha yüksek oranların olumlu algılandığı yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan düşük olan %7,5-%7,75 faiz oranlarından ise olumsuz etkilendiği yani hisse senedi kapanış değerlerinde düşüş olduğu tespit edilmiştir. *Elektrik gaz ve su sektörü* açısından yüksek faizlerin sektör açısından daha faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi üçüncü sektörümüz *gayrimenkul*

faaliyetleri sektörünü inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8’den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *gayrimenkul faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 58,90$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 11: PPK Faiz Kararları Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ	Tukey HSD	7,50	7,75	-,59728*	,15506	,009	-1,1177	-,0769
			8,00	-,84497*	,06822	,000	-1,0739	-,6160
			8,25	-2,63838*	,11722	,000	-3,0318	-2,2450
			8,75	-2,18377*	,25231	,000	-3,0306	-1,3370
			9,75	-1,13277*	,21122	,000	-1,8417	-,4239
			10,75	-1,70172*	,24577	,000	-2,5266	-,8769
			11,25	-2,52738*	,21951	,000	-3,2641	-1,7907
			12,00	-1,52030*	,21951	,000	-2,2570	-,7836
			14,00	-1,08591*	,18583	,000	-1,7096	-,4622
			16,50	-,96517*	,18329	,000	-1,5803	-,3500
			17,75	-,78566*	,13846	,000	-1,2503	-,3210
			19,75	-1,46746*	,19417	,000	-2,1191	-,8158
			24,00	-,67193*	,08304	,000	-,9506	-,3933

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *gayrimenkul faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %7,5 faiz oranından daha yüksek oranların olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *gayrimenkul faaliyetleri sektörü* açısından yüksek faizlerin daha faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi dördüncü sektörümüz *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8’den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *idari ve destek hizmet faaliyetleri*

sektöründeki işletmelerin etkileneğinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğı (F= 70,838; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 12 : PPK Faiz Kararları İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons					
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı		
							Alt Sınır	Üst Sınır	
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	Tukey HSD	24,00	7,50	1,99083*	,23319	,000	1,2076	2,7740	
			7,75	1,58196*	,46502	,044	,0201	3,1438	
			8,00	-3,60881*	,25163	,000	-4,4540	-2,7637	
			8,25	-,19654	,36740	1,000	-1,4305	1,0374	
			8,75	-,61642	,72710	1,000	-3,0585	1,8257	
			9,75	,26597	,61520	1,000	-1,8003	2,3322	
			10,75	-,47048	,70921	1,000	-2,8525	1,9116	
			11,25	-1,58406	,63768	,420	-3,7258	,5577	
			12,00	-1,35656	,63768	,682	-3,4983	,7852	
			14,00	-,29805	,54676	1,000	-2,1345	1,5383	
			16,50	-,25907	,53996	1,000	-2,0726	1,5545	
			17,75	-2,42067*	,42166	,000	-3,8369	-1,0044	
	19,75	,32700	,56917	1,000	-1,5847	2,2387			

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkileneğinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %8 faiz oranının altında ve %17,75 faiz oranının üstünde olumsuz algılandığı yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, bu oranların arasındaki değerlerde ise hisse senedi kapanış değerlerinde artış olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle PPK faiz kararlarında faiz oranlarını çok düşürmesi ya da %18 seviyesi ve üzerine çıkarması durumunda *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin olumsuz etkilendiğı tespit edilmiştir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiğı tespit edilmişti; şimdi beşinci sektörümüz *imalat sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceğı üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *imalat sektöründeki* işletmelerin

etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 58,097$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 13 : PPK Faiz Kararları İmalat Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

		Hisse Senedi						
Bağımlı	Kapanış							
Değişken	Değerleri(TL)			Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
İMALAT	Tukey HSD	11,25	7,50	9,33907*	,76975	0,000	6,7575	11,9206
			7,75	9,54623*	,91918	0,000	6,4635	12,6289
			8,00	5,98525*	,77876	0,000	3,3735	8,5970
			8,25	1,93320	,84747	,569	-,9090	4,7754
			8,75	2,58975	1,15414	,597	-1,2810	6,4605
			9,75	5,10389*	1,04778	,000	1,5899	8,6179
			10,75	2,26012	1,13665	,775	-1,5519	6,0722
			12,00	1,19591	1,06853	,998	-2,3877	4,7795
			14,00	3,01485	,98684	,119	-,2948	6,3245
			16,50	4,63059*	,98099	,000	1,3406	7,9206
			17,75	7,50812*	,88598	0,000	4,5368	10,4795
			19,75	4,75210*	1,00640	,000	1,3769	8,1273
			24,00	6,71486*	,79625	0,000	4,0444	9,3853

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *imalat sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %11,25 faiz oranının olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *imalat sektörü* açısından en ideal faiz oranı olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi altıncı sektörümüz, *inşaat ve bayındırlık sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilrlikte PPK faiz kararları açısından *inşaat ve bayındırlık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 4,734$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 14 : PPK Faiz Kararları İnşaat ve Bayındırlık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons					
	SEKTÖR	Tukey HSD	7,75	Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	Tukey HSD	7,75	7,50	-,82613	,80003	,999	-3,5098	1,8575
			8,00	-1,36674	,81867	,927	-4,1129	1,3795
			8,25	-3,52082*	,95504	,016	-6,7245	-,3172
			8,75	-1,89609	1,49697	,993	-6,9176	3,1255
			9,75	-,46282	1,31679	1,000	-4,8799	3,9543
			10,75	-2,57840	1,46772	,895	-7,5018	2,3450
			11,25	-2,89736	1,35240	,672	-7,4339	1,6392
			12,00	-1,96528	1,35240	,975	-6,5019	2,5713
			14,00	-1,30134	1,21059	,999	-5,3622	2,7595
			16,50	,13327	1,20025	1,000	-3,8929	4,1595
			17,75	,20009	1,02792	1,000	-3,2480	3,6482
			19,75	,99891	1,24497	1,000	-3,1773	5,1751
			24,00	,80521	,85432	1,000	-2,0606	3,6710

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *inşaat ve bayındırlık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %14 faiz oranına kadar olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan daha yüksek faiz oranlarının ise sektöre olumsuz yansıdığı ve işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerinde düşüşler olduğu söylenebilir. Yüksek faiz, kredi maliyetlerini arttıracak için sektörün imalat ve satışta problemler yaşayacağı söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi yedinci sektörümüz, *madencilik ve taş ocaklığı sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenlilikte PPK faiz kararları açısından *madencilik ve taş ocaklığı sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 61,042$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 15: PPK Faiz Kararları Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	Tukey HSD	7,50	7,75	,30701	1,01070	1,000	-3,0835	3,6975
			8,00	-2,95169*	,44467	,000	-4,4434	-1,4600
			8,25	-12,20717*	,76405	,000	-14,7703	-9,6441
			8,75	-15,26812*	1,64456	,000	-20,7850	-9,7512
			9,75	-11,66029*	1,37674	,000	-16,2787	-7,0418
			10,75	-13,54509*	1,60192	,000	-18,9190	-8,1712
			11,25	-15,29559*	1,43078	,000	-20,0953	-10,4959
			12,00	-14,23201*	1,43078	,000	-19,0317	-9,4323
			14,00	-13,10279*	1,21121	,000	-17,1659	-9,0396
			16,50	-11,18804*	1,19467	,000	-15,1957	-7,1804
			17,75	-6,17452*	,90245	,000	-9,2019	-3,1471
			19,75	-10,61293*	1,26561	,000	-14,8586	-6,3673
			24,00	-7,39100*	,54122	,000	-9,2066	-5,5754

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *madencilik ve taş ocakçılığı sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %8 faiz oranından daha yüksek oranların olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *madencilik ve taş ocakçılığı sektörü* açısından yüksek faizlerin daha faydalı olduğu söylenebilir.

Madencilik ve taş ocakçılığı sektörü daha çok ihracaat yaptığı ve bu sırada döviz cinsi para kullandığı için ülkeye döviz girişini etkileyen en önemli etken olan faiz oranlarının artmasını istediği söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi sekizinci sektörümüz, *mali kuruluşlar sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *mali kuruluşlar sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki

işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 46,55; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 16 : PPK Faiz Faiz Kararları Mali Kuruluşlar Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
MALİ KURULUŞLAR	Tukey HSD	16,50	7,50	,47101	,14841	,086	-,0267	,9687
			7,75	-,19960	,18836	,999	-,8313	,4321
			8,00	-,37895	,15089	,400	-,8850	,1271
			8,25	-,96497*	,16948	,000	-1,5334	-,3965
			8,75	-,58971	,24789	,496	-1,4211	,2417
			9,75	-,01352	,22128	1,000	-,7557	,7286
			10,75	-,59031	,24355	,463	-1,4071	,2265
			11,25	-1,46672*	,22651	,000	-2,2264	-,7070
			12,00	-1,00371*	,22651	,001	-1,7634	-,2440
			14,00	-,33981	,20580	,932	-1,0300	,3504
			17,75	,34521	,17968	,815	-,2574	,9478
			19,75	,28797	,21079	,986	-,4190	,9949
			24,00	,53346*	,15568	,040	,0113	1,0556

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *mali kuruluşlar sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %7,75 faiz oranının altında ve %14,00 faiz oranının üstünde olumsuz algılandığı yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, bu oranların arasındaki değerlerde ise hisse senedi kapanış değerlerinde artış olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle PPK faiz kararlarında faiz oranlarını çok düşürmesi ya da yükseltmesi durumunda *mali kuruluşlar sektöründeki* işletmelerin olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi dokuzuncu sektörümüz, *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracamız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz

kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 364,70$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 17 : PPK Faiz Kararları Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

		Hisse Senedi						
Bağımlı			Kapanış					
Değişken			Değerleri(TL)	Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER	Tukey HSD	17,75	7,50	10,05678*	,19522	,000	9,4011	10,7125
			7,75	10,32846*	,28092	,000	9,3849	11,2720
			8,00	8,99975*	,20091	,000	8,3250	9,6745
			8,25	9,00783*	,24172	,000	8,1960	9,8197
			8,75	8,84962*	,39708	,000	7,5159	10,1833
			9,75	9,98829*	,34613	,000	8,8257	11,1509
			10,75	9,48775*	,38884	,000	8,1817	10,7937
			11,25	9,08156*	,35624	,000	7,8851	10,2781
			12,00	9,04073*	,35624	,000	7,8442	10,2372
			14,00	8,77142*	,31585	,000	7,7106	9,8323
			16,50	7,11921*	,31289	,000	6,0683	8,1701
			19,75	8,26148*	,32568	,000	7,1676	9,3553
			24,00	4,26134*	,21170	,000	3,5503	4,9724

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %17,75 faiz oranının olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *i mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörü* açısından en ideal faiz oranı olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi onuncu sektörümüz, *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 50,25$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 18 : PPK Faiz Kararlarının Tarım Ormancılık ve Balıkçılık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons					
			SEKTÖR	Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK	Tukey HSD	7,75	7,50	2,57041*	,44240	,000	1,0860	4,0548
			8,00	6,26282*	,45271	,000	4,7438	7,7818
			8,25	,68335	,52812	,991	-1,0887	2,4554
			8,75	1,14233	,82780	,984	-1,6352	3,9199
			9,75	4,29063*	,72816	,000	1,8474	6,7338
			10,75	4,30833*	,81163	,000	1,5851	7,0316
			11,25	3,69918*	,74786	,000	1,1899	6,2085
			12,00	4,30057*	,74786	,000	1,7913	6,8099
			14,00	4,36630*	,66943	,000	2,1201	6,6125
			16,50	4,98383*	,66372	,000	2,7569	7,2108
			17,75	6,33515*	,56842	,000	4,4279	8,2424
			19,75	5,14350*	,68845	,000	2,8335	7,4534
			24,00	5,09643*	,47243	,000	3,5113	6,6816

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %7,75 faiz oranının en ideal faiz oranı olduğu daha yüksek oranların olumsuz algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörü* açısından düşük faizlerin daha faydalı olduğu söylenebilir. Sektörün faaliyetlerini sürdürebilmesi için krediye ihtiyaç duyması ve kredi maliyetlerinin düşük olması sektör açısından faydalı olmaktadır.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi on birinci sektörümüz, *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkiye bulunduğu ($F= 122,50$; $p<0,01$)

tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 19 : PPK Faiz Kararlarının Toptan ve Perakende Ticaret, Lokantalar Ve Oteller Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

				Hisse Senedi					
Bağımlı		Kapanış							
Değişken		Değerleri(TL)		Multiple Comparisons					
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı		
							Alt Sınır	Üst Sınır	
TOPTAN VE PERAKENDE	Tukey HSD	7,50	7,75	-2,03940	,75043	,268	-4,5562	,4774	
TİCARET,			8,00	-,71815	,33016	,648	-1,8255	,3892	
LOKANTALAR			8,25	-19,93029*	,56730	0,000	-21,8329	-18,0277	
VE OTELLER			8,75	-12,09249*	1,22107	0,000	-16,1877	-7,9972	
			9,75	-7,58760*	1,02221	0,000	-11,0159	-4,1593	
			10,75	-10,42680*	1,18941	0,000	-14,4159	-6,4377	
			11,25	-12,99175*	1,06234	0,000	-16,5546	-9,4289	
			12,00	-8,70913*	1,06234	0,000	-12,2720	-5,1462	
			14,00	-5,83424*	,89931	,000	-8,8504	-2,8181	
			16,50	-3,08257*	,88703	,034	-6,0575	-,1076	
			17,75	-,38887	,67006	1,000	-2,6361	1,8584	
			19,75	-2,48314	,93970	,313	-5,6347	,6684	
			24,00	-1,22092	,40185	,125	-2,5687	,1268	

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %7,50 faiz oranının en ideal faiz oranı olduğu daha yüksek oranların olumsuz algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörü* açısından düşük faizlerin daha faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK faiz oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi on ikinci sektörümüz, *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo8'den görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 31,97$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 20 : PPK Faiz Kararlarının Ulaştırma, Depolama Ve Haberleşme Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME	Tukey HSD	11,25	7,50	57,33252*	7,03130	,000	33,7483	80,9168
			7,75	63,51120*	8,39625	,000	35,3487	91,6737
			8,00	56,40906*	7,11354	,000	32,5490	80,2692
			8,25	41,58873*	7,74116	,000	15,6235	67,5540
			8,75	33,98443	10,54248	,074	-1,3770	69,3458
			9,75	41,66082*	9,57090	,001	9,5583	73,7633
			10,75	20,04847	10,38274	,810	-14,7771	54,8740
			12,00	5,23718	9,76044	1,000	-27,5011	37,9755
			14,00	10,23344	9,01424	,998	-20,0019	40,4688
			16,50	16,90894	8,96079	,834	-13,1472	46,9651
			17,75	42,10104*	8,09293	,000	14,9559	69,2462
			19,75	13,04797	9,19295	,980	-17,7869	43,8828
			24,00	22,40435	7,27333	,112	-1,9917	46,8004

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz kararları açısından *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının sektördeki işletmeler açısından %11,25 faiz oranının olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörü* açısından en ideal faiz oranı olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu söylenebilir. Bu faiz oranı dışındaki faiz oranlarından olumsuz etkilendiği söylenebilir.

Bu durumda PPK faiz kararlarının sektörlere farklı etkilerinin olduğu bulunmuştur. Bu bağlamda H_1 yani “*PPK faiz kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisinde farklılık vardır*” hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

Araştırmanın başında PPK faiz kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi on iki sektörün tamamı açısından farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi ile oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo 21 PPK Faiz Kararlarının Tüm Sektörlere Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

		Hisse Senedi							
Bağımlı	Değişken	Kapanış		Multiple Comparisons					
		Değerleri(T		L)					
SEKTÖR				Ortalama	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı		
							Fark (I-J)	Alt Sınır	Üst Sınır
TÜM SEKTÖRLER	Tukey	7,50	7,75	-,02359	,45933	1,000	-1,7776	1,7304	
			8,00	-1,55560	,20209	,000	-2,3273	-,7839	
	HSD	8,25	-8,56348	,34724	,000	-9,8894	-7,2375		
		8,75	-7,24605	,74740	,000	-10,1000	-4,3921		
	9,75	-4,48303	,62569	,000	-6,8722	-2,0938			
	10,75	-7,88411	,72803	,000	-10,6641	-5,1041			
	11,25	-10,91783	,65025	,000	-13,4008	-8,4349			
	12,00	-9,06350	,65025	,000	-11,5465	-6,5805			
	14,00	-7,29403	,55046	,000	-9,3960	-5,1921			
	16,50	-5,48139	,54294	,000	-7,5546	-3,4081			
	17,75	-2,00439	,41014	,000	-3,5705	-,4383			
	19,75	-5,42309	,57518	,000	-7,6194	-3,2268			
	24,00	-3,75072	,24597	,000	-4,6900	-2,8115			

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının tüm sektörlerdeki işletmeler açısından %7,50 faiz oranının en ideal faiz oranı olduğu daha yüksek oranların olumsuz algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani tüm sektörler açısından diğer ekonomik koşulların sabit kalması durumunda *optimal faiz oranı* belirlemek gerekirse bu oranın %7,5 olduğu tespit edilmiştir.

4.3.1.2 PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisine Göre Karşılaştırma

Araştırmamızın bu kısmında PPK faiz oranlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisi ANOVA test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Her bir sektör için ayrı ayrı test yapılmamış on iki sektörün tamamı tek bir tabloda gösterilmiştir.

Tablo 22 : PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri

ANOVA					
Entelektüel Sermaye	Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Ortalamanın Karesi	F	P
Gruplar arası	33695393242,712	13	2591953326,362	64,640	,000
Grup içi	8085887032038,850	201652	40098223,831		
Toplam	8119582425281,560	201665			

Yapılan ANOVA analizi sonucunda PPK faiz oranı kararlarının tüm sektörlerdeki işletmelerin entelektüel sermayelerine etkisi açısından farklı etkilendiği tespit edilmiştir. Analiz %99 güvenilirlikte yani 0,01 hata ile gerçekleşmiş ve F: 64,640 değeri elde edilmiştir. On iki sektörün tamamı açısından farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi ile oluşan farklı etkinin kaynağını araştıracağız.

Tablo 23 : PPK Faiz Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Üzerine Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Entellektüel Sermaye	Multiple Comparisons					
PPK FAİZ ORANI		Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	P	95% Güven Aralığı		
					Alt Sınır	Üst Sınır	
Tukey HSD	11,25	7,50	1655,099*	119,222	0,000	1255,27	2054,93
		7,75	1253,984*	142,367	0,000	776,54	1731,43
		8,00	987,452*	120,617	0,000	582,94	1391,96
		8,25	445,528*	131,259	,044	5,33	885,73
		8,75	809,177*	178,758	,001	209,68	1408,67
		9,75	1210,242*	162,284	0,000	666,00	1754,49
		10,75	617,437*	176,049	,030	27,03	1207,85
		12,00	338,915	165,498	,737	-216,11	893,94
		14,00	718,596*	152,845	,000	206,01	1231,19
		16,50	964,349*	151,939	,000	454,80	1473,90
		17,75	1422,737*	137,223	0,000	962,54	1882,94
		19,75	1023,581*	155,875	,000	500,83	1546,33
		24,00	1320,146*	123,326	0,000	906,55	1733,74

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz oranlarının araştırmamız konusu on iki sektörün tamamında faaliyet gösteren işletmelerin entelektüel sermayelerine etkisi bakımından farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından faiz kararlarının %11,25 faiz oranı seviyesinin işletmelerin entelektüel sermaye açısından gelişmesi adına en ideal faiz oranı olduğu söylenebilir.

Bu oranın altında ya da üstünde yer alan faiz oranlarında entelektüel sermayenin gelişmesine uygun olmadığı, %11,25 faiz oranı dışındaki oranlara karşı duyarlılığını kaybettiği söylenebilir. Bu bağlamda H_2 yani “*PPK faiz kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisinde farklılık vardır*” hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

4.3.1.3 PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisini Karşılaştırma

Araştırmamızın bu kısmında PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisi ANOVA test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Her bir sektör için ayrı ayrı test yapılmamış on iki sektörün tamamı tek bir tabloda gösterilmiştir.

Tablo 24 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri

ANOVA					
Entelektüel Sermaye	Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Ortalamanın Karesi	F	P
Gruplar Arası	26993480023,116	6	4498913337,186	112,108	,000
Grup İçi	8092588945258,440	201659	40130065,830		
Toplam	8119582425281,560	201665			

Yapılan ANOVA analizi sonucunda PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının tüm sektörlerdeki işletmelerin entelektüel sermayelerine etkisi açısından farklı etkilendiği tespit edilmiştir. Analiz %99 güvenilirlikte yani 0,01 hata ile gerçekleşmiş ve F: 112,108 değeri elde edilmiştir. On iki sektörün tamamı açısından farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi ile oluşan farklı etkinin kaynağını araştıracağız.

Tablo 25 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermayelerine Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Entelektüel Sermaye	Multiple Comparisons					
ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI		Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	P	95% Güven Aralığı		
					Alt Sınır	Üst Sınır	
Tukey HSD	4,0	2,0	383,782	219,717	,584	-264,02	1031,58
		7,0	1035,208*	222,808	,000	378,29	1692,12
		8,0	1236,126*	222,405	,000	580,40	1891,85
		10,5	907,997*	218,362	,001	264,19	1551,80
		11,0	1558,769*	253,581	,000	811,13	2306,41
		11,5	1406,066*	217,959	,000	763,45	2048,69

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının on iki sektörün tamamında faaliyette bulunan işletmelerin entelektüel sermayelerine etkisi bakımından farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, ZKO kararlarının %4 seviyesinin işletmelerin entelektüel sermayelerine etkisi açısından, entelektüel sermayelerin gelişmesi adına en ideal ZKO olduğu söylenebilir.

Bu oran ve altındaki seviyeler on iki sektörün entelektüel sermaye gelişimleri için ideal oran olup, bu oranın üstündeki zorunlu karşılık oranlarında işletmelerin entelektüel sermayesi olumsuz etkilenmektedir. Bu bağlamda H_5 yani “**PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisinde farklılık vardır**” hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

4.3.1.4 PPK Faiz Kararlarının BIST 100 Endeksine Etkisine Göre Karşılaştırma

Araştırmamızın bu kısmında PPK faiz oranı kararlarının BIST 100 Endeksi’ne etkisi ANOVA test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Her bir sektör için ayrı ayrı test yapılmamış on iki sektörün tamamı tek bir tabloda gösterilmiştir.

Tablo 26 : PPK Faiz Kararlarının BIST 100 Endeksine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri

ANOVA					
BIST 100	Kareler toplamı	Serbestlik derecesi	Ort. Karesi	F	P
Gruplar Arası	2549148997,611	13	196088384,432	35699,192	0,000
Grup İçi	1107633333,649	201652	5492,796		
Toplam	3656782331,260	201665			

Yapılan ANOVA analizi sonucunda PPK faiz oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisi açısından farklı etkide bulunduğu tespit edilmiştir. Analiz %99 güvenilirlikte yani 0,01 hata ile gerçekleşmiş ve F: 35699,192 değeri elde edilmiştir. On iki sektörün tamamı açısından farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi ile oluşan farklı etkinin kaynağını araştıracağız.

Tablo 27 : PPK Faiz Kararlarının BIST 100 Endeksi'ne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	BIST 100	Multiple Comparisons					
PPK FAİZ ORANI		Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	p	95% Güven Aralığı		
					Alt Sınır	Üst Sınır	
Tukey HSD	7,50	7,75	-83,187*	,986	0,000	-86,49	-79,88
	24,00	8,00	-222,890*	,434	0,000	-224,34	-221,44
		8,25	-265,023*	,745	0,000	-267,52	-262,52
		8,75	-210,783*	1,604	0,000	-216,16	-205,40
		9,75	-132,227*	1,343	0,000	-136,73	-127,72
		10,75	-270,912*	1,562	0,000	-276,15	-265,67
		11,25	-419,061*	1,395	0,000	-423,74	-414,38
		12,00	-355,852*	1,395	0,000	-360,53	-351,17
		14,00	-259,992*	1,181	0,000	-263,95	-256,03
		16,50	-212,799*	1,165	0,000	-216,71	-208,89
		17,75	-152,634*	,880	0,000	-155,59	-149,68
		19,75	-200,744*	1,234	0,000	-204,88	-196,60
		24,00	-169,762*	,528	0,000	-171,53	-167,99
	7,50	169,762*	,528	0,000	167,99	171,53	
	7,75	86,575*	1,053	0,000	83,04	90,10	
	8,00	-53,128*	,570	0,000	-55,04	-51,22	
	8,25	-95,261*	,832	0,000	-98,05	-92,47	
	8,75	-41,021*	1,646	0,000	-46,54	-35,50	
	9,75	37,535*	1,393	0,000	32,86	42,20	
	10,75	-101,150*	1,605	0,000	-106,53	-95,77	
	11,25	-249,299*	1,443	0,000	-254,14	-244,46	
	12,00	-186,090*	1,443	0,000	-190,93	-181,25	
	14,00	-90,230*	1,238	0,000	-94,38	-86,08	
	16,50	-43,037*	1,222	0,000	-47,14	-38,94	
	17,75	17,128*	,954	0,000	13,93	20,33	
	19,75	-30,982*	1,288	0,000	-35,30	-26,66	

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK faiz oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisi bakımından farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, faiz oranı %7,5 seviyesinde iken BIST 100 Endeksi'nin olumlu etkilendiği tespit edilmiştir.

Yine faiz oranının %24 olması %8 faiz oranına kadar olan oranlarda BIST 100 Endeksi'ne negatif yönde etki ederken %9,75 ve %17,75 oranları hariç diğer oranlarda BIST 100 Endeksi'ne pozitif etkide bulunmuştur. BIST 100 Endeksi'nin pozitif yönde değer kazanması açısından en uygun faiz oranının %7,5 olduğu söylenebilir. Bu bağlamda H_3 yani **“PPK faiz kararlarının ile BIST 100 Endeksi'ne etkisinde farklılık vardır”** hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

4.3.1.5 PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının BIST 100 Endeksi'ne Etkisine Göre Karşılaştırma

Araştırmamızın bu kısmında PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksine etkisi ANOVA test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Her bir sektör için ayrı ayrı test yapılmamış on iki sektörün tamamı tek bir tabloda gösterilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksine nasıl ve ne yönde etkide bulunduğu araştırılmış ve yorumlanmıştır.

Tablo 28 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının BIST 100 Endeksi'ne Etkisi Açısından Farklılık Analizleri

ANOVA					
BIST 100	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ort. Karesi	F	P
Gruplar Arası	2098613073,227	6	349768845,538	45267,249	,000
Grup İçi	1558169258,033	201659	7726,753		
Toplam	3656782331,260	201665			

Yapılan ANOVA analizi sonucunda PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisi açısından farklı etkide bulunduğu tespit edilmiştir. Analiz %99 güvenilirlikte yani 0,01 hata ile gerçekleşmiş ve F: 45267,249 değeri elde edilmiştir. On iki sektörün tamamı açısından farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi ile oluşan farklı etkinin kaynağını araştıracağız.

Tablo 29: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının BIST 100 Endeksi'ne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken		BIST 100		Multiple Comparisons			
ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI		Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	P	95% Güven Aralığı		
					Alt Sınır	Üst Sınır	
Tukey HSD	2,0	4,0	-35,320*	3,049	,000	-44,31	-26,33
		7,0	94,604*	,871	,000	92,04	97,17
		8,0	117,861*	,851	,000	115,35	120,37
		10,5	83,882*	,617	,000	82,06	85,70
		11,0	290,710*	1,892	,000	285,13	296,29
		11,5	263,760*	,589	,000	262,02	265,50
	4,0	2,0	35,320*	3,049	,000	26,33	44,31
		7,0	129,924*	3,092	,000	120,81	139,04
		8,0	153,180*	3,086	,000	144,08	162,28
		10,5	119,202*	3,030	,000	110,27	128,14
		11,0	326,030*	3,519	,000	315,66	336,40
		11,5	299,079*	3,024	,000	290,16	308,00
	7,0	2,0	-94,604*	,871	,000	-97,17	-92,04
		4,0	-129,924*	3,092	,000	-139,04	-120,81
		8,0	23,256*	,993	,000	20,33	26,19
		10,5	-10,722*	,802	,000	-13,09	-8,36
		11,0	196,106*	1,961	,000	190,33	201,89
		11,5	169,156*	,781	,000	166,85	171,46
	8,0	2,0	-117,861*	,851	,000	-120,37	-115,35
		4,0	-153,180*	3,086	,000	-162,28	-144,08
		7,0	-23,256*	,993	,000	-26,19	-20,33
		10,5	-33,979*	,781	,000	-36,28	-31,68
		11,0	172,850*	1,952	,000	167,10	178,60
		11,5	145,899*	,759	,000	143,66	148,14
	10,5	2,0	-83,882*	,617	,000	-85,70	-82,06
		4,0	-119,202*	3,030	,000	-128,14	-110,27
		7,0	10,722*	,802	,000	8,36	13,09
		8,0	33,979*	,781	,000	31,68	36,28
		11,0	206,828*	1,862	,000	201,34	212,32
		11,5	179,878*	,482	,000	178,46	181,30
	11,0	2,0	-290,710*	1,892	,000	-296,29	-285,13
		4,0	-326,030*	3,519	,000	-336,40	-315,66
		7,0	-196,106*	1,961	,000	-201,89	-190,33
		8,0	-172,850*	1,952	,000	-178,60	-167,10
		10,5	-206,828*	1,862	,000	-212,32	-201,34
		11,5	-26,951*	1,853	,000	-32,41	-21,49
	11,5	2,0	-263,760*	,589	,000	-265,50	-262,02
		4,0	-299,079*	3,024	,000	-308,00	-290,16
		7,0	-169,156*	,781	,000	-171,46	-166,85
		8,0	-145,899*	,759	,000	-148,14	-143,66
		10,5	-179,878*	,482	,000	-181,30	-178,46
		11,0	26,951*	1,853	,000	21,49	32,41

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisi bakımından farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde düşük zorunlu karşılık oranlarının BIST 100 endeksine pozitif yönde etkide bulunduğu, yüksek zorunlu karşılık oranlarının ise negatif yönde etkide bulunduğu tespit edilmiştir.

Yani BIST 100 Endeksi'nin PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının %2 ila %4 iken olumlu yönde etkilendiği, bu oran dışındaki %7 - %11,5 aralığındaki zorunlu karşılık oranlarında olumsuz etkilenecek değeri kaybettiği söylenebilir. Bu bağlamda H_6 yani ***“PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisinde farklılık vardır”*** hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

4.3.1.6 PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisinin Karşılaştırılması

Araştırmamızın bu kısmında PPK zorunlu karşılık oranlarının sektörlere etkisi ANOVA test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Her bir sektör için ayrı ayrı test yapılmamış araştırma konumuz on iki sektörün tamamı tek bir tabloda gösterilmiştir.

Tablo 30: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörel Bazda Hisse Senedi Kapanış Değerleri Üzerine Etkisi Açısından Farklılık Analizleri

ANOVA						
Hisse Senedi Kapanış Değerleri SEKTÖR		Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ort. Karesi	F	P
1	Gruplar arası	6948,219	6	1158,037	37,250	,000
	Grup içi	256724,445	8258	31,088		
	Toplam	263672,664	8264			
2	Gruplar arası	2898,771	6	483,129	106,489	,000
	Grup içi	52464,690	11564	4,537		
	Toplam	55363,462	11570			
3	Gruplar arası	1445,283	6	240,881	104,600	,000
	Grup içi	7597,192	3299	2,303		
	Toplam	9042,476	3305			
4	Gruplar arası	6651,074	6	1108,512	115,165	,000
	Grup içi	15843,390	1646	9,625		
	Toplam	22494,464	1652			
5	Gruplar arası	394613,335	6	65768,889	133,458	,000
	Grup içi	29322494,584	59501	492,807		
	Toplam	29717107,919	59507			
6	Gruplar arası	9515,850	6	1585,975	8,911	,000
	Grup içi	1763913,385	9911	177,975		
	Toplam	1773429,235	9917			
7	Gruplar arası	206966,917	6	34494,486	147,310	,000
	Grup içi	1933707,827	8258	234,162		
	Toplam	2140674,744	8264			
8	Gruplar arası	6682,218	6	1113,703	68,956	,000
	Grup içi	587227,851	36359	16,151		
	Toplam	593910,070	36365			
9	Gruplar arası	6480,667	6	1080,111	232,339	,000
	Grup içi	7652,015	1646	4,649		
	Toplam	14132,681	1652			
10	Gruplar arası	18728,800	6	3121,467	115,706	,000
	Grup içi	133592,608	4952	26,978		
	Toplam	152321,408	4958			
11	Gruplar arası	950639,850	6	158439,975	242,104	,000
	Grup içi	27039754,356	41318	654,430		
	Toplam	27990394,206	41324			
12	Gruplar arası	4058144,310	6	676357,385	65,674	,000
	Grup içi	153140909,027	14870	10298,649		
	Toplam	157199053,337	14876			

Yapılan analiz sonucunda 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmiştir. Bu farklı etkilenmelerin sebeplerini aşağıda on iki sektör için sırasıyla inceleyeceğiz. Adı geçen on iki sektör için Tukey HSD testi öncesi verilen (F) değerler için yukarıdaki tablodan değerler alınacaktır.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F=

37,250; $p < 0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 31 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons					
			SEKTÖR	Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	Tukey HSD	7,0	2,0	-2,23539*	,27282	0,000	-3,0399	-1,4308
			4,0	-5,03632*	,96869	,000	-7,8930	-2,1796
			8,0	-,44077	,31127	,793	-1,3587	,4772
			10,5	-3,01573*	,25140	0,000	-3,7571	-2,2743
			11,0	-2,63657*	,61432	,000	-4,4482	-,8249
			11,5	-2,25715*	,24472	0,000	-2,9788	-1,5355

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %7 orana direnç gösterildiği bu oran haricindeki tüm oranlardan olumlu etkilendiği yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı tespit edilmiştir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi ikinci sektörümüz *elektrik gaz ve su sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *elektrik gaz ve su sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F = 106,489$; $p < 0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 32 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Elektrik Gaz Ve Su Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

SEKTÖR	Bağımlı Değişken			Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)						Multiple Comparisons	
										95% Güven Aralığı	
										Alt Sınır	Üst Sınır
ELEKTRİK GAZ VE SU	Tukey HSD	4,00	2,0	1,20444*	,30842	,002				,2950	2,1139
			7,0	2,32985*	,31276	,000				1,4076	3,2521
			8,0	2,14904*	,31219	,000				1,2284	3,0696
			10,5	1,92218*	,30651	,000				1,0183	2,8260
			11,0	2,52382*	,35595	,000				1,4742	3,5735
			11,5	2,58975*	,30595	,000				1,6875	3,4919

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *elektrik gaz ve su sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %4 ZKO'nun olumlu algılandığı yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu oran haricindeki diğer oranlardan ise olumsuz etkilendiği yani hisse senedi kapanış değerlerinde düşüş olduğu tespit edilmiştir. *Elektrik gaz ve su sektörü* açısından düşük zorunlu karşılık oranlarının daha faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi üçüncü sektörümüz *gayrimenkul faaliyetleri sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *gayrimenkul faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F=104,600$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 33 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)					Multiple Comparisons			
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı					
							Alt Sınır	Üst Sınır				
GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ	Tukey HSD	4,0	2,0	2,39297*	,41108	,000	1,1802	3,6057				
			7,0	3,56387*	,41687	0,000	2,3341	4,7937				
			8,0	3,66214*	,41611	0,000	2,4346	4,8897				
			10,5	3,64628*	,40855	0,000	2,4410	4,8516				
			11,0	4,91102*	,47444	0,000	3,5113	6,3107				
			11,5	4,20129*	,40779	0,000	2,9982	5,4043				

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *gayrimenkul faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %4 oranının olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *gayrimenkul faaliyetleri sektörü* açısından düşük zorunlu karşılık oranlarının daha faydalı olduğu söylenebilir. Düşük zorunlu karşılık oranlarının kredi maliyetlerini düşürmesi sebebiyle sektörü geliştirdiği, ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanabildiği söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi dördüncü sektörümüz *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F = 115,165$; $p < 0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 34: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)						Multiple Comparisons			
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)		Std. Hata		Sig.		95% Güven Aralığı			
										Alt Sınır	Üst Sınır		
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	Tukey HSD	10,5	2,0	2,38466*	,24046	0,000	1,6748		3,0945				
			4,0	2,35109	1,18122	,421	-	5,8380					
			7,0	3,20942*	,31280	0,000	2,2860	4,1328					
			8,0	2,30027*	,30429	,000	1,4020	3,1985					
			11,0	5,05177*	,72582	,000	2,9091	7,1944					
			11,5	4,86814*	,18790	0,000	4,3135	5,4228					

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %10,5 oranının ideal ZKO olduğu bu oranın altı ya da üstü sektör açısından olumsuz algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı söylenebilir.

Diğer bir deyişle *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki* işletmelerin gelişimi için en ideal ZKO'nun %10,5 olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi beşinci sektörümüz *imalat sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK faiz kararları açısından *imalat sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 133,458$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 35: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları İmalat Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

				Multiple Comparisons					
Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)					
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı		
							Alt Sınır	Üst Sınır	
İMALAT	Tukey HSD	4,0	2,0	3,25448	1,41741	,246	-,9246	7,4336	
			7,0	7,26371*	1,43735	,000	3,0258	11,5016	
			8,0	8,61029*	1,43475	,000	4,3800	12,8405	
			10,5	7,60930*	1,40867	,000	3,4560	11,7626	
			11,0	9,65275*	1,63587	,000	4,8295	14,4760	
			11,5	10,67070*	1,40607	,000	6,5250	14,8164	

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *imalat sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %4 ZKO'nun olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *imalat sektörü* açısından en ideal ZKO olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu söylenebilir. Bu bağlamda %4 gibi düşük ZKO ile *imalat sektörünün* ihtiyaç duyduğu gerekli üretim malzemelerini düşük kredi maliyetleri ile alabildiği bu sayede üretim giderlerini düşürdüğü ve istihdama katkı sağladığı söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi altıncı sektörümüz, *inşaat ve bayındırlık sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenlilikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *inşaat ve bayındırlık sektörünü* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 8,911$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 36 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları İnşaat Ve Bayındırlık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)					Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)		Std. Hata		Sig.		95% Güven Aralığı			
										Alt Sınır		Üst Sınır	
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK				Tukey HSD		7,75	2,0	6,39364*	2,08647	,036	,2408	12,5465	
							7,0	9,48770*	2,11583	,000	3,2483	15,7271	
							8,0	9,08950*	2,11200	,000	2,8614	15,3176	
							10,5	7,32355*	2,07360	,008	1,2086	13,4385	
							11,0	8,06068*	2,40805	,014	,9595	15,1618	
							11,5	7,84479*	2,06978	,003	1,7412	13,9484	

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *inşaat ve bayındırlık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %4 oranın olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan daha yüksek oranların ise sektöre olumsuz yansıdığı ve işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerinde düşüşler olduğu söylenebilir. Yüksek ZKO, kredi maliyetlerini arttıracığı için sektörün imalat ve satışta problemler yaşayacağı söylenebilir.

Araştırmanın başında PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi yedinci sektörümüz, *madencilik ve taş ocakçılığı sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilrlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *madencilik ve taş ocakçılığı sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 147,310; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 37 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)		Multiple Comparisons			
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı		
							Alt Sınır	Üst Sınır	
MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	Tukey HSD	4,00	2,0	2,46516	2,62169	,966	-5,2663	10,1967	
			7,0	9,53585*	2,65857	,006	1,6956	17,3761	
			8,0	8,94492*	2,65376	,013	1,1188	16,7710	
			10,5	13,72576*	2,60552	,000	6,0420	21,4096	
			11,0	18,50805*	3,02576	,000	9,5849	27,4311	
			11,5	16,53362*	2,60072	,000	8,8640	24,2033	

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *madencilik ve taş ocakçılığı sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %4 oranının olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan daha yüksek oranların ise sektöre olumsuz yansıdığı ve işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerinde düşüşler olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi sekizinci sektörümüz, *mali kuruluşlar sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *mali kuruluşlar sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK faiz kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu ($F= 68,956$; $p<0,01$) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 38 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Mali Kuruluşlar Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)					Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı						
							Alt Sınır	Üst Sınır					
MALİ KURULUŞLAR				Tukey HSD	10,50	2,0	-,42258*	,06641	,000	-,6184	-,2268		
						4,0	-,89698	,32622	,086	-1,8588	,0649		
						7,0	,68788*	,08639	0,000	,4332	,9426		
						8,0	,80685*	,08404	0,000	,5591	1,0546		
						11,0	,90194*	,20045	,000	,3109	1,4930		
						11,5	,60068*	,05189	0,000	,4477	,7537		

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *mali kuruluşlar sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %2, %4 veya %10,5 oranlarının sektör açısından pozitif yönde etkilerinin olduğu yani sektördeki işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine olumlu etkide bulunduğu söylenebilir. Diğer oranların ise olumsuz algılandığı yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi dokuzuncu sektörümüz, *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilrlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 232,339; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 39 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)	Multiple Comparisons			
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
							Alt Sınır	Üst Sınır
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER	Tukey HSD	7,00	2,0	4,62572*	,23590	0,000	3,9293	5,3221
			4,0	3,94935*	,83762	,000	1,4767	6,4220
			8,0	,06996	,26916	1,000	-,7246	,8645
			10,5	3,93171*	,21739	0,000	3,2900	4,5734
			11,0	5,35462*	,53119	0,000	3,7865	6,9227
			11,5	5,93437*	,21161	0,000	5,3097	6,5590

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %7 ZKO'nun olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörü* açısından en ideal ZKO olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu söylenebilir. Bu oranlar dışındaki zorunlu karşılık oranları sektörü olumsuz etkilemektedir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi onuncu sektörümüz, *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilrlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 115,706; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 40 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Tarım Ormancılık Ve Balıkçılık Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)	Multiple Comparisons						
		SEKTÖR		Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK	Tukey HSD	11,5	2,0	1,47260*	,22186	,000	,8182	2,1270
			4,0	-1,33076	1,13962	,906	-4,6921	2,0306
			7,0	3,23374*	,29430	,000	2,3657	4,1018
			8,0	3,52543*	,28585	,000	2,6823	4,3685
			10,5	4,47529*	,18162	,000	3,9396	5,0110
			11,0	4,72671*	,69813	,000	2,6675	6,7859

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %4 ya da %11,5 oranının ideal oranlar olduğu diğer oranların olumsuz algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi on birinci sektörümüz, *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 242,104; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 41 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararları Toptan Ve Perakende Ticaret, Lokantalar Ve Oteller Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)					Multiple Comparisons				
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı						
							Alt Sınır	Üst Sınır					
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, LOKANTALAR VE OTELLER	Tukey HSD	10,50	2,0	-11,15929*	,39655	,000	-12,3285	-9,9901					
			4,0	-41,20632*	1,94797	,000	-46,9499	-35,4628					
			7,0	-,93112	,51585	,545	-2,4521	,5898					
			8,0	-,31421	,50181	,996	-1,7938	1,1654					
			11,0	1,34316	1,19697	,922	-2,1861	4,8724					
			11,5	,22969	,30988	,990	-,6840	1,1433					

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %10,5 oranı ve üstündeki oranların ideal olduğu, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörü* açısından yüksek ZKO'nun daha faydalı olduğu söylenebilir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi on ikinci sektörümüz, *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörünü* inceleyip sektördeki işletmeler açısından oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo30'dan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilirlikte PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründeki* işletmelerin etkilenmesinde farklılık olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektördeki işletmelere farklı etkide bulunduğu (F= 65,674; p<0,01) tespit edilmiştir. Bu farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi aşağıdadır.

Tablo 42 : PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme Sektörüne Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken	Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)			Multiple Comparisons				
				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
SEKTÖR							Alt Sınır	Üst Sınır
ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME	Tukey HSD	2,0	4,0	17,63891	12,95919	,822	-20,5742	55,8520
			7,0	1,19095	3,70109	1,000	-9,7226	12,1045
			8,0	6,11220	3,61575	,623	-4,5496	16,7740
			10,5	36,62207*	2,62181	,000	28,8911	44,3531
			11,0	43,27185*	8,04338	,000	19,5541	66,9896
			11,5	37,82464*	2,50269	,000	30,4449	45,2044

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründeki* işletmelerin etkileneğinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının sektördeki işletmeler açısından %2 oranının olumlu algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörü* açısından en ideal ZKO olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu söylenebilir. Bu oran dışındaki zorunlu karşılık oranlarından olumsuz etkilendiği söylenebilir.

PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlere farklı etkilerinin olduğu bulunmuştur. Bu bağlamda **H₄** yani **“PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisinde farklılık vardır”** hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

Araştırmanın başında (Tablo 30) PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin farklı etkilendiği tespit edilmişti; şimdi on iki sektörün tamamı açısından farklılığın sebebini araştırmak için yapılan Tukey HSD testi ile oluşan farklı etkinin sebeplerini araştıracağız.

Tablo 43: PPK Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Tüm Sektörlere Etkisinde Farklılık Kaynağı Analizleri

Bağımlı Değişken				Hisse Senedi Kapanış Değerleri(TL)					Multiple Comparisons			
SEKTÖR				Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı					
							Alt Sınır	Üst Sınır				
TÜM SEKTÖRLER	Tukey HSD	4,00	2,0	6,61519	1,19750	,000	3,0845	10,1458				
			7,0	10,81176	1,21434	,000	7,2315	14,3921				
			8,0	11,64969	1,21215	,000	8,0759	15,2235				
			10,5	13,55037	1,19011	,000	10,0415	17,0592				
			11,0	15,44409	1,38206	,000	11,3693	19,5189				
			11,5	14,86331	1,18792	,000	11,3609	18,3657				

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

PPK zorunlu karşılık oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının tüm sektörlerdeki işletmeler açısından %4 oranının en ideal oran olduğu daha yüksek oranların olumsuz algılandığı, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani tüm sektörler açısından diğer ekonomik koşulların sabit kalması durumunda *optimal zorunlu karşılık* oranı belirlemek gerekirse bu oranın %4 olduğu tespit edilmiştir.

4.3.1.7 PPK Faiz Oranı Kararlarının İşletmelere Etkisinin İşletmenin Halka Açık Olup Olmamasına Göre Karşılaştırması

Araştırmamızın bu kısmında PPK faiz oranlarının sektörlerdeki işletmelerin halka açık olup olmama durumuna göre etkisi t testi tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Elde edilen veriler on iki sektörün tamamı kapsamaktadır elde edilen veriler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 44 : PPK Faiz Kararlarının İşletmelerin Halka Açık Olup Olmamasına Göre Farklılıklarının Analizi

Group Statistics								
Halka Açık- Kapalı		N	Ortalama	Std. Sapma	Ortalamanın Std. Hatası	t	Serbestlik Derecesi	P
TCMB FAİZ ORANI	H. Açık	190777	11,0538	5,85329	,01340	20,871	201664	,000
	H. Kapalı	10889	9,8588	5,01024	,04801	23,972	12646,078	,000

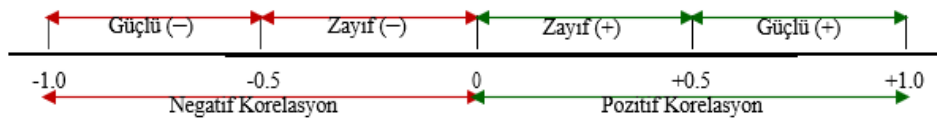
Tablodan görülebileceği üzere 0,01 anlamlılık seviyesi ya da %99 güvenilrlikte PPK faiz oranı kararları açısından işletmelerin halka açık olup olmamasına göre farklılık olup olmadığı t testi ile analiz edilmiş, faiz oranlarının değişimine göre işletmelerin halka açık olup olmaması işletmenin bu faiz oranlarından etkilenmesinde farklılık oluşturduğu ($t= 20,871$; $p<0,01$) tespit edilmiştir.

Bu farklı etkilenmenin sebepleri değerlendirildiğinde, halka açık işletmeler lehine halka açık olmayan işletmeler aleyhine bir fark ortaya çıktığı yani halka açık işletmelerin para politikası uygulamalarından daha çok etkilendikleri söylenebilir. Bu bağlamda H_7 yani “*PPK faiz kararlarının işletmelere etkisinde işletmelerin halka açık olup olmaması arasında farklılık vardır*” hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

4.3.2 İlişki-Korelasyon Analizleri

Korelasyon, iki değişken arasındaki ilişkinin derecesini araştırmak için kullanılan bir testtir. Korelasyon katsayısı ise değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin gücünü ölçmek için kullanılır. İlişkinin yönünün ölçü derecesi *pozitif, sıfır veya negatif* korelasyon olarak sınıflandırılabilir. Genellikle değişkenler arasında tam ya da sıfır korelasyon katsayısı elde etmek çok zordur. Temel olarak, R korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında değişecektir. Ölçülebilen korelasyon katsayısı Şekil 6'da gösterildiği gibi yorumlanabilir (Gogtay ve Thatte, 2017).

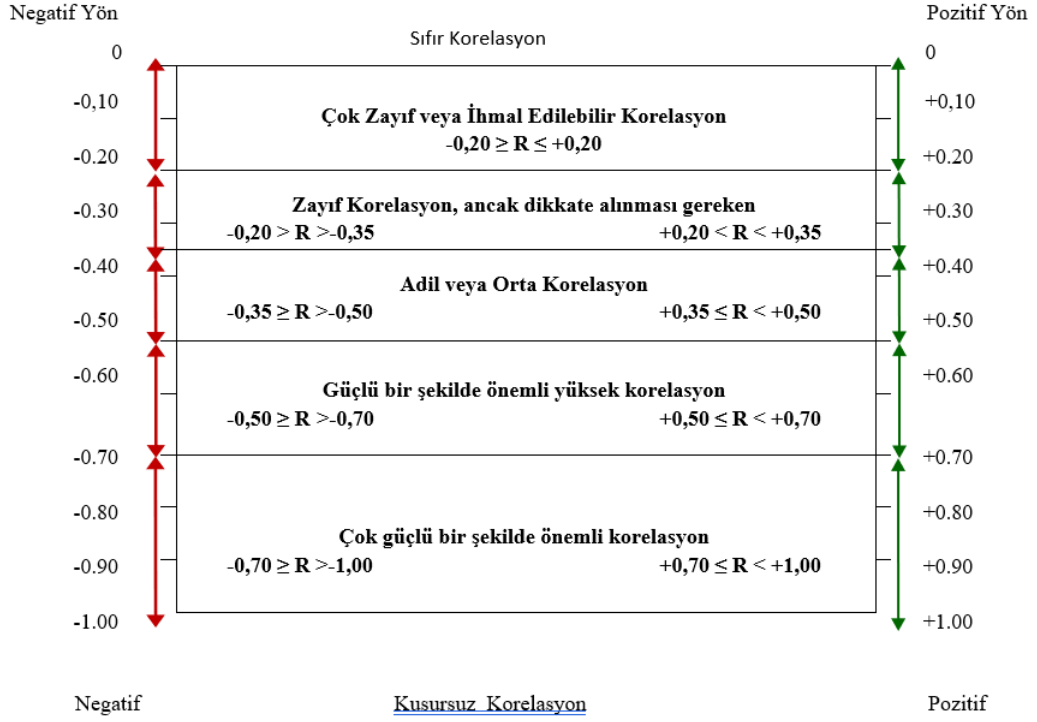
Şekil 6: Korelasyon Katsayısının Temel Yorumu



(Kaynak: Gogtay ve Thatte, 2017 : 79)

Bununla birlikte, sosyal bilimlere yönelik çalışmalarda, $-0,35 \leq R \leq -0,20$ ya da $+0,20 \leq R \leq +0,35$ aralığı istatistiksel olarak anlamlı, yani $p \leq 0,05$ olduğunda, sosyal değişkenlerin nitel verileri için makul korelasyon olarak kabul edilebilir. Sosyal bilimlere yönelik çalışmalarında korelasyon katsayısını yorumlamanın yapı taşı olarak aşağıdaki şekil kullanılır.

Şekil 7: Sosyal Bilim Çalışmalarında Korelasyon Katsayısının Yorumlanması İçin İdeal Aralıklar



(Kaynak : [Senthilnathan, 2019](#))

Korelasyon iki değişkenin ilişkisini ifade ettiği için, bir çalışmanın korelasyonu ilişkinin nedenini açıklamaz. Bu nedenle araştırmacılar korelasyon katsayısının nasıl yorumlanacağına dikkat etmelidir. Korelasyon, iki değişken arasındaki ilişki türünü (pozitif, negatif veya hiçbir) ve ilişki derecesini yani büyüklüğünü araştırır. Korelasyon hiçbir zaman aralarındaki ilişkinin ne olduğu hakkında bilgi sağlamaz (Senthilnathan, 2019).

PPK kararları ile BIST 100 Endeksi arası ilişki düzeyini göstermek üzere korelasyon analizleri yapılmış ve aşağıda gösterilmiştir.

4.3.2.1 PPK Faiz Kararları ile BIST 100 Endeksi İlişki Analizleri

Araştırmamızın bu kısmında PPK faiz oranlarının BIST 100 Endeksi arasındaki ilişki korelasyon test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Elde edilen veriler on iki sektörün tamamı kapsamaktadır elde edilen veriler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 45 : PPK Faiz Kararları ile BIST 100 Endeksi Arası İlişki Tablosu

Correlations			
		TCMB FAİZ ORANI	BIST 100
PPK Faiz Oranı	Pearson Correlation	1	,253**
	p		0,000
	N	201666	201666
BIST 100	Pearson Correlation	,253**	1
	p	0,000	
	N	201666	201666

**, Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Tablo 45’deki, ilişki analizleri incelendiğinde aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır. PPK faiz kararları ile BIST 100 Endeksi arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,253$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

Bu bağlamda H_{10} yani **“PPK faiz kararları ile BIST 100 Endeksi’nin değişimi arasında ilişki vardır”** hipotezi doğrulanmış ve kabul edilmiştir.

4.3.2.2 PPK Faiz Kararları ile Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Arası İlişki Analizleri

Araştırmamızın bu kısmında PPK faiz oranlarının sektörlerdeki işletmelerin entelektüel sermaye değerleri ile ilişkisi korelasyon test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Elde edilen verilerde on iki sektörün tamamına ilişkin veriler bulunmaktadır. Elde edilen veriler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 46 : PPK Faiz Kararları ile Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Arası İlişki Tablosu

Correlations				
SEKTÖR			PPK Faiz Oranı	Entelektüel Sermaye
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,224**	1
		P	,000	
		N	8265	8265
ELEKTRİK GAZ VE SU	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,087**	1
		P	,000	
		N	11571	11571
GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,018	1
		P	,300	
		N	3306	3306
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,027	1
		P	,269	
		N	1653	1653
İMALAT	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,038**	1
		P	,000	
		N	59508	59508
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,161**	1
		P	,000	
		N	9918	9918
MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,177**	1
		P	,000	
		N	8265	8265
MALİ KURULUŞLAR	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,041**	1
		P	,000	
		N	36366	36366
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,721**	1
		P	,000	
		N	1653	1653
TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,089**	1
		P	,000	
		N	4959	4959
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, LOKANTALAR VE OTELLER	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,015**	1
		P	,002	
		N	41325	41325
ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,027**	1
		P	,001	
		N	14877	14877

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

PPK faiz kararları ile *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan negatif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = -0,224$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *elektrik gaz ve su sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = -0,087$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *gayrimenkul faaliyetleri sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = -0,018$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = -0,027$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *imalat sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan pozitif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = 0,038$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *inşaat ve bayındırlık sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan negatif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = -0,161$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *madencilik ve taş ocakçılığı sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = 0,177$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *mali kuruluşlar sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = -0,041$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, güçlü ve doğrusal ($r = 0,721$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan negatif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = -0,089$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = -0,015$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

PPK faiz kararları ile *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r = -0,027$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

Bu bağlamda H₁₁ yani “*PPK faiz kararları ile sektörlerin entelektüel sermayeleri arasında ilişki vardır*” hipotezi kısmen doğrulanmıştır.

4.3.2.3 BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Hisse Senetleri Kapanış Değerleri Arası İlişki Analizleri

Araştırmamızın bu kısmında BIST 100 Endeksi ile sektörlerdeki işletmelerin hisse senedi kapanış değerleri ile ilişkisi korelasyon test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Elde edilen verilerde on iki sektörün tamamına ilişkin veriler bulunmaktadır. Elde edilen veriler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 47 : BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Hisse Senetleri Kapanış Değerleri Arası İlişki Tablosu

Correlations				
SEKTÖR			Kapanış(TL)	BIST 100
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,019	1
		p	,079	
		N	8265	8265
ELEKTRİK GAZ VE SU	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,243**	1
		p	,000	
		N	11571	11571
GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,433**	1
		p	,000	
		N	3306	3306
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,661**	1
		p	,000	
		N	1653	1653
İMALAT	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,111**	1
		p	,000	
		N	59508	59508
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,041**	1
		p	,000	
		N	9918	9918
MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,255**	1
		p	,000	
		N	8265	8265
MALİ KURULUŞLAR	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,132**	1
		p	,000	
		N	36366	36366
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,274**	1
		p	,000	
		N	1653	1653
TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	-,110**	1
		p	,000	
		N	4959	4959
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, LOKANTALAR VE OTELLER	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,115**	1
		p	,000	
		N	41325	41325
ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME	Kapanış(TL)	Pearson Correlation	,093**	1
		p	,000	
		N	14877	14877

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

BIST 100 Endeksi ile *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün hisse senedi kapanış değerleri* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan olan pozitif yönlü, pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,243$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *elektrik gaz ve su sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,243$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *gayrimenkul faaliyetleri sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve orta şiddette ($r= 0,433$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve güçlüye yakın bir şiddette ($r= 0,661$), anlamlı ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *imalat sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,111$) anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *inşaat ve bayındırlık sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan pozitif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r= 0,041$), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *madencilik ve taş ocakçılığı sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r= 0,255$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *mali kuruluşlar sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r= 0,132$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif ve doğrusal yönlü, zayıf ($r= 0,274$) anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan negatif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = -0,110$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = 0,115$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörünün hisse senetleri kapanış değerleri* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r = 0,093$), anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,01$).

Bu bağlamda H_8 yani **“BIST 100 Endeksi ile işletmelerin hisse senedi kapanış değerleri arasında ilişki vardır”** hipotezi kısmen doğrulanmıştır.

4.3.2.4 BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Arası İlişki Analizleri

Araştırmamızın bu kısmında BIST 100 Endeksi ile sektörlerdeki işletmelerin entelektüel sermaye değerleri arasındaki ilişki korelasyon test tekniği ile incelenecektir. Yapılan test istatistiği %99 güvenilirlikte gerçekleşmiştir. Elde edilen verilerde on iki sektörün tamamına ilişkin veriler bulunmaktadır. Elde edilen veriler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 48 : BIST 100 Endeksi ile Entelektüel Sermaye Değerleri Arası İlişki Tablosu

Correlations				
SEKTÖR			BIST 100	ENTELEKTÜEL SERMAYE
EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,144**	1
		p	,000	
		N	8265	8265
ELEKTRİK GAZ VE SU	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,288**	1
		p	,000	
		N	11571	11571
GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,550**	1
		p	,000	
		N	3306	3306
İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,649**	1
		p	,000	
		N	1653	1653
İMALAT	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,120**	1
		p	,000	
		N	59508	59508
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,140**	1
		p	,000	
		N	9918	9918
MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,320**	1
		p	,000	
		N	8265	8265
MALİ KURULUŞLAR	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,063**	1
		p	,000	
		N	36366	36366
MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,238**	1
		p	,000	
		N	1653	1653
TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	-,048**	1
		p	,001	
		N	4959	4959
TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, LOKANTALAR VE OTELLER	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,061**	1
		p	,000	
		N	41325	41325
ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME	Entelektüel Sermaye	Pearson Correlation	,116**	1
		p	,000	
		N	14877	14877

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

BIST 100 Endeksi ile *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,144$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *elektrik gaz ve su sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,288$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *gayrimenkul faaliyetleri sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve orta şiddette ($r=0,550$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve güçlüye yakın bir şiddette ($r=0,649$), anlamlı ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *imalat sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,120$) anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *inşaat ve bayındırlık sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,140$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *madencilik ve taş ocakçılığı sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve orta şiddette ($r=0,320$) anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *mali kuruluşlar sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan pozitif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r=0,063$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif ve doğrusal yönlü, zayıf ($r=0,238$) anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 endeksi ile *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte negatif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r=-0,048$), anlamsız denebilecek bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörünün entelektüel sermayesi* aralarında güvenilirlik düzeyi %99 olan pozitif yönlü, doğrusal ve çok zayıf şiddette ($r=0,061$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

BIST 100 Endeksi ile *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörünün entelektüel sermayesi* arasında %99 güvenilirlikte pozitif yönlü, doğrusal ve zayıf şiddette ($r=0,116$), anlamlı bir ilişki vardır ($p<0,01$).

Bu bağlamda H_9 yani “*BIST 100 Endeksi ile işletmelerin entelektüel sermayeleri arasında ilişki vardır*” hipotezi kısmen doğrulanmıştır.

4.3.3 Etki (Regresyon) Analizleri

İstatistikte, bir bağımlı değişken ile bir veya daha fazla bağımsız değişken arasındaki ilişkiye odaklanıldığında, regresyon analizi birkaç değişkeni modelleme ve analiz etme için birçok teknik içerir. Daha spesifik olarak, regresyon analizi, bağımsız değişkenlerden herhangi biri değiştiğinde, diğer bağımsız değişkenler sabit tutulduğunda, bağımlı değişkenin tipik değerinin nasıl değiştiğini anlamaya yardımcı olur.

En yaygın olarak, regresyon analizi, bağımsız değişkenler verilen bağımlı değişkenin koşullu beklentisini, yani bağımsız değişkenler sabitlendiğinde bağımlı değişkenin ortalama değerini tahmin eder. Daha az yaygın olarak, odak, bağımsız değişkenler verilen bağımlı değişkenin koşullu dağılımının bir nicel veya başka bir konum parametresidir. Her durumda, tahmin hedefi, regresyon işlevi adı verilen bağımsız değişkenlerin bir işlevidir (Sumner, 2014).

Regresyon analizinde, bir olasılık dağılımı ile tanımlanabilen, bağımlı değişkenin regresyon fonksiyonu etrafındaki varyasyonunu karakterize etmek de ilgi çekicidir. Regresyon analizi, kullanımının makine öğrenimi alanıyla önemli ölçüde örtüştüğü durumlarda, tahmin ve tahmin için yaygın olarak kullanılmaktadır. Regresyon analizi, bağımsız değişkenlerden hangilerinin bağımlı değişkenle ilişkili olduğunu anlamak ve bu ilişkilerin biçimlerini keşfetmek için de kullanılır. Kısıtlı durumlarda, bağımsız ve bağımlı değişkenler arasındaki nedensel ilişkileri ortaya çıkarmak için regresyon analizi kullanılabilir (Cook,1982).

Regresyon analizi yapmak için çok sayıda teknik geliştirilmiştir. Doğrusal regresyon ve sıradan en küçük kareler regresyonu gibi bilinen yöntemler, regresyon fonksiyonunun verilerden tahmin edilen sonlu sayıda bilinmeyen parametre cinsinden tanımlanması bakımından parametrikdir. Parametrik olmayan regresyon, regresyon fonksiyonunun sonsuz boyutlu olabilen belirli bir fonksiyon setinde yatmasına izin veren teknikleri ifade eder.

Regresyon analizi yöntemlerinin pratikteki performansı, veri üretme sürecinin biçimine ve bunun kullanılan regresyon yaklaşımıyla nasıl bir ilişkisi olduğuna bağlıdır. Veri üretme sürecinin gerçek biçimi genellikle bilinmediğinden, regresyon analizi genellikle bir dereceye kadar bu süreç hakkında varsayımlarda bulunmaya bağlıdır (Freedman, 2005).

Regresyon denklemi, $Y=\alpha+\beta X+\varepsilon$ şeklinde bağımlı ve bağımsız değişkenler içeren bir denklemdir. Denklemden:

Y; bağımlı değişkeni ifade eder ve belirli bir istatistiksel hata içerdiği kabul edilir.

X; bağımsız değişkeni ifade eder ve hatasız ölçülebilir.

α ; sabit değer olup $X=0$ olduğunda Y'nin alacağı değerdir.

β ; regresyon katsayısını ifade eder. Bağımsız değişkendeki değişime karşılık bağımlı değişkenin nasıl etkileneceğini ifade eder.

ε ; tesadüfi hatayı ifade eder. Bu bilgiler ışığında şimdi regresyon analizleri yapalım.

4.3.3.1 PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerlerine Etkisinin (Regresyon) Analizi

PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri arasındaki etki analizi Tablo 49 ve Tablo 50'de verilmiştir.

Tablo 49 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerleri Üzerine Etki Tablosu

Model Summary						
Model		R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	
1		,084 ^a	,007	,007	34,53022	
a. Yordayıcı (tahmin edici) değişken: (Sabit), Zorunlu Karşılık Oranları, PPK Faiz Oranı						
ANOVA ^a						
Model		Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	p.
1	Regression	1723233,678	2	861616,839	722,629	,000 ^b
	Residual	240450092,464	201663	1192,336		
	Total	242173326,141	201665			
a. Bağımlı Değişken: Kapanış(TL)						
b. Yordayıcı (tahmin edici) değişken: (Sabit), Zorunlu Karşılık Oranları, PPK Faiz Oranı						

PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının *sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri* üzerine etkisi 0,05 anlamlılık seviyesinde yani %95 güvenirlilikte yapılan çoklu regresyon (etki) analiziyle (Tablo 50) incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda $p < 0.05$ anlamlılık seviyesinde 0,084 (%8,4) oranında sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerini etkilendiği tespit edilmiştir ($R = 0,084$; $R^2 = 0,07$; Düzeltilmiş $R^2 = 0,007$; $F = 722,629$; $p < 0.01$). Bu etkinin gücü ve yönünü belirlemek için aşağıdaki tabloyu kullanalım.

Tablo 50 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Hisse Senedi Kapanış Değerleri Üzerine Etki Yönü ve Gücü Tablosu

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Constant)	19,765	,340		58,150	0,000
	TCMB Faiz Oranı	-,027	,015	-,004	-1,821	,069
	Zorunlu Karşılık Oranları	-,893	,025	-,086	-35,224	,000

a. Bağımlı Değişken: Kapanış(TL)

PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının *sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri* üzerine etkisi 0,05 anlamlılık seviyesinde yani %95 güvenilirlikte yapılan çoklu regresyon (etki) analiziyle (Tablo 50) incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda $p < 0.05$ anlamlılık seviyesinde PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının 0,084 (%8,4) oranında *sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerini* etkilediği tespit edilmişti.

Bu etkinin yönü ve gücü için Tablo 51 incelendiğinde PPK faiz kararlarının negatif yönde (-0,004) oranında ve zorunlu karşılık oranları kararlarının da yine negatif yönde (-0,086) oranında *sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri* üzerine etkisi olduğu ifade edilebilir ($p > 0,05$). Bu bağlamda regresyon denklemi aşağıdaki şekilde oluşmaktadır. $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$ regresyon formülasyonunda etki değerleri yerlerine yerleştirildiğinde;

$$\text{Sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri} = 19,765 - 0,004 X_{\text{Faiz oranı}} - 0,086 X_{\text{Zorunlu Karşılık Oranı}} + \varepsilon \quad \text{şeklinde ifade edilebilir.}$$

Yapılan regresyon analizi sonucu PPK kararlarının *sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerini* negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu bağlamda TCMB piyasadan para çekmek istediğinde; faiz oranlarına kıyasla zorunlu karşılık oranlarını daha etkin bir araç olarak kullanabilecektir.

Bu bağlamda H_{12} yani “**PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisi vardır**” hipotezi kabul edilmiştir.

4.3.3.2 PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranı Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Üzerindeki Etkisinin (Regresyon) Analizi

PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının sektörlerin entelektüel sermaye değerleri üzerindeki etki analizi Tablo 51 ve Tablo 52’de verilmiştir.

Tablo 51 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Üzerine Etki Tablosu

Model Summary						
Model		R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. hatası	
1		,051 ^a	,003	,003	6336,987	
a. Yordayıcı (tahmin edici) değişken: (Sabit), Zorunlu Karşılık Oranları, PPK Faiz Oranı						
ANOVA ^a						
Model		Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
1	Regression	21319416187,299	2	10659708093,649	265,448	,000 ^b
	Residual	8098263009093,797	201663	40157406,213		
	Total	8119582425281,096	201665			
a. Bağımlı Değişken: Entelektüel Sermaye						
b. Yordayıcı (tahmin edici) değişken: (Sabit), Zorunlu Karşılık Oranları, PPK Faiz Oranı						

PPK faiz ve ZKO kararlarının *sektörlerin entelektüel sermaye değerleri* üzerine etkisi 0,05 anlamlılık seviyesinde yani %95 güvenilrlikte yapılan çoklu regresyon (etki) analiziyle (Tablo 51) incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda $p < 0.05$ anlamlılık seviyesinde PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının 0,051 (%5,1) oranında sektörlerin entelektüel sermaye değerlerini etkilendiği tespit edilmiştir ($R = 0,051$; $R^2 = 0,003$; Düzeltilmiş $R^2 = 0,003$; $F = 265,448$; $p < 0.01$).

Bu etkinin gücü ve yönünü belirlemek için aşağıdaki tabloyu kullanalım.

Tablo 52 : PPK Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranları Kararlarının Sektörlerin Entelektüel Sermaye Değerleri Üzerine Etki Yönü ve Gücü Tablosu

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Constant)	4123,747	62,377		66,110	0,000
	PPK Faiz Oranı	-20,497	2,673	-,019	-7,668	,000
	Zorunlu Karşılık Oranları	-106,709	4,652	-,056	-22,939	,000
a. Bağımlı Değişken: Entelektüel Sermaye						

PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının *sektörlerin entelektüel sermaye değerleri* üzerine etkisi 0,05 anlamlılık seviyesinde yani %95 güvenilrlikte yapılan çoklu regresyon (etki) analiziyle (Tablo 52) incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda $p < 0.05$ anlamlılık seviyesinde PPK faiz ve zorunlu karşılık oranları kararlarının 0,051 (%5,1) oranında *sektörlerin entelektüel sermaye değerlerini* etkilendiği tespit edilmiştir.

PPK faiz kararlarının negatif yönde ve (-0,019) oranında, ZKO kararlarının da yine negatif yönde ve (-0,056) oranında *sektörlerin entelektüel sermayeleri* üzerine etkisi olduğu ifade edilebilir ($p < 0,05$). Bu bağlamda regresyon denklemi aşağıdaki şekilde oluşmaktadır. $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$ regresyon formülasyonunda etki değerleri yerlerine yerleştirildiğinde;

Sektörlerin entelektüel sermayeleri = $4123,747 - 0,019 X_{\text{Faiz oranı}} - 0,056 X_{\text{Zorunlu Karşılık Oranı}} + \varepsilon$ şeklinde ifade edilebilir.

Yapılan regresyon analizi sonucu PPK kararlarının *sektörlerin entelektüel sermayelerini* negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Bu durumda **H₁₃** yani “**PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerin entelektüel sermayeleri üzerinde etkisi vardır**” hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 53 : Hipotezlerin Kabul-Red Tablosu

Hipo	Açıklama	Kabul	Red
H₁	PPK faiz kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisinde farklılık vardır.	Kabul	
H₂	PPK faiz kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisinde farklılık vardır.	Kabul	
H₃	PPK faiz kararlarının ile BIST 100 Endeksi'ne etkisinde farklılık vardır.	Kabul	
H₄	PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisinde farklılık vardır.	Kabul	
H₅	PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisinde farklılık vardır.	Kabul	
H₆	PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne etkisinde farklılık vardır.	Kabul	
H₇	PPK faiz kararlarının işletmelere etkisinde işletmelerin halka açık olup olmaması arasında farklılık vardır.	Kabul	
H₈	BIST 100 Endeksi ile işletmelerin hisse senedi kapanış değerleri arasında ilişki vardır.	Kısmen Kabul	
H₉	BIST 100 Endeksi ile işletmelerin entelektüel sermayeleri arasında ilişki vardır.	Kısmen Kabul	
H₁₀	PPK faiz kararları ile BIST 100 Endeksi'nin değişimi arasında ilişki vardır.	Kabul	
H₁₁	PPK faiz kararları ile sektörlerin entelektüel sermayeleri arasında ilişki vardır.	Kısmen Kabul	
H₁₂	PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerine etkisi vardır.	Kabul	
H₁₃	PPK faiz ve ZKO kararlarının sektörlerin entelektüel sermayeleri üzerinde etkisi vardır.	Kabul	

SONUÇ VE ÖNERİLER

Araştırmanın amacı, TCMB para politikası kararları ile merkez bankalarının performansını yansıtan ekonomik sonuçlar arasında anlamlı bir istatistiksel ilişkiyi bulup bu ilişkinin, sektörel bazda farklı alanlarda faaliyet gösteren işletmelere etkisini araştırmaktır. Bu çalışmada TCMB'nin piyasaya yön vermek, fiyat ve finansal istikrarı sağlamak için kullandığı para politikası araçlarından faiz oranları ve zorunlu karşılık oranlarının sektörel bazda işletmelere etkisi, hangi sektörler için hangi faiz oranı ve ZKO'nun daha faydalı olduğu incelenmiştir.

PPK faiz ve ZKO kararları ile Kamu Aydınlatma Platformu'ndan alınan sektörel bazlı işletmelere ait Borsa İstanbul hisse senedi kapanış değerleri arasındaki ilişkiler ANOVA, Korelasyon ve Regresyon testleri yardımı ile analiz edilmiştir. Faiz ve zorunlu karşılık oranlarının her sektöre farklı etki ettiği bulunmuştur. Araştırmanın amacı doğrultusunda yapılan analizler sonucunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

➤ PPK faiz kararları açısından *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründeki* işletmelerin etkilenmesi %17,75 faiz oranına kadar olumlu, yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu oranı aşan faiz oranlarından ise olumsuz etkilendiği yani hisse senedi kapanış değerlerinde düşüş olduğu tespit edilmiştir.

Eelektrik gaz ve su sektöründeki işletmelerin etkilenmesinde %8 faiz oranı ve daha yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan düşük olan %7,5-%7,75 faiz oranlarında ise hisse senedi kapanış değerlerinde düşüş olduğu tespit edilmiştir. *Elektrik gaz ve su sektörü* açısından yüksek faizlerin sektör açısından daha faydalı olduğu söylenebilir. Bu durum enerjide hala dışa bağlı olduğumuzun bir göstergesidir.

Gayrimenkul faaliyetleri sektöründeki işletmeler için %7,5 faiz oranından yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *gayrimenkul faaliyetleri* sektörü açısından yüksek faizlerin daha faydalı olduğu

söylenbilir. Düşük faiz oranları sebebiyle artan kurdan dolayı sektörün karlılığının düştüğü bu sebeple sektör açısından yüksek faizlerin daha faydalı olduğu söylenbilir. Sektörün düşük faiz sebebiyle artan hammadde fiyatlarından etkilendiği bu sebeple yüksek faizlere olumlu tepki verdiği tespit edilmiştir.

İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki işletmeler açısından %8 faiz oranının altında ve %17,75 faiz oranının üstündeki oranların hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, bu oranların arasındaki değerlerde ise hisse senedi kapanış değerlerinde artış olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle PPK faiz kararlarında faiz oranlarını çok düşürmesi ya da %18 seviyesi ve üzerine çıkarması durumunda *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki işletmelerin* olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

İmalat sektöründeki işletmeler açısından %11,25 faiz oranının işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *imalat sektörü* açısından en ideal faiz oranı olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu tespit edilmiştir.

İnşaat ve bayındırlık sektöründeki işletmeler açısından %14 faiz oranına kadar işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan daha yüksek faiz oranlarının ise sektöre olumsuz yansıdığı ve işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerinde düşüşler olduğu tespit edilmiştir. Yüksek faiz, kredi maliyetlerini arttıracak için sektörün imalat ve satışta problemler yaşayacağı, satışlardaki düşüşlerin de işletmelerin değer kaybetmesine sebep olduğu tespit edilmiştir.

Madencilik ve taş ocaklığı sektöründeki işletmeler açısından %8 faiz oranından daha yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *madencilik ve taş ocaklığı sektörü* açısından yüksek faizlerin daha faydalı olduğu tespit edilmiştir. Bu sektördeki işletmeler genellikle insan gücü ve emeğiyle faaliyet sürdürdüğü için ulusal para biriminin değer kaybetmesi sektör açısından sıkıntılar doğurmakta bu sebeple ulusal paranın değerini koruması için faiz artırımlarının sektöre pozitif yönde yansıdığı tespit edilmiştir.

Mali kuruluşlar sektöründeki işletmeler açısından %7,75 faiz oranının altında ve %14,00 faiz oranının üstünde, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, bu oranların arasındaki değerlerde ise hisse senedi kapanış

değerlerinde artış olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle PPK faiz kararlarında faiz oranlarını çok düşürmesi ya da yükseltmesi durumunda *mali kuruluşlar sektöründeki* işletmelerin olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründeki işletmeler açısından %17,75 faiz oranının işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörü* açısından en ideal faiz oranı olduğu ve bu oranın sektör açısından faydalı olduğu tespit edilmiştir.

Tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründeki işletmeler açısından %7,75 faiz oranının en ideal faiz oranı olduğu daha yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani *tarım ormancılık ve balıkçılık sektörü* açısından düşük faizlerin daha faydalı olduğu tespit edilmiştir. Sektörün faaliyetlerini sürdürebilmesi için krediye ihtiyaç duyması ve kredi maliyetlerinin düşük olması sektör açısından faydalı olmaktadır.

Toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründeki işletmeler açısından %7,50 faiz oranının en ideal faiz oranı olduğu daha yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörü* açısından düşük faizlerin daha faydalı olduğu tespit edilmiştir.

Ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründeki işletmeler açısından %11,25 faiz oranının işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörü* açısından en ideal faiz oranı olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu tespit edilmiştir. Bu faiz oranı dışındaki faiz oranlarından sektörün olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

PPK faiz oranı kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmeler açısından %7,50 faiz oranının en ideal faiz oranı olduğu daha yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani tüm sektörler açısından diğer ekonomik koşulların sabit kalması durumunda ***optimal faiz oranı*** belirlemek gerekirse bu oranın %7,5 olduğu tespit edilmiştir.

➤ PPK zorunlu karşılık oranı kararlarından %7 oranına *eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektöründeki* işletmelerin direnç gösterildiği bu oran haricindeki

tüm oranlardan olumlu etkilendiği yani işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı tespit edilmiştir.

Elektrik gaz ve su sektöründeki işletmeler açısından %4 ZKO'nun işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu oran haricindeki diğer oranlardan ise olumsuz etkilendiği yani hisse senedi kapanış değerlerinde düşüş olduğu tespit edilmiştir. *Elektrik gaz ve su sektörü* açısından düşük zorunlu karşılık oranlarının daha faydalı olduğu tespit edilmiştir.

Gayrimenkul faaliyetleri sektöründeki işletmeler açısından %4 oranın işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *gayrimenkul faaliyetleri sektörü* açısından düşük zorunlu karşılık oranlarının daha faydalı olduğu tespit edilmiştir. Düşük zorunlu karşılık oranlarının kredi maliyetlerini düşürmesi sebebiyle sektörü geliştirdiği, ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanabildiği tespit edilmiştir.

İdari ve destek hizmet faaliyetleri sektöründeki işletmeler açısından %10,5 oranının ideal ZKO olduğu bu oranın altı ya da üstü sektör açısından işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı tespit edilmiştir.

İmalat sektöründeki işletmeler açısından %4 ZKO'nun işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *imalat sektörü* açısından en ideal ZKO olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda %4 gibi düşük ZKO ile *imalat sektörünün* ihtiyaç duyduğu gerekli üretim malzemelerini düşük kredi maliyetleri ile alabildiği bu sayede üretim giderlerini düşürdüğü ve istihdama katkı sağladığı tespit edilmiştir.

İnşaat ve bayındırlık sektöründeki işletmeler açısından %4 oranın işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan daha yüksek oranların ise sektöre olumsuz yansıdığı ve işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerinde düşüşler olduğu tespit edilmiştir. Yüksek ZKO kredi maliyetlerini arttıracak için sektörün imalat ve satışta problemler yaşayacağı tespit edilmiştir.

Madencilik ve taş ocaklığı sektöründeki işletmeler açısından %4 oranın işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, bu orandan daha

yüksek oranların ise sektöre olumsuz yansıdığı ve işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerinde düşüşler olduğu tespit edilmiştir.

Mali kuruluşlar sektöründeki işletmeler açısından %2, %4 veya %10,5 oranlarının sektör açısından pozitif yönde etkilerinin olduğu yani sektördeki işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine olumlu etkide bulunduğu tespit edilmiştir. Diğer oranların ise işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı tespit edilmiştir.

Mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektöründeki sektördeki işletmeler açısından %7 ZKO'nun işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörü* açısından en ideal ZKO olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu tespit edilmiştir. Bu oranlar dışındaki ZKO sektörü olumsuz etkilemektedir.

Tarım ormancılık ve balıkçılık sektöründeki işletmeler açısından %4 ya da %11,5 oranının ideal oranlar olduğu diğer oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı tespit edilmiştir.

Toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektöründeki işletmeler açısından %10,5 oranı ve üstündeki oranların ideal olduğu, işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *toptan ve perakende ticaret, lokantalar ve oteller sektörü* açısından yüksek ZKO'nun daha faydalı olduğu söylenebilir.

Ulaştırma, depolama ve haberleşme sektöründeki işletmeler açısından %2 oranının işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine pozitif yönde yansıdığı, yani *ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörü* açısından en ideal ZKO olduğu ve bu oranın sektöre faydalı olduğu Tespit edilmiştir. Bu oran dışındaki ZKO'lardan olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

PPK ZKO kararları açısından tüm sektörlerdeki işletmelerin etkilenmesinde farklılığın kaynağı değerlendirildiğinde, PPK kararlarından ZKO kararlarının tüm sektörlerdeki işletmeler açısından %4 oranının en ideal oran olduğu daha yüksek oranların işletmelerin hisse senedi kapanış değerlerine negatif yönde yansıdığı, yani

tüm sektörler açısından diğer ekonomik koşulların sabit kalması durumunda **optimal zorunlu karşılık oranı** belirlemek gerekirse bu oranın %4 olduğu tespit edilmiştir.

Tüm sektörlerle ait faiz ve zorunlu karşılık oranlarını tablo ile gösterelim.

Tablo 54: Tüm Sektörlere Ait Faiz ve Zorunlu Karşılık Oranlarını Tablosu

SEKTÖRLER	İDEAL FAİZ ORANI(F)	İDEAL ZKO
1-EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER SEKTÖRÜ	$F \leq 17,75$	$ZKO \neq 7$
2-ELEKTRİK GAZ VE SU SEKTÖRÜ	$F \geq 8$	$ZKO \leq 4$
3-GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ	$F \geq 7,5$	$ZKO \leq 4$
4-İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ	$8 \leq F \leq 17,75$	$ZKO = 10,5$
5-İMALAT SEKTÖRÜ	$F = 11,25$	$ZKO = 4$
6-İNŞAAT VE BAYINDIRLIK SEKTÖRÜ	$F \leq 14$	$ZKO = 4$
7-MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI SEKTÖRÜ	$F \geq 8$	$ZKO \leq 4$
8-MALİ KURULUŞLAR SEKTÖRÜ	$7,75 \leq F \leq 14$	$ZKO = 2,4 \text{ veya } 10,5$
9-MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER SEKTÖRÜ	$F = 17,75$	$ZKO \neq 7$
10-TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK SEKTÖRÜ	$F \leq 7,75$	$ZKO \leq 4 \text{ veya } 10,5 \leq ZKO$
11-TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, LOKANTALAR VE OTELLER SEKTÖRÜ	$F \leq 7,50$	$ZKO \leq 10,5$
12-ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME SEKTÖRÜ	$F = 11,25$	$ZKO = 2$

➤ PPK kararlarından %11,25 faiz oranı seviyesinin işletmelerin entelektüel sermaye açısından gelişmesi adına en ideal faiz oranı olduğu aynı şekilde PPK zorunlu karşılık oranı kararlarından %4 seviyesinin entelektüel sermayelerin gelişmesi adına en ideal ZKO olduğu tespit edilmiştir. Bu oranların altında ya da üstünde yer alan faiz ve ZKO için entelektüel sermayenin gelişmesinin mümkün olmadığı tespit edilmiştir.

➤ PPK faiz oranı %7,5 seviyesinde iken BIST 100 Endeksi'nin olumlu etkilendiği tespit edilmiştir. BIST 100 Endeksi'nin pozitif yönde değer kazanması açısından en uygun faiz oranının %7,5 olduğu tespit edilmiştir. PPK zorunlu karşılık oranı kararlarının BIST 100 Endeksi'ne ZKO'nun pozitif yönde etkide bulunduğu, yüksek ZKO'nun ise negatif yönde etkide bulunduğu tespit edilmiştir.

➤ Halka açık işletmelerin PPK faiz kararlarından halkla açık olmayan işletmelere göre daha fazla etkilendiği tespit edilmiştir. Bu durum halka açık işletmelerin paydaş

sayısının çok fazla olması ve faiz kararlarına daha açık olmasından kaynaklandığı tespit edilmiştir.

➤ PPK faiz kararları ve BIST 100 Endeksi ile sektörlerin entelektüel sermayeleri arasındaki ilişkilerin yön ve kuvvetlerini tablo ile ifade edelim.

Tablo 55 : PPK Faiz Kararları ve BIST 100 Endeksi ile Sektörlerin Entelektüel Sermayeleri Arasındaki İlişki Tablosu

SEKTÖRLERİN ENTELEKTÜEL SERMAYESİ	FAİZ ORANI	BIST 100
1-EĞİTİM, SAĞLIK, SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER SEKTÖRÜ	(-) yönlü, zayıf şiddette (r= -0,224), anlamlı bir ilişki vardır	(+) yönlü zayıf şiddette (r= 0,144), anlamlı bir ilişki vardır.
2-ELEKTRİK GAZ VE SU SEKTÖRÜ	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,087), anlamlı bir ilişki vardır	(+) yönlü, zayıf şiddette (r=0,288), anlamlı bir ilişki vardır
3-GAYRİMENKUL FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,018), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır	(+) yönlü, orta şiddette (r= 0,550), anlamlı bir ilişki vardır
4-İDARİ VE DESTEK HİZMET FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,027), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır	(+) yönlü, güçlüye yakın bir şiddette (r= 0,649), anlamlı ilişki vardır
5-İMALAT SEKTÖRÜ	(+) yönlü, çok zayıf şiddette (r=0,038), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır	(+) yönlü, zayıf şiddette (r=0,120) anlamlı bir ilişki vardır
6-İNŞAAT VE BAYINDIRLIK SEKTÖRÜ	(-) yönlü, zayıf şiddette (r= -0,161), anlamlı bir ilişki vardır	(+) yönlü, zayıf şiddette (r= 0,140), anlamlı bir ilişki vardır
7-MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI SEKTÖRÜ	(+) yönlü, zayıf şiddette (r= 0,177), anlamlı bir ilişki vardır	(+) yönlü, orta şiddette (r= 0,320) anlamlı bir ilişki vardır
8-MALİ KURULUŞLAR SEKTÖRÜ	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,041), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır	(+) yönlü, çok zayıf şiddette (r= 0,063), anlamlı bir ilişki vardır
9-MESLEKİ, BİLİMSEL VE TEKNİK FAALİYETLER SEKTÖRÜ	(+) yönlü, güçlü ve doğrusal (r= 0,721), anlamlı bir ilişki vardır	(+) ve doğrusal yönlü, zayıf (r= 0,238) anlamlı bir ilişki vardır
10-TARIM ORMANCILIK VE BALIKÇILIK SEKTÖRÜ	(-) yönlü, zayıf şiddette (r= -0,089), anlamlı bir ilişki vardır	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,048), anlamsız denebilecek bir ilişki vardır
11-TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, LOKANTALAR VE OTELLER SEKTÖRÜ	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,015), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır	(+) yönlü, çok zayıf şiddette (r= 0,061), anlamlı bir ilişki vardır
12-ULAŞTIRMA, DEPOLAMA VE HABERLEŞME SEKTÖRÜ	(-) yönlü, çok zayıf şiddette (r= -0,027), anlamsız sayılabilecek bir ilişki vardır	(+) yönlü, zayıf şiddette (r= 0,116), anlamlı bir ilişki vardır

Tablodan da görülebileceği üzere genel olarak tüm sektörler için PPK faiz kararları ve BIST 100 Endeksi arasında zayıf ilişki söz konusudur. Bazı sektörler için

ise ihmal edilebilecek derecede az ilişki vardır. En yüksek ilişki düzeyine sahip sektörleri aşağıda belirtirsek: PPK faiz kararları ile *mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler sektörünün entelektüel sermayesi* arasında ve BIST 100 Endeksi ile *idari ve destek hizmet faaliyetleri sektörünün entelektüel sermayesi* arasında yüksek ilişki vardır.

PPK faiz ve ZKO kararlarının *sektörlerin entelektüel sermaye değerleri* üzerine etkisi incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda 0,051 (%5,1) oranında, sektörlerin entelektüel sermaye değerlerini etkilediği tespit edilmiştir. PPK faiz ve ZKO kararlarının *sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri* üzerine etkisi incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda 0,084 (%8,4) oranında, sektörlerin hisse senedi kapanış değerlerini etkilediği ve faiz oranlarına kıyasla zorunlu karşılık oranlarının etkisinin daha fazla olduğu tespit edilmiştir. TCMB'nin piyasaya müdahale ederken ZKO'nu kullanması para politikası açısından daha etkili olacaktır.

➤ Sektörlere Öneriler:

Merkez Bankası Para Politikası Kurul Kararları sektörlerde farklı etkide bulunmaktadır. Bu çalıma ortaya koymuştur ki her sektör faiz kararlarından farklı etkilenmektedir. Alınan bir karar bazı sektörler için pozitif bazıları için ise negatif etkide bulunmaktadır. Sektörlere önerilerimiz, faiz ve zorunlu karşılık oranlarının kendileri açısından olumsuz etkilerini giderecek önlemler almalarıdır. İstikrarlı bir finansal varlık olarak hayatlarını sürdürebilmeleri için sektörlerin dış etkilere karşı kendilerini korumaları gerekmektedir. Özellikle faiz ve kur dalgalanmalarından etkilenmemek için yeterli rezervlerini ve ihtiyat akçelerini bulundurmaları, kur riskine karşı türev finansal ürünler kullanarak, kurdaki dalgalanmalara karşı tedbirlerini almalılar.

➤ Devlet Bankalarına Öneriler:

Devlet tarafından bazı kamu bankalarının belirli sektörlerde kredi vermesi kolaylaştırılabilir. TCMB özellikle devlet bankaları aracığı ile bazı sektörlerde kredi vermek üzere devlet tarafından görevlendirilmiş bankaların ZK oranlarını düşük tutup bankaların o sektörlerde kredi vermesi için kaynak yaratabilir. Sektörlerin kalkınmasını sağlamak için kamu bankları aracığı ile her sektöre özel faiz oranlı kredilerin verilmesi sektörlerde canlılık getirebilir. Sektörlerin kalkınması demek topyekün ülkenin

kalkınması demek olduğu için sektörlere yapılacak her türlü kolaylık ülkedeki istihdamı ve işletmelerin değerini arttıracaktır.

➤ Araştırmacılara Öneriler:

Son söz olarak bu tez çalışmasında PPK kararlarından olan faiz ve ZKO'nun sektörlerin hisse senedi kapanış değerleri, BIST 100 Endeksi ve sektörlerin entelektüel sermayelerine etkisi araştırılmış fakat sektörde yer alan işletmelerin doğrudan etkilenme düzeyleri karşılaştırılmamıştır. Araştırmacı ve bilim insanlarına öneri olarak ilgili çalışmanın sektörel bazda işletmeler üzerindeki etkilerini karşılaştırmaları, sektör içerisinde rol model olan ve olabilecek işletmeleri tespit ederek diğer sektör paydaşlarına örnek olmaları noktasında bilinçlendirmeleri olacaktır.

KAYNAKÇA

- Abdel-Monem, T. (2020) *Altın Standart nedir?* . Uluslararası Finans ve Kalkınma Merkezi Iowa Üniversitesi Merkezi. (20-11-2020 tarihinde orjinalinden arşivlendi).
- Akdeniz, C. (2016). Teori ve pratikte öğretim süreci ve kavramları. *Teoride ve Uygulamada Öğretim Süreci ve Kavramlar*. <https://doi.org/10.1007/978-981-10-2519-8>.
- Aksoy, C.N., (2018) *Merkez Bankası Para Politikası Araçlarının Banka Karlılık Performansları Üzerindeki Etkisi*. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, Doktora Tezi.
- Aktan, (2000). “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, İzmir: Anadolu Matbaacılık, http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-monetarizm.htm, (Erişim Tarihi: 15 Haziran, 2020).
- Aktan, (2006). *Keynezyen İktisat*, www.canaktan.org/ekonomi/iktisatokullari/okullar/keynezyen.htm, (Erişim Tarihi: 15 Haziran 2020).
- Alkan, U. (2016). *Parasal Aktarım Mekanizması, Para Banka Finans*, 7. Bölüm, Nadir Kitabevi.
- Alper, F.Ö. (2014). *Para Politikasındaki Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması*. Çukurova Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Alper, K., Kara, H. Ve Yörükoğlu, M., (2012). *Rezerv Opsiyon Mekanizması*, Tcmb Ekonomi Notları, S.1-2.
- Alper, K., Kara, H. Ve Yörükoğlu, M., (2013). *Alternative Tools To Manage Capital Flow Volatility*, Çalışma Tebliğ No: 13/31, Tcmb Çalışma Tebliği, S.10.
- Alper, K.S. ve Tiryaki, T. (2011). *Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri* TCMB, Sayı: 08 Yeri s.2.
- Altıok, M. (2009). *Keynes ve Keynesçi Kuramda Kriz ve İktisat Politikası Tartışmaları, Tematik Yazılar*, Toplum ve Demokrasi, 3 (6-7), s.75-102.

- Altuntaş, M. (2018). *Bağımsız Para Politikası Çerçevesinde Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Katsayısının Analizi*. Trakya Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / Kamu İktisadi Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Arıcan, E. ve Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği, *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi / Journal of Economic Policy Researches*, Cilt/Volume:1, Sayı.1, s. 5.10.
- Arıkan, R. (2004). *Araştırma Teknikleri ve Rapor Yazma*, Asil Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Aslan, H. (2009). *Para Teorisi ve Politikası*, Alfa Aktüel, Bursa.
- Aydın, Z. (2015). *Küresel Finansal Kriz Döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Başvurduğu Yeni Para Politikası Uygulamalarının Etkinliğinin Analizi*. Karadeniz Teknik Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı / Finans Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Aykutlu, A. (2017). *Yeni Para Politikası Aracı Olarak Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması*. Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü / Bankacılık Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description Of The Money Market*. New York: Scribner, Armstrong & Co.
- Balmumcu, Ö. (2013). *Kriz Koşullarında Para Politikası Uygulamalarının Türkiye'de 2001 ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi*. Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Bari, B. (2013). *Yeni Keynesyen Modelde Optimum Para Politikası: Türkiye İçin Dinamik Stokastik Genel Denge Modeli Tahmini*. Anadolu Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Başçıl, E., (2014), *Küresel Krizle Birlikte Merkez Bankalarının Değişen Politikaları, içinde Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan: Bir Duayen ile İktisat ve Finansı Çok Boyutlu Düşünmek*, (Derleyen Arı, A.), Elif Yayınevi, Ankara, ss. 115-121.
- Benchimol, J. ve Fourçans, A. (2019). Merkez Bankası Zararları ve Para Politikası Kuralları: Bir DSGE Soruşturması. *International Review of Economics & Finance*, 61, 289-303.
- Bernanke, B., (2006). *Federal Rezerv'de Parasal Büyüklükler ve Para Politikası: Tarihsel Bir Perspektif*. Federal Rezerv.
- Boratav, K., (1982). *Türkiye'de Devletçilik*, Savaş Yayınları, Ankara.

- Bordo, M.D., (2008). *Para Politikası, Tarihi*, The New Palgrave Dictionary of Economics , 2. Baskı.
- Böcüoğlu, M.E., (2015). *Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), Ankara, S.19.
- bruegel.org *Kalıcı QE ve helikopter parası*.
<https://www.bruegel.org/2015/01/permanent-qe-and-helicopter-money/> (Erişim Tarihi: 20.10.2020).
- Büyükkakın, T . (2007). Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi? . *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , (13) , 22-36 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/kosbed/issue/25707/271256>.
- Byango, A. (2020). *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası: İkili Bankacılık Sistemi Altında Para Talebi Fonksiyonunun İstikrarından Hareketle İslami Para Sisteminin Üstünlüğünün İncelenmesi*. Erciyes Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Calabria, M.A. (2016). Davranışsal Ekonomi ve Fed Politikaları Yapma. *Cato Journal* . 36 (3): 573–87.
- Capie, F.H., C.A.E. Goodhart, S. Fischer, ve Schnadt N. (2012). *The Development Of Central Banking* Book section (Published Version).
- Cesur, F. (2016). *Para ve Para Teorileri*, Paradigma Akademi, İstanbul.
- Clarida, R., Galí, J. ve Gertler M. (2002). Uluslararası para politikası analizi için basit bir çerçeve. *Parasal İktisat Dergisi* . 49 (5): 879 - 904. CiteSeerX 10.1.1.591.9773. doi:10.1016 / S0304-3932 (02) 00128-9.
- Cook, R. D. (1982). *Sanford Weisberg Criticism and Influence Analysis in Regression* ([http://links.jstor.org/sici?sici=0081-1750\(1982\)132.0.CO;2-3](http://links.jstor.org/sici?sici=0081-1750(1982)132.0.CO;2-3)), Sociological Methodology, Vol. 13. pp. 313-361.
- Corsetti, G., Pesenti, P. (2005). Optimal para politikasının uluslararası boyutları. *Parasal İktisat Dergisi* , 52 (2), s. 281–305.
- Corsetti, G., Dedola, L. ve Leduc, S. (2010). *Açık Ekonomilerde Optimal Para Politikası* . Para Ekonomisi El Kitabı. 3 . s. 861–933. doi : 10.1016 / B978-0-444-53454-5.00004-9 . hdl : 1814/14555 . ISBN 9780444534705.
- Corsetti, G., Dedola, L. ve Leduc, S. (2011). *Talep Dengesizlikleri, Döviz Kuru Yanlış Ayarlamaları ve Para Politikası*. (PDF) . Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Çağlar, İ., (2003). Türk İşletmeciliğinde Entelektüel Sermaye Yönetimi Üzerine bir Araştırma, *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, Sayı 2, ss. 75-90.

- Çevik, N:K. (2012). *Para ve maliye Politikaları Arasındaki Etkileşimin Zaman Serileri ile Analizi: Türkiye Örneği*, Dokuz Eylül Üniversitesi, Doktora Tezi.
- Dawson B, Trap R.G. (2004). *Basic and Clinical Biostatistics*, Lange Medical Books/McGraw-Hill, Third Edition.
- Demirhan, B. (2014). *Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma*. Afyon Kocatepe Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- ECB, *Transmission Mechanism Of Monetary Policy, Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, pp. 11-26.
- Eichengreen, B. ve Temin, P. (2010). Altın ve Kağıt Prangalar. *Ekonomi Politikasının Oxford İncelemesi* , 26 (3), 370-384.
- Eroğlu, N., Aydın, İ. H. ve Kesbiç, Y.C. (2016), *Para Banka ve Finans*, Orion, Ankara, S.153-189.
- Fama, E. (1985). What's Different About Banks? *Journal of Monetary Economics*, Volume 15, No: 1, s. 30-24.
- Favaretto, F. Masciandaro, D. (2016). Güvercinler, Şahinler ve Güvercinler: Davranışsal Para Politikası ve Faiz Oranı Ataleti. *Finansal İstikrar Dergisi* . 27 : 50–58. doi : 10.1016 / j.jfs.2016.09.002 .
- Feenstra, RC ve Taylor, AM (2013). *Kriz Çağında Küreselleşme: Yirmi Birinci Yüzyılda Çok Taraflı Ekonomik İşbirliğine Giriş, Yirmi Birinci Yüzyılda Çok Taraflı Ekonomik İşbirliği: Kriz Çağında Küreselleşme* (s 1-10.). Chicago Üniversitesi Yayınları.
- Freedman, D.A. (2005). Statistical Models: Theory and Practice, *Cambridge University Press Dergisi* Cilt 7, Sayı 2, s. 44-68.
- Friedman, B.M. (2001). *Para politikası*. Uluslararası Sosyal ve Davranış Bilimleri Ansiklopedisi, sayfa 9976–9984. doi : 10.1016 / B0-08-043076-7 / 02257-9 . ISBN 9780080430768.
- Friedman, M. (1948). Ekonomik İstikrar için Parasal ve Mali Çerçeve. *American Economic Review* . 38 (3): 245–264. JSTOR 1810624 .
- Friedman, M. (1960). *Parasal İstikrar Programı* . Fordham University Press.
- Geanina , I. A. (2018). *Monetary Policy and Economic Policy*, Titu Maiorescu University, Romania <https://www.scientificpapers.org/> (Erişim Tarihi 31.03.2021).
- Gertler, M. ve Karadi, P. (2011). Geleneksel Olmayan Para Politikası Modeli. *Parasal Ekonomi Dergisi* , 58 (1), 17-34.

- Gogtay, N. J. ve Thatte, U.M. (2017), Korelasyon Analizi İlkeleri, *Hindistan Hekimler Birliği Dergisi*, s. 78-81.
- Goodhart, C.A.E. (1988). *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, Mass: MIT Press.
- Gopinath, G., & Rigobon, R. (2008). *Sticky Borders*. The Quarterly Journal of Economics, 123(2), 531-575.
- Göksal, K. (2016). *Türkiye'de Tüketici Kredileri ve Para Politikasının Etkinliği*. Yıldırım Beyazıt Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Görmüş, A. Ş., (2009). Entelektüel Sermaye ve İnsan Kaynakları Yönetiminin Artan Önemi *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 11, Sayı 1, ss. 57-75. Afyon.
- Gülçin, T. (2019). *Turkey Transmission Mechanism Of Monetary Policy: The Case Of Turkey* İstanbul Ticaret Üniversitesi.
- Gürsoy, A. (2013). *1990 - 2000 ve 2001 - 2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması*. Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı / Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Gürsoy, Ö. (2015). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ile Birlikte Alınan Para Politikası Kurulu Kararlarının BIST 100 Endeksine*. Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü / Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Hazırolan, U.(2015). *Politika Koordinasyonu: Para Politikası ve Borç Yönetimi*. Ankara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / Maliye Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- <http://www.igmchicago.org/surveys/fed-appointments>. (Erişim Tarihi 20.02.2020).
- <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>. (Erişim Tarihi 24.03.2019)
- <https://www.tcmb.gov.tr>. (Erişim Tarihi 01.03.2020).
- İslamoğlu, B. (2017). *Mortgage Piyasalarının ve Para Politikasının Konut Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Teori ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Necmettin Erbakan Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Jaffee, D. Ve Russell, T. (1976), Imperfect Information, Uncertainty And Credit Rationing, *Quarterly Journal of Economics*, 90 (4), pp.651-666.

- Kamın, S.; Turner, P. Ve Van't Dack J. (2018). The Transmission Mechanism Of Monetary Policy. *Quarterly Journal of Economics*.
- Karahan, P.(2016). *Para Politikasının Banka Kredi Kanalı Yolu ile Reel Etkileri ve Banka Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği: Türkiye Örneği*. Anadolu Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Karanfil, N.(2020). *2008 Küresel Finans Krizi Sonrası TCMB'nin Para Politikası Duruşu ve Etkilerinin Analizi*. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Karaoğlu, Ö. (2013). *Rasyonel Bekleyişler Teorisi, İktisadi Düşünce Tarihi*, Sakarya Üniversitesi, s. 5.22.
- Kaufman, G.G. (1994). Banka bulaşıcılığı: Teori ve kanıtların gözden geçirilmesi. *Finansal Hizmetler Araştırma Dergisi* , 8 (2), 123-150.
- Kaya, H. (2019). *Para Politikasının Dinamik Zaman Tutarlılığı ve Sosyal Refah Üzerine Etkisi*, Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / İktisat Teorisi Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Kazgan, H., Öztürk M. ve Koraltürk M., (2000), *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Creative Yayıncılık ve Tanıtım Ltd. Şti., İstanbul.
- Keyder, N. (2008). *Para, Teori, Politika, Uygulama*, Seçkin Yayıncılık, 11.Baskı, Ankara.
- Kıran, G. (2017). *Türkiye'de Para Politikasının Özellikle Kredi Kanalı Yoluyla Dış Ticaret Dengesi Üzerine Etkileri*, Kadir Has Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Koç, H. (2009). Entelektüel Sermaye Açısından Lider Yöneticilik Davranışının Sektörel Farklılaşması, *Kamu-İş İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, Cilt 10, Sayı 3, ss. 201-217.
- Koç, S. (2017). *Türkiye'de Para Politikasının Ödemeler Bilançosuna Etkisi: 2003-2015*, Süleyman Demirel Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Kozanoğlu, M.D. (2014). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası ve Para Politikası*, İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Kulalı, İ. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması, *Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi*, IJFBS, Cilt 5 Sayı 2, Özel Sayı, s.46.
- Kumcu, E. (2014). *Reeskont kredisi nedir? Ne işe yarar?*, <http://www.bloomberght.com/htyazarlar/ercan-kumcu/1544786-reeskont-kredisi-nedir-ne-ise-yarar>, (Erişim tarihi: Haziran 2019).

- Kutlu, Ş.Ş. (2020). *Para Politikası ve Varlık Fiyatları İlişkisi*, Bandırma Onyediy Eylül Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Küçüksaraç, D. Ve Özel, Ö., (2012). *Reserve Option Mechanism And Computation Of Reserve Options Coefficients*, Cbt Research Notes In Economics, Sayı:33, S.2.
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency Of Optimal Plans. *Journal Of Political Economy*, 85(3), 473-491.
- Laidler, D. (1992). *Hayek on neutral money and the cycle*. Economics Working Papers Archive Collections.
- Leeson, R. Ve Palm, C.G. (2006) *Quantity Theory of Money*, <https://www.hoover.org/research/why-money-matters> (Erişim Tarihi: 20 Temmuz 2019).
- Levy Yeyati, E. ve Sturzenegger, F. (2010). *Para ve Kur Politikaları*. Ekonomide El Kitapları . Kalkınma Ekonomisi El Kitabı. 5 . s. 4215–4281. doi : 10.1016 / B978-0-444-52944-2.00002-1 . ISBN 9780444529442.
- Lucas Jr, RE (1994). Milton Friedman ve Anna J. Schwartz'ın 'Amerika Birleşik Devletleri'nin parasal tarihi, 1867–1960'ın gözden geçirilmesi. *Parasal Ekonomi Dergisi* , 34 (1), 5-16.
- Mışkını, F. S. (1996), *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER Working Papers 5464, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Morgül, E. (2013). *Genişlemeci ve Daraltıcı Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: 1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği*, Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / İktisat Politikası Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Muth, J.F. (1961). *Rational Expectations and the Theory of Price Movements* Econometrica, Vol 29, No 3, s.316.
- Nouriel,R. (2016). Sorunlu Küresel Ekonomi . *Time Dergisi* . time.com.
- Noyer, C. (2016). *Parasal ve finansal istikrarla ilgili olarak sıfır alt sınır üzerine düşünceler* . Uluslararası Ödemeler Bankası . (Erişim tarihi: 18 Ocak 2020).
- Oduncu, A., Akçelik, Y ve Ermişoğlu, E., (2013). *Reserve Option Mechanism And Fx Volatility*, Çalışma Tebliğ No: 13/03, Tcmb Çalışma Tebliği, S.1.
- Önder, T. (2005). *Para politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, s. 24.

- Övenç, G.(2016). *Para Politikası ve Bankacılık Üzerine Makaleler*, İstanbul Teknik Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, Efil Yayınevi, 2. Basım, Ankara.
- Öztürk, N. (2011). *Para Banka Kredi*, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Bursa.
- Parasız, İ. (1999). *Para Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi, 2. Basım, Bursa.
- Polat, U. (2020). *Divisia Parasal Toplamlar ve Para Politikası Üzerine Yazılar*, Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Pollard, S. (1970). *The Gold Standard And Employment Policies Between The Wars*. Methuen. Proceedings. Distributed in the U.S.A. by Barnes & Noble, Inc. Bibliography: p. [162]-164.
- Rojas, R. (2012). *The Keynesian Model in the General Theory: A Tutorial*, Freie Universität Berlin, s.1.
- Sakar, O.A. (2021). *Mali Politika ve Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi Irak Örneği Çalışması (2005-2030)*, Türk Hava Kurumu Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı / İşletme Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Salar, S. (2019). *İş Çevrimlerinin Farklı Evrelerinde Para Politikası Etkinliği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Ekonometrik Analiz*, Beykent Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı / Finans Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Saruhan, Ş. C. ve Özdemirci, A. (2011). *Bilim, Felsefe ve Metodoloji*, 3. Baskı, Beta Basın Yayım, İstanbul.
- Schioppa, T.P, (2002) *Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between, Second ECB Central Banking Conference The transformation of the European financial system*, European Central Bank, Frankfurt, s. 24.
- Sekmen, T. (2016). *Türkiye'de Optimal Para Politikası ve Makro İhtiyati Politikalar*, Anadolu Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Senthilnathan, S. (2019) *Usefulness of Correlation Analysis*, *Article in SSRN Electronic Journal*, s. 1-9.
- Snowdon, B ve Vane, H.R. (2005) *Modern Makroekonomi*, Edward Elgar Publishing Limited, UK, s. 38.
- Snowdon, B. ve Vane, HR (2005) *Modern Makroekonomi: Kökenleri, Gelişimi ve Mevcut Durumu*. Edward Elgar Yayıncılık, Cheltenham.

- Sumner, S. (2014). Nominal GSYİH Hedeflemesi: Fed Performansını Artırmak İçin Basit Bir Kural, *Cato Journal* . 34 : 315–337.
- Svensson, L.E.O, (2003). *Monetary Policy and Real Stabilization*”, *Rethinking Stabilization Policy*, NBER Working Paper No. 9486, Cambridge, s. 38.
- Şerefoğlu, Ş.(2014). *Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Bist-100 Endeksine İlişkin Ampirik Bulgular, 2005-2012*, Atatürk Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Talaslı, İ.A. (2012). *Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi*. Ankara: Uzman Yeterlilik Tezi.
- Tarcan, E. (2021). *Menkul Kıymetleştirme ve Para Politikası İlişkisi*, İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Politikası Ana Bilim Dalı / İktisat Politikası Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Taş, S., Örnek, İ. ve Utlu, S. (2012). Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. Cilt 21. Sayı 1. ss. 53-74.
- Taylor, B. J. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal Of Economic Perspectives* Vol. 9, No. 4.
- TCMB (2006). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası* , TCMB, Ankara.
- TCMB (2011). *Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*, Ankara, s. 12-16.
- TCMB (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması*, Ankara, s. 10 ISBN (elektronik) : 978-605-5758-89-9.
- TCMB, *Para Politikası*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi> (Erişim tarihi: 01 Mayıs 2020).
- TCMB. (2011). *Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu*, Sayı: 2011-55, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ccff4a1e-9f34-4e6a-bb20-1a4397f52a35/DUY2011-55.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ccff4a1e-9f34-4e6abb20-1a4397f52a35>, (Erişim Tarihi 10.11.2020).
- TCMB; <https://evds2.tcmb.gov.tr/>, (10.04.2020).
- Tokgöz, E. (1999), *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999)*, 5. Bası, İmaj Yayıncılık, Ankara.

- Topaloğlu Önen, M. (2019). *Para Politikası Aktarımında Kredi Kanalının Rolü: Türkiye İçin Ankete Dayalı Bir Analiz*, Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat (İngilizce) Ana Bilim Dalı / İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Toraman, C., Abdioğlu, H., İşgüden, B., (2009). İşletmelerde İnovasyon Sürecinde Entelektüel Sermaye ve Yönetim Muhasebesi Kapsamında Değerlendirilmesi, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 11, Sayı 1, ss. 91-120.
- Tufan, C. ve Sarıçiçek, R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 15 Sayı 2, s.163.
- Tuna, A., Öner, S. ve Öner, H., (2015). Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 29, Sayı: 2, s.224.51.
- Türkay, M.(2016). *Geleneksel Olmayan Para Politikasının Uluslararası Aktarım Mekanizması*, Hacettepe Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat (İngilizce) Ana Bilim Dalı / İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Uygur, E. (1983). *Neoklasik Makroiktisat ve Fiyat Bekleyişleri Kuram ve Türkiye Ekonomisine Uygulama*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Sayı:532 Ankara, s. 22.
- Ünal, S. (2015). *Kuramsal Görüşlere Göre Para Politikası, Politika Araçları ve Dünya Merkez Bankacılığı*, Hasan Kalyoncu Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Ünüvar Immerkjaer, B. (2020). *Para Politikası İletişiminin Sayısallaştırılması ve Getiri Eğrisi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Türkiye Örneği, 2011-2018*, Yeditepe Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- White, J. P. (1985). 1984. Minnesota Review, 24(1), 120-120.
- Yalta, A. Y., (2020). *Para teorisi ve politikası ders notları*, <http://www.acikders.org.tr> (Erişim tarihi: 5 Mayıs 2021), Hacettepe Üniversitesi.
- Yazgan, E. (2015). *Para Politikası: Bir Örnek Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Tepki Fonksiyonunun Tahmini*, Hacettepe Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Yıldırım, D. Ç.; Mirasedoğlu, M. U. (2015). Aktarım Mekanizmasının Hisse Senedi Fiyatları Kanalının Etkinliğine İlişkin Bir Analiz *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* Arşiv Cilt 16, Sayı 2.

- Yıldız, B., Tenekecioğlu, B., (2004). *Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve BIST 100 İşletmelerinde Görgül Bir Araştırma*, 3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi, 25-26 Kasım.
- Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye Teori ve Araştırma*, Türkmen Yayıncılık, İstanbul.
- Yılmaz, M.H. (2017). *Banka Net Faiz Marjlarını Etkileyen Faktörler ve Para Politikasının Rolü: Türkiye Hakkında Bulgular*, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi / Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Yörük, N. ve Erdem, N. S. (2010). Entelektüel Sermaye ve Unsurlarının, İmkb’de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmalarının Finansal Performansı Üzerine Etkisi . *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* , 22 (2) , 397-413 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd/issue/2694/35479>
- Yurt, E. (2016). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı ve 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Uyguladığı Yeni Para Politikası Araçlarının Değerlendirilmesi*, Avrasya Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / Yönetim Bilimleri Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.