

TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE PİYASA BAZLI PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞININ ÖLÇÜSÜ VE ETKİLERİ

Semih ERELVANLI

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Mayıs 2009

**TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE PİYASA BAZLI PARA POLİTİKASI
ŞEFFAFLIĞININ ÖLÇÜSÜ VE ETKİLERİ**

Semih ERELVANLI

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Refet GÜRKAYNAK

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Mayıs 2009

ÖNSÖZ

Son yıllarda dünyadaki gelişmelere paralel olarak Türkiye’de de para politikası şeffaflığında önemli bir gelişme gözlenmektedir. Bu doğrultuda ikincil bono piyasası işlem hacminin ve faiz oranlarının para politikası kararlarına vereceği tepkiler ile ilgili olarak güvenilir tahminlerde bulunmanın önemi artmaktadır.

Bu çalışmada, artan para politikası şeffaflığının ikincil piyasa işlem hacimleri ve faizleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bunu yaparken piyasa bazlı bir ölçüm kullanılarak para politikası sürprizleri hesaplanmıştır. Bu çalışmanın ileride yapılacak çalışmalara bir başlangıç olmasını umut ediyorum. Ayrıca, bu çalışmanın hazırlanması sırasında bilgileriyle beni yönlendiren ve çalışmama önemli katkılar sağlayan danışmanım Dr. Refet Gürkaynak’a teşekkür ediyorum.

Tezin hazırlanması sırasında destek ve anlayışlarını esirgemeyen Hazine İşlemleri Müdürü Hülya Hanay’a, Hazine İşlemleri Müdür Yardımcısı Dr. F. İpek Ekşi’ye, çalışma arkadaşlarım Şahin Kahveci’ye, Halil Güler’e ve Anıl Talaslı’ya çok teşekkür ediyorum.

Semih Erelvanlı

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ	v
KISALTMA LİSTESİ.....	vi
EK LİSTESİ.....	vii
ÖZET	viii
ABSTRACT.....	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR.....	4
1.1. Para Politikası Şeffaflığının Ölçülmesi	7
1.2. Para Politikası Sürprizlerinin Ölçülmesi	8

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞININ GELİŞİMİ	10
2.1. Dünyadaki Genel Eğilim.....	10
2.2. Türkiye’de Para Politikası Şeffaflığının Gelişimi.....	12

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON VERİSİ AÇIKLAMALARININ ETKİSİNİN İNCELENMESİ.....	13
3.1. Veri ve Karar Açıklama Zamanları	14
3.2. Analizde Kullanılan Veriler	15
3.3. Enflasyon Verisi Açıklamalarının Etkisinin Hesaplanması	15

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞINA İLİŞKİN MODELİN TAHMİNİ VE SONUÇLARI.....	21
4.1. Para Politikası Sürprizlerinin Belirlenmesi.....	21

4.2. Para Politikası Sürprizleri Hareketli Ortalaması	26
4.3. Para Politikası Sürprizlerinin Değerlendirilmesi.....	27
4.4. Ekonometrik Model ve Sonuçları	29

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	32
KAYNAKÇA	34
EKLER	37

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 2.1. Para Politikası Şeffaflık Göstergeleri.....	11
Tablo 3.1. Ortalama İşlem Hacmi Endeksi (3 gün)	16
Tablo 3.2. Ortalama İşlem Hacmi Endeksi (7 gün)	19
Tablo 4.1. TCMB Faiz Kararları	22
Tablo 4.2. TCMB Faiz Kararlarının Gerçekleşen, Beklenen ve Sürpriz Kısımları	25
Tablo 4.3. Faiz Oranı Değişikliklerinin İkincil Piyasa İşlem Hacmi Üzerindeki Etkileri	27
Tablo 4.4. Yıllık Para Politikası Sürprizleri	28
Tablo 4.5. Piyasa Faiz Oranlarının Para Politikası Sürprizlerine Tepkisi	30
Tablo 4.6. Piyasa Faiz Oranlarının Para Politikası Sürprizlerine Tepkisi (2 olağanüstü toplantı hariç)	31

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 3.1. Standartlaştırılmış İşlem Hacimleri (1 gün)	17
Grafik 3.2. Standartlaştırılmış İşlem Hacimleri (3 gün)	18
Grafik 4.1. Para Politikası Sürprizlerinin Hareketli Ortalaması (2 olağanüstü toplantı hariç)	26

KISALTMA LİSTESİ

DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
PPK	: Para Politikası Kurulu
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
FED	: Federal Reserve (ABD Merkez Bankası)
FOMC	: Federal Open Market Committee (Federal Açık Piyasa Komitesi)
BoC	: Bank of Canada (Kanada Merkez Bankası)

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek 1. Para Politikası Sürprizlerinin Hareketli Ortalaması	38
Ek 2. İkincil Piyasa İşlem Hacmi Değerleri.....	39
Ek 3. Modele İlişkin Veriler.....	40

ÖZET

Bu çalışmada para politikası şeffaflığının ikincil piyasada işlem gören Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin işlem hacimleri ve faiz oranları üzerindeki etkisi, Ocak 2002-Ocak 2009 dönemini kapsayan veriler, Ocak 2002-Aralık 2004 ve Ocak 2005-Ocak 2009 olmak üzere iki alt-döneme ayrılarak analiz edilmiştir.

2005 yılı başından itibaren Para Politikası Kurulu toplantı tarihlerinin kamuoyuna önceden ilan edilmeye başlanması ile artan para politikası şeffaflığının para politikasının öngörülebilirliğini arttırdığı gösterilmiştir.

Piyasa aktörlerinin işlem yapma ve fiyatlama davranışlarının analiz edilmesi, para politikası şeffaflığındaki artış ile para politikasına ilişkin öngörülebilirlik arasındaki bağlantıyı değerlendirmek açısından önemlidir.

Bu çalışmada, günlük verilerin kullanıldığı bir olay çalışması şeklinde yapılan regresyon ile vadesine 6 ay ve 12 ay kalan iskontolu Devlet İç Borçlanma Senetleri faizlerinin, 1 ay vadeli iskontolu Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin faizleri kullanılarak hesaplanan para politikası sürprizlerine verdiği tepkiler test edilmiştir.

Ayrıca, enflasyon verisi açıklamaları çerçevesinde yapılan analizler ile para politikası şeffaflığındaki artışın ikincil piyasa işlem hacmi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Enflasyon verisi açıklamasına verilen tepkilerin niteliğindeki değişimin para politikası şeffaflığı ile çok yakın ilişki içinde olduğu saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası Sürprizleri, Para Politikası Şeffaflığı, Para Politikası Kurulu

ABSTRACT

This paper attempts to estimate the effect of monetary policy transparency on the volume and yield of the Treasury Bonds, using the dataset between January 2002 and January 2009 which are divided into 2 subterms.

It is possible to say that early announcement of the days of Monetary Policy Committee meetings has increased the anticipation of monetary policy.

It is important to analyze the pricing and trading behaviours of market actors in order to evaluate the relationship between the increase of monetary policy transparency and the anticipation of monetary policy.

Throughout this study, an analysis has been done by running event study regressions using daily data to test the reactions of the yields of 6 and 12 month bills to monetary policy surprises calculated by the yields of 1 month bills.

On the other hand, it has been investigated the effect of monetary policy surprises on the secondary market volume in the context of the news of inflation data. The responses to the inflation data announcements are related to the monetary policy transparency.

Keywords: Monetary Policy Surprises, Monetary Policy Transparency, Monetary Policy Committee

GİRİŞ

Sadece 20 yıl önce merkez bankalarının uyguladığı politikalara ilişkin temel prensip gizlilik iken günümüzde gözlemlenen olgu, merkez bankalarının şeffaflığına ilişkin gittikçe yaygınlaşan uygulamalardır. Merkez bankaları artık iletişim politikalarına özen göstermekte ve bunun için önemli kaynaklar ayırmaktadır. Ayrıca, 1990'lı yılların başında sadece deneysel özellikte algılanan sayısal bir enflasyon hedefi açıklamanın bugünlerde en yaygın para politikası uygulamalarından birisi olduğu görülmektedir.

Teoride mükemmel şeffaflık simetrik bilginin var olduğu bir durumu tanımlar. Para politikası yapıcıları ile özel sektör arasındaki bilgi asimetrisini azaltan her duyuru, para politikasının şeffaflığını geliştirir. Ancak, daha fazla şeffaflığın sonuçlarının, ele alındığı bağlama sıkıca bağlı olması nedeniyle bu sonuçların her zaman pozitif etkiye sahip olduğunu söylemek doğru olmayabilir.

Günümüzde dünyadaki çeşitli merkez bankalarının para politikasıyla ilgili bilgilerin paylaşımına dair uygulamaları incelendiğinde, yapılabilecek ilk saptama, merkez bankalarının çoğunun belli ölçüde şeffaflığa sahip olduğudur. Merkez bankası bağımsızlığının yanı sıra para politikası hedeflerinin, ileriye yönelik analizlerin ve politika değişikliklerinin kamuoyu ile paylaşılması, pek çok merkez bankasının şeffaflık uygulamalarındaki ortak çerçeve olarak belirmektedir.

Bununla beraber, pek çok merkez bankasının hala bazı konularda bulanıklık tarafında yer alan uygulamaları terk etmediği gerçeği gözden kaçırılmamalıdır. Para politikası toplantı tutanaklarının ve oylama kayıtlarının, pek çok merkez bankası tarafından ilan edilmemesi bu konuya iyi bir örnektir.

Para politikasının amaçlarının açık ve para politikası faiz oranı kararlarının, kamuya açık makroekonomik veriler kullanılarak tahmin edilmesinin olanaklı olması halinde, faiz oranı kararlarının daha az haber

değeri niteliği taşıyacağı ve finansal piyasalarda oluşan fiyatlarda daha az tepkiye yol açacağı düşünülmektedir. Para politikasının zaman içinde daha şeffaf hale gelmesi ile makroekonomik verilere ilişkin duyurulara olan tepkiler artarken faiz oranı kararlarına olan tepkilerin azalması beklenmelidir.

Bununla birlikte, kamuya açık olan ham veriyi faiz oranı kararına dönüştürmek kesinlikle mekanik bir süreç değildir, tam aksine bir politika kararı öncesinde pek çok değerlendirmede bulunulması gerekmektedir. Bu değerlendirmeleri yapan merkez bankacıların ve bu değerlendirmelerin dayandığı analizlerin bu ham veriye belli bir katma değer getirmesi ölçüsünde, faiz oranı kararı piyasa için yararlı bilgiler içerir. Bu nedenle piyasa katılımcılarının varlık fiyatlarını, ilgili kararın yayımlanması temelinde gözden geçirmelerine neden olur. Bu durumda artan şeffaflık, faiz oranı kararlarından daha fazla bilgi çıkarılmasına izin verir ve bundan dolayı diğer makroekonomik veri duyuruları ile karşılaştırıldığında daha büyük tepkilere yol açabilir.

Bu çalışma ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından Para Politikası Kurulu (PPK) toplantı tarihlerinin 2005 yılından itibaren önceden kamuoyuna ilan edilmeye başlanması ile artan para politikası şeffaflığının ikincil piyasa işlem hacimleri ve faiz oranları üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.

Bu çalışmada, para politikası şeffaflığının artmış olduğu yeni dönemde, piyasa aktörlerinin en önemli makroekonomik duyurulardan birisi olan enflasyon verisi açıklamalarına vermiş olduğu tepkinin niteliğinde bir değişiklik olup olmadığı sınıanmıştır. İkincil piyasa işlem hacmi çerçevesinde gerçekleştirilen bu analizin, hem Türkiye hem de dünya literatüründe ilk kez yapıldığı söylenebilir.

Yapılan analizlerde, para politikası sürprizleri, para politikası şeffaflığının temel göstergesi olarak kabul edilmektedir. Şeffaflığın artmasının para politikası sürprizlerini azaltması gerektirdiği ayrıca, sürprizlerin azalmasının şeffaflığın artmasının bir göstergesi olarak ele alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Merkez bankasının elindeki bilgiyi piyasa

aktörleri ile tam olarak paylaştığı ideal dünyada sürprizlerin düzenli olarak ortaya çıkmaması beklenmelidir. Bununla beraber merkez bankasının elindeki bilgiyi açıkladığı durumlarda doğabilecek sürprizlerin, merkez bankasının piyasa aktörleri karşılaştırıldığında daha güçlü bir analiz yeteneğine sahip olmasının bir göstergesi olabileceği gözden kaçırılmaması gereken bir noktadır.

Buradan hareketle, para politikası sürprizleri vadesine 1 ay kalan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faizleri kullanılarak hesaplanmıştır. Bu sürprizlerin ilgili dönemdeki piyasa faizlerine oranlanması ile sürprizlerin standart değerleri hesaplanarak sürprizlerin ve ilgili standart değerlerin 6 toplantılık hareketli ortalamaları bulunmuştur.

Ayrıca, yapılan regresyon analizi ile ikincil piyasada işlem gören 6 ay ve 12 ay vadedeki DİBS'lerin faiz oranlarındaki değişimlerin para politikası sürprizlerine verdiği tepkinin biçiminde para politikası şeffaflığının arttığı yeni dönemde bir değişiklik olup olmadığı incelenmiştir.

Bu çalışmanın çatısı şöyledir: Birinci bölümde para politikası şeffaflığı üzerine yapılan akademik çalışmalar gözden geçirilmiştir. İkinci bölümde ise şeffaflığın dünyadaki genel eğilimi ve Türkiye'deki gelişimi ele alınmıştır. Üçüncü bölümde, artan para politikası şeffaflığının enflasyon verisi açıklamaları çerçevesinde ikincil piyasa işlem hacmi üzerindeki etkileri analiz edilmektedir. Dördüncü bölümde, TCMB faiz oranı kararlarının ikincil piyasa işlem hacmi üzerindeki etkileri değerlendirilmektedir. Ayrıca, Türkiye için para politikası sürprizleri hesaplanmakta olup, bu sürprizlerin ve sürprizlerin piyasa faizlerine oranının hareketli ortalamaları bulunmaktadır. Son olarak, ikincil piyasa faizlerinin para politikası sürprizlerine tepkisini ölçen ekonometrik model sunulmaktadır. Beşinci bölümde ise ulaşılan sonuçlar yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Literatürde, ekonomik bağlamda şeffaflığın simetrik bilginin varlığı olduğu, buradan hareketle şeffaflık eksikliğinin ya da bulanıklığın, asimetrik bilginin varlığı olarak algılandığı genel olarak kabul görmektedir. Bu çerçevede, para politikası şeffaflığı, para politikası yapıcılar ile özel sektör arasında bilgi asimetrisi olmadığını ifade eder. Bunun ifade ettiği bir diğer anlam ise bulanıklığın belirsizlik üretmesidir.

Bununla beraber şeffaflık, mükemmel bilgi veya tam belirlilik ile eş anlamlı değildir. Mesela, para politikası bağlamında, merkez bankası ve özel sektör aynı anda ekonominin yapısı hakkında belirsizlikle karşılaşabilir, fakat her iki taraf aynı bilgiye sahip olduğu ve bu durumu bildiği sürece şeffaflık geçerliliğini korumaya devam eder (Geraats, 2002).

Para politikası şeffaflığı konusundaki ilk çalışmalardan bir tanesi Goodfriend (1986) tarafından yapılmıştır. Bu çalışma, Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantı tutanaklarının açıklanması talepleri etrafındaki tartışmaları sunmaktadır. ABD Merkez Bankası (FED), bu dönemde bazı önemli bilgilerin açıklanmasının piyasaları istikrarsızlaştıracağı ve faiz oranı oynaklığını arttıracacağı gerekçeleriyle gizlilik tarafında kalmayı tercih etmiştir. Goodfriend, gizlilik tezlerini tamamen reddederek bilginin kamuoyu ile paylaşılmasının ve piyasalara daha kesin bilgiler sağlanmasının asimetrik bilgiyi ve piyasalardaki belirsizliği azaltacağını ileri sürmektedir.

Bu konuda daha sonra yapılan ampirik çalışmalarda ise birbirine zıt sonuçlar elde edilmiştir. Dotsey (1987), para politikası şeffaflığının faiz oranı oynaklığını arttıracığını, Tabellini (1987) ise azaltacağını ileri sürmektedir.

Faiz oranlarındaki yüksek oynaklık, bir yandan para politikasının yürütülmesini olumsuz biçimde etkilerken diğer yandan finansal piyasa katılımcılarının para politikasına ilişkin öngörülerini azaltır. Finansal piyasalarda istikrarı sağlamak isteyen merkez bankaları, faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmanın yollarını ararlar. Bu nedenle, politika yapıcılarının kendi yarattığı belirsizliği azaltmaları başka faktörlerden kaynaklanan belirsizliği azaltmalarına göre çok daha kolaydır. Buradan hareketle denebilir ki merkez bankalarının piyasa ile daha fazla bilgi paylaşması, piyasa katılımcılarının gelecekteki para politikası kararları hakkındaki spekülasyonlarını azaltarak piyasa oynaklığının azalmasını sağlar (Tuysuz, 2007).

Merkez bankası politika faiz oranı kararlarının ikincil piyasa faizleri üzerindeki etkilerini inceleyen önemli çalışmalardan birisi de Thornton (1998) tarafından yapılmıştır. FED örneğinin ele alındığı bu çalışma ile politika faizi oranlarındaki değişikliklerin hem reel getiri hem de gelecek enflasyon hakkında bilgi sağlayabileceği, ayrıca politika değişikliği duyurularının reel getiri ve enflasyon bekleyişlerini zıt yönlerde değiştirme olasılığının bulunduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bu konudaki bir diğer çalışmada, Ehrmann ve Fratzscher (2005) para politikası şeffaflığının para politikasının etkinliğini geliştirip geliştirmediğini araştırmış, bu çerçevede Amerika Birleşik Devletleri (ABD) örneğini incelemiştir. Ehrmann ve Fratzscher, FOMC'nin toplantı tutanaklarını toplantıdan hemen sonra açıklamaya başladığı yeni dönem ile bundan önceki dönemi karşılaştırdıkları çalışmalarında, FOMC toplantılarından kaynaklanan faiz oranı oynaklığının yeni dönemde azaldığını bulmuşlardır. Ayrıca, şeffaflığın daha fazla olduğu yeni dönemde, piyasaların FOMC toplantı tutanaklarına daha fazla tepki verdiğini, buna karşın makroekonomik temellere dair duyurulara daha az tepki vermeye başladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Para politikası şeffaflığını ampirik olarak inceleyen çalışmalardan birisi olan Swanson (2004), ABD örneğini ele almıştır. Bu çalışmada para politikası şeffaflığı, merkez bankasının düzenli olarak kamuoyu ile paylaştığı para politikası hedeflerine ve bu politikanın yürütülmesine ilişkin bilgi miktarı

olarak tanımlanmıştır. ABD'de özel sektörün kısa vadeli faiz oranlarını tahmin gücünün incelenen dönemde (1989-2003) önemli ölçüde arttığı bulunmuştur. Bu bulgu, federal fon oranına ilişkin tahmin hatalarının azalması, FOMC duyurularına verilen tepkideki piyasa sürprizlerinin düşmesi gibi ampirik kanıtlarla desteklenmiştir. Tüm bu kanıtların gösterdiği temel sonuç ise para politikası şeffaflığındaki artışın piyasa aktörlerinin gelecek dönem faiz oranlarını tahmin etme gücünü önemli oranda arttırmış olduğudur.

Etkin piyasalar teorisi, finansal araçların fiyatlarının var olan tüm bilgiyi yansıtacağını öngörmektedir. Piyasalar etkin ise faiz oranları, para politikasına ilişkin bekleyişleri değiştiren verilerin yayımlanmasından hemen sonra yeni bilgiye tam olarak uyum sağlayacaktır.

Parent (2002), Kanada örneğini incelediği çalışmasında, Kanada Merkez Bankası (BoC) tarafından ilan edilen gecelik faiz oranlarındaki değişikliklerin, mükemmel şeffaflık ve simetrik bilgi bağlamında, piyasalar tarafından tamamen beklenmesi ve sonuç olarak getiri eğrisinde herhangi bir değişikliğin ortaya çıkmaması gerektiğini ifade etmektedir. Para politikasının iyi anlaşılmadığı veya piyasaların merkez bankalarının ekonominin durumu hakkındaki görüşlerini paylaşmadığı durumlarda ise bunun tersi ile karşılaşılacaktır.

Parent (2002), bu çalışmasında yaptığı analizlerde, BoC tarafından alınan her para politikası kararının altında yatan gerekçeleri basın duyurusu ile açıklamaya başladığı 1996 Şubat ile toplantı tarihlerinin önceden ilan edilmeye başlandığı 2000 Kasım arasını birinci dönem olarak ele alırken, 2000 Kasım–2002 Aralık arasını ikinci dönem olarak kullanmıştır.

Bu çalışmada, her iki dönem için tahmin edilen modelde şu sonuçlara ulaşılmıştır: İlk dönemde, gecelik faizlerdeki değişiklik ikincil piyasa faiz oranları üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır, ki bu teorik beklentilerle uyumludur. Çünkü toplantı tarihlerinin önceden ilan edilmeye başlanmasından önceki dönemde var olan yüksek belirsizlik düzeyi para politikasını tahmin etmeyi zorlaştırır. İkinci dönemde ise bunun tersinin doğru olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, bu çalışma, toplantı tarihlerinin önceden

ilan edilmesinin, piyasa katılımcılarının para politikası önlemlerini tahmin etme yeteneğini arttırdığını göstermektedir.

Yukarıda belirtilen çalışmalar dışında, Kuttner (2001) ile Urich ve Wachtel (2001), FED'in piyasalarla daha fazla bilgi paylaşmasının faiz oranlarının FED kararlarına olan tepkisini azalttığını bulmuşlardır. Para politikası şeffaflığındaki artışın, ortalama enflasyonu azalttığını gösteren çalışmalar (Chortareas ve diğerleri, 2002) olduğu gibi para politikası eylemlerinin öngörülebilirliğini arttırdığını gösteren çalışmalar da (Gerlach-Kristen, 2004) bulunmaktadır.

1.1. Para Politikası Şeffaflığının Ölçülmesi

Para politikası şeffaflığının derecesini ölçmek için birçok çalışma yapılmış olmakla birlikte genel olarak şeffaflığın ölçülmesi dört ana grupta incelenebilmektedir:

1. Şeffaflığın tanımlayıcı açıklaması: Bu şeffaflık ölçümü tipi, merkez bankalarının kamuoyu ile iletişimde izlediği stratejiler üzerine yoğunlaşır ve genelde merkez bankacıların yaptığı ve yapmadığı eylemleri içerir. Bu ölçüm tipinin temel sorunu, bir endeks üretilmesine olanak sağlamamasıdır.
2. Merkez bankası araştırmaları: Bir dizi anket merkez bankalarına gönderilerek araştırma yapılır. Bu tipe örnek olarak Fry ve diğerleri'nin (2000) çalışması verilebilir. Bu ölçüm tipini kısıtlayan unsur, anketi yanıtlayan merkez bankacıların anket sorularını yanlış anlama ve/veya uygun bir puan almak için sorulara yanlış yanıtlar verme olasılığının bulunmasıdır.
3. Resmi belgeler ve bilgiler: Araştırmacılar, merkez bankacılarının davranışlarını, merkez bankalarının kamuoyu ile bilgi paylaşma sıklığını ve tipini araştırarak bir endeks oluşturur. Buna örnek olarak Eijffinger ve Geraats (2002) ile Crowe ve Mead'in (2008) çalışmaları verilebilir. Bu yaklaşımın zayıf yanı, belli bir alan için

belirlenen puanın öznel olması ve araştırmacıya göre farklılaşmasıdır.

4. Piyasa temelli göstergeler: Bu endeksler piyasanın merkez bankasının eylemlerinden, sinyallerinden ve para politikasının uygulanmasından ne anladığı üzerine dayanmaktadır. Buna örnek olarak ise Howells ve Mariscal (2002) verilebilir.

1.2. Para Politikası Sürprizlerinin Ölçülmesi

Merkez bankası tarafından gerçekleştirilen para politikası faiz oranındaki değişikliklere ve buna bağlı olarak ortaya çıkan para politikası sürprizlerine piyasa aktörlerinin vermiş olduğu tepkilerin hesaplanması için öncelikle sürprizlerin hesaplanması gerekmektedir. Para politikası şeffaflığının temel ölçüsü olarak kabul edilen para politikası sürprizlerinin hesaplanmasına ilişkin finans literatüründe çok değişik finansal araçlar kullanılmıştır. Yapılan akademik çalışmalarda, vadeli işlem fiyatları, hazine bonusu faizleri ve eurodolar mevduatı¹ faizleri, sürprizlerin hesaplanmasında en çok kullanılan finansal fiyatlar olarak belirmektedir.

Para politikası sürprizlerinin hesaplanmasına ilişkin çalışmalar arasında Kuttner (2001), federal fonlar vadeli işlemlerin fiyatlarını kullanırken Rigobon ve Sack (2002) ise üç aylık eurodolar vadeli işlem faizlerini kullanmışlardır.

Para politikası sürprizlerinin hesaplanmasında vadeli işlem fiyatlarının gösterdiği faiz oranları dışında kullanılan başka finansal enstrümanlar da bulunmaktadır. Ellingsen ve Soderstrom (2003), para politikası sürprizlerinin hesaplanmasında üç aylık Hazine bonusu faizlerini kullanmışlardır. Cochrane ve Piazzessi (2002) ise bir aylık eurodolar mevduat faizlerini tercih etmiştir.

Bu konudaki bir diğer çalışma, Gürkaynak, Sack ve Swanson (2002) tarafından ABD için yapılmıştır. Bu çalışmada çeşitli finansal araçlar, piyasanın beklentilerini ve para politikası şoklarını yansıtması açısından

¹ Eurodolar mevduat, ABD dışındaki finansal kuruluşlarda tutulan mevduata verilen isimdir.

incelenmiştir. Bu çalışma sonucunda, vadeli işlem fiyatlarının gösterdiği faiz oranlarının, 6 aylık vadeye kadar olan para politikası faiz oranı değişikliklerini tahmin etme konusunda diğer finansal araçlara göre daha üstün olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan bu çalışmada para politikası sürprizlerinin hesaplanmasında kullanılacak olan Hazine bonusu faizlerinin de piyasa bazlı ölçüm araçları olarak tercih edilebilir nitelikte oldukları, Gürkaynak ve diğerlerinin çalışmasında da vurgulanmıştır.

2001 Temmuz ile 2008 Ağustos arası dönem için 1 aylık DİBS faizlerini kullanarak para politikası sürprizlerini hesaplayan Aktaş ve diğerleri (2008), Türkiye için kullanılabilecek bir diğer yöntemin TCMB beklenti anketleri olduğunu ve bu yöntem kullanılarak hesaplanan sürprizlerin DİBS faizleri kullanılarak hesaplanan sürprizlere yakın sonuçlar verdiğini vurgulamıştır. Ancak, beklenti anketi tarihleri ile para politikası kararı tarihleri arasındaki uyumsuzluk nedeniyle bu yöntemin tercih edilebilir olmadığı ifade edilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞININ GELİŞİMİ

2.1. Dünyadaki Genel Eğilim

Son yıllarda dünya genelinde merkez bankacılığı önemli bir değişim geçirmektedir. Bu değişimin göze en çok çarpan yanını, para politikasında yeni bir paradigma olarak ortaya çıkan merkez bankası bağımsızlığı ve para politikası şeffaflığı oluşturmaktadır.

Merkez bankacılığının gelişimi konusunda son yıllarda merkez bankalarının reform adımlarının özellikle üç noktada yoğunlaştığını belirtmek mümkündür. İlk olarak, pek çok ülkede, artan bir şekilde, politik yönetimden kurumsal bağımsız olmaya odaklanma ile, merkez bankalarının operasyonları ve hükümet ile ilişkileri bağlamında yasal statüleri ya gözden geçirilmekte ya da tekrar baştan yazılmaktadır. İkinci olarak, merkez bankaları daha özerk olmaya başladıkça hesap verebilirliklerini arttırmaya yönelik çabalar artmaktadır. Üçüncü olarak, merkez bankaları operasyonlarında daha şeffaf olma konusunda daha fazla çaba içindedir. Bu son değişim, artan hesap verebilirlik çabalarına tamamlayıcı olmasının yanında para politikasının yürütülme biçimindeki değişikliklerle ve bu bağlamda özellikle enflasyon hedeflemesine artan ilgi ile bağlantılıdır (Crowe ve Meade, 2008).

Şeffaflıktaki artışın gerçekleşmesinde göze en çok çarpan neden, artan sayıda merkez bankası tarafından enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlanmasıdır. Enflasyon hedeflemesi, para politikası için nominal çapa olarak açık bir sayısal hedefe odaklanan fiyat istikrarına dair kurumsal taahhüdü içeren bir para politikası çerçevesi olarak tanımlanabilir. Kurumsal taahhüt genel olarak merkez bankası bağımsızlığını, hesap verebilirliği ve düzenli duyurularla işleyen şeffaflığı gerektirmektedir.

Yeni Zelanda'nın 1989 yılında yaptığı yasal düzenleme ile enflasyon hedeflemesinin öncüsü olduğu görülmektedir. İlerleyen dönemde Yeni Zelanda'yı, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, İspanya ve Avustralya takip etmiştir.

1990'ların ikinci yarısında enflasyon hedeflemesi, yükselen ekonomilerde de oldukça yaygınlaşmıştır. Enflasyon hedeflemesindeki bu yaygınlaşma, para politikası şeffaflığında önemli bir artışa yol açmış olmasına rağmen şeffaflıktaki artış enflasyon hedeflemesi uygulaması ile sınırlı değildir. Bütün bu gelişmelere rağmen şeffaflık tek tip olarak uygulanmamakta, ülkeden ülkeye değişen özellikler göstermektedir.

Tablo 2.1.'de Fry ve diğerleri (2000) tarafından 1998 verileriyle yapılan çalışmada incelenen 94 ülkenin şeffaflık göstergesi olarak belirlenen kriterlere sahip olma oranları gösterilmektedir. Tablo 2.1.'de görüldüğü üzere, çalışma kapsamındaki ülkelerin %88'i para politikasına ilişkin belirli bir hedef yayımlamaktadır.

TABLO 2.1. PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIK GÖSTERGELERİ

Tanım	Oran
Belirli bir hedef yayımlanması	%88
Politika değişikliğinin açıklanması	%81
Geleceğe yönelik analiz veya tahminlerin ilan edilmesi	%78
Enflasyon hedefi yayımlanması	%59
Politika toplantılarına dair tutanakların yayımlanması	%18
Politika toplantılarındaki oylama kayıtlarının yayımlanması	%6

Kaynak: Fry ve diğerleri, 2000

2.2. Türkiye’de Para Politikası Şeffaflığının Gelişimi

Türkiye’de 2001 yılında TCMB’nin almış olduğu her türlü faiz kararını gerekçeli olarak kamuoyuna açıklaması ile başlayan para politikası şeffaflığının gelişimi yıllar itibariyle şöyle özetlenebilir:

2001: 1211 sayılı TCMB Yasası’nda 4651 sayılı Yasa ile bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler arasında en önemlileri, para politikası araç bağımsızlığının sağlanması ve PPK’nın oluşturulmasıdır. Bu yasal değişiklikler ile oluşturulan PPK’nın görev ve sorumlulukları ise şöyle belirlenmiştir: Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibariyle raporlar hazırlayarak hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirilmesi, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi, para politikası stratejisi çerçevesinde hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi, hükümetle birlikte Türk Lirası’nın iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi.

2003: Enflasyon hedeflemesi rejimine geçişe hazırlık oluşturması amacıyla, para politikasının çerçevesi, örtük enflasyon hedeflemesi olarak belirlenmiştir.

2005: Para politikası faiz kararlarının, tarihleri önceden kamuoyuna duyurulan PPK toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulması ve faiz kararının toplantıyı takip eden iş günü sabahı ilan edilmesi, toplantıyı izleyen en geç 2 iş günü içinde kararın gerekçesinin açıklanması uygulamalarına başlanmıştır.

2006: Açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Bu çerçevede, yılda 4 defa, Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında Enflasyon Raporu aracılığıyla TCMB’nin enflasyon öngörülerinin kamuoyu ile paylaşılmasına, PPK’nın değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen bir metnin toplantı tarihinden sonra 8 iş günü içinde yayımlanmasına başlanmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYON VERİSİ AÇIKLAMALARININ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Bu bölümde, TCMB'nin PPK toplantı tarihlerini önceden ilan etmesi ile artan para politikası şeffaflığının, İMKB Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem gören DİBS'lerin işlem hacimleri üzerindeki etkileri, enflasyon verisi açıklamaları çerçevesinde analiz edilmiştir.

Para politikası şeffaflığındaki artış, piyasaların enflasyon verisi açıklamalarına ve para politikası kararlarına verdiği tepkide değişikliğe neden olmaktadır. Para politikası kararlarının alındığı toplantıların tarihlerinin önceden kamuoyuna açıklanmadığı durumda, enflasyon verisi açıklaması sonrasında piyasa oyuncularının merkez bankasının tavrına odaklanması nedeniyle işlem yapmada isteksiz davranması beklenen bir durumdur. Bunun aksine, toplantı tarihlerinin önceden kamuoyu tarafından bilindiği durumda piyasa oyuncularının enflasyon verisi açıklaması sonrasında yapacağı işlem miktarı, merkez bankası faiz oranı kararından bağımsız olacaktır.

Türkiye'de 2005 yılı öncesindeki dönemde, TCMB faiz oranı kararlarının sadece değişiklik olduğunda açıklanması, piyasa aktörlerinin enflasyon verisi açıklamalarına odaklanma derecesini biçimlendiren en önemli etken durumunda idi. Bunun nedeni, enflasyon verisi açıklaması sonrasında TCMB'nin harekete geçme olasılığının göz önünde bulundurulmasıdır. Ancak, para politikası faiz oranı kararlarının önceden belirlenmiş bir takvime göre açıklanmaya başladığı yeni dönemde bu etkinin ortadan büyük ölçüde kalktığı gözlemlenebilir.

Bu açıklamalar doğrultusunda, bu bölümde analizi yapılan Ocak 2002 ile Ocak 2009 tarihleri arasındaki dönem, Ocak 2002-Aralık 2004 ve Ocak 2005-Ocak 2009 olmak üzere iki alt-döneme ayrılmıştır. Bu dönemin 2005 yılı

esas alınarak ikiye ayrılmasındaki temel neden, bir yıllık döneme ilişkin PPK toplantı tarihlerinin 2005 yılı başından itibaren önceki yıl sonunda kamuoyuna ilan edilmeye başlanmasıdır. TCMB tarafından uygulamaya konulan bu politikanın para politikası şeffaflığının artmasındaki etkisinin oldukça önemli olduğu düşünülmekte, artan şeffaflığın para politikasının piyasa aktörleri tarafından öngörülebilirliğini belirgin biçimde arttırdığı tezi test edilmektedir.

3.1. Veri ve Karar Açıklama Zamanları

Enflasyon verisi açıklama setinin başlangıç tarihi olan Ocak 2002'den Aralık 2004'e kadar olan ilk dönemde, Devlet İstatistik Enstitüsü (daha sonraları Türkiye İstatistik Kurumu), enflasyon verilerini her ayın 3'ünde ilan etmekteydi. 2005 yılı Ocak ayından itibaren bu uygulamaya devam edilmesinin yanı sıra ayın 3'ünün tatil günü olması halinde enflasyon verisi, en yakın iş günü açıklanmaya başlanmıştır.

Bunun yanı sıra TCMB faiz oranı kararı açıklama setinin başlangıç tarihi olan Ocak 2002'den Aralık 2004'e kadar olan ilk dönemde, TCMB faiz oranını herhangi bir iş gününde değiştirebilmekteydi. Değişikliğe gidildiği anda, yeni faiz oranlarını belirten ve faiz kararının altyapısını oluşturan bir açıklama yapılmaktaydı. Alınan yeni faiz oranı kararı, sabah saat 10.00'da piyasalar açıldıktan sonra ilan edilmekteydi. İki karar arasında faizlerin sabit kaldığı dönemlerde ise faizlere ilişkin doğrudan bir açıklama yapılmamaktaydı.

2005 yılı Ocak ayından itibaren ise PPK düzenli olarak her ayın 8'inde saat 15.00'te, ayın 8'inin tatil gününe denk gelmesi durumunda ise takip eden ilk iş gününde aynı saatte toplanmaya başlamıştır. Bu aşamada faiz oranı kararları, PPK toplantısındaki değerlendirmeler de dikkate alınarak toplantıyı takip eden iş gününün sabahı, piyasaların kapalı olduğu saat 09.00'da ilan edilmiştir. İki karar alma döneminin arasında kalan yaklaşık 1 aylık süreçte, olağanüstü bir gelişme ortaya çıkmadığı takdirde kısa vadeli faizler sabit tutulmuştur.

2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte PPK para politikası kararlarında "tavsiye veren" konumundan "karar alıcı"

konumuna geçmiştir. Olağanüstü koşullar hariç, PPK, 2001'den beri olduğu gibi aylık olarak toplanmaya devam etmiştir. Ancak, 2005 yılından farklı olarak, toplantı tarihleri her ayın aynı gününe denk getirilmemiş, buna karşın şeffaflık ilkesinin gereği olarak bu tarihlerin yıllık olarak önceden kamuoyuna ilan edilmesine devam edilmiştir. Bu dönemde toplantılarda alınan faiz oranı kararları, 2006 ve 2007 yıllarında aynı gün akşam saat 19.00'dan önce, 2008 ve 2009 yıllarında ise aynı gün akşam saat 19.00'da ilan edilmiştir.

3.2. Analizde Kullanılan Veriler

Bu çalışmanın yapıldığı dönem olan Ocak 2002 ile Ocak 2009 arasında açıklanmış olan toplam 85 enflasyon verisi bulunmaktadır. Bu açıklamaların 36 tanesi Ocak 2002-Aralık 2004 aralığını kapsayan ilk dönemde, geriye kalan 49 tanesi ise Ocak 2005-Ocak 2009 aralığını kapsayan ikinci dönemde yapılmıştır.

Enflasyon verisi açıklamaları bağlamında para politikası şeffaflığının DİBS'lerin işlem hacimleri üzerindeki etkisinin analiz edilmesinde, İMKB Kesin Alım-Satım Pazarı'nda aynı gün valörlü işlem gören DİBS'lerin günlük toplam işlem hacimleri kullanılmıştır.

Bu çerçevede yapılan analizde DİBS'lerin, enflasyon verisinin açıklandığı gündeki işlem hacmi 100 olarak standartlaştırılmıştır. Ocak 2002-Aralık 2004 döneminde 11 enflasyon verisi hafta sonu açıklanmıştır. Bu durumda, verinin açıklandığı hafta sonundan önceki Cuma günü 'enflasyon verisinin açıklandığı gün' olarak ele alınmıştır. Ayrıca, enflasyon verisinin açıklandığı günün öncesindeki ve sonrasındaki iş günlerine ait toplam işlem hacimleri, enflasyon verisinin açıklandığı günün işlem hacmi 100 kabul edilerek endekslenmiştir.

3.3. Enflasyon Verisi Açıklamalarının Etkisinin Hesaplanması

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem gören DİBS'lerin işlem hacmini etkileyen en önemli makroekonomik duyurulardan birisi olan enflasyon verisi açıklamaları

çerçevesinde, piyasa aktörlerinin işlem yapma davranışlarının para politikası şeffaflığı ile ilişkisinin analiz edilmesi amacıyla yapılan çalışmanın sonuçları Tablo 3.1.'de sunulmaktadır.

TABLO 3.1. ORTALAMA İŞLEM HACMİ ENDEKSİ (3 GÜN)

Gün	2002-2004	2005-2009	2002-2009
t-3	110.85	122.02	117.35
t-2	107.13	126.08	118.15
t-1	106.99	118.73	113.81
t	100.00	100.00	100.00
t+1	110.42	134.67	124.52
t+2	115.07	149.14	134.88
t+3	141.17	162.30	153.45

Kaynak: İMKB

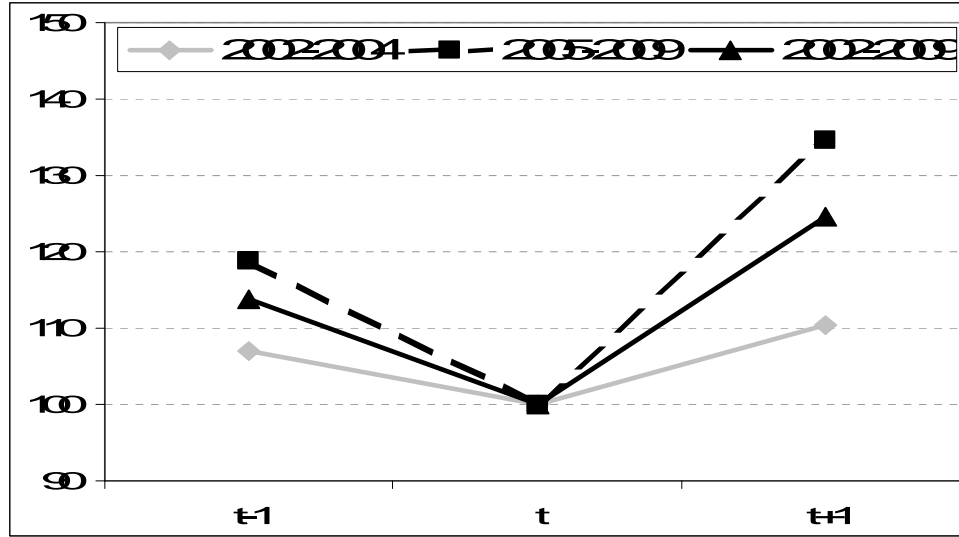
Tablo 3.1.'deki değerlerin hesaplanma yöntemi şöyledir:

Öncelikle İMKB Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem gören DİBS'lerin her enflasyon verisinin açıklandığı gündeki toplam işlem hacmi 100 olarak standartlaştırılmış, o günün öncesindeki ve sonrasındaki günlerin toplam işlem hacimleri ise enflasyon verisinin açıklandığı gündeki toplam işlem hacmine göre dönüştürülmüştür. Bu yolla her ay için standartlaştırılan günlük işlem hacmi değerlerinin incelenen iki alt-döneme ve tüm döneme ilişkin ortalama değerleri bulunmuştur.

Ek 2'de ise hesaplanan tüm "t-3" günlerin işlem hacimleri ve endeks değerleri yer almaktadır. Bu değerlerin hesaplanma yöntemine ilişkin bir örnek vermek gerekirse, enflasyonun açıklandığı günlerden birisi olan 03.12.2008 tarihinde, İMKB Kesin Alım-Satım Pazarı'nda aynı gün valörlü işlem gören DİBS'lerin toplam işlem hacmi 849.8 milyon TL olmuştur. Verinin açıklandığı tarihten 3 önceki iş günü olan 28.11.2008 tarihinde ise toplam işlem hacmi 971.7 milyon TL olmuştur. Buna göre, verinin açıklandığı

03.12.2008 tarihindeki ("t" günü) işlem hacminin 100 olarak endeksleştirilmesi ile verinin açıklama tarihinden 3 önceki iş günü olan 28.11.2008 tarihindeki ("t-3" günü) işlem hacmi 114.34 $(=(971.7/849.9)*100)$ olarak endekslenmiştir.

Grafik 3.1.'de enflasyon verisi açıklaması bağlamında yapılan ilk çalışmadan elde edilen standartlaştırılmış değerler gösterilmektedir. Buna göre, ele aldığımız iki alt-dönemde de işlem hacimlerinin ortalama standart değerinin enflasyon verisinin açıklandığı gün, bir önceki güne göre düştüğü, ancak verinin açıklanmasından sonraki gün yükselmeye başladığı görülmektedir.



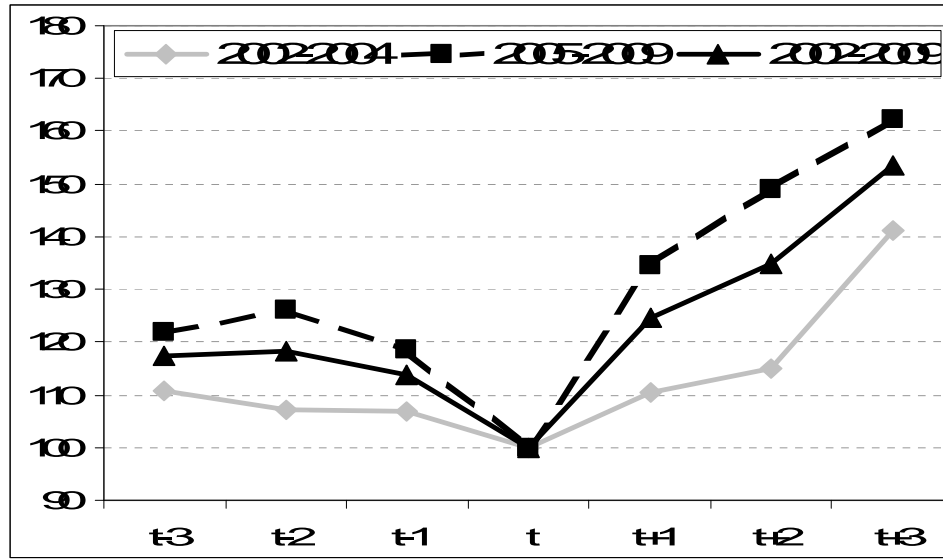
Grafik 3.1 : Standartlaştırılmış İşlem Hacimleri (1 gün)

Bu çalışmanın 3 günlük değerlerle yapılması durumunda da aynı patikanın devam ettiği görülmektedir. Grafik 3.2.'deki grafiğe ayrıntılı bakıldığında ilk olarak, Ocak 2002-Aralık 2004 aralığını kapsayan ilk dönemde enflasyon verisinin açıklandığı günden önceki 3 günden başlayarak işlem hacminin yavaş biçimde azalmakta olduğu görülmektedir. Bunun ifade ettiği anlam, ilan edilecek veriye ilişkin piyasalarda bir belirsizliğin olmasıdır. Ayrıca, verinin açıklandığı günden sonra işlem hacmi arka arkaya 3 gün belli ölçüde artmaktadır.

Bunun yanı sıra, Ocak 2005-Ocak 2009 aralığını içeren ikinci dönemde, enflasyon verisinin açıklandığı günden önceki ikinci günden

itibaren işlem hacmi önemli ölçüde azalmakta, açıklamayı izleyen 3 iş gününde ise işlem hacmi belirgin şekilde yükselmektedir.

Bu iki alt-dönem karşılaştırıldığında göze çarpan ilk sonuç, ilk alt-dönem değerlerinin ikinci alt-dönem değerlerine göre her gün için daha düşük olmasıdır. Bir diğer sonuç ise standartlaştırılmış işlem hacimlerinin gerek azalışlarının gerek artışlarının ikinci dönemde ilk döneme göre daha belirgin olmasıdır. Bu iki alt-dönemin ortalama değerleri arasındaki farklılık istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Bu, enflasyon verisi açıklamalarına piyasalar tarafından verilen tepkilerin iki alt-dönemde birbirinden farklı olduğunu ima etmektedir.



Grafik 3.2 : Standartlaştırılmış İşlem Hacimleri (3 gün)

Aynı analiz veri açıklama öncesindeki ve sonrasındaki 5 ve 7 güne ilişkin işlem hacimleri kullanılarak da yapılmıştır. Bu iki analizde de elde edilen sonuçlar Tablo 3.2.'de özetlenmiştir. Buna göre, iki alt-dönemin ortalama değerleri arasındaki farklılık istatistiksel olarak sırasıyla %5 ve %1 düzeyinde anlamlı bulunmaktadır.

TABLO 3.2. ORTALAMA İŞLEM HACMİ ENDEKSİ (7 GÜN)

Gün	2002-2004	2005-2009	2002-2009
t-7	130.28	152.19	142.80
t-6	114.36	132.20	124.55
t-5	111.26	121.59	117.16
t-4	100.40	115.08	108.79
t-3	110.85	122.02	117.35
t-2	107.13	126.08	118.15
t-1	106.99	118.73	113.81
t	100.00	100.00	100.00
t+1	110.42	134.67	124.52
t+2	115.07	149.14	134.88
t+3	141.17	162.30	153.45
t+4	135.57	140.86	138.59
t+5	115.70	117.84	116.93
t+6	112.38	120.09	116.79
t+7	110.60	149.13	132.61

Kaynak: IMKB

Enflasyon verisi açıklaması çerçevesinde ikincil piyasa işlem hacminin analiz edildiği bu çalışmadan çıkarılabilecek önemli bir diğer sonuç, PPK toplantı tarihlerinin ilan edilmeye başlanması ile artan para politikası şeffaflığının piyasaların önünü daha iyi görmesine yol açtığıdır. Faiz oranı kararlarının herhangi bir iş gününde değiştirilebildiği 2005 yılı öncesi ilk dönemde enflasyon verisi açıklamasını takip eden günlerde, piyasa oyuncuları TCMB'nin harekete geçme olasılığı nedeniyle temkinli davranmaktadır. Analizi yapılan ilk dönemde, TCMB tarafından ilan edilen 16

faiz oranı kararının 6 tanesinin enflasyon verisi açıklamasını izleyen 3 iş günü içinde verilmiş olmasının, piyasa aktörlerinin TCMB'nin enflasyon verisi açıklaması sonrası harekete geçme olasılığını göz önünde bulundurmasının en önemli nedeni olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak, açıklama sonrası İMKB Kesin Alım-Satım Pazarında işlem hacmi yavaş yavaş ve belli bir ölçüde artmaktadır. PPK toplantı tarihlerinin önceden kamuoyuna ilan edildiği ikinci dönemde ise enflasyon verisi açıklamasını izleyen günlerde işlem hacmi hızlı ve önemli ölçüde yükselmeye başlamıştır.

Bunlara ek olarak, toplantı öncesinde işlem hacminin her iki dönemde de düştüğü gözlenmektedir. Enflasyon verisi açıklaması öncesi işlem hacminin her iki alt-dönemde de düşmesi, enflasyonun piyasalarda birincil risk unsuru olarak algılanmasından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte ikinci dönemde bu düşüş daha hızlı olmaktadır. İlk dönemde enflasyon ve para politikası kararı açıklamalarının zamansal yakınlığa sahip olma olasılığının bulunduğu, ancak ikinci dönemde enflasyon açıklamasına tepki verebilecek para politikasının zamanlamasına dair belirsizliğin ortadan kalkmış olduğu söylenebilir.

2005 yılı öncesi ilk dönemde, TCMB'nin enflasyon verisi açıklamalarından sonraki 3 işgününde harekete geçtiğinin piyasalar tarafından pek çok kez gözlemlenmesi, beklentilerin önemli kaynaklarından birisini oluşturmaktadır. 2005 yılı ile birlikte PPK toplantı tarihlerinin önceden kamuoyuna duyurulmaya başlanması ile enflasyon verisi açıklaması sonrası TCMB'nin harekete geçmesine ilişkin piyasa beklentisinin hemen hemen hiç kalmadığı ifade edilebilir. Bu durumun ikinci dönem eğrisinin ilk dönem eğrisine göre daha yukarıda konumlanmasının nedeni olduğu savunulabilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ŞEFFAFLIĞINA İLİŞKİN MODELİN TAHMİNİ VE SONUÇLARI

4.1. Para Politikası Sürprizlerinin Belirlenmesi

Para politikası şeffaflığındaki artışın temel etkisi, piyasa oyuncularının ve özel sektörün merkez bankasının politikasını nasıl belirleyeceğini daha iyi anlamasıdır. Bu, özel sektörün merkez bankasının politika aracını daha iyi tahmin etmesine yol açmalıdır (Swanson, 2004). Merkez bankasının faiz oranı kararının piyasalar tarafından beklenmemesi halinde, bu kararın açıklanması tahvil-bono piyasası faiz oranları üzerinde belirgin etkilere yol açacaktır. Ters durumda ise piyasa oyuncularının, bu kararı daha önceden satın alması nedeniyle bir sürpriz yaşamaları söz konusu olmayacaktır. Bu nedenle, merkez bankasının faiz oranı değişikliği sonrasında, piyasa faiz oranlarında herhangi bir değişikliğin olmaması ya da bu etkinin önemsiz düzeyde az olması beklenecektir.

Bu analizin yapıldığı dönem olan Ocak 2002 ile Ocak 2009 arasında TCMB tarafından alınmış olan 67 faiz oranı kararı bulunmaktadır. Ocak 2002-Aralık 2004 aralığını içeren ilk dönemde 16 karar bulunurken Ocak 2005-Ocak 2009 aralığını içeren ikinci dönemde 51 karar vardır. Bu kararlara ilişkin özet bilgiler Tablo 4.1.'de sunulmaktadır.

Tablo 4.1.'de görüldüğü üzere, 2005 öncesi dönemde alınan faiz oranı kararları sadece indirim yönünde olurken 2005 Ocak ayından sonraki ikinci dönemde ise en çok alınan karar türü, faiz oranlarının sabit bırakılması yönünde olmuştur.

TABLO 4.1. TCMB FAİZ KARARLARI

Dönem	Artış	Azalış	Sabit	Toplam
2002 - 2004	0	16	0	16
2005 - 2009	6	19	26	51
Toplam	6	35	26	67

Kaynak: TCMB

2005 yılı öncesindeki dönemde piyasa aktörleri, sadece para politikası faiz oranlarında değişiklik olduğunda yeni oranlar hakkında bilgilendirilmiştir. 2005 yılı ile birlikte para politikası şeffaflığının arttığı yeni dönemin bu nedenle en önemli farklarından birisi, piyasa aktörlerinin ve kamuoyunun faiz oranlarında herhangi bir değişiklik olmadığı zamanlarda da TCMB tarafından bilgilendirilmesidir.

Bu bölümde yapılan ilk analiz, TCMB faiz oranı kararı açıklamaları bağlamında yapılmış olup, ikinci dönemde ilk döneme göre karar açıklamasının, İMKB Kesin Alım-Satım Pazarı işlem hacmi üzerindeki etkisinin değişip değişmediği incelenmiştir. 2002-2004 dönemi ile 2005-2009 döneminin karşılaştırması yapılırken, verilere ilişkin önemli bir ayrıntının açıklığa kavuşturulması gerekmektedir:

2006 yılı öncesinde PPK kararları, toplantıyı takip eden işgünü sabahında açıklanırken 2006 yılı ile birlikte bu kararlar toplantının yapıldığı günün akşamı açıklanmaya başlanmıştır. Bu nedenle, yapılan analizlerde 2006 yılı öncesi verileri faiz oranı kararının açıklandığı gündeki toplam işlem hacmi ile açıklamadan bir önceki gündeki toplam işlem hacminin karşılaştırılması iken, Ocak 2006'dan itibaren ise veriler faiz oranı kararının açıklandığı gündeki toplam işlem hacmi ile açıklamadan bir sonraki gündeki toplam işlem hacminin karşılaştırılması biçimindedir.

Aynı nedenle, Ocak 2002-Aralık 2005 arası döneme ilişkin para politikası sürprizlerinin belirlenmesi için faiz oranı kararının ilan edildiği gün ile bir gün öncesindeki faiz oranları kullanılmıştır. Ocak 2006-Ocak 2009 arası döneme ait sürprizlerin hesaplanması için de kararın ilan edildiği gün ile bir gün sonrasındaki faiz oranları kullanılmıştır.

Son olarak, para politikası sürprizlerinin DİBS faizleri üzerindeki etkisinin analiz edilmesi amacıyla vadesine yaklaşık 6 ay ve 12 ay kalan iskontolu DİBS faizlerindeki günlük değişim hesaplanmıştır.

Bu doğrultuda para politikası şeffaflığının bir ölçüsü olmak üzere para politikası sürprizleri hesaplanmıştır. Bu amaçla, piyasada işlem gören finansal araçların kullanılması literatürde yaygın bir yöntemdir. Bu çalışmada, Türkiye’de 2005 yılı başından itibaren PPK toplantılarının ayda bir yapıldığı göz önüne alınarak vade uyumu sağlanması amacıyla, sürprizlerin hesaplanmasında İMKB Kesin Alım-Satım Pazarında aynı gün valörlü işlem gören ve vadesine 1 ay kalan DİBS’lerin yıllık basit faizleri kullanılmıştır. Piyasada o gün için vadesine 1 ay kalan bir kıymetin olmaması halinde ise enterpolasyon yöntemi kullanılarak en yakın vadedeki kıymetin 1 aylık faizi hesaplanmıştır².

Para politikası sürprizi, 2006 yılı öncesi için faiz oranı kararının ilan edildiği gün ile bu karardan bir önceki günde işlem gören ve vadesine 1 ay kalan DİBS’lerin yıllık basit faizleri arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. 2006 yılından itibaren ise PPK kararının ilan edildiği gün ile bu kararın geçerli olmaya başladığı bir sonraki günde işlem gören ve vadesine 1 ay kalan DİBS’lerin yıllık basit faizleri arasındaki fark sürpriz olarak ele alınmıştır.

Tablo 4.2.’de Ocak 2002 ile Ocak 2009 tarihleri arasında alınan her faiz oranı kararına ilişkin olarak, yukarıda açıklanan yöntemle hesaplanan para politikası sürprizleri sunulmaktadır. Ayrıca, gerçekleşen faiz oranı değişiklikleri ile birlikte piyasa oyuncuları tarafından bu değişikliğin beklenen kısmı yer almaktadır. Bu anlamda, merkez bankası tarafından alınan bir faiz oranı kararının sürpriz kısmı, oranda gerçekleşen değişiklik ile bunun

² Aktaş ve diğerlerinin (2008) benzer yöntemi hemen hemen aynı sonuçlara ulaşmıştır.

beklenen kısmı arasındaki farktır. Sürprizin olmaması, faiz oranı değişikliğinin piyasa oyuncuları tarafından tam olarak beklendiğini göstermektedir.

Tablo 4.2.'de görüldüğü üzere 18.12.2008 tarihinde PPK, alış kotasyonunu 125 baz puan düşürmüştür. ABD mortgage piyasasında başlayan ve global piyasalarda yaşanan krizin Türkiye'yi de etkilemesi sonucunda alınan bu faiz indirimi yönündeki kararın piyasa oyuncuları tarafından beklenmekte olduğu anlaşılmaktadır. Bu faiz oranı değişikliğinin beklenen ve sürpriz olarak algılanan kısmı şu şekilde hesaplanmaktadır:

Faiz oranı değişikliğinin piyasalarda geçerli olmaya başladığı tarih olan 19.12.2008'de piyasada vadesine 1 ay kalmış DİBS bulunmadığı için en yakın vadede olan (26 gün) kıymetin %15.30 olan yıllık basit faiz oranı 30 günlük vade için %15.32 olarak yeniden hesaplanmıştır. Faiz oranı kararının açıklandığı tarih olan 18.12.2008'de de vadesine 1 ay kalmış bir DİBS olmadığı için en yakın vadede olan (27 gün) kıymetin %15.68 olan yıllık basit faiz oranı 30 günlük vade için %15.69 olarak yeniden hesaplanmıştır. Bu iki faiz oranı arasındaki 37 baz puan olan negatif fark, para politikası sürprizini göstermektedir. Böylece PPK tarafından yapılan 125 baz puanlık faiz indiriminin 37 baz puanlık kısmı para politikası sürprizi iken 88 baz puanının piyasa oyuncuları tarafından beklenmekte olduğu hesaplanmaktadır.

Tablo 4.2., Ocak 2002-Aralık 2004 aralığını kapsayan ilk dönemde piyasa oyuncularının, alınan 16 faiz oranı kararının sadece 1 tanesinde pozitif, geriye kalan kararların tümünde negatif sürpriz yaşadığını söylemektedir. Ocak 2005-Ocak 2009 aralığını kapsayan ikinci dönemde ise alınan kararların yaklaşık %50'si piyasalarda pozitif sürpriz yaratmıştır. Pozitif sürprizlerin ifade ettiği anlam, TCMB'nin faiz artırımını kararı aldığı durumda piyasa oyuncularının beklediğinden daha fazla faiz artırımını yaptığı, faiz indirimi kararı aldığı durumda ise beklenenden daha az faiz indirimi yaptığıdır. Pozitif bir sürpriz ayrıca, faiz oranının sabit bırakıldığı durumda piyasa oyuncularının faiz indirimi beklediğini ifade etmektedir.

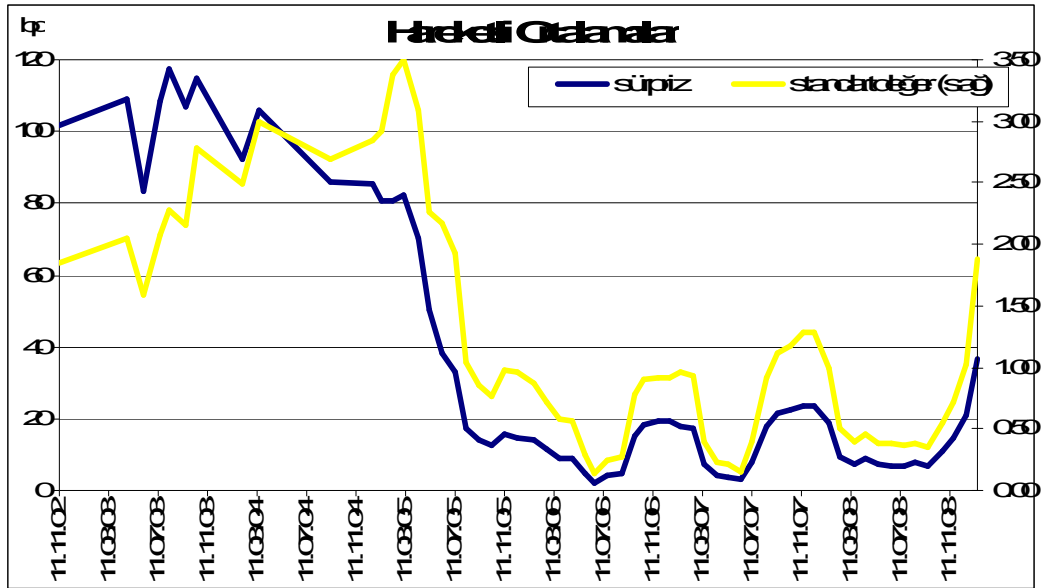
TABLO 4.2. TCMB FAİZ KARARLARININ GERÇEKLEŞEN, BEKLENEN VE SÜRPRİZ KISIMLARI

İlan Tarihi	Sürpriz	Gerçekleşme	Beklenen	İlan Tarihi	Sürpriz	Gerçekleşme	Beklenen
20.02.2002	-113	-200	-87	20.06.2006	6	0	-6
14.03.2002	-161	-300	-139	25.06.2006	183	225	42
08.04.2002	-95	-300	-205	20.07.2006	15	25	10
30.04.2002	48	-300	-348	24.08.2006	-5	0	5
05.08.2002	-130	-200	-70	26.09.2006	-64	0	64
11.11.2002	-62	-200	-138	19.10.2006	-19	0	19
25.04.2003	-157	-300	-143	23.11.2006	6	0	-6
04.06.2003	-8	-300	-292	21.12.2006	7	0	-78
16.07.2003	-247	-300	-53	16.01.2007	-6	0	6
06.08.2003	-99	-300	-201	15.02.2007	3	0	-3
18.09.2003	-68	-300	-232	15.03.2007	-3	0	3
15.10.2003	-109	-300	-191	18.04.2007	1	0	-1
05.02.2004	-23	-200	-177	14.05.2007	3	0	-3
17.03.2004	-88	-200	-112	14.06.2007	3	0	-3
08.09.2004	-129	-200	-71	12.07.2007	-34	0	34
20.12.2004	-97	-200	-103	14.08.2007	62	0	-62
11.01.2005	-38	-100	-62	13.09.2007	25	-25	-50
11.02.2005	-109	-50	59	16.10.2007	-7	-50	-43
09.03.2005	-34	-100	-66	14.11.2007	-11	-50	-39
11.04.2005	-13	-50	-37	13.12.2007	-2	-50	-48
10.05.2005	-10	-50	-40	17.01.2008	5	-25	-30
09.06.2005	26	-25	-51	14.02.2008	-7	-25	-18
11.07.2005	7	0	-7	19.03.2008	13	0	-13
09.08.2005	15	0	-15	17.04.2008	14	0	-14
09.09.2005	15	0	-15	15.05.2008	-2	50	52
11.10.2005	-2	-25	-23	16.06.2008	1	50	49
09.11.2005	-28	-25	3	17.07.2008	5	50	45
09.12.2005	-21	-25	-4	12.08.2008	11	0	-11
23.01.2006	-3	0	3	18.09.2008	-9	0	9
23.02.2006	0	0	0	22.10.2008	39	0	-39
23.03.2006	1	0	-1	19.11.2008	-24	-50	-26
27.04.2006	-1	-25	-24	18.12.2008	-37	-125	-88
25.05.2006	-1	0	1	15.01.2009	-100	-200	-100
07.06.2006	101	175	74				

Kaynak: TCMB, İMKB

4.2. Para Politikası Sürprizleri Hareketli Ortalaması

Para politikası sürprizlerinin hareketli ortalamasının izlenmesi, para politikası öngörülebilirliği hakkında ek bilgiler sağlayabilir. Bu amaçla oluşturulmuş olan Grafik 4.1.'de görüldüğü üzere, TCMB faiz oranı kararlarından hesaplanan sürprizlerin (sürpriz) ve bu sürprizlerin ilgili dönemdeki ortalama faize oranını ifade eden standart değerlerin (standartdeğer) 6 defalık hareketli ortalamasını gösteren eğriler, dalgalı bir özelliğe sahiptir. Her iki eğrinin gerek eğiminin gerekse düzeyinin 2005 yılının sonlarından başlayarak azalmaya başladığı görülmektedir. Ancak, bu durumun 2008 yılında yapılan son 2 toplantıda, ama özellikle 2009 yılında yapılan ilk PPK toplantısında tersine dönerek 2006 yılı öncesinde sahip olduğu özelliklere yeniden sahip olmaya başladığı görülmektedir.



Grafik 4.1 : Para Politikası Sürprizlerinin Hareketli Ortalaması (2 olağanüstü toplantı hariç)

Kaynak: TCMB, İMKB

Grafik 4.1.'de yer alan eğriler oluşturulurken 07.06.2006 ve 25.06.2006 tarihlerinde yapılan 2 olağanüstü PPK toplantısında alınan faiz kararı veri seti dışına çıkarılmıştır. Bu 2 toplantının veri setine dahil edilmesiyle hesaplanan eğriler Ek 1'de yer alan grafikte görülmektedir.

Ek 1’de yer alan grafik, eğimi ve düzeyi 2005 yılı sonlarında azalmaya başlayan her iki eğrinin (sürpriz1 ve standartdeğer1) 2006 yılı Haziran ayında yeniden önemli ölçüde yükselişe geçtiğini göstermektedir.

4.3. Para Politikası Sürprizlerinin Değerlendirilmesi

Para politikası sürprizlerinin değerlendirilmesinden önce ele alınması ilginç olabilecek bir diğer konu, TCMB faiz oranı kararlarının ikincil piyasa işlem hacmi üzerindeki etkilerinin iki alt-döneme göre analiz edilmesidir. Bu analizin özetlenmiş sonuçları Tablo 4.3.’de sunulmaktadır.

Buna göre, 2002-2004 arasını kapsayan ilk dönemde, ikincil piyasadaki toplam işlem hacmi, faiz oranı kararının etkisini gösterebileceği ilk günde, bir gün öncesine göre ortalama %42.1 artmaktadır. 2005-2009 arasını kapsayan ikinci dönemde ise bu oran %11.4 olmuştur. Elde edilen bu sonucun PPK toplantı tarihlerinin önceden kamuoyuna duyurulmasının piyasalardaki belirsizliği azalttığı yönündeki teorik beklenti ile uyumlu bir sonuç olduğu düşünülmektedir.

TABLO 4.3. FAİZ ORANI DEĞİŞİKLİKLERİNİN İKİNCİL PİYASA İŞLEM HACMI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Dönem	t+1 (ilk etki günü)	t (etki öncesi)	Değişim (%)
2002-2004	746,586,613	525,486,910	42.1
2005-2009	1,075,888,263	965,691,203	11.4

Kaynak: İMKB

Para politikası sürprizlerinin yıllık mutlak değer ortalamalarının hesaplanmasının yanı sıra yıllık olarak ağırlıklandırılmış ortalama basit faizler bulunmuştur. Ek olarak, sürprizlerin basit faizlere oranını ifade eden standart değerler elde edilmiştir. Tüm bu değerler Tablo 4.4.’de sunulmakta olup, görüldüğü üzere 2002 yılında 101.50 baz puan olan para politikası sürpriz ortalaması 2008 yılında 13.92 baz puana gerilemiştir. Ancak, 2009 yılında 2005 yılı öncesindeki değerlere dönmüştür. Ayrıca, para politikası sürprizlerinin 2003 yılından itibaren 2009 yılına kadar azalmakta olduğu görülmektedir. Bunun tek istisnasını oluşturan 2006 yılında, piyasa aktörlerinin davranış biçiminin 2002-2004 arasını kapsayan ilk dönemdeki

özelliğine yakın bulunduğu gözlenmektedir. 2006 yılı Haziran ayında alınan 2 olağanüstü faiz oranı kararı veri setinden çıkarıldığında ise 2006 yılı ortalaması 10.7 baz puan olmaktadır.

TABLO 4.4. YILLIK PARA POLİTİKASI SÜRPRİZLERİ

Yıllar	Sürpriz	Faiz	Standart Değer
2002	101.50	53.53	1.90
2003	114.67	40.30	2.85
2004	84.25	24.16	3.49
2005	26.50	16.58	1.60
2006	29.43	17.55	1.68
2007	13.33	19.32	0.69
2008	13.92	19.37	0.72
2009	100.00	15.44	6.48

Kaynak: TCMB, İMKB

Ayrıca, para politikası şeffaflığının bir göstergesi olmak üzere hesaplanan para politikası sürprizlerinin mutlak değer ortalaması, 2002-2004 arasını içeren dönem için 102.13 baz puan, 2005-2009 arasını içeren dönem için 22.68 baz puan olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.4.'te, para politikası sürprizlerinin yıllık ortalama mutlak değerlerinin standart değerleri de sunulmaktadır. Sürprizlerin, işlem hacmi ile ağırlıklandırılmış yıllık basit faiz oranlarına bölünerek elde edilen ortalama standart sürpriz değeri, 2002 yılında 1.90 iken 2008 yılında 0.72'e gerilemiştir. Ancak, 2009 yılındaki ilk toplantıda 6.48 ile incelenen dönemdeki en yüksek değerine ulaşmıştır.

Bu çalışmadan elde edilen bulguların sonucu, beklentilerle uyumlu olarak PPK toplantı tarihlerinin önceden kamuoyuna açıklanmasının para politikası şeffaflığını arttırarak para politikasına ilişkin öngörülebilirliği

yükselttiğidir. Ancak, 2009 yılındaki standart değerin yüksekliği, global krizin biçimlendirdiği yeni bir dönemi vurgulamaktadır.

4.4. Ekonometrik Model ve Sonuçları

Para politikası şeffaflığı ile para politikası sürprizleri arasındaki ilişkinin ters yönlü olmasını beklediğimiz bu çalışmada, para politikasının daha şeffaf olduğu ikinci alt-dönemde ilk döneme göre para politikası sürprizlerinin ikincil piyasa faiz oranları ile olan ilişkisinin değişip değişmediğini analiz eden model şu şekildedir:

$$\Delta R_t = \alpha_n + \beta \text{sürpriz}_t + \varepsilon_{nt}$$

Burada ΔR_t tahvil faizindeki değişimi, ε_{nt} ise tahvil faizlerindeki para politikası ile ilgili olmayan değişiklikleri göstermektedir.

Bu modelin regresyonundan elde edilen sonuçlar Tablo 4.5.'de görülmektedir. Buna göre, analizi yapılan iki dönemde de vadesine 6 ay ve 12 ay kalmış DİBS faizlerinin para politikası sürprizlerine verdiği tepki konusunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılmış olmakla birlikte 2005-2009 dönemindeki anlamlılığın her iki vade için de daha yüksek olduğu görülmektedir. Buna karşın, her iki dönemde de para politikası sürprizleri ile DİBS faizleri arasında belirgin bir ilişkinin olduğunu söylemek olasıdır. Aynı modelin 2002-2009 dönemi için %5 düzeyinde anlamlı katsayılar verdiği de görülmektedir.

Verileri Ek 3'de sunulan modelin açıklama gücünü gösteren R^2 'lere bakıldığında ise, vadesine 6 ay kalmış DİBS faizleri için ilk dönem ve ikinci dönem oranları sırasıyla %33 ve %38 olarak belirmektedir. Ayrıca, vadesine 12 ay kalmış DİBS faizleri için ilk dönem ve ikinci dönem oranlarının sırasıyla %31 ve %60 olduğu görülmektedir. R^2 'nin %60 olmasının ifade ettiği anlam, 2005-2009 döneminde, TCMB faiz oranı kararı, bu kararın uygulamaya konduğu gün itibarıyla 12 ay vadeli DİBS faizlerindeki değişimin %60'ını açıklamasıdır.

TABLO 4.5. PİYASA FAİZ ORANLARININ PARA POLİTİKASI SÜRPRİZLERİNE TEPKİSİ

Vade	Sabit Katsayı			Sürpriz			R2		
	2002-04	2005-09	2002-09	2002-04	2005-09	2002-09	2002-04	2005-09	2002-09
6 ay	-29.340 (31.222)	-6.948 (3.053)	-11.913 (5.207)	0.701 (0.268)	0.415 (0.075)	0.708 (0.078)	0.33	0.38	0.56
12 ay	-44.281 (30.109)	1.511 (4.532)	-2.532 (5.691)	0.652 (0.258)	0.956 (0.112)	0.950 (0.085)	0.31	0.60	0.65

Not: Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir.

Koyu olan katsayılar %5 düzeyinde anlamlıdır.

2006 yılının Haziran ayındaki 2 olağanüstü PPK toplantısında alınan ve piyasalar tarafından çok büyük ölçüde beklenmediği için faiz kararı veri seti dışına çıkarılarak aynı çalışma yinelendiğinde elde edilen sonuçlar Tablo 4.6.'da özetlenmektedir. Tablo 4.6.'dan da anlaşıldığı üzere analizi yapılan iki dönemde de vadesine 6 ay ve 12 ay kalmış DİBS faizlerinin para politikası sürprizlerine verdiği tepki konusunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Aynı modelin 2002-2009 dönemi için %5 düzeyinde anlamlı katsayılar verdiği de görülmektedir.

Yapılan regresyonun açıklama gücünü gösteren R^2 'lere bakıldığında ise, vadesine 6 ay kalmış DİBS faizleri için ilk dönem ve ikinci dönem oranları sırasıyla %33 ve %53 olarak belirmektedir. Ayrıca, vadesine 12 ay kalmış DİBS faizleri için ilk dönem ve ikinci dönem oranlarının sırasıyla %31 ve %38 olduğu görülmektedir.

Yapılan bu iki regresyon çalışması, para politikası sürprizlerinin ikincil piyasa faizlerini etkileme konusunda anlamlı katsayılara sahip olduğunu ancak, faizlerin sürprizlere verdiği tepkinin iki alt-dönemde temel olarak değişmediğini göstermektedir.

Buradan ulaşılabilecek temel sonuç, para politikası etkinliğinin para politikası şeffaflığındaki artıştan bağımsız olduğudur.

TABLO 4.6. PİYASA FAİZ ORANLARININ PARA POLİTİKASI SÜRPRİZLERİNE TEPKİSİ (2 OLAĞANÜSTÜ TOPLANTI HARIÇ)

Vade	Sabit Katsayı			Sürpriz			R2		
	2002-04	2005-09	2002-09	2002-04	2005-09	2002-09	2002-04	2005-09	2002-09
6 ay	-29.340	-4.314	-6.678	0.701	0.679	0.829	0.33	0.53	0.61
	(31.222)	(2.703)	(5.183)	(0.268)	(0.093)	(0.083)			
12 ay	-44.281	-0.476	-4.637	0.652	0.695	0.889	0.31	0.38	0.78
	(30.109)	(3.694)	(5.641)	(0.258)	(0.127)	(0.090)			

Not: Parantez içindeki değerler standart hataları göstermektedir.

Koyu olan katsayılar %5 düzeyinde anlamlıdır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Para politikası şeffaflığı, merkez bankalarının son 20 yılda giderek artan bir şekilde önem verdikleri uygulamalardan birisidir. Para politikası yapıcılar ile özel kesim arasındaki bilgi asimetrisini azaltan her duyuru, para politikasının şeffaflığını arttırmaktadır.

TCMB'nin 2005 yılından itibaren daha şeffaf politikalar izlemesi ile başlayan yeni dönemin ikincil piyasada işlem gören DİBS'lerin işlem hacimleri ve faiz oranları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı bu çalışmada, para politikası şeffaflığının artması ile para politikasına ilişkin öngörülebilirliğin birlikte ortaya çıktığı savunulmaktadır.

Tahvil-bono piyasalarındaki aktörlerin piyasada işlem yapma ve fiyatlama davranışlarının incelenmesi, para politikası şeffaflığı ile para politikasının öngörülebilirliği arasındaki ilişkiyi değerlendirmek açısından oldukça önemlidir.

Bu amaçla yapılan ampirik çalışmaların ortak sonucu, para politikası şeffaflığındaki artışın piyasa aktörlerinin para politikasına ilişkin algılamasında değişikliğe yol açtığıdır. Algılamadaki bu değişikliğin, piyasalardaki para politikasından kaynaklanan belirsizliğin azalmasını sağladığı söylenebilir.

Piyasalardaki bu belirsizliğin azaldığını gözlemleyebildiğimiz önemli noktalardan birisi, para politikasında PPK toplantı tarihlerinin önceden ilan edilmeye başlanması ile artan şeffaflığın, piyasa aktörlerinin enflasyon verisi açıklaması sonrasında ikincil piyasada işlem yapma isteğindeki artış ile birlikte ortaya çıkmasıdır.

Bununla birlikte, kullanılan ekonometrik model, para politikası kararlarının para politikası şeffaflığının arttığı ikinci dönemde ilk döneme göre, piyasaları etkileme gücünün değişmediğini göstermektedir.

Sonuç olarak, PPK toplantı tarihlerinin 6nceden kamuoyuna ilan edilmesi ile artan para politikası Şeffaflığının para politikasına ilişkin 6ng6r6lebilirliği arttırdığı, bununla birlikte para politikası s6rprizlerinin ikincil piyasa faizleri 6zerindeki etkisinde bir değişiklik gerçekleŐmediđi ayrıca, para politikasının etkinliğinin para politikası Őeffaflıđından bağımsız olduğu ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

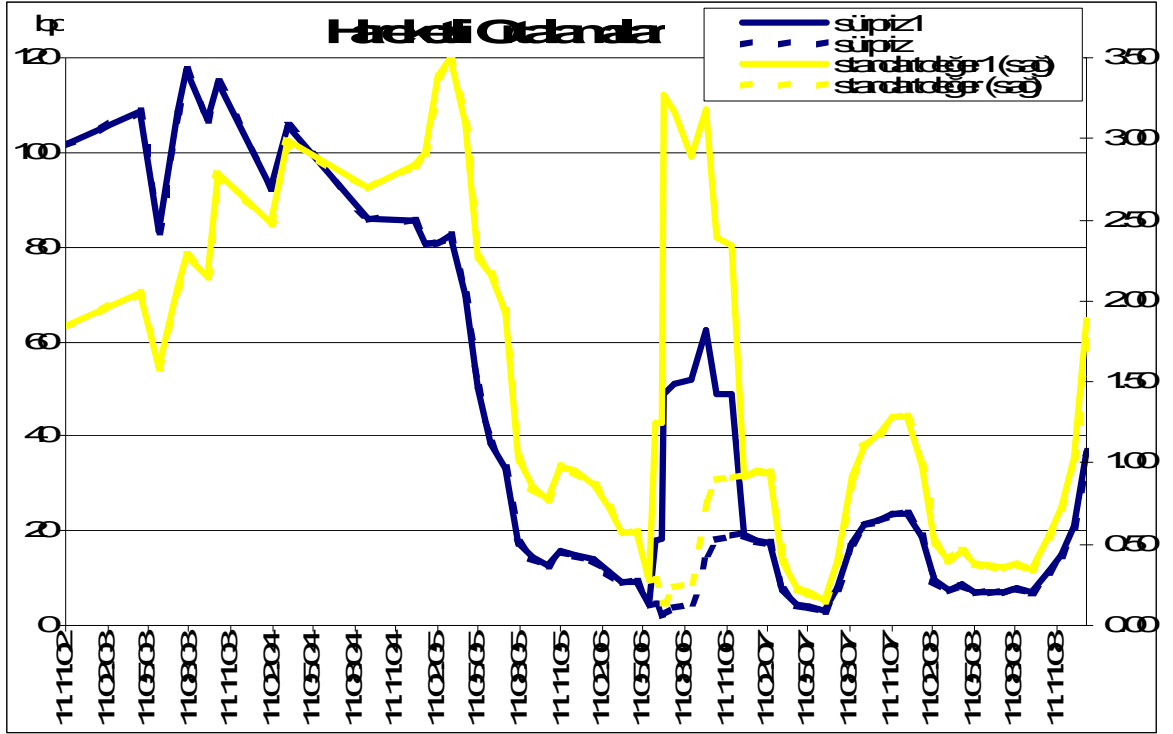
- Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli M., Orak M. (2008). Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi. TCMB Çalışma Tebliği No. 08/11.
- Chortareas, G., Stasavage, D. ve Sterne, G. (2001). “Does it Pay to be Transparent? International Evidence From Central Bank Forecasts”. Erişim: Ocak 2009, Bank of England Çalışma Tebliği,143.
- Clare, A. ve Courtenay, R. (2001). Financial Market Reactions to Interest Rate Announcements and Macroeconomic Releases. *Bank of England Quarterly Bulletin*.
- Cochrane, J. H. ve Piazzesi, M. (2002). The Fed and Interest Rates-A High Frequency Identification. *American Economic Review*, 92, 90-101.
- Crowe, C. ve Meade, E. E. (2008). Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. International Monetary Fund.
- Cukierman, A. (2001a). Accountability, Credibility, Transparency and Stabilization Policy in the Eurosystem, Editör: C. Wyploz, The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries. Oxford University Press, Chapter 3, 40-75.
- Drew, Aaron and Karagedikli, Özer (2008). Some Benefits of Monetary Policy Transparency in New Zealand. *Reserve Bank of New Zealand Tartışma Tebliği Serileri*.
- Dotsey, M. (1987). Monetary Policy, Secrecy and Federal Funds Rate Behavior. *Journal of Monetary Economics* 20, 463-474.
- Ehrmann, M. ve Fratzcher, M. (2005). Transparency, Disclosure and The Federal Reserve. European Central Bank Çalışma Tebliği Serileri No.457.
- Eijffinger, S. C. ve Geraats, P. M. (2002). How Transparent Are Central Banks? CEPR Tartışma Tebliği 3188.
- Ellingsen, R. ve Soderstrom, U. (2003). Monetary Policy and Market Interest Rates. *The American Academic Review*, 91 (5), 1594-1607.

- Fracasco, A., Genberg, H. ve Wyplosz, C. (2003). How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks. Vol. Special Report 2 of Geneva Reports on The World Economy, Centre for Economic Policy Research.
- Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S. ve Sterne, G. (2000). Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework, Monetary Policy Framework, 1-216
- Geraats, P. M. (2002). Central Bank Transparency. *Economic Journal*, 112 (483), F532-F565.
- Gerlach-Kristen, Petra (2004). Is the MPC's Voting Record Informative About Future UK Monetary Policy? *Scandinavian Journal of Economics*, 106 (2), 299-313.
- Goodfriend, M. (1986). Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. *Journal of Monetary Economics*, 17, 63-92.
- Gürkaynak, R., Sack, B. ve Swanson, E. (2002). Market-Based Measures of Monetary Policy Expectations. *Federal Reserve Board, Finance and Economics Tartışma Serileri*, 2002-40.
- Haldane, A. ve Read, V. (2000). Monetary Policy Surprises and the Yield Curve. Bank of England Çalışma Tebliği (106), 1-41.
- Howells, P. ve Mariscal I. B.F. (2003). Central Bank Transparency: A Market Indicator. Tartışma Tebliği 0305, University of the West of England, Department of Economics.
- Kuttner, K. K. (2001). Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence From the FED Funds Futures Market. *Journal of Monetary Economics*, 47 (3), 523-44.
- Mishkin, F. S. (2004). Can Central Bank Transparency Go Too Far? National Bureau of Economic Research Çalışma Tebliği, 10829.
- Parent, N. (2002). Transparency and the Response of Interest Rates to the Publication of Macroeconomic Data. Bank of Canada Review.
- Poole, W. ve Rasche, R. H. (2000). Perfecting the Market's Knowledge of Monetary Policy. *Journal of Financial Services Research*, 255-298.
- Rigobon, R. ve B. Sack (2002). The Impact of Monetary Policy on Asset Prices. National Bureau of Economic Research, Çalışma Tebliği 8794.
- Roley, V. Vance ve Sellon, G. H. (1995). Monetary Policy Actions and Long-Term Interest Rates. Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Quarterly*, 80 (4), 73-89.

- Reinhart, V. ve Simin, T. (1997). The Market Reaction to Federal Reserve Policy Action from 1989 to 1992. *Journal of Economics and Business*, 49:149-168.
- Swanson, E. T. (2004). Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecasts of Short-Term Interest Rates. Finance and Economics Tartışma Serileri, 2004-6.
- Tabellini, G. (1987). Secrecy of Monetary Policy and the Variability of Interest Rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 19, 425-436.
- Thornton, D. L. (1998). Tests of the Market's Reaction to Federal Funds Rate Target Changes. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 80, 25-36.
- Tuysuz, S. (2007). Central Bank Transparency and the U.S. Interest Rate Level and Volatility Response to U.S. News. *Munich Personal RePec Archive*.
- Urich, T. ve Wachtel, P. (2001). Financial Market Responses to Monetary Policy Change in the 1990s'. *Contemporary Economic Policy*, 19 (3), 254-267.
- Winkler, B. (2000). Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making. European Central Bank Çalışma Tebliği 26.
- Woodford, M. (2001). Monetary Policy in Information Economy. NBER Çalışma Tebliği 8674.

EKLER

PARA POLİTİKASI SÜRPRİZLERİNİN HAREKETLİ ORTALAMASI



Kaynak: TCMB, İMKB

İKİNCİL PİYASA İŞLEM HACMİ DEĞERLERİ

tarih	işlem hacmi	değer	tarih	işlem hacmi	değer
28.12.2001	228,352,187	123.26	29.06.2005	1,683,698,193	263.01
29.01.2002	173,533,095	156.65	29.07.2005	965,885,237	102.91
26.02.2002	136,247,024	75.56	29.08.2005	692,570,563	77.07
29.03.2002	168,038,468	26.98	28.09.2005	2,236,708,227	365.73
30.04.2002	351,981,669	205.02	28.10.2005	197,257,222	35.28
29.05.2002	491,693,773	769.06	29.11.2005	1,075,107,058	89.33
28.06.2002	216,209,635	88.89	29.12.2005	565,410,767	42.95
30.07.2002	172,359,309	57.46	31.01.2006	919,253,272	110.78
28.08.2002	633,021,761	194.64	28.02.2006	2,001,468,191	205.49
27.09.2002	183,276,733	39.88	29.03.2006	964,554,868	92.69
28.10.2002	32,152,931	7.15	28.04.2006	1,192,553,379	80.71
28.11.2002	308,725,487	81.17	30.05.2006	692,952,342	85.55
30.12.2002	300,041,585	82.16	28.06.2006	908,708,472	106.58
29.01.2003	341,061,225	129.90	31.07.2006	370,306,435	79.45
26.02.2003	381,771,734	57.67	29.08.2006	558,659,381	140.04
31.03.2003	305,489,008	106.94	29.09.2006	603,383,730	29.56
29.04.2003	550,190,995	156.91	31.10.2006	974,387,740	204.52
29.05.2003	481,149,107	138.91	29.11.2006	1,157,494,267	299.31
30.06.2003	274,599,535	72.94	27.12.2006	249,078,246	36.27
29.07.2003	689,066,036	91.14	30.01.2007	1,030,500,312	85.81
29.08.2003	567,952,573	74.83	27.02.2007	778,913,506	99.18
30.09.2003	644,117,955	83.66	29.03.2007	880,946,589	126.05
28.10.2003	312,915,248	33.40	30.04.2007	1,421,477,300	185.88
28.11.2003	44,690,179	4.01	30.05.2007	676,086,532	83.18
29.12.2003	367,071,500	45.64	28.06.2007	1,110,162,740	126.19
27.01.2004	714,099,760	98.40	31.07.2007	849,000,370	133.48
27.02.2004	738,579,217	57.26	28.08.2007	492,569,868	290.51
30.03.2004	915,724,080	87.19	24.09.2007	646,371,703	61.41
28.04.2004	1,824,981,830	232.32	30.10.2007	446,548,586	68.91
31.05.2004	468,997,869	79.74	28.11.2007	636,645,631	142.43
29.06.2004	326,258,997	35.70	27.12.2007	425,314,988	44.72
29.07.2004	857,563,023	102.74	30.01.2008	690,959,886	97.53
31.08.2004	510,855,789	134.43	27.02.2008	1,257,035,749	185.12
28.09.2004	994,832,186	115.82	31.03.2008	574,706,954	47.73
28.10.2004	420,688,297	43.04	29.04.2008	422,778,941	82.93
30.11.2004	1,105,212,069	100.26	29.05.2008	507,863,002	93.26
29.12.2004	972,672,952	125.21	30.07.2008	761,638,479	151.00
31.01.2005	1,270,011,981	74.76	29.08.2008	607,579,492	75.10
28.02.2005	1,138,571,193	65.65	25.09.2008	1,294,511,193	347.16
30.03.2005	1,381,348,198	175.62	28.10.2008	236,667,696	68.95
28.04.2005	1,328,511,413	80.50	28.11.2008	971,651,628	114.34
31.05.2005	2,014,540,601	171.91	29.12.2008	971,651,628	27.78

Kaynak: İMKB

MODELE İLİŞKİN VERİLER

tarih	6ay	12ay	sürpriz
20.02.2002	-60	-78	-113
14.03.2002	-70	-71	-161
08.04.2002	-65	-40	-95
30.04.2002	-37	-11	48
05.08.2002	-290	-323	-130
11.11.2002	-87	-117	-62
25.04.2003	-172	-156	-157
04.06.2003	-59	-78	-8
16.07.2003	-257	-221	-247
06.08.2003	8	-115	-99
18.09.2003	-97	-60	-68
15.10.2003	-84	-75	-109
05.02.2004	-60	-75	-23
17.03.2004	17	-16	-88
08.09.2004	-100	-116	-129
20.12.2004	-134	-159	-97
11.01.2005	-44	-50	-38
09.02.2005	-75	-46	-109
09.03.2005	-16	-21	-34
11.04.2005	-17	-22	-13
10.05.2005	-17	4	-10
09.06.2005	10	-6	26
11.07.2005	8	8	7
09.08.2005	6	-3	15
09.09.2005	-2	-10	15
11.10.2005	-2	9	-2
09.11.2005	3	5	-28
09.12.2005	-2	5	-21
23.01.2006	4	1	-3
23.02.2006	-6	-1	0
23.03.2006	-1	0	1
27.04.2006	1	-4	-1
25.05.2006	5	82	-1
07.06.2006	53	8	101

Kaynak: İMKB

tarih	6ay	12ay	sürpriz
20.06.2006	13	34	6
25.06.2006	3	283	183
20.07.2006	14	12	15
24.08.2006	-42	-45	-5
26.09.2006	-17	-14	-64
19.10.2006	-13	-4	-19
23.11.2006	1	-3	6
21.12.2006	5	-2	7
16.01.2007	-22	-6	-6
15.02.2007	-1	0	3
15.03.2007	-2	10	-3
18.04.2007	8	17	1
14.05.2007	-6	17	3
14.06.2007	-8	-9	3
12.07.2007	-1	-24	-34
14.08.2007	16	76	62
13.09.2007	-25	-52	25
16.10.2007	-30	-9	-7
14.11.2007	3	-9	-11
13.12.2007	-2	-3	-2
17.01.2008	6	18	5
14.02.2008	3	1	-7
19.03.2008	5	8	13
17.04.2008	18	25	14
15.05.2008	-21	-32	-2
16.06.2008	-11	-21	1
17.07.2008	5	6	5
14.08.2008	-24	-22	11
18.09.2008	-12	-55	-9
22.10.2008	84	83	39
19.11.2008	-21	-20	-24
18.12.2008	-48	-49	-37
15.01.2009	-99	-95	-100