

**TCMB'NİN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI
KARARLARININ VARLIK FİYATLARINA ETKİSİ: VAKA
ÇALIŞMASI YAKLAŞIMI**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
İktisat Ana Bilim Dalı
İktisat Programı**

Bünyamin EKREM

Danışman: Prof. Dr., İsmail ÇEVİŞ

**Ocak, 2021
DENİZLİ**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

Bünyamin EKREM

ÖN SÖZ

Tezin yazılmasında ilgi ve desteğini esirgemeyen değerli danışmanım ve hocam Prof. Dr. İsmail ÇEVİŞ'e, kıymetli hocalarım Doç. Dr. Reşat CEYLAN ve Arş. Gör. Cemal ÖZTÜRK'e, gösterdikleri fedakarlıklar ve anlayışları nedeniyle sevgili mesai arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım...

Bünyamin EKREM

Denizli, 2021

ÖZET

TCMB’NİN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI KARARLARININ VARLIK FİYATLARINA ETKİSİ: VAKA ÇALIŞMASI YAKLAŞIMI

EKREM, Bünyamin

Yüksek Lisans Tezi

İktisat ABD

Tez Yöneticisi: Prof. Dr., İsmail ÇEVİŞ

Ocak 2021, IX+106 sayfa

2008 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan Küresel Finansal Kriz, enflasyon hedeflemesinin finansal istikrarın sağlanması için yeterli olmadığını göstermiştir. Krizin başlangıcının ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları aşırı gevşek para politikası ve parasal genişleme adımları, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında ciddi oynaklıklara yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları yerel para birimlerinin temellerle uyumsuz bir şekilde değer kazanmasına ve kredi genişlemesine neden olmuştur. Gelişmiş ülke ekonomilerinin toparlanamaması, gelişmekte olan ülkelerde iç ve dış talep arasındaki dengeyi bozmuş ve kırılganlıkları artırmıştır. Bu yüzden, sermaye akımları tersine döndüğünde gelişmekte olan piyasalarda ani duruş riski ortaya çıkmıştır.

Bu koşullar altında TCMB, hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı hedefleyen yeni bir para politikası tasarlamıştır. Bazen, fiyat istikrarı için gerekli faiz oranı ile finansal istikrar için doğru oran olmayabilir. Bu nedenle TCMB, politika araçlarını çeşitlendirerek ve geleneksel olmayan para politikası araçlarını tanıtmıştır: faiz koridoru, bir haftalık repo faizi, etkin likidite yönetimi ve zorunlu karşılık oranları.

Bu çalışmada TCMB politika kararlarının ABD doları/TL, EUR/TL kurları ile BİST 100 ve BİST Bankacılık endeksleri üzerindeki etkileri vaka çalışması (event study) yöntemiyle incelenmiştir. Geleneksel olmayan para politikası döneminde TCMB'nin varlık fiyatları üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Geleneksel olmayan para politikası, varlık fiyatları, vaka çalışması, aktarım mekanizması, finansal istikrar

ABSTRACT

THE EFFECTS OF THE CBRT'S UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY DECISIONS ON ASSET PRICES: EVENT STUDY APPROACH

EKREM, Bünyamin
Master Thesis
Department of Economics
Adviser of Thesis: Prof. Dr., İsmail ÇEVIŞ

January 2021, 106 Pages

The Global Financial Crisis which spreaded over the world in 2008 demonstrated that the inflation targeting is not enough for ensuring the financial stability. After the crisis broke out the reserve banks in developed countries implemented excessively loose monetary policy and quantitative easings led to high volatilities in capital flows thorough the emerging markets. The capital flows to the emerging markets caused credit expansions and domestic currencies to appreciate which is incompatible to the fundemantals. That the economies in developed countries did not recovered destabilized the equilibrium between domestic and foreign demand and worsened the fragilities in emerging markets. Therefore the risk of sudden stop in those countries emerged when the capital flows reversed.

Under these circuntances the CBRT introduced a new monetary policy which aims both the price and financial stability. However the policy rate for the price stability sometimes is not right for the financial stability. So the CBRT diversified the policy tools and introduced the unconventional policy tools: interest rate corridor, one week repo rate, effective liquidity management and required reserves.

In this study, the effects of the CBRT's policy decisions on the USD/TRY, EUR/TRY currencies and BİST 100 and BİST Banking indices are analysed in an event study method. It is discovered that the CBRT is more effective on the assets prices in the unconventional monetary policy era.

Keywords: Unconventional monetary policy, asset prices, event study, transmission mechanism, financial stability

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖN SÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
İÇİNDEKİLER	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	vi
GRAFİKLER DİZİNİ	vii
TABLolar DİZİNİ	viii
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

1.1. Para Politikasının Aktarım Kanalları	8
1.1.1. Geleneksel Faiz Kanalı.....	9
1.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı	10
1.1.2.1. Tobin'in q teorisi.....	10
1.1.2.2. Servet etkisi.....	11
1.1.2.3. Döviz kuru kanalı.....	11
1.1.3. Kredi Kanalı	12
1.1.3.1. Banka borç verme kanalı.....	12
1.1.3.2. Bilanço kanalı.....	13
1.1.3.2.1. Nakit akışı kanalı.....	14
1.1.3.2.2. Beklenmedik fiyat seviyesi kanalı.....	14
1.1.3.2.3. Hanehalkı likidite etkisi	15
1.1.3.3. Kamunun kredi piyasalarına müdahalelerinin kredi arzı üzerindeki etkisi	15
1.2. Para Politikası, Hisse Senetleri ve Döviz Kuru.....	16

İKİNCİ BÖLÜM

2008 - 2019 YILLARI ARASINDA TCMB TARAFINDAN UYGULANAN PARA POLİTİKASI

2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	19
2.2. TCMB Tarafından Uygulanan Para Politikası	22
2.2.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesinden Enflasyon Hedeflemesine Geçiş	22
2.2.2. 2008 – 2010 Nisan Dönemindeki Para Politikası Gelişmeleri	23
2.2.3. 2010 Nisan Sonrası Dönem: Para Politikasında Geleneksel Olmayan Yaklaşım	29
2.2.3.1. Faiz koridoru	33
2.2.3.2. Zorunlu karşılıklar.....	34
2.2.3.2.1. Rezerv opsiyonu mekanizması.....	36
2.2.3.3. Yeni çerçevede para politikası gelişmeleri.....	38
2.3. Politika Faizleri, Borsa Endeksi ve Döviz Kuru	51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KARARLARININ VARLIK PİYASALARINA ETKİLERİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

3.1.	Küresel Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalar	54
3.2.	Türkiye Piyasaları Üzerine Yapılan Çalışmalar	59
3.3.	Literatürde Kullanılan Yöntemler Üzerine Bir Değerlendirme	66
3.4.	Para Politikası Kararlarının Sürpriz ve Beklenen Kısımlarına Ayırıştırılması	68

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TCMB'NİN PARA POLİTİKASI KARARLARININ VARLIK FİYATLARINA ETKİSİNİN İNCELENMESİ

4.1.	Vaka Çalışması Yaklaşımı ve Sıradan En Küçük Kareler (EKK) Yöntemi	71
4.2.	Model	72
4.3.	Veriseti	73
4.4.	Türkiye’de Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi	77
4.4.1.	Tüm Örneklem Tahmin Edilmesi	77
4.4.2.	Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi ve Yeni Para Politikası Çerçevesinde Para Politikası Sürprizlerinin Varlık Fiyatlarına Etkisi	79
4.4.2.1.	Model ve veriseti	79
4.4.3.	Pozitif ve Negatif Sürprizlerin Arasındaki Asimetri	87
4.4.3.1.	Model ve veriseti	87
SONUÇ		92
KAYNAKLAR		96
EK		102
ÖZ GEÇMİŞ		HATA! YER İŞARETİ TANIMLANMAMIŞ.

ŞEKİLLER DİZİNİ

	Sayfa
Şekil 1. Parasal Aktarım Mekanizması	7
Şekil 2. Yeni Politik Çerçeve de Kısa Vadeli Faizler	32
Şekil 3. Yeni Para Politikasının Tasarımı	33

GRAFİKLER DİZİNİ

	Sayfa
Grafik 1. TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları.....	25
Grafik 2. Tüketici Enflasyonu ve Enflasyon Hedefi.....	25
Grafik 3. Hanehalkı ve Kamu Harcamaları, İhracat ve GSYİH Yıllık Değişimi	25
Grafik 4. TÜFE, Gıda ve Enerji Enflasyonu.....	26
Grafik 5. Brent Petrol Fiyatı ve Doğalgaz Fiyat Endeksi	26
Grafik 6. 12 Ay Sonrasına İlişkin Enflasyon Beklentileri, ABD Doları ve Euro Kuru..	27
Grafik 7. Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Hisse Senedi – DİBS Hareketleri ve Portföy Yatırımları	28
Grafik 8. Sanayi Üretim Endeksi, Kapasite Kullanım Oranı ve İşsizlik.....	29
Grafik 9. Enflasyon ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri.....	29
Grafik 10. Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve ABD Dolarının Aylık Değişimi	30
Grafik 11. Cari Açık ve Yurt İçi TL Yıllık Kredi Büyümesi.....	30
Grafik 12. TL Mevduatın Vadelerine Göre Zorunlu Karşılık Oranları	35
Grafik 13. Rezerv Opsiyon Oranları ve Yararlanma Oranları	36
Grafik 14. Döviz İçin Rezerv Opsiyon Katsayıları.....	37
Grafik 15. Standart Altın İçin Rezerv Opsiyon Katsayıları	37
Grafik 16. Geleneksel Olmayan Dönemde Kısa Vadeli TCMB Faiz Oranları.....	38
Grafik 17. Hanehalkı Tüketimi ve Kamu Harcamalarının Büyüme Hızı	39
Grafik 18. İhracat, İthalat ve Cari Açık.....	39
Grafik 19. G.O.Ü. ve Türkiye'ye Kısa Vadeli Sermaye Akımları.....	39
Grafik 20. ABD Doları, Euro ve Yurt İçinde Finansal Olmayan Kesime Verilen TL Kredi Büyümesi	39
Grafik 21. Faiz Koridoru ve Kısa Vadeli Faizler	40
Grafik 22. Zorunlu Karşılıklar ve Ağırlıklı Ortalaması	40
Grafik 23. Geleneksel Olmayan Para Politikası Döneminde Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri.....	41
Grafik 24. Enerji, İşlenmemiş Gıda ve Alkollü İçkiler, Tütün ve Altın Enflasyonu	42
Grafik 25. TÜFE, 12 Aylık TÜFE Beklentisi ve Enflasyon Hedefi	42
Grafik 26. Nihai Talepteki Yıllık Değişim, Büyüme ve Net İhracat	43
Grafik 27. TCMB Fonlama Kompozisyonu.....	49
Grafik 28. Politika Faizi, BİST100 ve BİST Bankacılık Endeksi.....	52
Grafik 29. Politika Faizi, ABD Doları ve Euro.....	53
Grafik 30. Bir Hafta Vadede Geçen İşlem Hacmi ve Adedi.....	74

TABLolar DİZİNİ

	Sayfa
Tablo 1: Değişkenler ve Veri Kaynakları	77
Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler	78
Tablo 3: Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi – Tüm Örneklem.....	79
Tablo 4: Geleneksel ve Yeni Para Politikası Döneminde Tanımlayıcı İstatistikler.....	81
Tablo 5: Geleneksel ve Yeni Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi.....	82
Tablo 6. Pozitif ve Negatif Para Politikası Sürprizi Günlerinde Tanımlayıcı İstatistikler ...	88
Tablo 7: Pozitif ve Negatif Para Politikası Sürprizlerinin Varlık Fiyatlarına Etkisi.....	89
Tablo 8. Faiz Kararları, Beklentiler ve Sürprizler.....	102

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ARCH	Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
AOFM	Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
BP	Breusch-Pagan Sabit Varyans Testi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
EUR	Euro
Fed	Federal Reserve
FOMC	Fed Açık Piyasa Komitesi
GLP	Geç Likidite Penceresi
GMM	Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
G.O.Ü.	Gelişmekte Olan Ülkeler
PPK	Para Politikası Kurulu
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROK	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk lirası
TRLIBID	Türkiye Bankalar Birliği Bankalararası TL Alış Oranı
TRLIBOR	Türkiye Bankalar Birliği Bankalararası TL Satış Oranı
USD	Amerikan doları
VAR	Vektör Otoregresyon

GİRİŞ

Fiyat istikrarının sağlanması, uzunca bir süredir merkez bankalarına verilen bir görevdir. Ancak bu görevin üstesinden gelmede merkez bankalarının elindeki en önemli araç, kendi bastıkları paraların maliyeti olan faizler üzerindeki kontrol güçleridir. Merkez bankaları, toplam talep ve çıktıyı etkileyerek fiyat istikrarını sağlamaya çalışır. O halde, faiz kararlarından toplam talep ve çıktıya uzanan bir yol olması gerekir. Basitçe bu yol, “parasal aktarım mekanizması” olarak ifade edilebilir. Varlık fiyatları ise bu yolun ilk durağı olarak nitelendirilebilir. Merkez bankalarının faiz kararları öncelikle varlık fiyatlarında değişime neden olacak, buradan çeşitli kanallarla toplam talep ve çıktı kontrol edilecektir. Bu kanallar, üzerinde tartışmaların süregeldiği karmaşık konulardır. Parasal aktarımın kalbinde yer alan varlık çeşitleri erken dönemlerde tahvil ve bonolarla sınırlanmış iken, sonraki süreçte özellikle monetarist iktisatçıların öncülüğünde para, diğer menkul kıymet ve reel varlıkların da eklenmesiyle genişletilmiştir.

Zaman içerisinde merkez bankalarının ajandalarına yeni görevler eklenmiştir. “Finansal sistemin dengelerini bozabilecek beklenmedik durumlara karşı ekonominin dayanıklılığı” olarak ifade edilen finansal istikrar, bu ajandaya yazılan yeni görevlerden biridir (TCMB, 2015a:1). 2008 yılında dünyayı etkisi altına alan Küresel Finansal Kriz, tek başına fiyat istikrarını sağlamanın finansal istikrar için yeterli olmadığını göstermiştir. Bu nedenle merkez bankaları finansal istikrarı da amaçlayan para politikalarına yönelmişlerdir.

Türkiye’de TCMB, 2010 yılından sonra fiyat istikrarı hedefiyle çelişmemek kaydıyla finansal istikrarı da gözeten bir para politikası tasarlamıştır. TCMB’nin finansal istikrarı gözeten para politikası, temel olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin aşırı oynaklığını engellemeye yönelik tedbirleri kapsamaktadır. Buna göre TCMB, araç setine faiz koridoru, bir haftalık repo faizi, etkin likidite yönetimi ve zorunlu karşılıkları eklemiştir. TCMB’nin araç setini zenginleştirme gayretinin amacı, finansal istikrarın gerektirdiği faiz oranı ile fiyat istikrarının gerektirdiği faiz oranının bazen farklılaşabilmesidir. Böylece TCMB, her iki hedefe yönelik kullanabileceği farklı araçlara sahip hale geleceğini değerlendirmektedir.

Böyle bir durumda aktarım mekanizmasının işleyişini anlayabilmek daha önemli hale gelmektedir. Varlık fiyatları ile para politikası arasındaki ilişkiyi incelemek, aktarım mekanizmasının ilk basamağına ilişkin önemli bilgiler verecektir. Bu haliyle, para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişki merkez bankaları ve araştırmacılar için çok önemlidir. Ancak kabul edilmelidir ki; varlık fiyatları sadece bir grup uzman veya akademisyenin değil, yatırımcılardan müşterilere, firmalardan hanehalklarına her kesimden insanın ilgi alanı içerisindedir.

Sayılan nedenlerle, çalışmada para politikası kararları ile varlık fiyatları arasındaki ilişkinin analiz edilmesine karar verilmiştir. 2008 – 2019 Eylül arasında TCMB'nin para politikası sürprizlerinin USD/TL, EUR/TL, BİST 100 endeksi ile para politikası kararlarına olan duyarlılığı nedeniyle BİST Bankacılık endeksine etkisi vaka çalışması (event study) yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Küresel Finansal Kriz'in dünya ekonomisinde yol açtığı köklü değişiklikler nedeniyle, araştırma döneminin 2008'den öncesine götürülmemesinin daha uygun olduğu değerlendirilmiştir. Bu sayede, 2010 Mayıs sonrasındaki geleneksel olmayan para politikası dönemi ile öncesindeki geleneksel enflasyon hedeflemesi dönemini de karşılaştırma imkanı doğmuştur. Literatürde para politikasının varlık fiyatlarına etkisinin araştırılmasında çeşitli yöntemler mevcuttur. Bu yöntemler arasında temel olarak sıradan en küçük kareler, VAR ve türevleri, vaka çalışması ve değişen varyansa dayalı tahmin yöntemleri ön plana çıkmaktadır. Sağladığı bazı avantajlar nedeniyle çalışmada vaka çalışması metodolojisi benimsenmiştir.

Tez, bazı yönleriyle literatürdeki çalışmalardan farklılık göstermektedir. Öncelikle, literatür araştırmalarında görüldüğü kadarıyla, vaka çalışması yöntemi kullanılan çalışmaların çoğu 2010 – 2011 yıllarına kadar olan süreleri kapsamaktadır. Dolayısıyla, çalışmanın geleneksel olmayan para politikasına daha fazla değinerek literatürdeki bir boşluğu kapamaya yardımcı olacağı değerlendirilmektedir.

Çalışmada para politikası sürprizini temsilen kullanılan finansal enstrüman diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Literatürde vaka çalışması yöntemini kullanan çalışmaların hemen hemen tamamında para politikası sürprizini temsilen bir ay vadeli devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) faizi kullanılmıştır. Tezde ise, Alp v.d. (2010) ve Kanlı (2013)'nın tespit ettiği üzere, para politikasını tahmin etmede diğer finansal

enstrümanlardan görece daha iyi performans gösteren Türkiye Bankalar Birliği 1 hafta vadeli TL alışı (TRLIBID) oranı tercih edilmiştir.

Bir diğer nokta, olay penceresi ile kullanılan verilerin saati arasındaki uyumsuzluktur. Literatürdeki çalışmalarda günlük frekansta veri kullanıldığı görülmektedir. Yani, analizlerde incelenen varlık fiyatlarına ilişkin veriler saat 24:00'ün bilgisini içermektedir. Ancak politika sürprizini temsilen kullanılan değişken olan DİBS'in fiyatının belirlendiği Borsa İstanbul nezdindeki piyasada, aynı gün valörlü işlemler saat 14:00'te sonlanmaktadır. Dolayısıyla açıklayıcı değişken ve bağımlı değişkenin belirlendiği saatler arasında uyumsuzluk doğmaktadır. Tezde ise varlık fiyatlarına ilişkin gün içi veri kullanılmış, her olay gününde saat 11:00'de oluşan veriler alınmıştır. Bağımsız değişken olan TRIBID de yaklaşık olarak aynı saatin bilgisini taşımaktadır.

Son olarak çalışmada kullanılan modele varlık fiyatlarındaki küresel etkileri temsil eden değişkenler eklenmiştir. Böylece vaka çalışması metodunun maruz kaldığı bazı eleştirilerin hafifletilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmanın geri kalan kısmı şu şekilde devam etmektedir:

Birinci bölümde parasal aktarım mekanizmasının tanımı yapılmakta, aktarım mekanizması ile ilgili farklı yaklaşımlara yer verilmektedir. Sonrasında, aktarım kanalları açıklanmaktadır. Ayrıca merkez bankası kararları ile varlık fiyatları arasındaki ilişkiye değinilmektedir.

İkinci bölümde, öncelikle enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin bazı temeller verilmekte, Türkiye'nin örtük enflasyon hedeflemesi rejiminden enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş macerası anlatılarak 2008'den 2010 Nisan ayına kadar olan geleneksel para politikası döneminde yaşanan gelişmelere değinilmektedir. Sonrasında, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası çerçevesi ortaya konmakta ve bu dönemde yaşanan para politikası gelişmelerine değinilmektedir. Bu bölümde son olarak, para politikası faizleriyle varlık fiyatlarının gelişimi arasındaki ilişki ortaya konmaktadır.

Üçüncü bölümde Türkiye'de ve dünyada para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar özetlenerek, bu çalışmalarda tercih edilen yöntemlere ilişkin bir değerlendirme yapılmaktadır. Son olarak, para politikası

sürprizlerinin belirlenmesi konusuna ilişkin birtakım bilgilendirmelerde bulunmaktadır.

Son bölüm olan dördüncü bölümde ampirik uygulama ve çalışmanın bulguları ortaya konmaktadır. Bu bulgular çerçevesinde Türkiye’de para politikası sürprizlerinin sırasıyla tüm örnekleme, geleneksel ve geleneksel olmayan dönemde varlık fiyatlarına etkisi ile pozitif ve negatif sürprizlerin etkileri arasındaki asimetrilere değinilmektedir. Ardından çalışmanın sonuç bölümünde genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Bir ekonomide para politikası reel değişkenleri etkileyebilir mi? Bu soruya az sayıda olmakla beraber olumsuz cevap verilen iktisadi hipotezler olsa da ekonomistler en azından geçici bir süreliğine reel etkilerin oluşacağına hemfikirdirler (Meltzer, 1995:49). Örneğin, Bernanke ve Gertler (1995) para politikasında bir değişiklik yapıldığında –örneğin bir parasal sıkılaştırma– neler meydana geleceğini tartışırken, gayri safi yurt içi hasılanın bazı bileşenlerine ilişkin aşağıda sayılan durumların ortaya çıkacağını belirtmektedir:

- i. Sürpriz sıkılaştırma piyasa faizleri üzerinde geçici etkiye sahip olsa dahi para politikası şokunu takiben reel hasıla ve fiyatlar genel seviyesi kalıcı bir şekilde azalacaktır,
- ii. Nihai talep, para politikası değişikliğinden sonra nispeten hızlı bir şekilde azalacak ve bu azalış, ilk etapta stok yatırımlarında meydana gelen bir artış nedeniyle gecikmeli olarak üretim tarafından takip edilecektir,
- iii. Nihai talepte ilk ve en keskin azalış konut yatırımlarında, sonrasında ise dayanıklı-dayanıksız tüketim malı harcamalarında olacaktır,
- iv. Son olarak, sabit yatırımlar azalacaktır.

Yukarıda bazı noktalarına değinilen, para politikası kararından başlayarak reel ekonomiye uzanan olaylar zinciri “parasal aktarım mekanizması” kavramının tanımını vermektedir. Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarının reel hasıla ve enflasyona aktarılması süreci olarak tanımlanmaktadır (Taylor, 1995:11). Merkez bankaları, 1970’li yıllara kadar büyüme ve istihdama yardımcı politikalar uygularken sonrasında temel amaç olarak fiyat istikrarını hedeflemiştir. 2008 Küresel Finansal Kriziyle beraber ise bu amacın genişletilerek finansal istikrarı da kapsar hale geldiği görülmektedir. Dolayısıyla aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığını anlayabilmek bir merkez bankasının amaçlarına ulaşabilmesi için hayati derecede öneme sahiptir.

Para politikalarının reel ekonomi üzerindeki etkinliği konusunda iktisatçılar arasında geniş bir uzlaşmaya varılmış olduğu görülse de bu etkilerin ne şekilde gerçekleştiği konusunda farklı fikirler mevcuttur. Literatürde aktarım mekanizmalarıyla ilgili iki farklı yaklaşımın öne çıktığı görülmektedir. Bu yaklaşımlar, yapısal kanıt modellerinin

benimsendiği Keynesyen yaklaşım ve indirgenmiş kanıt modellerinin benimsendiği monetarist yaklaşımlardır.

Keynesyen iktisatçılar paranın ekonomi üzerindeki etkilerini incelerken, genellikle ekonominin nasıl işlediğine ilişkin firmaların ve tüketicilerin davranışlarını tarif eden eşitliklerden oluşan yapısal modeller inşa ederler. Daha sonra bu eşitlikler, parasal ve mali politikaların toplam çıktı ve harcamayı etkilediği kanalları gösterirler. Para politikasının nasıl çalıştığını izah eden bir basit Keynesyen yapısal kanıt modeli aşağıda gösterilmektedir:

$$M \rightarrow \boxed{i \rightarrow I \rightarrow} \rightarrow Y$$

Bu modelin tanımladığı aktarım mekanizmasında, önce para arzı (M) faizleri (i), ardından faizler yatırım harcamalarını (I), en sonunda ise yatırımlar toplam üretim ve harcamayı (Y) etkiler. Keynesyen iktisatçılar, faiz oranları ile yatırım harcamaları arasındaki bağ gibi, parasal etkinin spesifik kanallarına ilişkin ampirik kanıtlara bakarak para arzı ile toplam üretim ve harcama arasındaki ilişkiyi incelerler (Mishkin, 2004:604).

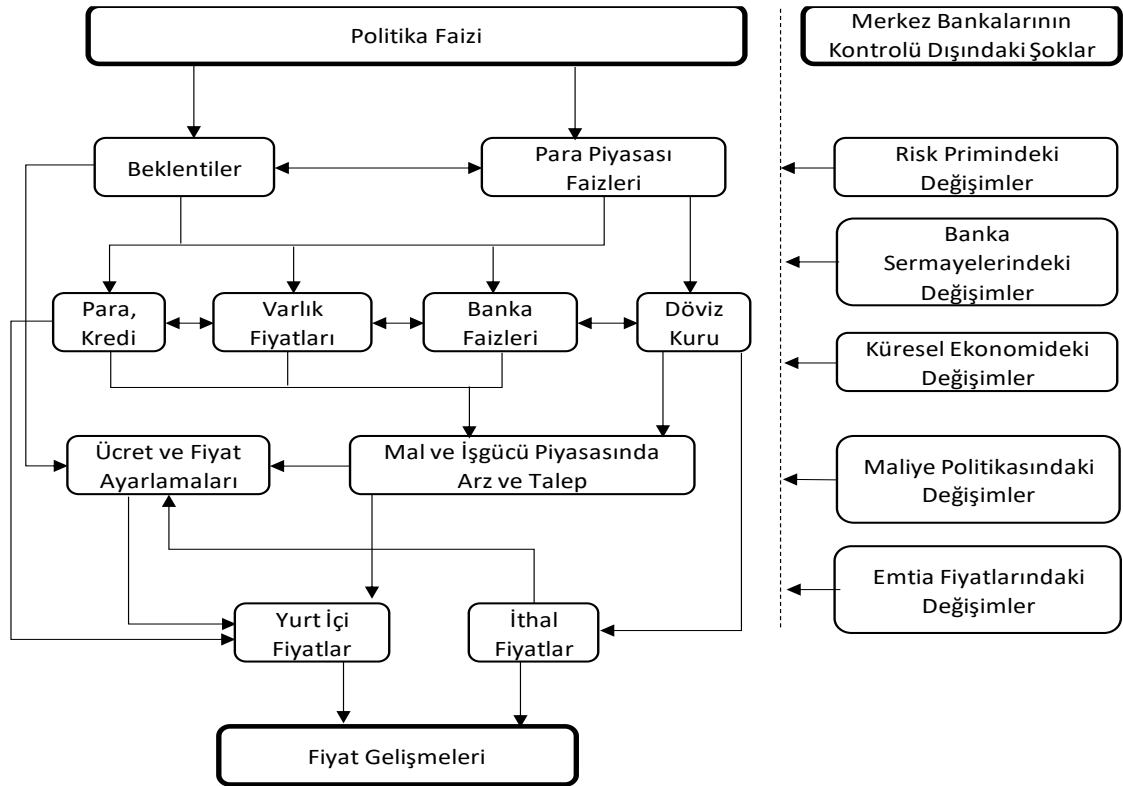
Para ile toplam üretim arasındaki ilişkiyi kuran yukarıdaki temel Keynesyen IS/LM modeli, uzun yıllardır makroekonomi öğretisinin merkezinde yer almaya devam etmektedir (Mishkin, 1996:2). Bu modellerde para politikasının temel aracı faiz oranlarıdır ve para politikası, faiz oranlarını etkileyebildiği oranda toplam talep ve üretim üzerinde etkili olacaktır (TCMB, 2013a:2).

Monetarist iktisatçılar, yukarıda olduğu gibi para arzının toplam harcamayı etkilediği spesifik yollar tanımlamayı tercih etmezler. Bunun yerine, toplam harcamadaki değişimlerin para arzındaki değişimlere sıkı sıkıya bağlı olmasına bakarak paranın ekonomik aktivite üzerindeki etkilerini araştırırlar. Monetaristler, indirgenmiş kanıt modellerini kullanarak, sanki ekonomi “nasıl çalıştığını görebilmenin mümkün olmadığı bir kara kutuymuşçasına”, para arzının toplam harcama üzerindeki etkilerini incelerler. Monetaristlerin ekonomiyi bir kara kutu olarak gördüğü indirgenmiş kanıt modeli aşağıdaki diyagramdaki gibi gösterilebilir (Mishkin, 2004:604):

$$M \rightarrow \boxed{?} \rightarrow Y$$

Monetarist iktisatçılara göre Keynesyen aktarım mekanizması oldukça kısıtlayıcı ve mekaniktir. Nominal ve reel para stokunu etkileyen bir para politikası eylemi, kısa dönemli faizleri ve borçlanma maliyetlerini değiştirmekten daha fazlasına neden olacaktır. Monetaristlere göre paranın bireysel ve sosyal etkinliği, göreceli fiyatlar üzerinde belirsizlikler varsa, veya parasal ve diğer şoklar kalıcı ise ortaya çıkar. Merkez bankasının para stokunda yapılan bir değişimin nedenini enflasyonist bir sürecin başlangıcı olarak görenler ile fiyat seviyesindeki bir defaya mahsus bir değişim olarak görenin ya da merkez bankasının hamlesinin geçici olduğunu düşünen veya hiçbir gelişmenin farkında olmayan ekonomik bireylerin tepkisi aynı olmayacaktır. Para stokunda yapılacak bir değişiklik neticesinde öncelikle varlık piyasalarındaki göreceli fiyatların ayarlanması ve beklentiler, toplam talep ile üretim, iş gücü piyasasını etkileyecek, buradan vergi gelirleri ve bütçe harcamalarına kadar uzanacaktır (Meltzer, 1995:51-53).

Şekil 1. Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: www.ecb.europa.eu

1.1. Para Politikasının Aktarım Kanalları

Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini araştıran akademisyenler arasındaki tartişmalara kısaca değindikten sonra, bu kısımda bu etkilerin hangi kanallar vasıtasıyla meydana geldiğine ilişkin bilgiler verilmektedir. Şekil 1’de para politikasının aktarım kanallarına ilişkin bir Őema verilmektedir. Parasal aktarım süreci karmaşık ve üzerinde tartişmaların devam ettiği bir konudur. Dolayısıyla Şekil 1’de olduğundan farklı çizilmiş aktarım mekanizması Őemaları da bulunmaktadır¹.

Ekonomik gelişmeleri hedefleri ve amaçları doğrultusunda değerlendiren bir merkez bankası para politikasına ilişkin bir karar aldığında, ekonomide Şekil 1’de gösterilen bir dizi karmaşık sürecin başlamasına neden olacaktır. Bu süreçler aktarım kanalları adı altında açıklanacak olup, bu kanalların işleyişi zaman içerisinde değişikliğe uğrayabileceği gibi, farklı ÷lkelerde farklı Őekillerde de olabilecektir (Kuttner ve Mosser, 2002:15 ve TCMB, 2013a:4).

Aktarım kanallarına başlamadan önce, Ireland (2006) bazı varsayım ve açıklamalarda bulunmaktadır. Öncelikle, merkez bankaları bir para politikası eylemi olarak parasal tabanda değişikliğe gittiklerinde, diğer ekonomik birimler kendi yükümlölüklerinin miktarını veya kompozisyonunu değiştirerek para politikası eylemlerini telafi edebilecek imkanlara sahip değildir. Daha açık bir ifadeyle; diğer ekonomik birimler paraya tam ikame olacak Şekilde bir menkul kıymet basma imtiyazına sahip değildir.

Para tabanı nominal büyüklüklerden oluşmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları para tabanında yaptıkları değişikliklerin reel etkileri olabilmesi için, nominal fiyatların anında ve tam olarak tepki vermemesi gerekmektedir. Aksi takdirde reel para tabanı sabit kalacaktır. O halde ekonomide, para tabanındaki değişimlerin nominal fiyatlara derhal ayarlanmasını engelleyen bazı sürtünmelerin mevcut olması gerekmektedir.

Merkez bankalarınca para tabanının bileşeni olan emisyon veya zorunlu karşılık gibi değişkenlere genellikle faiz ödenmez veya ödenen faiz hazine bonusu gibi likiditesi yüksek varlıkların getirisinden azdır. Nominal faizler yükseldikçe, bir değer saklama aracı olarak likiditesi yüksek varlıkların cazibesi, hanehalkları ve firmalar için para

¹ Mishkin (2004), Kuttner ve Mosser (2002) ve TCMB (2013)’de farklı aktarım mekanizması Őemaları bulunmaktadır.

tutmaya göre, bankalar için ise rezerv tutmaya göre artacaktır. Dolayısıyla reel para talebi faizin azalan bir fonksiyonu olarak tanımlanabilir. Bu durumda merkez bankası, faizlerde olması gereken düşüş için hanehalkı, firmalar ve bankaların ne kadar ilave paraya ihtiyacı varsa para tabanını o kadar artırabilir. Faizlerde yükseliş için de tersi durum geçerlidir. Böylelikle, fiyatlar genel seviyesi kısa vadede tam olarak ayarlanamadığında, merkez bankalarının para tabanının büyüklüğü üzerindeki monopolistik gücü kısa vadeli faizleri de kontrol etmesine imkân tanır. Kontrol edilen tek değişkenin para tabanı olduğu en basit modelde, para tabanı ile kısa vadeli faizler arasındaki deterministik ilişki sayesinde, para politikası eylemlerinin gerek para tabanındaki değişimler gerekse kısa vadeli nominal faizlerdeki değişimler cinsinden birbirlerine denk olarak ifade edilebileceği anlamına gelir. Belki de para talebi şoklarının büyük ve tahmin edilemez olduğuna ilişkin yaygın görüşün de yansıması olarak, merkez bankaları para politikasını yönetirken parasal büyüklüklerden ziyade kısa vadeli faizleri referans göstermektedir. Bu yüzden, pratikte para politikası eylemleri para tabanını değiştiren açık piyasa işlemleri yoluyla başlasa dahi, kısa vadeli faizler üzerinde yaptığı etki üzerinden tanımlanmaktadır (Ireland, 2006:1-3).

1.1.1. Geleneksel Faiz Kanalı

Ders kitaplarında yer alan basit Keynesyen ISLM modellerinin temel aktarım mekanizması olan geleneksel faiz kanalının işleyiş şeması aşağıdaki şekildedir:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Buna göre, merkez bankasının genişletici bir politika uygulayarak para arzını artırması ($M \uparrow$) neticesinde reel faizlerde düşüş ($i_r \downarrow$) olacaktır. Reel faizlerin düşmesiyle sermaye maliyetleri azalacak, yatırım harcamaları canlanacaktır ($I \uparrow$). Böylelikle, toplam talep ve çıktıda artış ($Y \uparrow$) olacaktır.

Bu kanalın işleyişinde yatırım harcamaları ilk olarak sadece iş hayatındaki kararları kapsasa da daha sonra, tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını da kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Burada üzerinde durulması gereken bir nokta, reel faiz ve nominal faiz ayrımıdır. Merkez bankalarının eylemleri sonucu nominal faizler etkilense de kısa vadedeki fiyat yapışkanlıkları nedeniyle, merkez bankaları reel faizleri de etkileyebilmektedir.

Bir diğ er nokta ise kısa vadeden uzun vadeye faiz geçişkenliğidir. Merkez bankalarınca gerç ekleştirilen para politikası eylemleri sonucunda kısa vadeli faizler belirlenmektedir. Ancak, harcama kararları üzerinde kısa vadeli faizlerden ziyade uzun vadeli faizlerin etkisi vardır. Kısa vadeli faizlerin daha uzun vadeli faizler üzerindeki etkisi bekleyişler hipoteziyle açı klanabilmektedir. Bu hipoteze göre, uzun vadeli faizler aslında gelecek dönemlerde beklenen kısa vadeli faizlerin ortalamasıdır. Böylece kısa vadeli reel faizler ile daha uzun vadeli faizler aynı yönde hareket edeceklerdir. Uzun vadeli faizlerdeki değişim sabit yatırımlar, konut yatırımları, stok yatırımları, dayanıklı tüketim malı harcamalarını etkileyecek, bu sayede merkez bankası toplam talep ve üretime etki edebilecektir (Mishkin, 2004:617).

1.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Geleneksel Keynesyen ISLM yaklaşımı bazı yönleriyle eleştiri almaktadır. Geleneksel faiz kanalındaki aktarım mekanizması oldukça kısıtlayıcı ve mekanik bulunmaktadır. Nominal ve reel para stokunu etkileyen bir parasal eylem, kısa vadeli faizler veya borçlanma maliyetlerini değiştirmekten daha fazlasına neden olmaktadır (Meltzer, 1995;51). Monetaristler, varlıkların göreceli fiyatı ve reel servetin etkin olduğu bir aktarım mekanizması olduğunu değerlendirmektedir. Bono ve tahvil fiyatlarının yanında, döviz kuru ve hisse senetleri de aktarım mekanizmasında önemli rol oynar (Mishkin, 2004:618).

1.1.2.1. Tobin'in q teorisi

James Tobin tarafından geliştirilen bu teori, firmaların borsa değerleriyle yatırım tercihleri arasında ilişki kurmaktadır. Tobin'in q değer i, bir firmanın borsa değerinin fiziksel sermayesini yenileme maliyetine olan oranıdır. Buna göre q değer i birden büyükse, firmaların borsa değer i fiziksel sermayelerini yenileme maliyetinden daha yüksek olduğundan, yeni tesis ve yenileme yatırımlarının maliyeti göreceli olarak daha ucuz olacaktır. Böylece firmalar için az miktarda hisse satıp elde edilen parayla yeni tesis ve sermaye malı yatırımı yapmak mümkün hale gelecektir. Böylece yatırım harcamaları artacaktır.

q birden küçük olduğu durumlarda ise firmalar yeni yatırım malı harcaması gerç ekleştirmeyeceklerdir. Çünkü sermayeye ihtiyaç duyan firmalar yeni sermaye malı

satın almak yerine diğer firmaların hisselerini satın alarak o firmaların mevcut sermayelerini de elde edeceklerdir. Böylece yatırımlar azalacaktır.

Merkez bankaları tarafından genişleyici yönde yapılan politika değişikliği neticesinde hisse senedi fiyatlarının artması beklenmektedir. Dolayısıyla Tobin'in q teorisine göre, merkez bankaları hisse senedi fiyatları vasıtasıyla toplam talep ve çıktıya etki edebilecektir.

1.1.2.2. Servet etkisi

Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezine göre, tüketicilerin harcamaları yaşam boyu gelirlerine bağlıdır (TCMB, 2013a:6). Tüketicilerin kaynakları ise beşerî ve reel sermaye ile finansal servetlerinden oluşur. Hisse senetleri, finansal servetlerinin önemli bir kısmını oluşturur. Dolayısıyla, hisse senedi fiyatları arttığında tüketicilerin kaynakları da artar. Böylece servetleri artan tüketicilerin daha fazla harcamasıyla toplam çıktı da artar.

Tobin-q ve servet etkisi gayrimenkul piyasalarına da genişletilebilir. Konut fiyatlarının yenileme maliyetlerinin üzerine çıkmasıyla yeni konut inşası teşvik edilmiş olur. Benzer şekilde, gayrimenkul yatırımları servetin önemli bileşenlerindedir. Gayrimenkul fiyatlarının artmasıyla ekonomik birimlerin servetleri de artacağından, tüketim artar (Mishkin, 2004:620-621).

1.1.2.3. Döviz kuru kanalı

Döviz kuru kanalıyla parasal aktarım, faizlerdeki değişim sayesinde meydana gelir. Kapsanmamış faiz haddi paritesine göre bir ülkede faizler yükseldiğinde, yerli para cinsi mevduat ve tahvil yabancı para cinsi muadillerine göre daha cazip hale gelir. Böylece ülkeye sermaye girişi olur ve yerli para, yabancı paralar karşısında nominal olarak değer kazanır. Yerli paranın değer kazanması yurt içi malları ithal mallara göre daha pahalı hale getirir. Böylece net ihracat azalır, toplam talep ve çıktı düşer. Bu kanal, sabit döviz kuru rejimi uygulanan ekonomilerde çalışmaz.

1.1.3. Kredi Kanalı

Para politikasının kısa vadeli faizler üzerindeki nüfuzu vasıtasıyla sermaye maliyetini etkilemesi ve bunun sonucunda toplam talebi değiştirebilmesi şeklindeki alışlageldik anlatı, bazı yanlarıyla eksik bulunmaktadır.

Bernanke ve Gertler (1995)'e göre bu anlatıdaki bir problem; toplam talebin aslında faize duyarlı olması gereken bazı kısımlarının, ampirik olarak sermaye maliyeti değişkenini destekleme konusunda güçlükler yaşamasıdır. Hatta öyle ki yaygın bulgu, harcamalar üzerinde en büyük etkiye ertelenen üretim ve satışlar veya nakit akışı gibi neoklasik olmayan “hızlandırıcılar”ın sahip oluşudur. Bir diğer nokta; para politikasının en güçlü etkisi kısa vadeli faizler üzerinde iken, uzun vadeli faizler -özellikle reel faizler- üzerinde görece daha az etkiye sahip olması beklenmektedir. Ancak görünüme göre, esas olarak uzun vadeli reel faizlere duyarlı olması gereken (ki bir noktaya kadar her vadedeki faize duyarlıdır) üretim araçları veya ev araç-gereçleri gibi uzun ömürlü aletlere olan talep para politikasından epey etkilenmektedir.

Buradan hareketle bazı ekonomistler, para politikasını açıklayabilmede borçlanma piyasalarındaki bilgi eksiklikleri ve diğer sürtünmeleri araştırmaya koyulmuşlardır. Literatürde, bu doğrultuda tanımlanan mekanizmaların tümüne birden kredi kanalı adı verilmiştir. Kredi kanalı, aktarım mekanizmasının geleneksel kanallarından bağımsız başlı başına bir alternatif olmaktan ziyade, faizin geleneksel etkilerini güçlendiren ve yayan faktörlerden oluşmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995:29-28).

1.1.3.1. Banka borç verme kanalı

Bankalar, asimetrik bilgi sorunun üstesinden gelmek amacıyla sahip oldukları imkanlar bakımından kredi piyasalarında özel bir yer tutmaktadır. Özellikle büyük ölçekli firmalar gibi hisse satışı veya tahvil ihracı vs. yoluyla borçlanma araçları piyasasına doğrudan erişimi olmayan küçük ve orta ölçekli firmalar, borçlanma konusunda çoğunlukla banka kredilerine bağımlı haldedir. Merkez bankalarınca para politikasını genişletici veya sıkılaştırıcı yönde atılan adımlar neticesinde bankaların rezervleri ve mevduatlar etkilenmekte, bu durumda bankalar daha fazla kredi verme veya kredilerini daraltma yoluna gitmektedir. Para politikası sıkılaştırılıp da bankaların kredi arzı düştüğü takdirde borçlanma açısından bankalara bağımlı olan firmalar, bankalar dışında farklı borçlanma mercilerine başvurmak zorunda kalmaktadır. Ancak bu merciler

bankalar kadar geniş bilgi ağına sahip olmadıklarından, borçlulardan daha yüksek faiz talep etmektedir. Böylelikle firmaların dış finansman maliyeti (firma dışından elde edilen fonun maliyeti ile firma kaynakları kullanılarak elde edilen fonun maliyeti arasındaki fark) yükselirken yatırım ve üretimleri düşmektedir (Mishkin, 2004:621-622; Bernanke ve Gertler, 1995:40)

Burada önemli bir varsayım; bankaların merkez bankalarının attığı sıkılaştırıcı adımları telafi edici imkanlara sahip olmayışıdır. Ancak ABD piyasaları üzerinden örnek verilecek olursa, zaman içerisinde atılan finansal serbestleşme adımları ve yenilikçi finansal enstrümanların etkisiyle, bankalar merkez bankalarınca kısılan fonlamayı daha kolay ikame edebilir hale gelmiştir. Bu nedenle geleneksel banka borç verme kanalının eski önemini kaybettiği değerlendirilmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995:40-42).

Kredi kanalında bankaları esas alan bir diğer yaklaşım banka sermayesi görüşüdür. Bankaların durumları, kredi verme eğilimleri üzerinde önemli etkilere sahiptir. Borç alanların kredilerini ödemedeki güçlüğü düşmesi neticesinde bankaların kredi kalitelerinin bozulmasıyla banka varlıklarının değerleri de azalmaktadır. Geçmiş finansal krizde de görüldüğü gibi, banka varlıklarındaki kayıplar banka sermayelerinin de azalmasına neden olmaktadır. Özellikle varlık fiyatlarının düşüşe geçtiği dönemlerde, bankalar için sermaye/varlıklar oranını yükseltmenin en efektif yolu kredilerini keserek varlıklarını azaltmaktan geçmektedir. Bu “kaldıraç azaltma” süreci, borçlanmada bankalara bağımlı olan kesimin artık yeni kredi alamayacağı ve harcamalarını düşürmesiyle toplam talebin de düşeceği anlamına gelmektedir. Genişletici bir para politikası eylemi ise banka bilançolarını iki yönden olumlu etkileyecektir; i) düşen faizlerin bankaların net faiz marjlarını yükseltmesiyle gelirleri artacak ve bilançolarının iyileşmesine neden olacak, ii) varlık fiyatlarındaki yükselişler sonucunda banka sermayelerinde de hızlı artışlar olacaktır. Böylece genişletici para politikası banka sermayelerini güçlendirirken kredileri ve harcamaları artıracak, toplam talebi yükseltecektir (Boivin v.d., 2010:18-19).

1.1.3.2. Bilanço kanalı

Banka borç verme kanalında olduğu gibi bilanço kanalı da asimetric bilgi sorunundan kaynaklanmaktadır. Uygulamada, firmaların likit varlıkları ile nakde çevrilebilecek teminatlarının toplamı olarak tanımlanan firma net değeri azaldıkça, borç

verenlerin karşılaşacağı ters seçim ve ahlaki çöküntü sorunları derinleşecektir. Firmaların net değeri azaldığında, kredi verenler aslında verdikleri kredi karşılığında daha az teminata sahip hale gelecek, böylece olası bir ters seçim durumunda potansiyel zararları artacaktır. Benzer şekilde daha az firma net değeri, firma sahiplerinin daha düşük oranda öz sermaye sahipliği anlamına gelecek, daha riskli projeler içerisine girmelerine neden olacaktır. Böylece borç alanların daha riskli projelere yatırım yapmalarıyla kreditorler daha şiddetli ahlaki çöküntü sorunuyla karşı karşıya kalacaklardır. Her iki durumda da kreditorlerin daha yüksek risk primi talep etmesi sonucunda firmaların dış finansman maliyetinin yükselmesi veya kredi miktarının kısılmasıyla harcamalar ve toplam talepte azalma olacaktır.

Merkez bankalarınca genişletici yönde bir para politikası adımı atıldığında hisse senedi fiyatlarının yükselmesiyle firma net değerleri de artacak, böylece ters seçim ve ahlaki çöküntü problemleri hafifleyecek, düşen dış finansman maliyetiyle firmaların yatırımları artarken üretim seviyesi de yükselecektir (Mishkin, 2004:622; Boivin v.d., 2010:20; Bernanke ve Gertler, 1995:35).

Bu bölümde sayılan kredi kanallarının yanında Mishkin (2004), “nakit akışı”, “beklenmedik fiyat seviyesi” ve “hanehalkı likidite etkisi”ni de ayrıca bilanço kanalları olarak tanımlamıştır. Bu maddelere kısaca değinilecek olursa;

1.1.3.2.1. Nakit akışı kanalı

Nakit akışı kanalı, nominal faizlerin düşmesiyle firmaların nakit akışlarının rahatlaması, böylece bilançolarının düzelmesini ifade etmektedir. Yukarıda da anlatıldığı şekilde, düzelen bilançolar ters seçim ve ahlaki çöküntü sorunlarının azalmasına neden olurken krediler ve yatırımlar artacak, ekonomik faaliyetlerde canlanma yaşanacaktır. Bu kanalının işleyişinde dikkat çekici bir nokta, reel faizlerin etkin olduğu geleneksel aktarım mekanizmalarının aksine burada nominal faizlerin etkin oluşudur.

1.1.3.2.2. Beklenmedik fiyat seviyesi kanalı

Beklenmedik fiyat seviyesi kanalı, para politikasının fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisi yoluyla çalışmaktadır. Gelişmiş ülkelerde borçlanmalar genellikle sabit faizli sözleşmelerle bağlandığından, enflasyondaki sürpriz artışlar reel olarak borç yükünü ve dolayısıyla firmaların yükümlülüklerini azaltarak net değerlerinin

yükselmesine (firmaların varlıkları reel olarak değer kaybetmediği takdirde) neden olmaktadır. Böylece, fiyatlar genel seviyesinde beklenmedik artışlara neden olan genişletici para politikaları sonucunda firmaların net değerlerinin artması, ters seçim ve ahlaki çöküntü sorunlarını azaltarak kredi genişlemesine yol açmakta, yatırım harcamaları ve toplam üretim yükselmektedir.

1.1.3.2.3. Hanehalkı likidite etkisi

Hanehalkı likidite etkisinde, bilanço kanalı bankaların kredi verme iştahından ziyade hanehalkının tüketim isteği üzerinden işlemektedir. Dayanıklı tüketim malları ve konut, kalitelerine ilişkin asimetrik bilgi problemlerinden dolayı zor nakde çevrilebilen, likiditesi düşük varlıklardır. Bu yüzden, gelecekte muhtemel bir mali sorunla karşılaşma beklentisi içerisinde olan tüketiciler daha likit varlıklar tutmayı tercih ederken, mali sorun yaşama ihtimalini düşük gören tüketiciler ise dayanıklı tüketim malı ve konut gibi varlıkları tercih edebilir. Hanehalklarının bilançoları ise ileride yaşayacakları veya yaşamayacakları mali sıkıntılar üzerinde oldukça belirleyicidir. Borçlarına oranla yüksek miktarda finansal varlığa sahip tüketiciler ileride mali sorunlarla karşılaşma ihtimalini düşük görürken, dayanıklı tüketim malı ve konut satın almaya daha istekli olacaktır. Uygulanan genişletici para politikası neticesinde hisse fiyatlarının yükselmesiyle bu tüketicilerin sahip oldukları finansal varlıkların değeri de yükselecek, böylece kendilerini finansal açıdan daha güvende görürken dayanıklı tüketim malı ve konuta yaptıkları harcamalar artacak, toplam çıktı da artacaktır (Mishkin, 2004:622-625).

1.1.3.3. Kamunun kredi piyasalarına müdahalelerinin kredi arzı üzerindeki etkisi

Boivin v.d. (2010), banka kredileri ve bilançoları esas alan kredi kanallarının yanına kamunun kredi piyasalarındaki düzenlemelerinin etkilerini de farklı bir kredi kanalı olarak ilave etmektedir. 1980’li yıllara kadar ABD’de konut kredilerinin ana kaynağı olan tasarruf kuruluşlarının daha fazla konut kredisi kullanılabilmelerini teşvik etmek amacıyla bu kuruluşlara hükümetler tarafından, ticari bankalarca mevduatlara ödenen faizin tavanının %0,25 puan üzerine kadar faizle mevduat toplayabilmelerine izin verilmişti. Tasarruf kuruluşlarının verdiği uzun vadeli konut kredilerine ilişkin düzenleyici şartlar ile mevduatlardaki faiz tavanı, kredi arzı üzerinden işlemekte olan önemli bir parasal aktarım mekanizmasının oluşmasına neden olmuştu.

Fed parasal sıkılaşmaya gittiğinde faizlerin yükselmesiyle, kaynak toplama maliyeti artan tasarruf kuruluşlarının sabit faizli konut kredilerinden elde ettiği gelirler daha yavaş arttığından net gelirleri azalmakta, bu da yeni kredi vermede isteksiz davranmalarına yol açmaktaydı. Daha önemlisi ise, mevduat faizlerindeki tavan nedeniyle çoğu zaman finansal varlıkların getirisi mevduat faizlerinin üzerine çıkmakta, borç verenler finansal varlıklarını tasarruf kuruluşu ve ticari bankalardan çekerek yüksek getirili varlıklara yönelmekteydi. Böylece mevduatların bankacılık sisteminden çıkışıyla konut kredileri ve yeni konut inşası da daralmaktaydı. 1980’li yıllardan itibaren ABD’de bahsedilen düzenlemelerin kademeli bir şekilde kaldırılmasıyla, kamu müdahalesi yoluyla gerçekleşen aktarım mekanizması önemini kaybetmişti (Boivin v.d., 2010:16-17).

1.2. Para Politikası, Hisse Senetleri ve Döviz Kuru

Sellin (2001)’e göre bir hisse senedinin fiyatı, gelecek temettülerinin bugüne iskonto edilmiş değerlerinin toplamına eşittir. Para politikasında yapılacak genişletici veya daraltıcı yönde bir eylem, firmaların gelecek dönemlere ilişkin kar beklentilerini etkilemesinin yanı sıra, gelecek temettülerin iskonto oranlarını (iç getiri oranı) da etkiler. Merkez bankasının eylemi neticesinde gelecek dönemlere ilişkin firma karlılığında artış veya azalış beklenebilir. Örneğin, faizler yükseldiğinde firmaların finansman maliyeti artarken bilançoları kötüleşebilir veya talep koşullarındaki gerileme nedeniyle firmaların kar beklentisi azalabilir. Bu durumda hisse senedi yatırımının gelecek dönemlerde sağlayacağı nakit akışı beklentisi düşer. Daha az nakit akışı ise aynı iskonto oranında hissenin bugünkü değerinin olduğundan daha düşük olmasına neden olur.

İskonto oranı, yatırımcının bir projeye karar vermesinde önemli bir faktördür. İki yatırım projesi arasında iskonto oranı yüksek olanın gelecek vadelerde sağlayacağı nakit akışı daha yüksektir. O halde yatırımcı tarafından diğer koşullar (risk-getiri oranı, maliyet, vs.) aynı olmak şartıyla iskonto oranı yüksek olan proje tercih edilecektir (Özatay, 2015:93). Bono-tahvil veya mevduattan edinilecek faiz geliri, hisse senedi yatırımlarından beklenen kâra önemli bir alternatiftir. Faizlerin yükselerek hisse senedi yatırımlarının iskonto oranını aştığı takdirde, yatırımcı için faiz geliri daha cazip hale gelecektir. Böylece hisse senetlerine olan talebin azalması ve fiyatının da düşmesi beklenir.

Mishkin (1996), para politikası ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi iki şekilde açıklamaktadır. Monetarist görüşe göre, para arzı arttığında halkın elinde istediğin daha fazla para olacaktır. Ellerindeki fazla paradan kurtulmak isteyenler bu paranın bir kısmıyla da hisse senedi alacaklarından, artan taleple hisse senedi fiyatları da yükselecektir. Daha Keynesyen olan görüşe göre ise, artan para arzı nedeniyle faizlerin düşmesiyle tahvil yatırımları hisse senetlerine nazaran daha az cazip hale gelecektir. Böylece hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olacaktır.

Kapsanmamış faiz haddi paritesi, döviz kurunun belirlenmesine ilişkin teorilerden biridir. Teorinin temelinde iki farklı para birimine yapılan yatırımın belirli bir dönem sonrasında beklenen karlılığı karşılaştırılmaktadır. Bir yatırımcının t ve $t + 1$ dönemleri arasında r_t oranında faiz kazancı vadeden yerli para cinsinden basılmış bir varlık ile r_t^* oranında faiz kazancı vadeden yabancı para cinsinden bir varlığa, yabancı para pozisyonunu güvence altına almadan yatırım yapma alternatifine sahip olduğunu varsayalım. Aynı zamanda t . dönemde bir birim yerli paranın yabancı para cinsinden değeri s_t olsun. Bu yatırımcı yerli para cinsi varlığı tercih ettiği takdirde $t + 1$ döneminde bir birim yerli parasının değeri $1 + r_t$ seviyesine çıkacaktır. Ancak bu yatırımcı yabancı para cinsi varlığı tercih ettiği takdirde ise, $t + 1$ dönemindeki döviz kuru s_{t+1} 'in henüz değeri bilinmiyor ve yatırımcı yabancı para pozisyonunu güvence altına almadığı için, yatırımcının olası kazancı s_{t+1} 'in alacağı değere bağlı olacaktır. E_t beklenti operatörü olmak üzere, bu yatırımcının yabancı para varlığa yapacağı yatırımın yerli para cinsinden değeri ise $[(1 + r_t^*)s_t]/E_t s_{t+1}$ olacaktır (Isard, 2006:3-4). Kapsanmamış faiz haddi paritesi, piyasanın bu iki değeri birbirine eşitleyeceğini farzeder. Çünkü eşit olmadığı takdirde fazla getiri vadeden varlığa talep artacak, bu varlığın fiyatı yükselirken getirisi düşecektir. O halde,

$$1 + r_t = [(1 + r_t^*)s_t]/E_t s_{t+1} \quad (1.1)$$

yazılabilir. Bu eşitlik tekrar düzenlenirse,

$$s_t = \frac{1+r_t}{1+r_t^*} E_t s_{t+1} \quad (1.2)$$

elde edilir. Eşitlik (1.2)'ye göre döviz kurunu yurt içi ve yurt dışı faiz farkı ile gelecek döneme ilişkin kur beklentisi belirleyecektir. Yurt içi faizler yükseldiğinde yerli para değer kazanacak, yurt dışındaki faizler yükseldiğinde ise değer kaybedecektir. Ayrıca

döviz kuru, ilerleyen dönemdeki beklentilerle aynı yönde hareket edecektir. Gelecek dönemde kurun yükseleceğine ilişkin bir beklenti oluştuğu takdirde bugünkü kur da yükselecek, kur düşüşüne ilişkin bir beklenti oluştuğu takdirde ise, bugünkü kur da düşecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

2008-2019 YILLARI ARASINDA TCMB TARAFINDAN UYGULANAN PARA POLİTİKASI

2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Para politikası yapıcıları, fiyatlar genel seviyesini kontrol altında tutabilmek için genellikle ekonomide bir nominal çapaya ihtiyaç duyarlar. Merkez bankaları tarafından geçmişte uygulanan bir nominal çapa, yerel paranın değerinin düşük enflasyon seviyesine sahip başka bir ülkenin para birimine zincirlendiği döviz kuru sabitlemesiydi. Ancak bu yöntemde para politikası, döviz kurunun sabitlendiği ülkeye bağımlı hale gelmekte, merkez bankalarının yaşanan şoklara vermesi gereken tepkileri sınırlandırmaktaydı. Sonuç olarak esnek döviz kuru rejimini kabul eden birçok ülke, ekonomide yeni bir çapa bulmak zorundaydı. Böylece merkez bankaları, enflasyonu kontrol altında tutabilmek için para arzındaki büyümeyi hedef olarak belirlemeye başladı. Ancak bu yaklaşım, merkez bankalarının para arzını yeterince kontrol edebildiği ve enflasyonun istikrarlı bir şekilde parasal büyümeye bağlı olduğu koşullarda istenen sonucu vermekteydi. Ancak büyük ölçüde finansal piyasalardaki yeniliklerden kaynaklı olarak para talebinin istikrarsızlaşmasıyla parasal kontrol sınırlı başarıya ulaştı. Böylece esnek döviz kuru rejimine sahip birçok ülke, parasal aktarım mekanizması anlayışları içerisinde para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi esas alarak doğrudan enflasyon hedeflemesine geçmiştir (Jahan, 2017:72).

Mishkin (2001)'e göre enflasyon hedeflemesinin 5 temel unsuru vardır:

- i. Orta vadeli rakamsal olarak belirlenmiş enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edilmesi,
- ii. Para politikasının uzun vadede birincil amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğunun ve enflasyon hedefine başarıyla ulaşılabileceğinin merkez bankasınınca taahhüt edilmesi,
- iii. Para politikası kararlarının alınmasında parasal büyüklüklerin yanında birçok bilginin daha dikkate alındığı geniş kapsamlı bir strateji,
- iv. Para politikası yapıcılarının planları ve amaçları hakkında kamuoyu ve piyasa ile iletişim içerisinde olmasıyla para politikası stratejisinin şeffaflığının artırılması,

- v. Merkez bankasının hedeflerine ulaşmasında hesap verebilirliğinin artırılması.

Kendilerine yasalarla fiyat istikrarını sağlama görevi verilmiş birçok merkez bankası, yukarıdaki temel unsurlar çerçevesinde uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası kararlarını alırken, hedeflenen enflasyon ile gelecek dönem tahmini arasındaki sapmanın yanısıra, genellikle üretim seviyesinin potansiyel düzeyinden sapmasını da dikkate almaktadır. Bu durumdaki bir merkez bankası esnek enflasyon hedeflemesi uygulamış olurken, sadece enflasyonun hedeften sapmasına odaklanan merkez bankası ise katı enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaktadır. Aşağıda enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankası için minimize edilmeye çalışılan ve aynı zamanda kayıp fonksiyonu olarak da ifade edilen t . dönemdeki bir amaç fonksiyonu yer almaktadır:

$$L_t = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda(Y_t - Y_n)^2 \quad (2.1)$$

(2.1) denkleminde π_t , t . dönemde gerçekleşen enflasyon, π^h hedeflenen enflasyon seviyesi, Y_t , t . dönemdeki üretim, Y_n ise potansiyel üretim seviyesini göstermektedir. Merkez bankasının enflasyonun hedeften sapmasına kıyasla çıktı açığına verdiği önemi gösteren λ (≥ 0) parametresi ise, katı enflasyon hedeflemesi rejiminde sıfır değerini alacaktır. Denklemde yer alan $\frac{1}{2}$ katsayısı ise sadece çözümden sağladığı kolaylık nedeniyle yazılmıştır. Bu amaç fonksiyonuna göre merkez bankası, enflasyon hedefinden sapılmasından ve λ 'nın alacağı değere göre potansiyel çıktı seviyesinden sapılmasından kaçınmaktadır. Son olarak, değişkenlerin karesinin alınması hedefin altında kalan enflasyon veya potansiyelin üzerindeki üretim seviyesinin de merkez bankalarının hoş karşılanmadığını göstermektedir (Özatay, 2015:393-395).

Eşitlik (2.1) ile para politikası faizi arasında bir ilişki kurulduğunda, amaç fonksiyonunu minimize etmek isteyen bir merkez bankası için politika kuralı oluşturabilecektir. Özatay (2015)'ın açık bir ekonomi için geliştirdiği model aşağıda kısaca anlatılmaktadır:

Mal piyasalarındaki dengeyi veren IS denkleminde yola çıkılarak bir t dönemindeki gerçekleşen üretim (Y_t) ile potansiyel üretim seviyesi (Y_n) arasındaki fark olan çıktı açığı aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$Y_t - Y_n = -\beta_1(r_{t-1} - r_n) + \beta_2(Q_{t-1} - Q_n) \quad (2.2)$$

(2.2) eşitliğinde β_1 ve β_2 sıfırdan büyük sabit katsayılar olmak üzere r_{t-1} , $t - 1$. dönemdeki reel faiz oranı, r_n ise üretimi doğal seviyesinde tutan faiz oranıdır. Benzer şekilde Q_{t-1} , $t - 1$. dönemdeki reel döviz kuru, Q_n ise üretimi doğal seviyesinde tutan reel döviz kurudur.

r_t^* , t dönemdeki yurtdışı reel faiz, β_3 sıfırdan büyük bir sabit olmak üzere, sermaye hareketliliğinin sınırsız olmadığı bir dünyada reel döviz kuru, (2.3) eşitliğiyle belirlenmektedir.

$$Q_t = -\beta_3(r_t - r_t^*) \quad (2.3)$$

Çıktı açığı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi kurabilmek için, α sıfırdan büyük bir sabit olmak üzere bir dönem öncesinin Phillips denkleminde yararlanılarak aşağıdaki eşitlik yazılabilir:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(Y_{t-1} - Y_n) \quad (2.4)$$

Merkez bankası amaç fonksiyonunu minimize etmek için, eşitlik (2.2), (2.3) ve (2.4)'ü amaç fonksiyonundaki yerlerine yazıp yurt içi reel faiz değişkenine göre kısmi türevini alarak sıfıra eşitlemek yeterlidir. Bu işlemi yaptıktan sonra denklem tekrar düzenlendiğinde aşağıdaki merkez bankası tepki fonksiyonu elde edilecektir.

$$r_t - r_n = \frac{\beta_2\beta_3}{\beta_1 + \beta_2\beta_3}(r_t^* - r_n^*) + \frac{\alpha}{\lambda(\beta_1 + \beta_2\beta_3)}(\pi_{t+2} - \pi^h) \quad (2.5)$$

Yukarıdaki eşitlik incelendiğinde merkez bankasının iki dönem sonrasındaki enflasyonun hedeften sapmasına ve yurt dışı reel faiz düzeyine tepki verdiği görülmektedir. Merkez bankasının gelecek dönemlere ilişkin enflasyon beklentileri veya yurt dışı reel faizler artış gösterdiğinde, kayıp fonksiyonunu küçültmek için politika faizini nominal olarak yükseltecektir. Ancak bu artışa enflasyon beklentileri hemen uyarlanamayacağından reel faizler de yükselmiş olacaktır.

Merkez bankalarının gözettiği kriterler doğrultusunda farklı kayıp fonksiyonları oluşturulabilmektedir. Nitekim, Rudebusch ve Svensson (1998)'da merkez bankasının daha pürüzsüz bir faiz eğrisi görmek istediği bir amaç fonksiyonu varken, Svensson

(1998)'da merkez bankasının nominal faizlerin yüksekliğinden rahatsız olduğu bir kayıp fonksiyonu vardır. Dolayısıyla kurgulanacak kayıp fonksiyonuna göre farklı faiz tepkisi fonksiyonları üretilebilecektir.

Bir diğer nokta, “Taylor Kuralı” olarak da bilinen Taylor (1993) tarafından merkez bankaları için geliştirilen politika kuralıdır. Taylor kuralının enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde türetilen eşitlik (2.5)'ten bir farkı; eşitlik (2.5) bir amaç fonksiyonundan türetilirken, Taylor Kuralı'nda ABD için Fed, enflasyon hedefinden sapmaya 1,5 kat, çıktığı açığa ise 0,5 kat olacak şekilde sabit tepkiler vermektedir (Özatabay, 2015:412). Ancak enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ya da uygulamayan hiçbir merkez bankası, para politikası araçlarına ilişkin Taylor Kuralı gibi birkaç parametreye dayalı, aleni kuralları takip etmezler. Bunun yerine çok daha fazla sayıda veriyi dikkate alırken, kendilerini yeni bilgiler karşısında önceden tanımlanmış şekilde mekanik bir reaksiyon vermekle gönüllü olarak kısıtlamazlar (Rudebusch ve Svensson, 1998:2).

2.2. TCMB Tarafından Uygulanan Para Politikası

2.2.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesinden Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

TCMB, 2002 yılından itibaren nihai amacı enflasyon hedeflemesine geçmek olan ve “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandırılan bir para politikası uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşulların henüz sağlanmadığı, bu durumda hedeflemeye geçildiği takdirde programın güvenilirliğinin sarsılacağı düşüncesiyle para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflaması beklenmeye başlanmıştır. Sonrasındaki süreçte dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflerine ulaşılmasıyla TCMB güvenilirlik kazanmıştır. Kamu borç stokunun sürdürülebilirliği ve mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar gerilerken, finansal kesimdeki kırılmalıklar azalmış, ters dolarizasyon sürecine girilmiştir. TCMB ise bu periyotta para politikasının kurumsal altyapısını iyileştirmiş, daha net bir iletişim politikası ortaya koymuş, bilgi setini ve öngörü yöntemlerini geliştirmiştir.

2005 yılına gelindiğinde, Para Politikası Kurulu (Kurul) toplantıları önceden kamuoyuna ilan edilen tarihlerde yapılmaya başlanırken, kararlar toplantıdaki görüşler de dikkate alınarak ertesi işgününde açıklanmaya başlanmıştır. Açıklanan kararların ardından gecikmeksizin, Kurul üyelerinin görüşlerini de içeren ve kararın gerekçesi

niteliğinde olan metinler yayımlanmaya başlanırken, bu metinler gelecek dönemlerde politika faizinin seyrine ilişkin sinyaller de vermektedir. Böylece bu dönemde para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artarken, kurumsal altyapı ve şeffaflık konusunda önemli kazanımlar elde edilmiştir.

TCMB 2005 yılı sonunda yaptığı duyuruda; zaman içerisinde kademeli olarak enflasyon hedeflemesine yakınsayan para politikasının, 2006 yılında şeffaflık ve hesap verebilirlik alanlarında atılacak yeni adımlarla, uygulanacak para politikasının “enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandıracağını bildirmiştir. Buna göre TCMB, Hükümet’le beraber saptanan 2006 yılı sonu itibarıyla %5 oranındaki tüketici enflasyonu hedefinin etrafında ± 2 puanlık bir belirsizlik aralığı kararlaştırmıştır. Gerçekleşme, belirsizlik aralığının dışına çıkması durumunda, TCMB hesap verme yükümlülüğü ilkesi çerçevesinde bir rapor hazırlayarak Hükümete sunacak ve aynı zamanda kamuoyu ile paylaşacaktır.

Para politikasının temel iletişim aracı, üç ayda bir yayımlanacak “Enflasyon Raporu” olacaktır. Raporda TCMB, enflasyon ve makroekonomik gelişmeleri kapsamlı olarak değerlendirecek, ilerleyen dönemlere ilişkin enflasyon tahminleri de yer alacaktır. Bir diğer önemli iletişim aracı, Kurul toplantı tarihinden itibaren beş gün içinde yayımlanacak olan toplantı özetleridir (bu sürede daha sonra değişiklikler yapılmıştır). Kurul toplantılarının hemen ardından alınan kararlar ve gerekçelerine ilişkin kısa bir metin yayımlanırken, toplantı özetlerinde Kurul’un enflasyon görünümüne ilişkin duruşunu yansıtan değerlendirmeler yer almaktadır.

Bir diğer önemli değişiklik, karar alma sürecine ilişkindir. 2006 yılına kadar tavsiye niteliğinde olan Para Politikası Kurulu kararları artık bağlayıcı niteliğe sahip olacaktır (TCMB, 2005:1-17).

2.2.2. 2008 – 2010 Nisan Dönemindeki Para Politikası Gelişmeleri

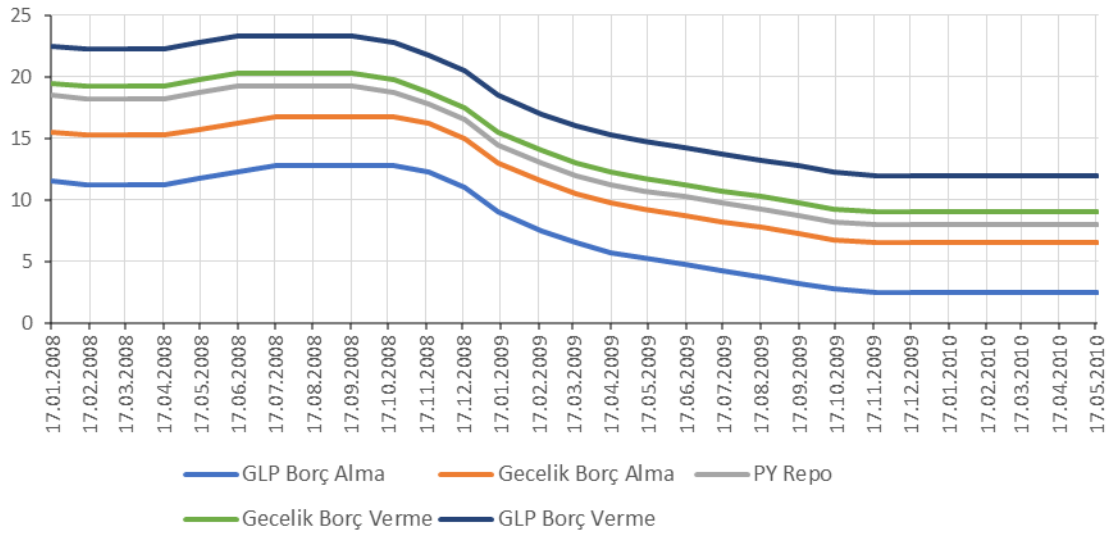
Tezde geleneksel para politikası dönemi olarak da adlandırılan bu döneme ait Para Politikası Kurulunca kararlaştırılan kısa vadeli faiz oranları Grafik 1’de görülmektedir. Bu grafikte görülen geç likidite penceresi (GLP) (i) TCMB’nin nihai kredi mercii sıfatıyla bankalara sağladığı borçlanma, (ii) gün sonunda likidite fazlasına sahip bankalara sağladığı borç verme imkanlarını kapsar. TCMB, ödeme sisteminde ortaya çıkabilecek sorunların önlenmesi amacıyla bankaların geçici nitelikteki likidite ihtiyaçlarını bu

kanalla karşılar. Normal günlerde saat 16:00 – 17:00 arasında, zorunlu karşılık tesis süresinin son gününde ise 16:00 – 17:15 arasında işlem yapılan bu pencerede bankalar, yeterli teminatı bulundurmamak kaydıyla TCMB'den limitsiz olarak borçlanabilirken, limitsiz borç verebilirler. TCMB, önceden haber vermek şartıyla bu pencerede bankaların borçlanma imkanını sınırlandırabilir. GLP, TCMB'nin nihai kredi mercii statüsüyle tanıdığı bir imkan olduğundan, sürekli borçlanma kaynağından ziyade istisnai bir kaynak olarak görülmelidir (TCMB, 2019:28). Ancak daha sonraki süreçte zaman zaman GLP, TCMB'nin temel fonlama aracı haline gelmiştir.

TCMB'nin ilan ettiği bir diğer faiz oranı gecelik vadedeki borç alma ve borç verme faizleridir. TCMB, gün içerisinde depo ve repo – ters repo işlemleriyle gecelik vadede bankalarla borç alma/verme işlemi yapabilir. Bankalar TCMB'ye limitsiz olarak borç verebilirken, teminatları karşılığında limitleriyle sınırlı kalmak kaydıyla TCMB'den borç alabilirler. Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülkede temel politika aracı borç verme faiz oranları iken, uzunca bir süre TCMB'nin referans politika faizi gecelik borç alma faizi olmuştur. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından gerçekleştirilen banka kurtarma operasyonları çerçevesinde bankaların ellerindeki Devlet İç Borçlanma Senetlerini TCMB'nin satın alması, ayrıca TCMB'nin rezerv politikası doğrultusunda net döviz alıcısı olması sistemde likidite fazlasına yol açmıştır. Bu fazla likiditenin TCMB tarafından gecelik vadede borçlanma faizi düzeyinden çekilmesi nedeniyle, gecelik piyasa faizleri de TCMB'nin borç alma faizine yakın bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu nedenle Türkiye'de para politikasına referans teşkil eden faizler TCMB'nin gecelik borç alma faizleri olmuştur (TCMB, 2007:8-11; Özatay, 2015:443; Kara ve Orak, 2008:51).

Son olarak grafikte piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı (PY Repo) yer almaktadır. Piyasa yapıcıları, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından birincil piyasa işlemlerinde etkinliği artırmak ve ikincil piyasaların işleyişini kolaylaştırmak için belli kriterlere göre seçilen banka ve finansal kuruluşları ifade etmektedir.

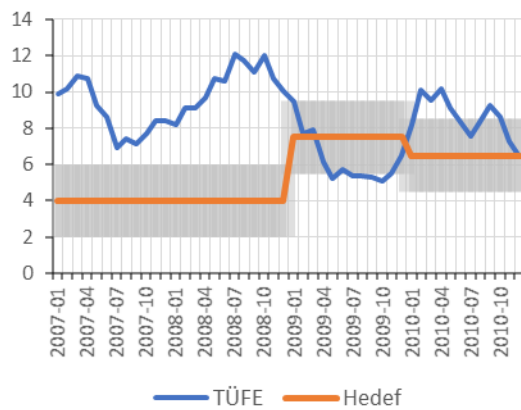
Grafik 1. TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları



Kaynak: TCMB

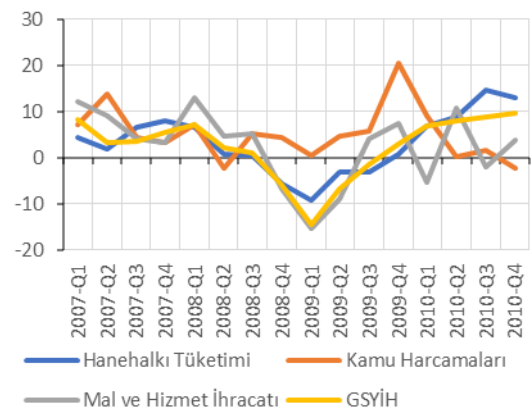
Tüketici enflasyonu (TÜFE), 2007 yılı sonunda %8,39'a yükselerek enflasyon hedefinin belirsizlik aralığının üst sınırını (%6) aşmıştır (Grafik 2). Ancak TCMB, 2008 yılındaki ilk iki toplantıda faizlerde sınırlı da olsa indirim gitmiştir (Grafik 1). TCMB bu indirimlere ilişkin karar metinlerinde, küresel kredi piyasalarındaki sorunların iç talebi baskıladığını ifade ederken dünya ekonomisinde beklenen yavaşlamanın orta vadede dış talebin büyümeye katkısının azalacağına işaret ettiğini belirtmektedir. Türkiye ekonomisi, 2008 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,25 büyüdükten sonra ivme kaybetmiş, yıl içerisinde daralmaya geçmiştir (Grafik 3). Hanehalkı tüketimi ve ihracat da benzer bir seyir izlemiştir. Böylece TCMB, gelecek dönemlere ilişkin toplam talep gelişmelerinin enflasyonun düşüşüne yardım edeceği beklentisiyle faiz indirimlerine gidebilmiştir.

Grafik 2. Tüketici Enflasyonu ve Enflasyon Hedefi (%)



Kaynak: TCMB

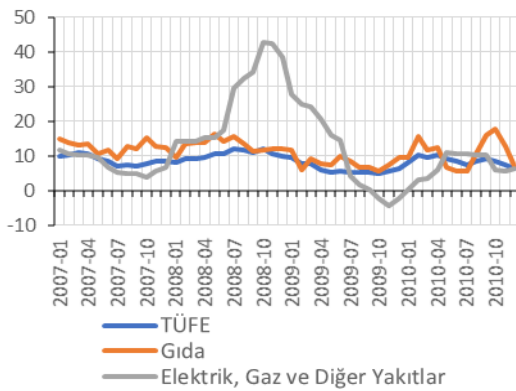
Grafik 3. Hanehalkı ve Kamu Harcamaları, İhracat ve GSYİH Yıllık Değişimi (%)



Kaynak: TCMB

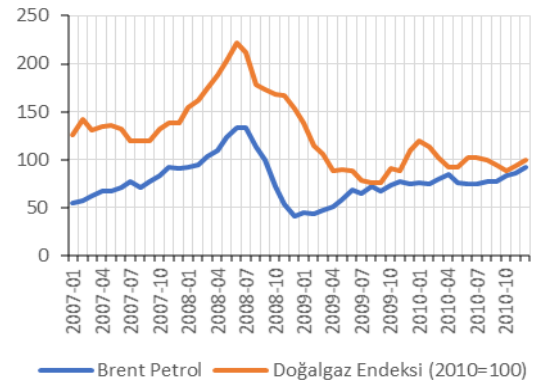
2008 yılının ikinci çeyreğinde toplam talep enflasyonu aşağı yönlü baskılamaya devam ediyor olsa da gıda enflasyonundaki yükseliş belirginleşmiş, enerji fiyatları ise TCMB tahminlerinin üzerine çıkmıştır (TCMB, 2008-1 sayılı Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatını 85 ABD doları/varil olarak tahmin etmekte iken ilk çeyrekteki gelişmeler 100 ABD doları civarında seyretmiştir) (Grafik 4 ve Grafik 5). Bu risklerin genel fiyatlama davranışını bozmasını önlemek amacıyla TCMB, Mayıs ayından itibaren para politikasını sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atmaya başlamıştır.

Grafik 4. TÜFE, Gıda ve Enerji Enflasyonu (%)



Kaynak: TCMB

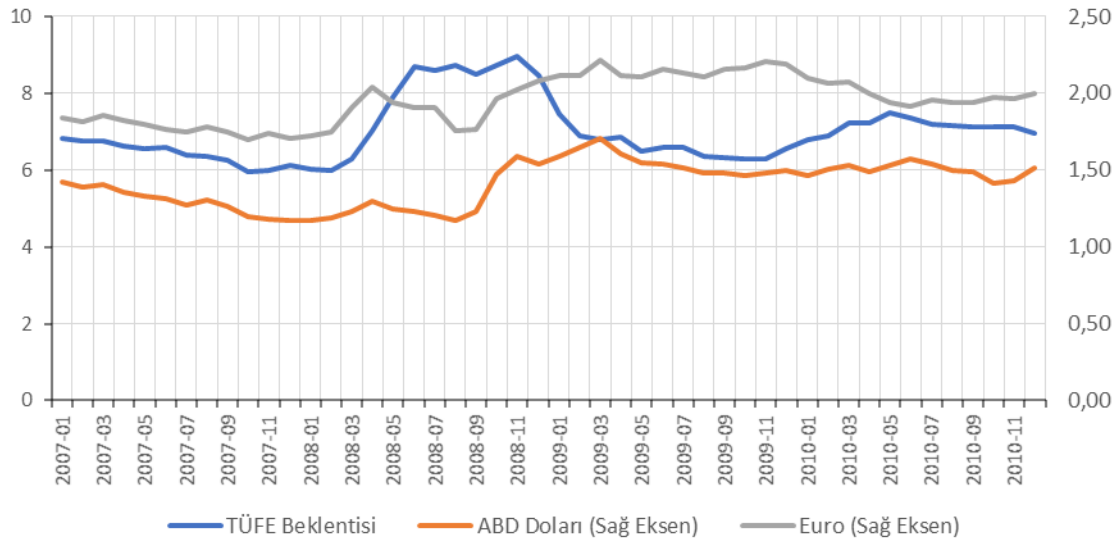
Grafik 5. Brent Petrol Fiyatı ve Doğalgaz Fiyat Endeksi (USD/varil, 2010=100)



Kaynak: Dünya Bankası

Bu dönemdeki bir diğer gelişme, enflasyon hedeflerinin revize edilmesi olmuştur. Haziran ayında Hükümete yazılan mektupta, yaşanan arz şokları ve küresel ekonomideki sorunların enflasyon görünümüne ilişkin riskleri belirginleştirdiği, para politikasında temkinli bir duruş gösterilmesi halinde dahi enflasyonun %4'lük hedefine ulaşmasının tahmin edilenden daha uzun süreceği ifade edilmektedir. Enflasyon hedeflerine ulaşılmasında üst üste yaşanan başarısızlıklar, enflasyon hedefinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunu zayıflamasına neden olmuştur. Bu dönemde beklentilerin oluşturulmasında geçmiş enflasyona endeksleme, döviz kuru ve risk primi gibi faktörlerin ağırlık kazanmaya başladığı TCMB tarafından tespit edilmektedir (Grafik 6'da enflasyon beklentileri ve döviz kurunun seyri görülebilmektedir). Bu nedenle hedefin 2009 yılı sonu için %7,5 ve 2010 yılı sonu için %6,5 olarak güncellenmesi, 2011 yılı sonu için ise %5,5 olarak belirlenmesi teklif edilmiştir. Yıl sonuna kısa bir süre kalmışken hedefin enflasyon tahmini ile değiştirilmesinin hesap verme ilkesini zedeleyeceği düşüncesiyle, 2008 yılı için hedef %4 olarak sabit bırakılmıştır (TCMB, 2008a:1-3; TCMB, 2008b:5).

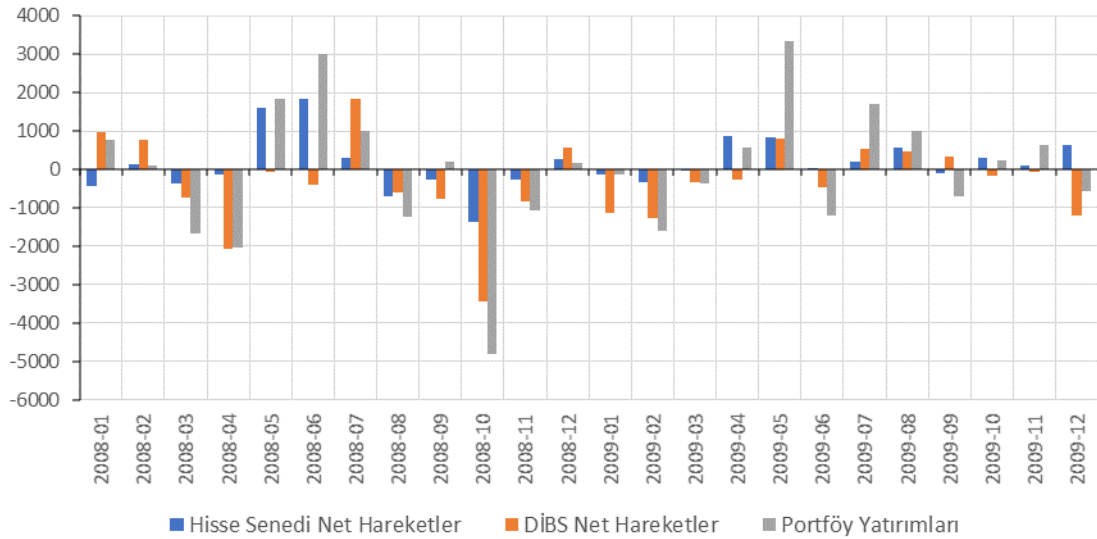
Grafik 6. 12 Ay Sonrasına İlişkin Enflasyon Beklentileri, ABD Doları ve Euro Kuru (% TL, TL)



Kaynak: TCMB

TCMB, 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren faiz indirim sürecine girmiş ve bu süreç 2009'un son çeyreğine kadar devam etmiştir. Küresel Finansal Kriz'in derinleşmesiyle iç ve dış talepteki daralma şiddetlenmiş (Grafik 3), bu durum para politikası duruşunun gerektiğinin ötesinde bir ek sıkılaşmaya maruz kalmasına neden olmuştur. Küresel finans piyasalarındaki güven kaybı küresel likidite akışını olumsuz etkilemiş, ABD dolarına talep artmıştır. Diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine paralel bir şekilde TL değer kaybederken, sıcak para olarak da tabir edilen portföy yatırımlarında çıkış gözlenmiştir (Grafik 7). Ancak aynı dönemde petrol ve gıda fiyatlarındaki gerileme, dövizdeki artışın enflasyon üzerindeki etkilerini telafi edici olmuştur. İlerleyen safhalarda, uluslararası kredi piyasaları ve küresel ekonomilerdeki sorunların ortadan kalkmasının beklenenden daha uzun süreceği görüşünün ağırlık kazanmasıyla enflasyonun hedeflerin altında kalma ihtimali de yükselmiştir. Bu koşullar altında TCMB, fiyat istikrarı hedefiyle çelişmemek kaydıyla uluslararası piyasalardaki sorunların ekonomi üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla, önden yüklemeli olarak genişletici yönde adım atabilmek için manevra alanı kazanmıştır (TCMB, 2008b:6; TCMB, 2009a:4). Böylece, 2008 Kasım ayından 2009 yılı Kasım ayına kadar her PPK toplantısında TCMB faiz indirimine gitmiş; gecelik borç alma faizi %16,75'ten %6,50'ye gerilerken, gecelik borç verme faizi ise %19,75'ten %9'a çekilmiştir. Bu indirimlere karşılık enflasyon düşüş eğiliminde olmuş, hatta hedefin belirsizlik aralığının alt sınırından da düşük seviyelere inmiştir.

Grafik 7. Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Hisse Senedi – DİBS Hareketleri ve Portföy Yatırımları (Milyon USD)

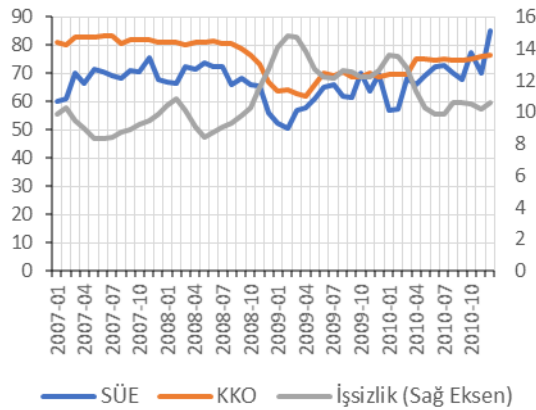


Kaynak: TCMB

2009 yılının son çeyreğinde ekonomide ılımlı canlanma olmuştur. Henüz kriz öncesi seviyelerine ulaşmasa da Sanayi Üretim Endeksi ve Kapasite Kullanım Oranında sınırlı iyileşmeler gözlenirken, işsizlik oranı dalgalı seyrini korumuştur (Grafik 8). Kademeli toparlanmayı sürdüren GSYİH, son çeyrekte pozitif büyümeye geçmiştir. Bu gelişmeleri takip eden TCMB, uzun bir aranın ardından faizleri sabit tutmuştur. Tüketici enflasyonu 2009 yılı sonunda %6,53 olarak gerçekleşirken, revize edilmiş hedef %7,5'in altında, belirsizlik aralığı içerisinde kalmıştır.

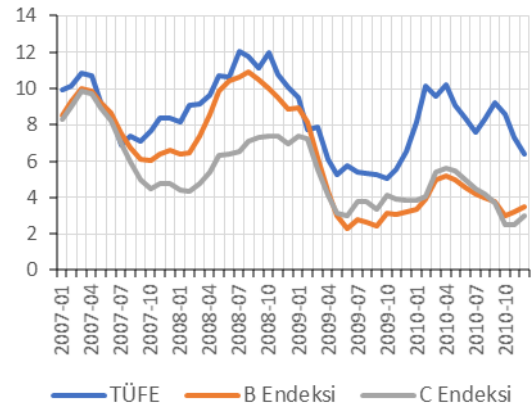
2010 yılında enflasyon hızlıca yükselişe geçmiş, belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır. Ancak TÜFE'deki bu yükselişe çekirdek enflasyon göstergeleri eşlik etmemiştir (Grafik 9). Enflasyonun beklentilere paralel olarak baz etkisi ve vergi ayarlamaları gibi kalıcı olmayan nedenlerle yükselişi, ekonominin henüz tam olarak toparlanamamış olması, bu dönemde TCMB'nin faizleri sabit tutmasına imkan tanımıştır.

Grafik 8. Sanayi Üretim Endeksi, Kapasite Kullanım Oranı ve İşsizlik (2015=100, %, %)



Kaynak: TCMB

Grafik 9. Enflasyon ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (% , % , %)



Kaynak: TCMB

2.2.3. 2010 Nisan Sonrası Dönem: Para Politikasında Geleneksel Olmayan Yaklaşım

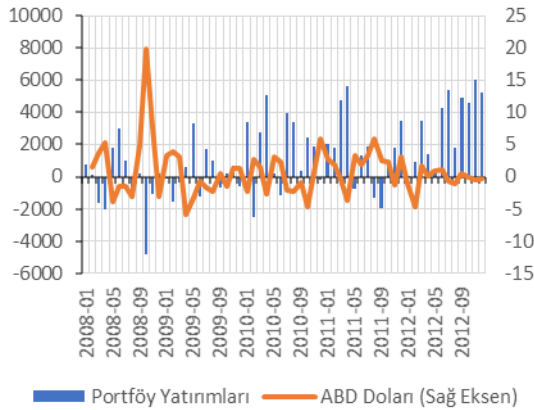
Geleneksel olmayan para politikası yaklaşımlarının gelişimi gelişmiş ülkeler ile Türkiye’de aynı şekilde seyretmemiştir. Merkez bankaları, ilk etapta Küresel Finansal Kriz karşısında geleneksel para politikası araçlarına başvurarak kısa vadeli faiz oranlarını düşürmüşlerdir. Pek çok gelişmiş ülkede faizler sıfıra çok yaklaştırılmasına rağmen Kriz atlattılamamış, yeni faiz indirimi için manevra alanı kalmamıştır (Küresel Finansal Kriz’in ilerleyen safhalarında İsviçre ve Japonya gibi bazı ülkelerde politika faizi sıfırın altına indirilmiştir). Geleneksel araçların etkisizleştiği bu ülkelerde yeni politika bileşenleri geliştirilmiş, merkez bankaları uzun vadeli ve yüklü miktarlarda varlık alımları yaparken, faizlerin gelecekte izleyeceği patikaya ilişkin daha güçlü sözel yönlendirmeye başvurmuştur.

Türkiye’de geleneksel olmayan para politikasının doğuşu daha farklı bir perspektiften geçmiştir. 2008 yılında yaşanan Küresel Finansal Kriz, merkez bankalarına sadece fiyat istikrarını sağlamanın finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığını göstermiştir. Finansal istikrarı gözetmeyen politikalar, orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını da tehdit etmektedir. Ancak merkez bankalarının fiyat istikrarını gözetilen politika faizi, finansal istikrar için doğru oran olmayabilmektedir. Bu durumda fiyat istikrarı ve finansal istikrar için ayrı faizler gerekebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu ayrışma daha derin olabilmektedir. Özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, makro finansal riskleri de

gözeten para politikası uygulayabilmek için birden fazla politika aracına ihtiyaç duyulabilmektedir (Başçı ve Kara, 2011;3-4). Türkiye’de yeni bir para politikası yaklaşımının gerekliliği bu temellerden doğmuştur.

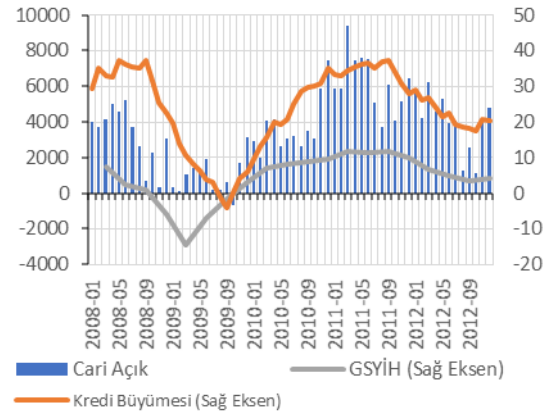
Kriz boyunca gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulanan niceliksel genişleme sonucunda ortaya çıkan kısa vadeli likidite bolluğu sermaye akımlarında oynaklığa neden olmuştur. Grafik 10’da yurt içine giren kısa vadeli sermaye akımlarıyla ABD dolarının aylık değişimi görülürken, Grafik 11’de aylık cari açık rakamları, GSYİH ile yurt içinde mali olmayan kesime verilen TL kredilerin yıllık değişim hızı görülmektedir. Küresel risk iştahının arttığı dönemlerde sermaye akımlarının hız kazanması, TL’nin değer kazanmasına ve hızlı kredi genişlemesine neden olmakta, cari denge bozulmaktadır. Cari dengenin bozulması ve sermaye akımlarındaki oynaklık ani duruş riskini doğurmakta, finansal istikrarı tehdit etmektedir (Kara, 2012:3-5).

Grafik 10. Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve ABD Dolarının Aylık Değişimi (Milyon USD, %)



Kaynak: TCMB

Grafik 11. Cari Açık ve Yurt İçi TL Yıllık Kredi Büyümesi (Milyon USD, %)



Kaynak: TCMB

Sadece fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankası, enflasyon hedefin üzerine çıktığında kısa vadeli faizleri yükseltecektir. Bu durumda krediler yavaşlarken yerli para da değer kazanacak, her iki gelişme de enflasyonu düşürücü yönde etki edecektir. Ancak bu durum, finansal istikrarı da gözetilen bir merkez bankasının bakış açısından değerlendirildiğinde tam olarak arzu edilen bir sonuç değildir. Çünkü, sermaye girişlerinin yoğun olduğu bir dönemde kredi genişlemesinin yavaşlatılması gerekirken aynı zamanda yerli paranın da iktisadi temellerden koparak aşırı değer kazanmasına engel olunması gerekmektedir. Dolayısıyla, finansal istikrarı gözetilen bir merkez bankası için kredileri ve döviz kurunu farklı etkileyebilecek bir araç setine ihtiyaç duyulmaktadır (Kara, 2012:7).

Türkiye’de geleneksel olmayan para politikası yaklaşımına ilişkin ilk adım, TCMB’nin 2010 Nisan’ında yayımladığı “çıkış stratejisi” ile atılmış, politikanın yeni çerçeveye uyarlanma süreci yıl sonuna kadar sürmüştür (Özatay, 2011:31).

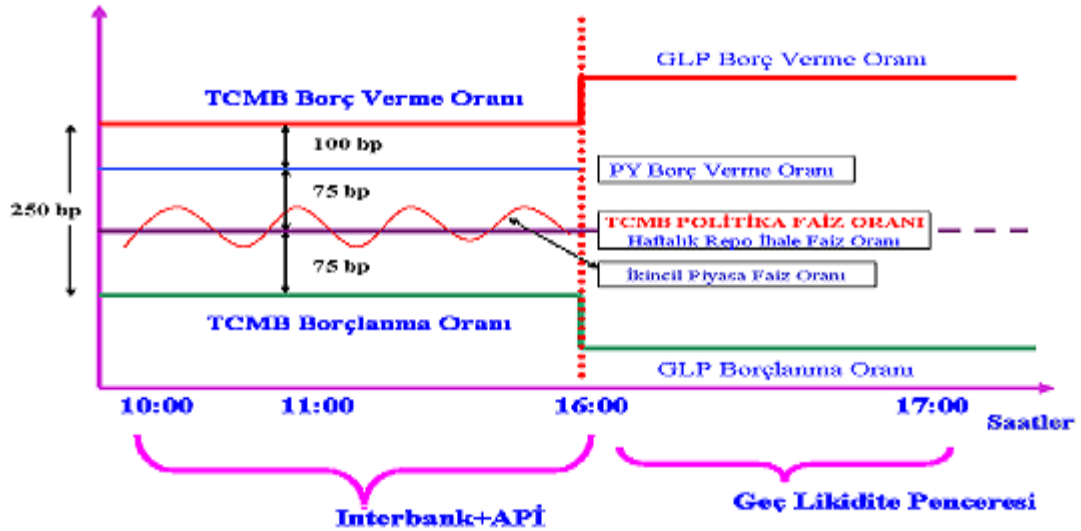
Yayımlanan çıkış stratejisine göre TCMB, kriz boyunca alınan birtakım tedbirleri geri alırken para politikasını normalleştirecek, sürecin sonunda uzun süredir para politikası için referans faiz olma özelliğine sahip olan gecelik borçlanma faizi yerini bir hafta vadeli repo faizine bırakacaktır. Kriz’in başlangıcından sonra TCMB, hızlı ve önden yüklemeli faiz indirimlerine giderken piyasayı ihtiyacından fazla fonlamış, zorunlu karşılık oranını düşürmüş, döviz likiditesini desteklemiş; döviz ve efektif piyasalarında aracılığa tekrar başlamış, döviz alım ihalelerine ara vermiş ve Eximbank aracılığıyla ihracatçı firmalara kullandığı reeskont kredisi limitlerini artırarak reel sektöre destek olmuştur.

TCMB, TL piyasalarına ilişkin normalleşme sürecini iki aşamada planlanmıştır. Buna göre ilk aşamada, Kriz boyunca gerçekleştirilen fazla fonlama kademeli olarak kısıllacaktır. Bunun için repo ihaleleri ile yapılan fonlama gün sonunda daha az atıl likidite kalacak şekilde belirlenecek, gecelik vadede yapılan borçlanma azaltılacak, ilan edilen borçlanma faizi para politikası için referans olmaya devam edecektir.

İkinci aşamada ise TCMB, sistemde kalıcı likidite açığı oluştuğunda para politikası için referans faiz bir haftalık repo faizi olacak şekilde gecelik borçlanma ve borç verme faizlerinde aşağı yönlü teknik ayarlamalar yapabilecek, çıkacak ihtiyaçlara göre borç alma ve verme faizleri arasındaki aralığı daraltıp genişletebilecektir. Teknik faiz ayarlaması ilk anda borçlanma faizinin indirilmesi şeklinde olmayacak, öncelikle fonlama borçlanma faizinin 50 baz puan üzerinden miktar ihalesi yöntemine göre bir hafta vadeli repo işlemiyle yapılacaktır. Sonrasında, bir hafta vadeli repo faizi ile gecelik borçlanma faizleri arasındaki fark artırılabilir, ikincil piyasadaki faizlerin bir hafta vadeli repo faizi civarında oluşması hedeflenecektir (Şekil 2). Yeni çerçevede politika faizi haline gelen bir hafta vadeli repo faizi ile gecelik borçlanma ve borç verme faizi arasındaki fark her zaman simetrik olmayabilecek, bu farklar yeni operasyonel çerçevenin bir unsuru olacaktır. TCMB, politika faizi gecelik borçlanma faizi arasındaki farkı politika faizini yükselterek artırabileceği gibi, politika faizini sabit tutarak gecelik borçlanma ve borç verme faizini indirmek suretiyle de yapabilecektir. Yeni çerçevede para politikasının temel aracı kısa vadeli faiz oranı olmaya devam etse de TCMB,

makroekonomik riskleri azaltıcı yönde zorunlu karşılık oranları gibi diğer araçları da aktif bir şekilde kullanacaktır (TCMB, 2010a; 1-11). Böylece TCMB para politikasında oldukça esnek bir yapıya kavuşmaktadır.

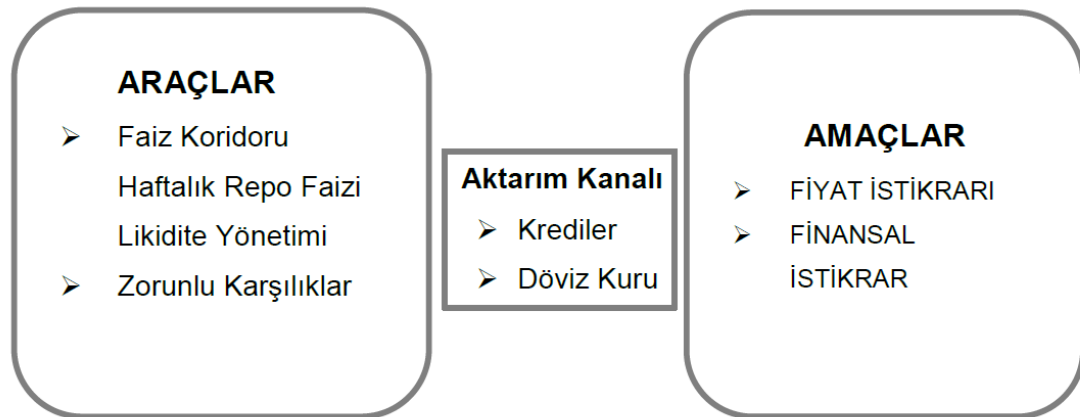
Şekil 2. Yeni Politik Çerçevde Kısa Vadeli Faizler



Kaynak: TCMB (2010a)

TCMB'nin finansal istikrarı da amaçlayan yeni para politikası tasarımına ilişkin diyagram Şekil 3'de verilmektedir. Geleneksel politika uygulamalarında kısa vadeli faizler tek araç iken yeni politika bileşeninde (i) faiz koridoru, bir haftalık repo faizi, likidite yönetimi araçları, (ii) zorunlu karşılıklar, para politikasının araçlarını oluşturmaktadır. Yeni çerçevede politika araçlarından fiyat ve finansal istikrar hedefine krediler ve döviz kuru kanalıyla ulaşılması hedeflenmektedir. Bu iki değişkenin nihai hedeflerle olan ilişkisinin yanı sıra, kolay gözlemlenebilir ve gecikmeden açıklanıyor olmaları iletişim politikasında ara hedef olarak ön plana çıkarılmasında etkili olmuştur (Kara, 2012:6-7).

Şekil 3. Yeni Para Politikasının Tasarımı



Kaynak: Kara (2012)

2.2.3.1. Faiz koridoru

Gecelik borç verme faizi ile borç alma faizi arasındaki farkı ifade eden faiz koridoru, geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının da sahip olduğu bir araç olsa da TCMB'nin tasarladığı faiz koridoru anlayışı bazı yönleriyle ayrılmaktadır. Faiz koridorunun geleneksel uygulamasında politika faizinin etrafında simetrik ve dar bir bant belirlenirken, TCMB'nin tasarladığı faiz koridoru asimetrik bir yapıda olup piyasa faizlerinin politika faizinden ayrılarak koridor içerisinde dalgalanmasına müsaade etmektedir (Binici v.d., 2013:2). TCMB, likidite operasyonları ile farklılaştırdığı piyasa faizi ve politika faizi sayesinde kredi ve döviz kurunu iki farklı şekilde etkileyebilmeyi amaçlamaktadır. Yeni uygulamanın geleneksel uygulamadan ayrıştığı bir diğer nokta ise, TCMB'ye piyasayı efektif olarak fonladığı faiz oranını günlük olarak ayarlayabilme imkanı tanıyarak, TCMB'nin küresel risk iştahındaki değişimlere vakitlice tepki verebileceği esnek bir araç setine kavuşmuş olmasıdır.

TCMB, yeni para politikası çerçevesinde kredi büyümesini aşağıdaki şekilde etkilemeyi planlamaktadır. Öncelikle, efektif olarak piyasayı fonladığı faizi değiştirerek likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetini günlük olarak değiştirebilmekte, bu sayede kredi büyümesi üzerine etki edebileceğini değerlendirmektedir. Bunun yanında, faiz koridorunun geniş ve asimetrik yapısı ve likidite operasyonları ile fonlama faizi üzerinde oluşturduğu belirsizlik, TCMB'ye yeni bir silah kazandırmaktadır. Likidite açığına sahip bir bankanın, TCMB'nin piyasaya sağlayacağı fonlamanın miktarı ve oranı, dolaylı olarak ise piyasa faizlerinin izleyeceği seyre ilişkin net bir kestirim yapamadığı

durumda, kredi büyümesinde daha ihtiyatlı davranması beklenecektir. Ayrıca TCMB, ampirik çalışmalardan kredi faizlerinin koridorun üst bandına oldukça duyarlı olduğunu bilmektedir. Dolayısıyla, faiz koridorunun üst bandını yükseltip likidite operasyonları ile ortalama fonlama faizinde yukarı yönlü bir belirsizlik oluşturduğunda, kredi büyümesi üzerinde oldukça etkili olabilecektir (Kara, 2012:9-10; Binici v.d., 2013:11).

Faiz koridorunun döviz kuruyla etkileşimine gelindiğinde ise, yeni politik çerçevenin esnek yapısı sayesinde TCMB sermaye hareketlerindeki değişimlere hızlıca cevap verebilecektir. Örneğin sermaye çıkışının olduğu dönemlerde piyasaya verdiği likiditeyi kısın TCMB, piyasa faizlerinin daha üstte oluşmasını sağlayarak TL'deki değer kaybını sınırlandırmaktadır. Bir diğer nokta, likidite darlığı nedeniyle likiditeye erişim için döviz satmayı tercih eden bankalar, sermaye çıkışı nedeniyle TL üzerinde oluşan baskının hafiflemesine neden olacaktır. Ayrıca, kredi kanalında etkin olan belirsizlik faktörü, sermaye hareketleri üzerinde de etkin olacaktır. Örneğin, borçlanma faizinin indirilmesiyle aşağıya doğru genişleyen faiz koridorunda kısa vadeli faizlerin ortalama getirisi düşerken, likidite operasyonları vasıtasıyla oynaklığı da arttırıldığında spekülative pozisyonların getiri/risk oranı azalacak, böylelikle kısa vadeli sermaye girişlerinde yavaşlama beklenecektir (Kara, 2012:11; Başçı ve Kara, 2011:5-6).

2.2.3.2. Zorunlu karşılıklar

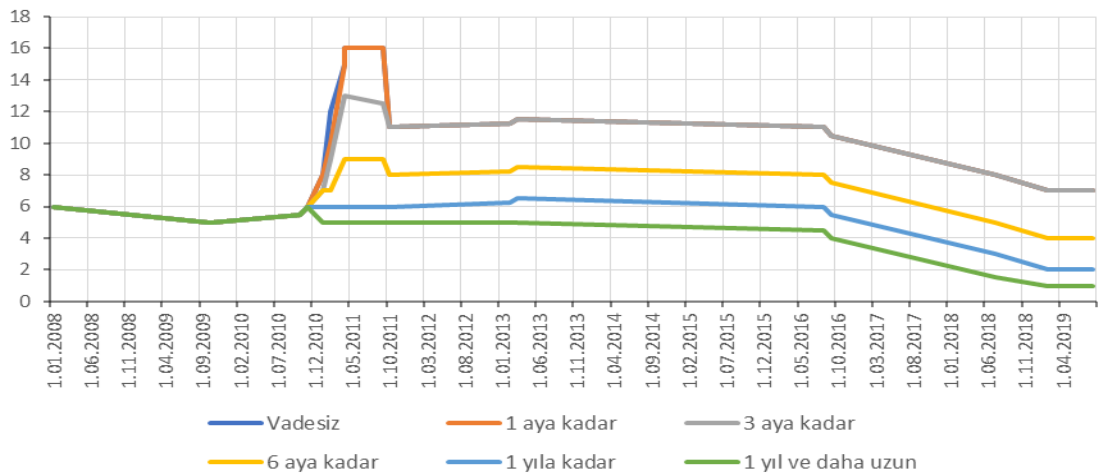
Zorunlu karşılıklar, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikasında kredi büyümesine karşı aktif bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Zorunlu karşılıkların aktarım mekanizmasında (i) maliyet ve (ii) likidite olmak üzere iki kanaldan kredi verme davranışları üzerinde etkili olması beklenmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011:3-4).

Maliyet kanalı, basitçe tek yükümlülüğün mevduat ve tek varlığın krediler olduğu bir çerçevede, zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişikliklerin banka yükümlülüklerinin maliyetini etkilemesini ifade etmektedir. Banka yükümlülüklerinden kaynaklanan bu maliyeti mevduat ve kredi faizlerine yansıttığı ölçüde maliyet kanalı etkin olacaktır. Türkiye'de bankacılık sektörünün tekeli yapıdan uzak oluşu nedeniyle zorunlu karşılık artışından kaynaklanan ek maliyetin en az bir kısmının banka tarafından karşılanması beklenmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011:4-5). Ancak mevduat faizlerinin düşük olduğu bir konjunktürde zorunlu karşılık artışından kaynaklanan maliyet artışı

sınırlı olacağından, bu maliyetin tamamının kredi faizlerine yansıtılması durumunda dahi kredi talebi üzerinde önemli bir etkisi beklenmemektedir (Kara, 2012:12).

Zorunlu karşılıklar, esas olarak likidite kanalıyla krediler üzerinde etkili olacaktır. Bankaların enflasyon hedeflemesi rejimi altında zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditeyi merkez bankasından telafi edebilecekleri açıktır. Çünkü, aksi takdirde kısa vadeli faizler koridorun dışına taşabilecektir. Ancak zorunlu karşılıkla çekilen likiditenin vadesi ile bu likiditenin ikame edildiği merkez bankası kaynağının vadesi arasındaki uyumsuzluk nedeniyle ilave faiz riski doğmaktadır. Bu riske maruz kalan bankalar, riskleri kredi faizine yansıtacaklar veya kısa vadeli fonlara olan bağımlılıklarını azaltmak için kredilerini kısma yoluna gideceklerdir. Her iki durumda da krediler üzerinde azaltıcı yönde baskı oluşacaktır. TCMB'nin yeni para politikası yaklaşımı doğrultusunda kısa vadeli faizlerin oynaklığı artırıldığında, bankaların maruz kaldığı faiz riski de artacaktır. TCMB, zorunlu karşılık oranlarını vadelere göre farklılaştırdığı bir yaklaşım benimsemiştir (Grafik 12). Yakın vadelerdeki zorunlu karşılık oranları yüksek tutulurken, daha uç vadelerdeki oranlar düşük tutulmaktadır. Böylece uzun vadeli mevduatlar teşvik edilmekte olup, mevduatın kısa vadeli TCMB fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesini azaltmakta, bankaların maruz kaldığı faiz riskini de bu ölçüde yükseltmektedir. Sonuç olarak, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası ile etkileşim halindeki zorunlu karşılık uygulamasının etkinliği yükselecektir (Kara, 2012:12-13; Alper ve Tiryaki, 2011:5-7).

Grafik 12. TL Mevduatın Vadelerine Göre Zorunlu Karşılık Oranları (%)

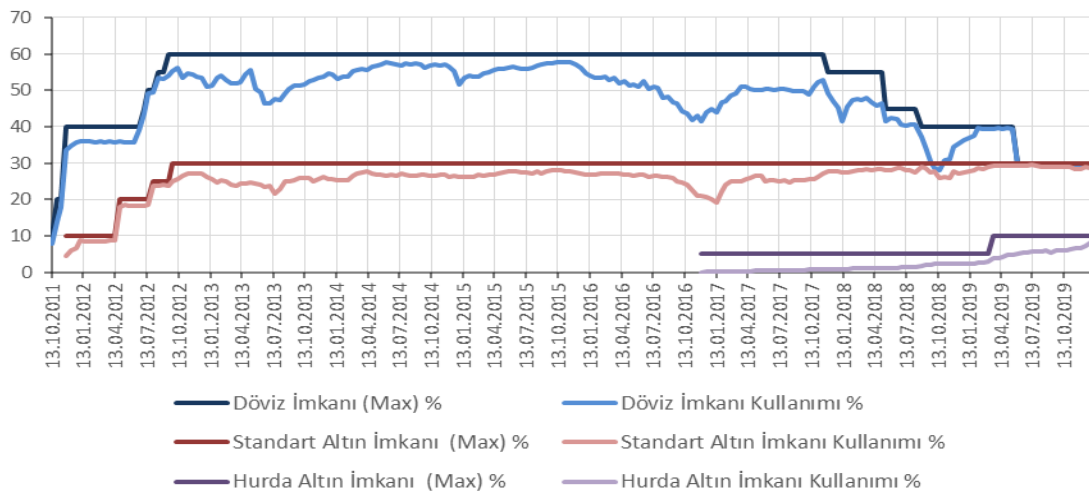


Kaynak: TCMB

2.2.3.2.1. Rezerv opsiyonu mekanizması

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), TCMB'nin 2011 yılının son çeyreğinde devreye aldığı bir politika aracıdır. TCMB, ROM uygulaması ile bankalara TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz olarak tutma imkanı tanımış, daha sonra bu uygulama standart ve hurda altın olarak tutabilme imkanını da kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Bu imkanın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı ile belirlenmektedir. Örneğin 13 Şubat 2014'te biten zorunlu karşılık tesis dönemi için döviz olarak tutulabilecek rezerv opsiyon oranı %60, standart altın olarak tutulabilecek rezerv opsiyon oranı ise %30'dur (Grafik 13).

Grafik 13. Rezerv Opsiyon Oranları ve Yararlanma Oranları (%)

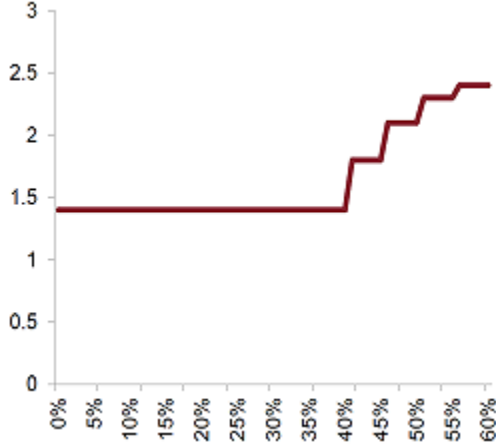


Kaynak: TCMB

ROM uygulamasında başlangıçta tek bir rezerv opsiyon oranı ve bu orana eşit miktarda döviz veya altının yatırıldığı bir yöntem belirlenmişken, sonrasında TCMB rezerv opsiyon oranlarına yeni dilimler eklemiş, bu dilimlere karşılık yatırılacak döviz veya altın tutarını da belirli katsayılarla çarpılarak hesaplamaya başlamıştır. İlgili dilimlere karşılık yatırılacak döviz veya altının belirlenmesinde kullanılan bu katsayılara rezerv opsiyon katsayısı (ROK) denilmiştir. Örneğin, Grafik 14 ve Grafik 15'te 26 Kasım 2012 tarihinde geçerli olan döviz ve altın için rezerv opsiyonu katsayıları verilmektedir. Bu tarihte zorunlu karşılık yükümlülüğünü döviz olarak tesis edecek bir banka, TL zorunlu karşılıklarının %40'ına kadarlık kısmının 1,4 ile çarpılmasıyla bulunacak tutar değerinde döviz yatırması gerekmektedir. Banka bu oranın üzerindeki dilimlerden yararlanmak istediğinde, TL zorunlu karşılığının %40-%45'i arasındaki tutarın 1,8 katı, %45-%50

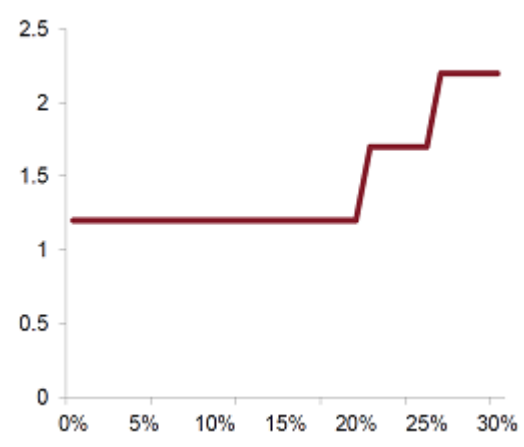
arası için 2,1 katı, %50-%55 arası için 2,3 katı ve %55-%60 arası için 2,4 katı karşılığı döviz yatırması gerekmektedir.

Grafik 14. Döviz İçin Rezerv Opsiyon Katsayıları



Kaynak: Küçüksaraç ve Özel (2012)

Grafik 15. Standart Altın İçin Rezerv Opsiyon Katsayıları



Kaynak: Küçüksaraç ve Özel (2012)

Bankaların ROM'dan yararlanma oranlarında TL ve yerine yatıracağı döviz/altının maliyeti belirleyici olacaktır. Zorunlu karşılık olarak tesis edilmesi gereken TL'nin maliyeti (faizi) kur beklentilerinin de dikkate alındığı döviz maliyetinden (faizinden) fazla ise, bankalar zorunlu karşılıkları TL yerine döviz olarak yatırmayı tercih edeceklerdir. Bankaların ROM imkanından büyük ölçüde yararlandığı görülmektedir (Grafik 13).

TCMB metinlerinde ROM uygulaması ile bankacılık sisteminin TL likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntem, daha uygun bir maliyetle karşılanabilmesi ve TCMB rezervlerinin desteklenmesinin amaçlandığı belirtilmektedir (TCMB, 2011a ve 2011b). Normal şartlarda ROM uygulamasıyla çekilen döviz TCMB'nin net rezervini artırmaya da brüt döviz rezervinin yükselmesine yol açmaktadır.

TCMB, ROM uygulamasının döviz kuru üzerinde otomatik dengeleyici fonksiyonu görmesini beklemektedir (TCMB, 2012c:99). Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde genellikle döviz/altının maliyeti de düşecektir. Bu durumlarda bankalar için daha yüksek bir noktaya kadar ROM'dan yararlanmak cazip hale gelecektir. Böylece yurt içine giriş yapan dövizin bir kısmı TCMB'ye aktararak piyasadan çekilmiş olacak, TL üzerinde değerlendirme baskısı azalacaktır. Ayrıca bir diğer etki krediler üzerinde olacaktır. Piyasadaki fazla döviz likiditesinin bir kısmı TCMB tarafından çekileceği için bu dövizin

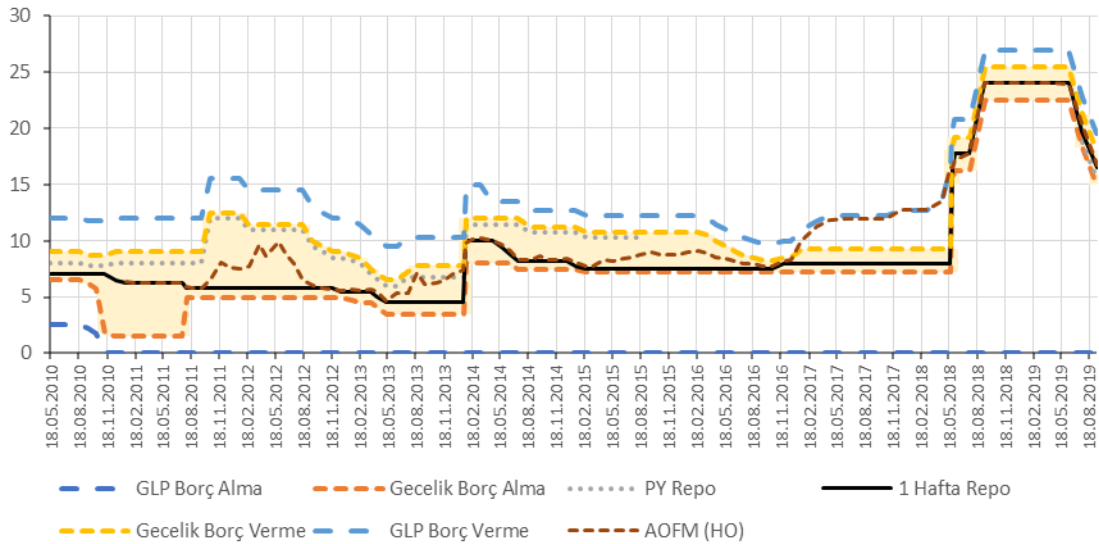
krediye dönüşme oranı da azalacaktır. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise tersi bir sürecin yaşanması beklenmektedir (Alper v.d., 2012:2-5).

ROM'un bir diğer olumlu etkisi kısa vadeli kur takası (swap) işlemleri üzerinde olması beklenmektedir. Kısa vadeli TL ihtiyacı için kur takası işlemlerine başvuran bankaların bu ihtiyaçlarını ROM'dan karşılayabileceklerinden kur takası işlemlerine talepleri azalacaktır. Kısa vadeli kur takası işlemlerinin cazibesi azalacağından, bu yolla gelen ve oynaklığı yüksek sermaye akımları azalacaktır (TCMB, 2012c:96).

2.2.3.3. Yeni çerçevede para politikası gelişmeleri

TCMB, geleneksel olmayan para politikası dönemindeki ilk kısa vadeli faizlerini 2010 Mayıs ayındaki PPK toplantısında kararlaştırmıştır. Bu toplantıda TCMB faizlerde bir değişikliğe gitmezken, politika duruşunu temsil eden 1 haftalık repo faizini %7 olarak açıklamıştır (Grafik 16). Zayıf yurt dışı talep, iç talepteki kademeli toparlanma ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki hedefle uyumlu seyri gerekçe gösteren TCMB, bu dönemde politika duruşunda bir müddet daha değişikliğe gitmemeyi tercih etmiştir.

Grafik 16. Geleneksel Olmayan Dönemde Kısa Vadeli TCMB Faiz Oranları



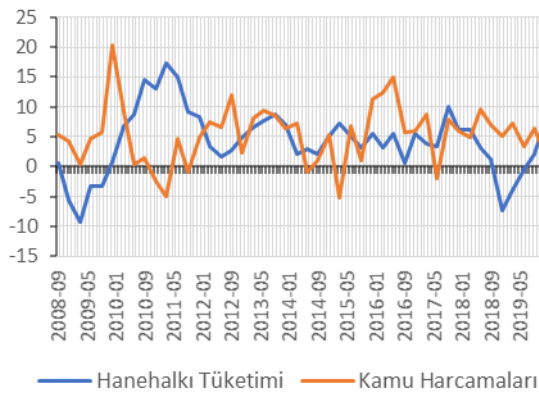
Kaynak: TCMB

2010 yılının son çeyreğinde para politikasının yeni çerçeveye uyum süreci hızlanmıştır. Yurt içi iktisadi faaliyetin henüz Kriz öncesi seviyelere ulaşmaması ve dış talebin toparlanamaması nedeniyle TCMB politika faizinin uzun süre düşük seviyelerde kalabileceğini belirtmiştir. Ancak, uygun koşulların oluşması nedeniyle daha önce Çıkış Stratejisi'nde öngörülen teknik faiz indirimi ve diğer düzenlemelerin hayata

geçirilmesine karar vermiştir (TCMB, 2010b). Nitekim TCMB, bu dönemde kredi büyümesini öne sürerek TL ve yabancı para zorunlu karşılıklarda artırıma gitmiştir (TCMB, 2010c).

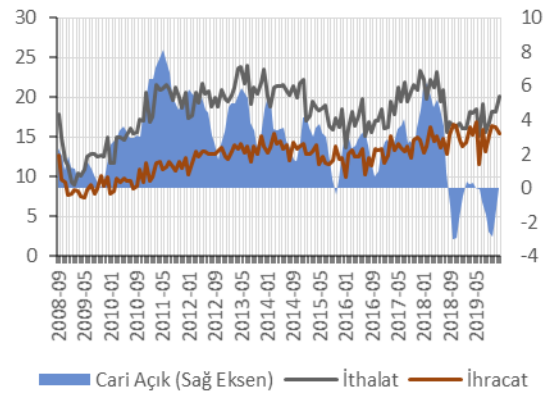
Kriz boyunca tüketimi teşvik edici tedbirlerin etkisiyle canlanan iç talebe dış talebin eşlik etmeyişi, cari işlemler dengesinde bozulmaya neden olmaktadır (Grafik 17 ve Grafik 18). Gelişmiş ülke merkez bankalarının tekrar parasal genişleme sürecine girmesiyle artışa geçen kısa vadeli sermaye akımları nedeniyle, kredi büyüme hızı yüksek seviyelere ulaşırken TL’de değer kazanma eğilimi güçlenmektedir (Grafik 19 ve Grafik 20). Finansal istikrara ilişkin risklerin belirginleşmesi, TCMB’yi iç talebin öncülüğünde aşırı ısınan ekonomiyi yumuşak inişe geçirmeye zorlamıştır.

Grafik 17. Hanehalkı Tüketimi ve Kamu Harcamalarının Büyüme Hızı (%)



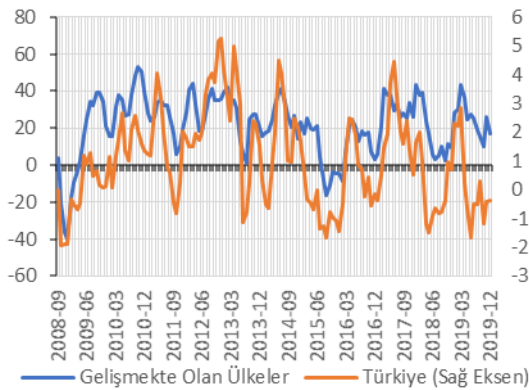
Kaynak: TCMB

Grafik 18. İhracat, İthalat ve Cari Açık (3 Aylık Har. Ort.) (Milyar USD)



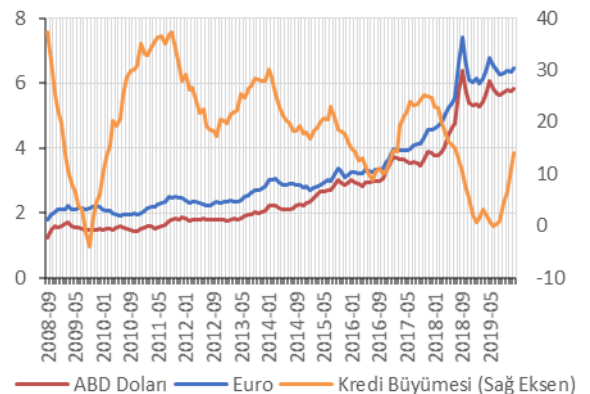
Kaynak: TCMB

Grafik 19. G.O.Ü. ve Türkiye’ye Kısa Vadeli Sermaye Akımları (3 Aylık Har. Ort.) (Milyar USD)



Kaynak: IIF

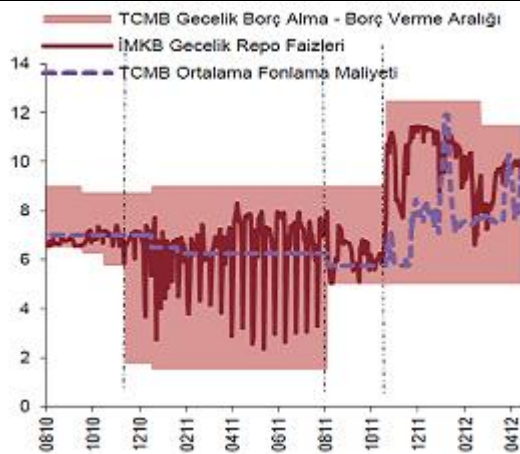
Grafik 20. ABD Doları, Euro ve Yurt İçinde Finansal Olmayan Kesime Verilen TL Kredi Büyümesi



Kaynak: TCMB

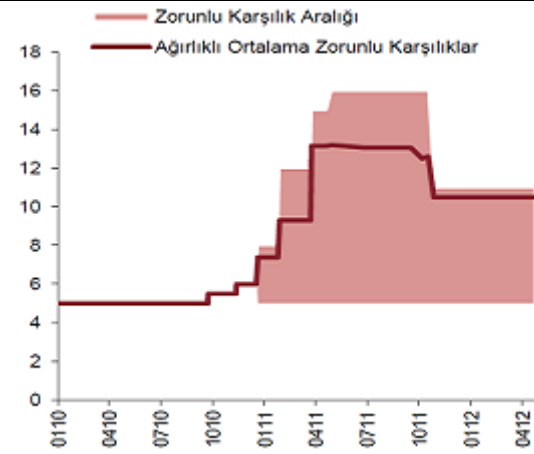
Bu koşullar altında TCMB, enflasyon görünümünün de elverişli olması sayesinde yeni para politikası çerçevesini daha kapsamlı bir şekilde uygulamaya koymuştur. Kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak amacıyla, gecelik borç alma faizinde büyük çapta indirimler yapılmış, faiz koridoru aşağı yönde genişletilmiştir. TCMB, geniş faiz koridoru içerisinde BİST gecelik repo faizinin yüksek dalga boyunda aşağı yönlü oynaklık göstermesine müsaade ederken, kısa vadeli faizlerle ilgili belirsizliği yönetimli olarak artırabilmiştir (Grafik 21). Faizlerdeki bu duruşu uzun bir müddet koruyan TCMB'nin, sıkılaştırma adımlarını zorunlu karşılıklar yoluyla attığı görülmektedir (Grafik 22). Zorunlu karşılık oranlarının kademeli olarak yukarı çekilmesiyle, bankalar TCMB'den giderek daha fazla miktarda borçlanmaya zorlanmış, böylelikle likidite kanalının krediler üzerindeki etkinliğinin artması hedeflenmiştir (Kara, 2012:16).

Grafik 21. Faiz Koridoru ve Kısa Vadeli Faizler



Kaynak: Kara (2012)

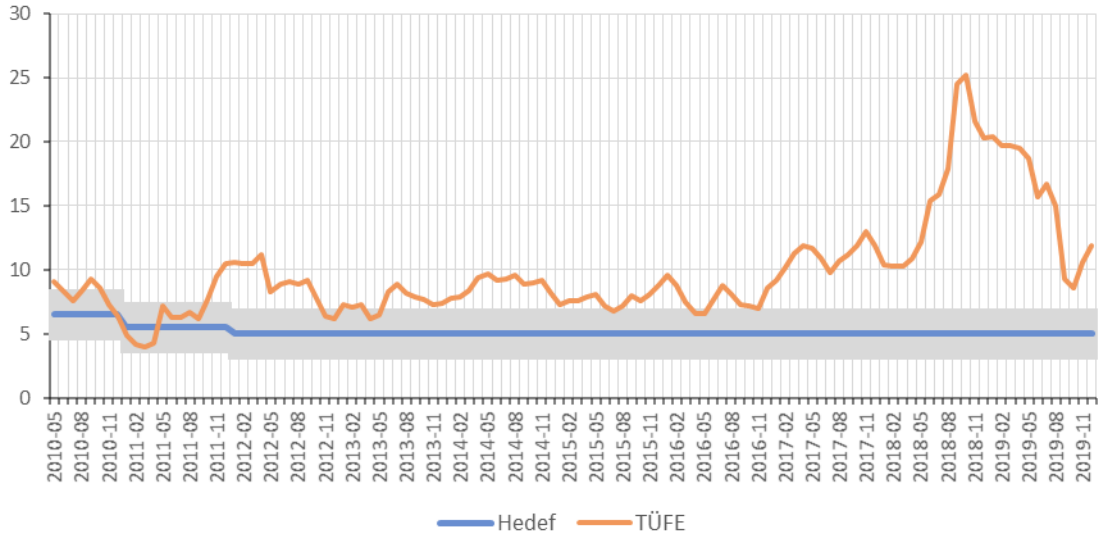
Grafik 22. Zorunlu Karşılıklar ve Ağırlıklı Ortalama



Kaynak: Kara (2012)

2010 yılı sonunda tüketici enflasyonu hedefe oldukça yakın bir seviyede, %6,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 23). Uygulanmasının üzerinden henüz kısa bir süre geçtiği için, geleneksel olmayan para politikasının 2010 yılında enflasyon hedefinin tutturulmasında etkili olduğunu söylemek zordur. Ancak finansal istikrar yönüyle ele alındığında, finansal istikrara katkı sağlayan diğer kurumların aldığı tedbirlerin de etkisiyle kredi büyümesinde yatay bir sürece girildiği, TL'deki değer kazanma eğiliminin tersine döndüğü görülmektedir (Grafik 20). Benzer şekilde ithalattaki artışın yerini yatay bir seyrin aldığı, cari açığın ise belirgin şekilde düştüğü görülmektedir (Grafik 18).

Grafik 23. Geleneksel Olmayan Para Politikası Döneminde Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (%)



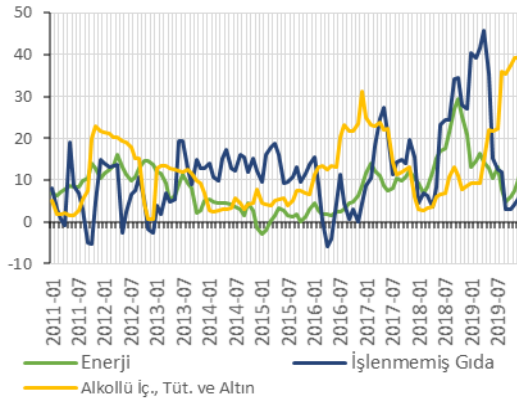
Kaynak: TCMB

2011 Ağustos'ta PPK ara toplantıya giderek uzun süredir geniş bir şekilde uyguladığı faiz koridorunu daraltmıştır. Bu toplantıda, Euro bölgesinde derinleşen borç krizi nedeniyle sermaye akımlarında yaşanan çıkışı yavaşlatmak amacıyla gecelik borçlanma faizinde önemli bir artışa gidilmiştir. Böylece, daha dar bir bantta hareket eden kısa vadeli piyasa faizlerinin aşağı yönlü oynaklığı azaltılmış, faizler üzerindeki belirsizlik aracı hafifletilmiştir. Ayrıca, küresel ekonomideki sorunların yurt içi yansımalarını hafifletmek amacıyla 1 hafta vadeli repo faizinde ölçülü indirime gidilmiştir. Diğer yandan, yabancı para zorunlu karşılıkları indirilmiş, döviz satım ihalelerine başlanarak piyasaya ek döviz likiditesi sağlanmıştır. Bu dönemde alınan bir diğer önemli karar rezerv opsiyon mekanizması olmuştur. İlk defa bu dönemde TCMB, TL zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz olarak tutulabilmesine imkan tanımıştır.

Aynı yılda Ekim ayı toplantısında ise TCMB, koridorun üst bandının yükseltilmesine karar vermiştir. Bu dönemde TL'de yaşanan aşırı değer kaybı, işlenmemiş gıda fiyatları ve tütün, enerji gibi fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki yüksek zamlar nedeniyle enflasyon hızlıca yükselmiştir (Grafik 24 ve Grafik 25). Bu yükselişlerin enflasyon beklentilerini bozmasına izin vermek istemeyen TCMB, koridorun üst bandında önemli bir ölçüde artışa karar vermiştir. Ayrıca bu süreçte TCMB'nin likidite yönetimini biraz daha esnettiği görülmektedir. Bu döneme kadar genellikle fonlama politika faizinden miktar ihalesi yoluyla yapıldığından ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) politika faiziyle aynı seviyede oluşmaktadır. Ancak,

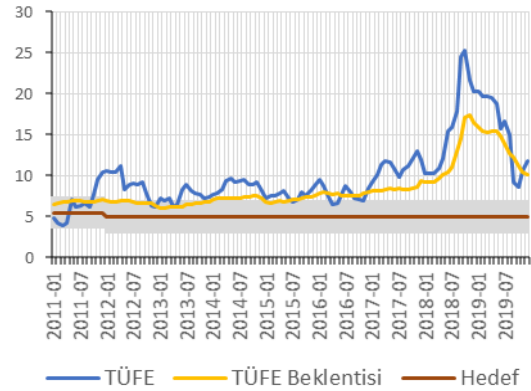
bu dönemden sonra TCMB 1 haftalık repo ihaleleriyle yaptığı fonlamayı kısıarak, fonlamanın bir kısmını daha yüksek maliyetli kanallara yönlendirmiştir. Böylece TCMB, efektif olarak uyguladığı faizi politika faizinden daha yüksek seviyeye çekmiş ve günlük olarak ayarlamıştır. Bu sayede kısa vadeli piyasa faizleri üst banda yakın seviyede oluşmuştur (Kara, 2012:17).

Grafik 24. Enerji, İşlenmemiş Gıda ve Alkollü İçkiler, Tütün ve Altın Enflasyonu (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 25. TÜFE, 12 Aylık TÜFE Beklentisi ve Enflasyon Hedefi (%)

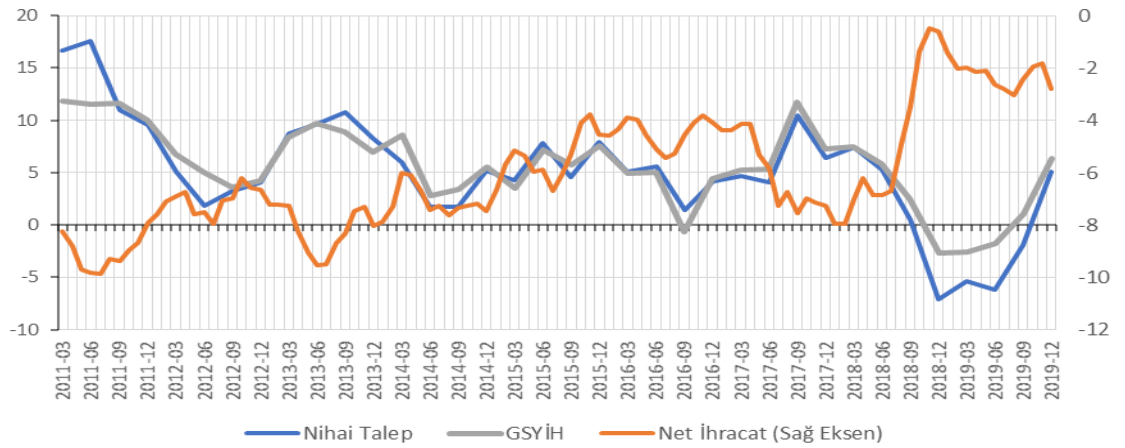


Kaynak: TCMB

2011 yılı sonunda enflasyon 10,45 olarak gerçekleşmiş hedef seviye %5,5'i bir hayli aşmıştır. Enflasyonun hedefi aşmasında ithalat fiyatları, döviz kurları, işlenmemiş gıda ve tütün ürünü fiyatlarındaki gelişmeler etkili olmuştur (TCMB, 2012a:1). Finansal istikrar yönünden gelişmeler ele alındığında ise, kredi büyümesinin halen yüksek seviyelerde olsa da yavaşlama trendine girdiği, döviz kurunun son çeyreğe girilirken kaydettiği yükselişin ardından yatay bir seviyeye oturduğu görülmektedir (Grafik 20).

2012 yılı başında Euro Bölgesine ilişkin kaygıların azalmasıyla risk iştahında düzelme olmuştur. Yurt içinde ise iç ve dış talep dengelenmeye başlamıştır (Grafik 26). Bu koşullar altında PPK, faiz koridorunun üst bandında ölçülü bir indirime gittikten sonra uzunca bir süre faizlerde değişiklik yapmamıştır. Bu dönemde TCMB'nin genellikle AOFM'yi koridorun üst bandına yaklaştırarak sıkılaştırma yoluna gittiği görülmektedir.

Grafik 26. Nihai Talepteki Yıllık Değişim, Büyüme ve Net İhracat (3 Aylık H.O.) (% , Milyar USD)



Kaynak: TCMB

Bu dönemde TCMB, ROM uygulamasında değişiklik yaparak rezerv opsiyon katsayısı (ROK) düzenlemesini getirmiştir. Daha önce her rezerv opsiyon diliminin bir katı kadar döviz tesis edilmekteyken, TCMB ilave rezerv dilimi getirmiş ve bu dilime karşılık 1,4 kat döviz tesis edilmesine karar vermiştir. TCMB bu değişikliğin amacını TL zorunlu karşılıkların TL veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkını düşürmek ve bankaların bu imkanı likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilmelerini sağlamak olarak ifade etmektedir (TCMB, 2012b). Yeni para politikası yaklaşımında zorunlu karşılık uygulaması aktif bir politika aracı olarak ifade edilse de TCMB, 2011 yılı son çeyreğinde piyasalarda yaşanan çalkantılar nedeniyle finansal kuruluşlara likidite sağlamak amacıyla TL zorunlu karşılık oranlarında indirim gittikten sonra, uzunca bir süre oranları sabit bırakmıştır. Bu dönemde TL zorunlu karşılıklara ilişkin değişiklikler daha çok ROM'da yeni dilim tesis edilmesi ve katsayılarla düzenleme şeklinde olmuştur.

Yıl ortasından itibaren sermaye akımlarındaki canlanma ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle enflasyon görünümüne yönelik riskler azalırken beklenenden iyi gelen enflasyon ve cari açık nedeniyle ortalama fonlama maliyeti gevşetilmiştir. İç ve dış talepteki dengelenme süreci devam ederken kredilerde ılımlı büyüme hakimdir. Son çeyrek itibarıyla faiz koridorunun üst bandın kademeli olarak indirilmesi suretiyle daraltılmaya başlandığı görülmektedir. Yıl sonunda artan sermaye girişlerini gerekçe gösteren PPK, politika faizinde ölçülü bir indirim gitmiştir.

2012 yılında hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar konusunda daha pozitif bir görünüm oluşmuştur. Yıl sonunda tüketici enflasyonu %6,16 olarak gerçekleşmiştir.

Bu oran %5 hedefinin bir miktar üstünde olmakla beraber, belirsizlik aralığının içinde ve uzun yıllardır görülen en düşük yıl sonu tüketici enflasyonu olmuştur. İç ve dış talebin daha dengeli katkı verdiği bir büyüme gerçekleşirken, cari işlemler dengesinde olumlu seyir devam etmiştir. Krediler son dönemdeki yükselişin etkisiyle sınırlı ölçüde beklentileri aşmış olsa da finansal istikrarla uyumlu bir seyir içindedir.

2013 yılının ilk çeyreğinde TCMB, sermaye akımlarının TL üzerinde neden olduğu değerlenme baskısının dikkate alarak kademeli bir şekilde politika faizinde ve üst bantta ölçülü indirimler gerçekleştirmiştir. Öte yandan, öngörülenden hızlı kredi büyümesi nedeniyle TL ve yabancı para zorunlu karşılıklardaki ölçülü artırımlar ile para politikasını sıkılaştırmıştır. Bu dönemde TCMB, sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı geniş ve asimetric bir koridor yerine ROM'u daha aktif kullanmayı tercih etmiştir (TCMB, 2013b:3). Rezerv opsiyonu katsayılarında artışa gitmiş, koridorun üst bandının indirilmesiyle daha dar ve simetric bir faiz koridoru oluşmuştur. İkinci çeyreğin sonlarından itibaren, özellikle Fed'in tahvil alımlarını yakın bir zamanda azaltabileceğine ilişkin sinyaller vermesiyle gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışı yaşanması nedeniyle döviz kuru üzerinde yukarı yönlü baskı oluşmuştur. Bunun yanında, işlenmemiş gıda ve petrol fiyatlarındaki yüksek seyrin enflasyon beklentilerini bozmasına engel olmak amacıyla TCMB koridorun üst bandını yukarı çekmiş, AOFM'yi üst banda yakınlaştırarak uzunca bir süre bu duruşunu sürdürmüştür. 2013 yılı sonunda enflasyon %7,4 ile belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyonun belirsizlik aralığının üzerine çıkışında TL'deki değer kaybı ve gıda fiyatları önemli rol oynamıştır. Faizlerdeki yükseliş ve sermaye hareketlerindeki çıkış nedeniyle kredi hızı yavaşlamış, cari açık ise dalgalı bir seyir izlese de düşüş eğilimini korumuştur.

Döviz kurunda yaşanan yükselişler nedeniyle PPK, 2014 yılı Ocak ayında ara toplantıya giderek faizleri ciddi biçimde artırmıştır. Gecelik borç alma faizi %3,5'ten %8'e, 1 hafta vadeli repo faizi %4,5'ten %10'a ve gecelik borç verme faizi %7,75'ten %12'ye çıkarılmıştır. Bu dönemde enflasyon %9 seviyelerine çıktıktan sonra yatay bir seyir almıştır. İkinci çeyrekte Fed ve ECB'den para politikasını genişletici yönde açıklamalar ve kararlar gelmesiyle finansal piyasalardaki oynaklıklar azalmaya başlamıştır. Döviz kurunun enflasyon üzerindeki baskısının hafiflemesi, cari denge, kredi büyümesi ve talebin olumlu bir seyir izlemesiyle TCMB, faizlerde ölçülü indirim yapmıştır. Yılın son çeyreğinde TCMB tarafından finansal istikrara yönelik yeni bir tedbir

açıklamıştır. 2010 yılında zorunlu karşılıkların etkinliğini artırmak amacıyla kaldırılan zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması tekrar hayata geçirilmektedir. Bu düzenlemeye göre TCMB, TL zorunlu karşılıkların TL olarak tutulan kısmına AOFM'nin 700 baz puan altında faiz ödemesi yapacaktır. 2015 yılından itibaren ise ödenen faiz oranı bankalara göre ayrışacaktır. Buna göre TCMB, özkaynak ve mevduatlarının toplamının (çekirdek yükümlülük) kredilerine oranı sektör ortalamasının üzerinde olan kuruluşlara AOFM'nin 500 baz puan eksiğinde, sektör ortalamasının altında olanlara ise 700 baz puan eksiğinde faiz ödemesi yapılacaktır. Bu uygulamayla TCMB dengeli büyüme ve yurt içi tasarrufları güçlendirmeyi amaçlamaktadır (TCMB (2014)). 2014 yılında döviz kurunda yaşanan artışlar ve gıda fiyatlarının yüksek seyretmesi nedeniyle enflasyon hedefi belirgin bir şekilde aşılarak %8,17 olmuştur. Kredi artışı hızının makul seviyelere gelmesinin ise cari denge üzerinde pozitif etkileri olmuştur.

2015 yılı başında TCMB, enflasyon beklentileri ve çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşme, makul düzeydeki kredi büyüme hızı, talep unsurlarındaki olumlu seyir ve emtia fiyatlarındaki düşüşün destekleyici etkisini dikkate alarak faizlerde ölçülü indirimle gitmesinin ardından, faizlerde uzun bir süre değişiklik yapmamıştır. Döviz kurlarında oynaklıkların artması nedeniyle döviz satım ihalelerinde düzenlemeler, döviz depo faizlerinin düşürülmesi ve ROK'ta teknik ayarlamalar gibi döviz likiditesini destekleyici önlemler alınmıştır. ABD doları olarak tutulan zorunlu karşılıklara ve rezerv opsiyonlarına faiz ödenmesine başlanmıştır. Fonlama kompozisyonunda gecelik borç vermenin ağırlığının artmasıyla AOFM politika faizinin üstünde oluşmaya başlamıştır.

Ağustos 2015'teki toplantıda PPK, küresel para politikalarının normalleşmesinde uygulanabilecek politikaları ele almış ve normalleşme sürecinde atılacak adımlara ilişkin bir yol haritası yayımlamıştır (TCMB (2015b)). Bu yol haritasında, TL likidite yönetimi ve sadeleştirilmesine yönelik adımlar, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik alınacak önlemler olmak üzere üç başlık altında atılacak adımlar planlanmıştır.

Buna göre TL likidite yönetimi çerçevesine ilişkin; küresel para politikalarının normalleşmesi öncesinde piyasa yapıcı bankalara tanınan borçlanma imkanı faiz oranı kaldırılacaktır. Normalleşme öncesinde ve sürecinde borçlanma teminat koşulları sadeleştirilecektir. Normalleşme sürecinde faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik bir hale getirilecek ve daraltılacaktır.

Döviz likiditesine yönelik olarak, normalleşme öncesinde döviz satım ihalelerinin esnekliği artırılacak ve TCMB nezdindeki döviz depoları ve ROM'daki mevcut dövizlerle beraber bankacılık sisteminin döviz likiditesi, gelecek bir yıldaki yurt dışı ödemelerini karşılayacak düzeye çıkarılacaktır. Normalleşme öncesinde ve süresince TL zorunlu karşılıklara ödenen faizin artırılması veya ROK'ta yapılacak değişikliklerle finansal sisteme döviz likiditesi sağlanacaktır.

Finansal istikrarı desteklemeye yönelik olarak ise, normalleşme öncesinde bankaların mevcut stoklar üzerindeki maliyet yükünü artırmadan, yeni sağlanacak yabancı para çekirdek dışı yükümlülüklerinin vadesi üç yıldan uzun süreyi teşvik edecek şekilde zorunlu karşılık düzenlemeleri yapılacaktır. Normalleşme öncesinde ve süresince gerekli görülen durumlarda TL zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı gözden geçirilecek, ABD doları olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faizler Fed'in politika faiz aralığının üst bandına yakın seviyelere çekilebilecektir.

Sonrasındaki süreçte bu yol haritasına uygun olarak, bankaların döviz ve efektif piyasalarındaki limitleri artırılmış ve bir yıl vadede ödenecek yurt dışı borçları kapsayacak şekilde düzenlenmiştir. Yeni yabancı para yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları, kısa vadede yüksek uzun vadede düşük olacak şekilde uzun vadeyi teşvik edici bir yapıda tespit edilmiştir. TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenecek faiz yükseltilmiştir. Piyasa yapıcılara repo işlemleriyle tanınan borçlanma faizi oranı imkanı kaldırılmış ve teminat koşulları sadeleştirilmiştir. Aralık ayı toplantısında ise PPK, para politikasındaki sadeleşme adımlarının atılmasını küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasıyla oynaklıklarda görülen düşüşün kalıcı hale gelmesi şartına bağlamıştır.

2015 yılı sonunda tüketici enflasyonu %8,81 olmuş ve %5 hedefinin oldukça üstünde kalmıştır. TCMB, enflasyon hedefinin aşılmasında etkili olan faktörlerin başında döviz kuru ve gıda fiyatlarındaki yüksek seyrin geldiğini ifade etmektedir (TCMB (2016a)). Döviz kuru ve gıda fiyatlarından kaynaklanan enflasyon baskısı geçmiş yıllara kıyasla daha uzun sürmesi nedeniyle enflasyon beklentilerinde bozulma olmuştur. Cari açık ve kredi büyümesi ise daha makul düzeylerde oluşmaya devam etmiştir.

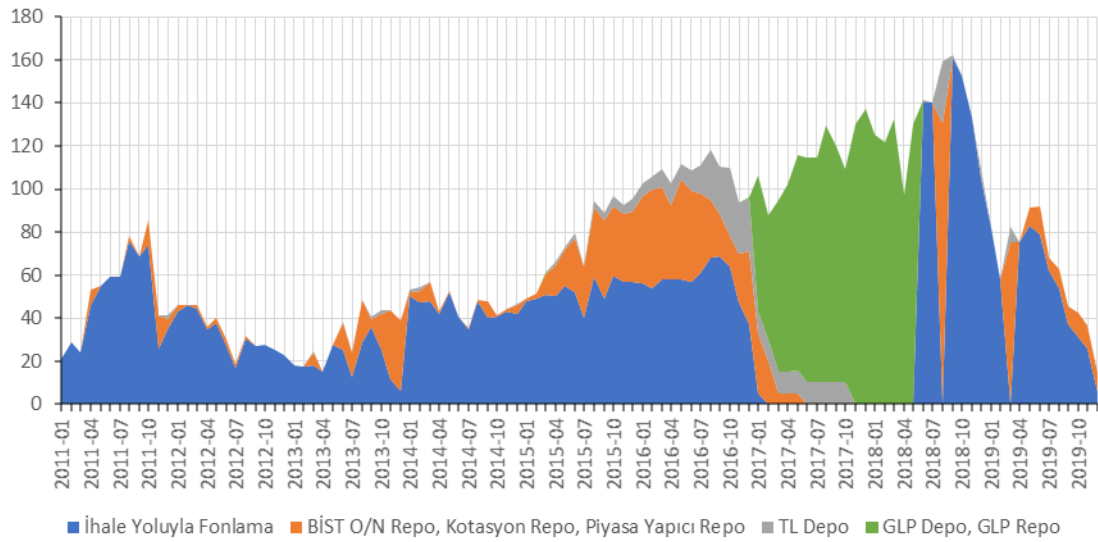
2016 yılı ilk çeyreğinden itibaren TCMB, küresel oynaklıklarda düşüş yaşanması nedeniyle geniş faiz koridoruna ihtiyacın azaldığı gerekçesiyle, üst bantta kısmi

indirimlere giderek sadeleşme yolunda adımlar atmaya başlamıştır. Sonraki süreçte küresel piyasalarda oynaklıklar bir miktar yükselse de TCMB koridoru daraltmaya devam etmiştir. Kredi artış hızındaki makul seyir, AB ülkelerinin toparlanmasının ihracat üzerindeki olumlu etkileri ve çekirdek enflasyon gelişmeleri bu kararların alınmasında destekleyici olmuştur. Üçüncü çeyrekte yurt içi gelişmelerden kaynaklı ekonomide daralma ve piyasalarda dalgalanma yaşanmıştır. Bu dalgalanmaların makroekonomik görünümü bozmasına engel olmak amacıyla TCMB, finansal sistemin ihtiyaç duyduğu likiditeye ulaşmasını sağlamıştır (TCMB, 2016b:1-2). Bu dönemde TCMB, finansal kuruluşların likidite talebini teminat karşılığında gecelik borç verme faizinden limitsiz olarak karşılamaya başlamıştır. TCMB'nin sadeleştirme kapsamında üst bantta yaptığı indirimler son çeyreğe kadar sürmüştür. TCMB bu dönemde, altın cinsi tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve rezervlerin güçlendirilmesi amacıyla yurt içi yerleşiklerden toplanan işlenmiş veya hurda altınların da ROM kapsamında zorunlu karşılık olarak tesis edilebilmesine karar vermiştir. Yılın son çeyreğinde döviz kurunda yaşanan oynaklık nedeniyle TCMB politika faizini sabit bırakırken koridorun üst bandında ölçülü artırım yapmayı tercih etmiştir. Ayrıca, TCMB TL olarak tesis edilen zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemelerinde yöntem değişikliğine giderek çekirdek yükümlülüklerin kredilere oranına göre farklılaşan faiz ödemesi uygulamasını kaldırmıştır. Yeni yönteme göre, 2017'den itibaren TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara politika faizinin 400 baz puan altında faiz ödemesi yapılacaktır. 2016 yılı sonunda tüketici enflasyonu %8,53 seviyesinde gerçekleşmiştir. TCMB, Hükümete yazılan açık mektupta enflasyonun %5 hedefini aşmasında vergi ve ücret artışları ile TL'de yaşanan değer kaybının öne çıktığını belirtmiştir. Üçüncü çeyrekte yaşanan ekonomik daralmanın etkisiyle kredi büyümesi ve cari açık düşük seviyelerde gerçekleşmiştir.

2017 yılında PPK'nın 8 toplantı yapmasına karar verilmiştir. Yıl başında piyasalardaki yaşanan oynaklıklar nedeniyle TCMB önce TL likiditesini azaltmış ve yabancı para zorunlu karşılıklarda indirim yaparak piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır. Piyasalarda yaşanan çalkantıların dinmemesi üzerine, 1 hafta vadeli repo faizinden yaptığı fonlamayı sıfırlamış ve finansal kuruluşları geç likidite penceresine (GLP) yönlendirmiştir (Grafik 27). Böylece, normal şartlarda TCMB'nin son borç verme mercii sıfatıyla gün sonunda likidite açığı olan bankalara fon sağladığı ve çok nadir başvuru olan GLP, TCMB için rutin bir fonlama kanalı haline gelmiştir. Bu dönemde TCMB'nin GLP'yi aktif olarak kullanmasıyla %8,3 civarında oluşan AOFM %9'un üzerine

çıkıştır. Kordaki aşırı oynaklık nedeniyle PPK, Ocak ayı toplantısında politika faizini sabit tutarak koridorun üst bandı olan gecelik borç verme faizinde 75, GLP borç verme faizinde 100 baz puanlık artışa gitmiştir. Fonlama kompozisyonunda GLP'nin ağırlığının artırılmasıyla bu dönemde AOFM koridorun üzerinde oluşurken GLP borç verme faizine yaklaşmıştır. 2017 ilk çeyreğinde enflasyon çift hanelere çıkmıştır. Kordaki aşırı oynaklığın enflasyon görünümüne yansımalarını sınırlamak amacıyla TCMB, yılın ilk yarısında GLP borç verme faizini yükselterek sıkılaştırma yapmaya devam etmiş ve sonra uzun bir müddet faizlerde değişiklik yapmamıştır. Yıl sonuna doğru döviz kurundaki oynaklığın tekrar artması üzerine TCMB önce tüm fonlamayı GLP borç verme faizinden yaparak AOFM'nin GLP borç verme oranına eşit olmasını sağlamış, sonra ise PPK, GLP borç verme faizini 50 baz puan yükseltmiş ve parasal sıkılaştırma devam etmiştir. Kasım ayı içerisinde TCMB, TL uzlaşmalı döviz satım ihalelerine başlamıştır. Döviz piyasalarındaki derinliği artırmak ve reel sektörün kur riskinin etkin yönetilmesine katkı sağlamak amacıyla uygulanmaya konduğu belirtilen bu işlemlerde, ihale gününde veya vadede herhangi bir döviz teslimatı yapılmamakta, sadece vade gününde piyasa kuru ile ihalede oluşmuş kur arasındaki fark TL olarak netleştirilmektedir. Dolayısıyla TCMB döviz rezervlerine herhangi bir etkisi olmamaktadır. TCMB bu uygulamayla spot kura olan talebi düşürerek oynaklığın azalmasına yardımcı olabileceğini değerlendirmektedir (TCMB, 2018b:68-69). 2017 yılı sonunda enflasyon %11,92 olmuştur. Enflasyon hedefinin yakalanamayışında yıl içinde ABD doları ve eurodan oluşan kur sepetine karşı %22 değer kaybeden TL önemli bir faktör olmuştur. 2017'de kamu garantili kredi teşvikleri nedeniyle kredi büyümesi ivme kazanırken, cari açık yıl sonuna doğru yükselişe geçmiştir.

Grafik 27. TCMB Fonlama Kompozisyonu (Milyar TL)



Kaynak: TCMB

2018 yılının ilk çeyreğinde TCMB faizlerde değişiklik yapmamıştır. Ancak, ikinci çeyrekte enflasyondaki yüksek seyir ve döviz kurundaki oynaklık nedeniyle, TCMB Nisan ayı toplantısında GLP borç verme faizinde ölçülü bir sıkılaştırmaya gitmiş, olumsuzlukların devam etmesi üzerine PPK Mayıs ayında takvim dışı toplanarak, 300 baz puanlık daha artışa karar vermiştir. Bu toplantıdan kısa bir süre TCMB, para politikasının operasyonel çerçevesine ilişkin bir duyuru yayınlamış ve operasyonel çerçeveye ilişkin sadeleşme sürecinin tamamlanmasına karar verildiğini bildirmiştir (TCMB (2018a)). Buna göre, 1 hafta repo ihale faizi mevcut durumdaki fonlama faizi olan GLP borç verme faizine eşitlenecek şekilde bir haftalık geçiş süreci planlanmıştır. Bu süre sonunda fonlama GLP'den 1 haftalık repo ihalesine kaydırılacaktır. Yeni süreçte faiz koridoru, politika faizi olan 1 haftalık repo ihale faizinin ± 150 baz puanlık bir aralık olarak belirlenecektir. GLP borç alma faizi sıfır, GLP borç verme faizi ise gecelik borç verme faizinin 150 baz puan üzeri olacaktır. TL zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranına ilişkin yöntem değiştirilerek sabit %7 faiz ödenmesine başlanmıştır. Haziran toplantısında TCMB politika faizinde 125 baz puanlık daha artırım yapmıştır. Ağustos ayında bir kur şoku yaşanmış ve döviz kuru tarihsel olarak en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Bu dönemde TCMB yabancı para zorunlu karşılıklar ve ROM'da ayarlamalara giderek piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır. Döviz piyasalarındaki etkinliğin artırılması amacıyla TCMB bünyesinde döviz karşılığı TL swap piyasasının açılmasına karar verilmiş, ayrıca TL uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerinin kapsamı genişletilerek BİST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) işlem açılmaya başlanmıştır. TCMB güçlü

parasal sıkılaştırmaya devam ederek Eylül ayında 625 baz puanlık bir sıkılaştırma yapmış ve politika faizi %24'e çıkarılmıştır. TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz tekrar artırılmış ve %13'e çıkarılmıştır. TL'deki değer kaybı ve buna bağlı fiyatlandırma davranışlarındaki bozulmanın etkisiyle 2018 yılı enflasyonu %20,3 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte yaşanan kur şoku ve ekonomik daralmanın yansımaları krediler ve cari dengede de görülmektedir. Artan faizlerin de etkisiyle üçüncü çeyrekte itibaren kredi büyümesi duraklarken cari fazla verilmeye başlanmıştır.

TCMB, 2019 yılında sıkı para politikasını sürdürmüş ve yılın ikinci yarısına kadar faizlerde değişiklik yapmamıştır. Bu dönemde zaman zaman piyasalarda oynaklıklar yaşanmış ve TCMB fonlama kompozisyonunda ayarlama yaparak AOFM'yi yukarı çekmiştir. İkinci çeyrekte TCMB, altın karşılığında piyasaya TL verebileceği TL karşılığı altın swap piyasasını açmış ayrıca TCMB bünyesindeki swap işlemleri BİST Swap Piyasası'na taşınarak ABD doları ve euro cinsinden işlemlere başlanmıştır. Yıl ortasında TCMB, daha önce para politikasının normalleştirilmesi adımları çerçevesinde kaldırılan piyasa yapıcılara repo faizi imkanını yeniden getirmiş ve oranı politika faizinin 100 baz puan altı olarak belirlemiştir. Yılın ikinci yarısından itibaren enflasyondaki düşüş ve diğer makro verilerdeki olumlu seyir nedeniyle TCMB büyük çapta faiz indirimlerine başlamıştır. Üçüncü çeyrekte TL zorunlu karşılık uygulamasında önemli değişiklikler yapılarak, bankaların kredi büyümesine göre ayrılan zorunlu karşılık oranları ve zorunlu karşılığa ödenecek faizlerin olduğu bir sistem tasarlanmıştır. Buna göre, TL kredi büyümesi %10 - %20 arasında olan bankaların bir yıldan kısa vadeli TL mevduatları için uygulanacak zorunlu karşılık oranı %2 olacaktır. Kredi büyümesi bu aralığın dışına taşan bankaların zorunlu karşılıkları için mevcut uygulamadaki oranlar esas alınacaktır. Ayrıca, kredi büyümesi aralık içerisinde olan bankaların TL zorunlu karşılıklarına ödenecek faiz oranı %15 iken, diğer bankalar için bu oran %5 olarak belirlenmiştir. Bu oranlar daha sonrasında düşürülerek %10 ve %0 olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Ekim ayında döviz karşılığı altın swap piyasasının açılmasına karar verilmiştir. TCMB'nin yılın ikinci yarısında başladığı faiz indirimleri neticesinde yıl sonunda politika faizi %24'ten %12'ye kadar gerilemiştir. 2019 yılında tüketici enflasyonu önemli bir düşüş gösterse de yıl sonunda %11,84 ile hedefin çok üzerindedir. Enflasyonun hedefi aşmasında, 2018 yılında yaşanan kur şokunun gecikmeli etkileri ve enflasyondaki yüksek seviyenin endeksleme eğilimi nedeniyle ücret ve fiyatlara yansımaları belirleyici olmuştur (TCMB, 2020:1-2). 2018'de kredilerde yaşanan daralma nedeniyle 2019'da kredilere yönelik uygulamalar

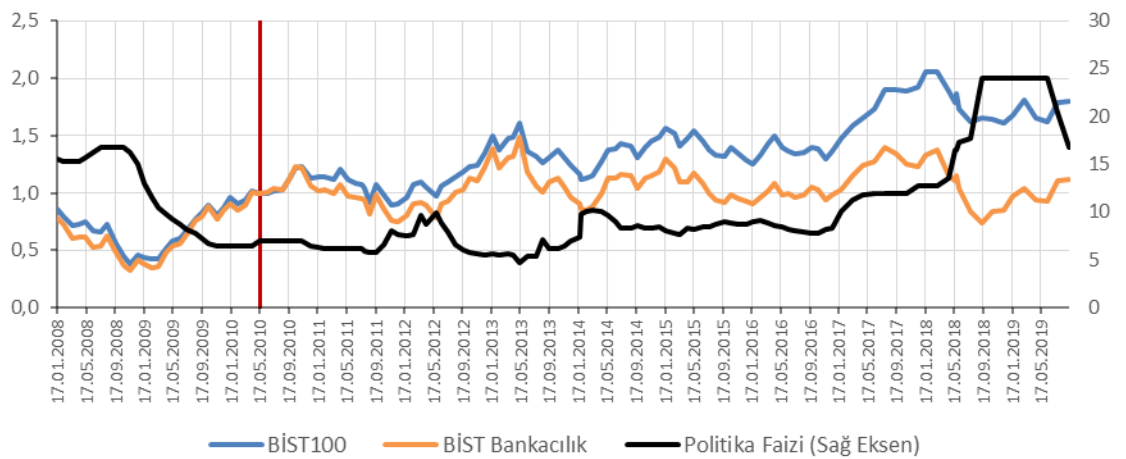
teşvik edici yönde olmuş, enflasyondaki düşüş trendi ve cari dengenin fazla veriyor oluşu kredi büyümesine manevra alanı açmıştır.

2.3. Politika Faizleri, Borsa Endeksi ve Döviz Kuru

Grafik 29’da TCMB politika faizi, BİST100 ve Bankacılık endekslerinin 2008 – 2019 yılları arasındaki seyri görülmektedir. TCMB politika faizi olarak 17/05/2010 tarihine kadar gecelik borç alma faizi, bu tarihten 2011 yılına kadar olan kısımda bir hafta vadeli repo faizi ve geri kalan kısım için ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin beş günlük hareketli ortalaması alınmıştır. Grafikteki günler olarak para politikası kararlarının alındığı günler seçilmiştir. BİST100 ve BİST Bankacılık endeksleri ise 17/05/2010 gün sonunda değeri “1” olacak şekilde endekslenmiştir. Düşey kırmızı çizgi grafiği geleneksel ve geleneksel olmayan dönem olarak ikiye bölmektedir.

Küresel Finansal Krizin miladı olan 2008 yılında borsa endekslerinde çöküş yaşanmış, BİST100 ve Bankacılık endeksi yıl içinde %50’den fazla değer kaybetmiştir. 2009 yılında endeksler güçlü bir şekilde toparlanmaya geçmiştir. Endekslerdeki toparlanma 2010 yılının son çeyreğine kadar sürdükten sonra yatay ve aşağı yönlü bir seyir almıştır. Endeksler 2012’de tekrar yükselişe geçmiş ve yaklaşık 2013 Mayıs’ına kadar sürmüştür. Bu süreye kadar oldukça yakın hareket ettiği gözlenen BİST100 ve Bankacılık endeksinin bu tarihten sonra ayrışma göstermeye başladığı, Bankacılık endeksinin daha düşük performans gösterdiği görülmektedir. 2013 sonrasında endeksler uzun süre yatay bir bantta dalgalanmıştır. 2016 yılının son çeyreğinde endeksler güçlü bir artış trendine girmiş 2018 yılı ilk çeyreğine kadar sürmüştür. Endekslerin 2018 yılında tekrar düşüşe geçerek yatay bir seyre girdiği görülmektedir. 2008 – 2019 yılları arasında BİST100 ve Bankacılık endeksleri kalıcı bir yükseliş içerisine girememiştir. Yükseliş ve düşüşlerin ardından genelde yatay bir banda giren endekslerin, grafik üzerinde politika faizleri ile çok belirgin bir ilişkisi göze çarpmamaktadır. Endeksler bazen faizlere zıt yönde bazen ise aynı yönde hareket etmiştir. İncelenen dönemde gerek dış konjonktür gerek ise iç gelişmeler nedeniyle çok çalkantılı periyotlardan geçilmiştir. Bu da endekslerde dönem dönem ciddi dalgalanmalara neden olmuştur.

Grafik 28. Politika Faizi, BİST100 ve BİST Bankacılık Endeksi (% , 17/05/2010=1)



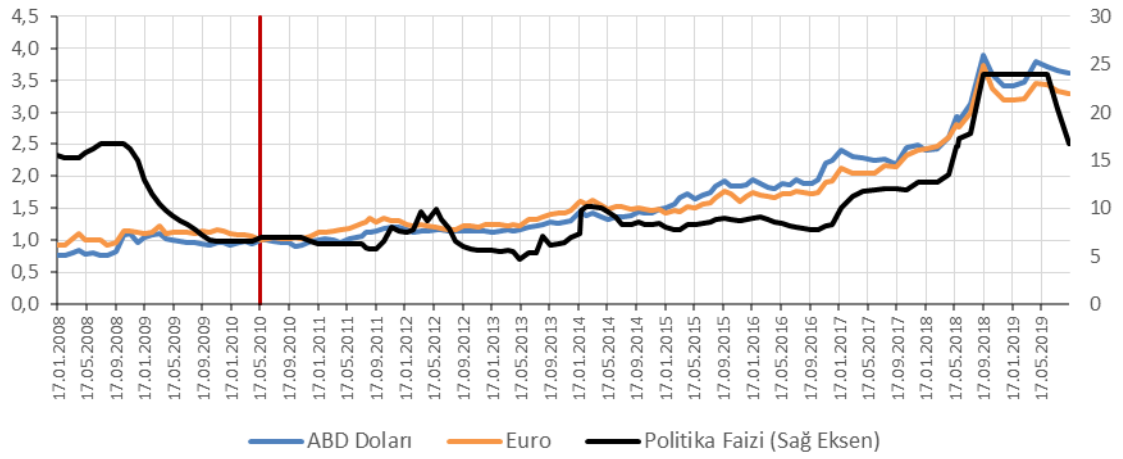
Kaynak: TCMB, investing.com

Aşağıdaki grafikte ise 2008 – 2019 yılları arasında politika faizi, ABD doları ve Euro kuru bir arada görülmektedir. Politika faizi serisi önceki paragraflarda belirtilen şekilde oluşturulmuştur. ABD doları ve Euro kuru için ise yine benzer bir yöntem izlenmiş ve Tez’de geleneksel olmayan politikanın başlangıcı olarak kabul edilen 17/05/2010 tarihindeki değeri 1’e eşit olacak şekilde standartlaştırılmıştır.

İncelenen dönemde döviz kurunda borsa endekslerine nazaran daha istikrarlı bir yükseliş trendi olduğu görülmektedir. İktisat tarihinin en derin krizlerinden biri olarak nitelendirilmesine rağmen, Küresel Finansal Kriz sonrasında dalgalanmalar yaşansa da Türk lirası dövize karşı değerini koruyabilmeyi başarmıştır. Dövizdeki artış eğiliminin özellikle geleneksel olmayan para politikası döneminde belirginleştiği görülmektedir. Hiç şüphesiz bu durumda TCMB’nin yeni para politikası anlayışının da etkisi vardır. TCMB’nin ara hedeflerinden biri de TL’nin aşırı değer kazanmasının önüne geçilmesi olmuştur. Ancak 2013 sonrasında TL’nin değer kaybı süreci güç kazanmıştır. En derini 2018 yılında yaşanmış olmakla beraber zaman zaman kurdaki oynaklığın had safhaya çıktığı olmuştur.

Politika faizi ile döviz kurunun borsa endeksine nazaran daha paralel bir rota izlediği görülmektedir. Bu durum altında, TCMB’nin yeni para politikasının döviz kurunda makroekonomik temellerle uyumlu olmayan hareketleri engelleme çabasının yanı sıra, TL’deki yüksek oranlı değer kayıplarının enflasyon görünümünü bozması nedeniyle TCMB’nin kur hareketlerine tepki vermesi rol oynamıştır.

Grafik 29. Politika Faizi, ABD Doları ve Euro (% , 17/05/2010=1)



Kaynak: TCMB, investing.com

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KARARLARININ VARLIK PİYASALARINA ETKİLERİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

3.1. Küresel Piyasalar Üzerine Yapılan Çalışmalar

1970 ve 1980’lerde para politikasının varlık fiyatları üzerine etkilerini inceleyen çalışmalarda, para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkisinin zayıf olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak bu çalışmalarda genellikle para politikasını temsilen M1, M2 gibi parasal büyüklükler kullanılmakta, veriler aylık frekansta ortalamalar alınarak kullanılmaktadır. (Şahin, 2011:11).

Cook ve Hahn (1989), para politikası kararlarına karşı piyasanın tepkisini inceleyen ilk çalışma olarak gösterilmektedir (Kuttner, 2001:524; Güneş İnal, 2006:8). Söz konusu çalışmada, 1974 – 1989 yılları arasında ABD hazine bonusu ve tahvili faizlerinin Fed’in politika faizi değişikliklerine 1 günlük vaka penceresi içerisinde olan tepkisi en küçük kareler (EKK) yöntemi kullanılarak araştırılmaktadır. İncelenen dönem içerisinde gerçekleşen 75 adet politika faizi değişikliğine karşı, 3 aydan 20 yıla kadar farklı vadelerde hazine bonusu ve tahvillerinin tepkisi analiz edilmiştir. Yapılan analizde, tüm vadedeki faiz tepkilerinin anlamlı ve politika faizi değişikliğiyle aynı yönlü olarak bulunmuştur. Politika faizindeki 100 baz puanlık değişime 3 aylık bono faizi 55 baz puanlık tepki gösterirken, 6 aylık bononun tepkisi 54 baz puan, 1 yıllık tahvilin tepkisi 50 baz puan, 3 yıllık tahvilin tepkisi 29 baz puan, 5 yıllık tahvilin tepkisi 21 baz puan, 10 yıllık tahvilin tepkisi 13 baz puan, 20 yıllık tahvilin tepkisi ise 10 baz puan olarak ölçülmüştür. Bulgular, piyasa katılımcılarının “Fed’in fonlama faizini kontrol ederek piyasa üzerinde güçlü etkilere sahip olduğu” görüşünü desteklemektedir.

Roley ve Sellon (1995), 1987 – 1995 yılları arasında gerçekleşen 47 adet politika faizi değişikliğinin uzun vadeli faizler üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada, politika faizinin değiştirildiği iki tarih arasındaki ABD 30 yıllık tahvil faizlerinin farkının, Fed’in politika faizinde yaptığı ham değişikliklere verdiği tepki EKK yöntemiyle ölçülmüştür. Buna göre Fed’in gerçekleştirdiği 100 baz puanlık sıkılaştırmanın uzun vadeli faizleri 38 baz puan yükselttiği görülmüştür. Uzun vadeli faizlerin politika faizi değişikliklerini bir hayli önceden tahmin edebildiği, dolayısıyla uzun vadeli faizlerle

politika faizleri arasındaki bağı standart para politikası aktarım mekanizmasında öne sürülenden daha değişken olabileceği sonucuna varılmıştır.

Roley ve Sellon (1998), 1988 – 1997 yılları arasında Fed'in politika faizinde değişikliği yapmadığı 56 Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısı gününde, tahvil faizlerinin, hisse senetlerinin ve gelecek politika faizi beklentilerinin politika sürprizlerine bir gün içerisinde verdiği tepkiyi incelemiştir. Politika sürprizleri olarak, toplantının bir gün öncesinde beklenen politika faizi değişiklikleri kullanılmıştır. Buna göre, Fed tarafından yapılan 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmaya 3 aylık bono faizleri 18 baz puan, 6 aylık faizler 15 baz puan, 1 yıllık faizler 20 baz puan ve 3 yıllık faizler 13 baz puan artarak tepki vermişlerdir. S&P 500 endeksinin anlamlı tepki vermediği görülmüştür. Ayrıca 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmaya, 1 ay sonrasının beklenen politika faizi 27 baz puan, 2 ay sonrasının politika faizi beklentisi 19 baz puan ve 3 ay sonrasının politika faizi beklentisi ise 16 baz puan artış göstererek tepki vermiştir. Sonuç olarak, açıkça politika faizinin değiştirilmediği para politikası kararları da finansal piyasalar açısından bilgi verici olabilmektedir. Politika faizlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmemesi, piyasanın ilerleyen dönemlere ilişkin politika faizi beklentilerinin ertelendiği veya iptal edildiği anlamına gelebilir.

Kuttner (2001), 1989 – 2000 yılları arasında gerçekleşen 86 adet politika faizi kararının 3 aydan 30 yıla kadar değişen vadelerdeki ABD hazine tahvil ve bonolarının faizlerine olan etkisini incelemiştir. Söz konusu kararlar, politika faizine dayalı cari ay vadeli sözleşmeleri kullanılarak beklenen ve sürpriz kısımlarına ayrıştırılmış, bir günlük olay penceresi içerisinde faizlerin tepkisi EKK yöntemiyle tahmin edilmiştir. Yapılan analizde, 10 yıla kadar olan vadede politika sürprizlerinin etkisi anlamlı ve aynı yönlü bulunmuştur. 100 baz puanlık sürpriz faiz artırımını 3 aylık bono faizlerini yaklaşık 63 baz puan, 6 aylık faizleri 55 baz puan, 1 yıllık faizleri 56 baz puan 2 yıllık faizleri 54 baz puan, 5 yıllık faizleri 36 baz puan ve 10 yıllık faizleri 22 baz puan yükselttiği görülmüştür. Piyasa faizleriyle politika sürprizleri arasında güçlü ilişkiler olduğu sonucuna varılırken, piyasanın beklenen politika değişikliklerine verdiği tepkilerin ise zayıf olduğu görülmüştür. Bulguların genel olarak, vade yapısının bekleyişler hipoteziyle uyumlu olduğu sonucuna varılmıştır.

Rigobon ve Sack (2004), 1994 – 2001 yılları arasındaki 78 adet FOMC toplantısı ile Fed başkanının Kongre'ye yaptığı sunumların ABD hisse senedi endekslerine ve tahvil

faizlerine olan etkisini bir günlük vaka penceresinde değişen varyansa dayalı araç değişken, genelleştirilmiş momentler (GMM) ve vaka çalışması olmak üzere üç farklı yöntem kullanarak incelemiştir. Para politikası sürprizleri, en yakın vadeli eurodollar sözleşmelerinden hesaplanmıştır. GMM yöntemiyle yapılan tahminlerde, 100 baz puanlık sıkılaştırmanın S&P 500 endeksinde yaklaşık %7 oranında düşüşe neden olurken, Nasdaq'ta ise %10'luk bir düşüşe neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Vaka çalışması ile yapılan tahminlerde ise 100 baz puanlık sıkılaştırmanın S&P 500'de yaklaşık %6'lık düşüşe, Nasdaq'ta ise %7'lik düşüşe neden olduğu hesaplanmıştır. Tahvil ve bono faizlerine olan etki incelendiğinde ise 100 baz puanlık sıkılaştırmanın 6 aylık bono faizlerini %0,47 puan artırdığı, 1 yıllık tahvil faizlerini ise %0,27 artırdığı tahmin edilmiştir. Esas olarak vaka çalışması yöntemindeki varsayımların geçerliliğine odaklanılan çalışmada, bu varsayımların tam anlamıyla ihlal edilmiş olmadığı, ancak bazı varlık türlerinde vaka çalışmasıyla tahmin edilen katsayılarla bir miktar sapma olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bernanke ve Kuttner (2005), 1989 – 2002 yılları arasındaki 131 adet politika faizi değişikliğinin ABD hisse senedi piyasasına etkisini incelemektedir. Politika sürprizleri Kuttner (2001) yaklaşımı benimsenerek hesaplanmış, bir günlük pencerede vaka çalışması metodu kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, 100 baz puanlık sıkılaştırmanın fiyatla ağırlıklandırılmış CRSP endeksinin yaklaşık %4 düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Politika sürprizinin etkisinde, 1994 öncesi ve sonrasında, politika sürprizinin FOMC toplantısı gününde veya diğer günlerde oluşuna göre asimetrilere rastlanmıştır. Piyasa tarafından politika sürprizlerinin zamanlamasına da tepki verildiği, politika sürprizlerinin piyasa tarafından beklenen faiz patikasında neden olduğu değişiklik oranında piyasayı etkileyebildiği gösterilmiştir.

Bredin v.d. (2009), 1989 – 2004 yılları arasında İngiltere Merkez Bankası (BOE) ve Almanya/Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından alınan faiz kararlarının hisse senedi piyasasına etkisini vaka çalışması metoduyla incelemiştir. BOE tarafından gerçekleştirilen politika sürprizlerinin İngiltere hisse senedi piyasasını başarılı bir şekilde etkileyebildiği görülürken, Almanya Merkez Bankası ve ECB tarafından yapılan faiz sürprizlerinin ise Almanya hisse senedi piyasasını etkileyemediği görülmüştür. Araştırmacılara göre bu durumun potansiyel bir sebebi, Almanya sermaye piyasalarının İngiltere piyasalarına nazaran daha uzun vadeli bir yapıya sahip olmasıdır. Böylelikle,

politika sürprizleri kalıcı görülmedikçe ancak küçük etkilere sahip olabilmektedir. Söz konusu çalışmada ayrıca, merkez bankası kararlarının diğer ülkeler üzerine yayılma (spillover) etkisi de incelenmiştir. Buna göre BOE'nin faiz sürprizleri Almanya hisse senedi getirilerini etkilerken, Almanya Merkez Bankası ve ECB'nin İngiltere hisse senedi piyasasını etkileyememektedir.

Chuliá v.d. (2010), 1997 – 2006 yılları arasında Fed'in politika faizi kararlarının S&P100 hisselerine etkisini incelemektedir. Politika kararları Kuttner (2001) yaklaşımıyla beklenen ve sürpriz kısımlarına ayrıştırılmıştır. Çalışmada beş dakikalık, bir saatlik ve bir günlük olay pencereleri kullanılarak vaka çalışması yapılmıştır. Hisse senetlerinin politika sürprizlerine anlamlı ve zıt yönlü tepki verdiği görülürken beklenen kısımlara tepki vermediği görülmüştür. Politika sürprizlerinin oynaklığa ve korelasyona olan etkisi de incelenmiştir. Bulgular, politika sürprizleriyle oynaklık ve hisseler arası korelasyon arasında anlamlı ve aynı yönlü ilişki olduğu yönündedir. Pozitif ve negatif sürprizlerin etkileri arasındaki asimetrielerin incelendiği regresyonlarda ise, hisselerin negatif politika sürprizlerine anlamlı tepki verdiği ancak pozitif politika sürprizlerinin büyüklüğünden ziyade olayın kendisine tepki verdiği görülmektedir. Pozitif politika sürprizlerinin hisseler için kötü haber niteliğinde olduğu düşünüldüğünde, araştırmacılar yatırımcıların olumlu haberlere olumsuz haberlerden daha rasyonel tepkiler verdiği sonucuna ulaşmaktadır.

Kontonikas ve Kostakis (2013), 1967 – 2007 yılları arasında Fed'in politika şoklarının ABD hisse senetleri üzerine etkisini incelemektedir. Aylık frekanslı veri kullanılarak VAR yöntemiyle yapılan tahminlerde, hisse senedi fiyatlarıyla politika şokları arasında anlamlı ve zıt yönlü ilişki olduğu görülmüştür. Piyasa kapitalizasyonu düşük, temellerine göre ucuz ve geçmiş dönemde değer kaybetmiş hisselerin politika şoklarına daha duyarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kontonikas v.d. (2013), 1989 – 2012 yılları arasındaki 213 FOMC kararının ABD hisse senetleri getirilerine etkisini vaka çalışması yöntemiyle incelemektedirler. Politika sürprizleri Kuttner (2001) yaklaşımıyla oluşturulmuştur. Tüm örnekleme kapsayan regresyonda, literatürdeki bulgulara aykırı bir şekilde politika sürprizleri S&P500 endeksindeki değişimleri açıklayamamaktadır. Yapısal değişim testlerinde 2008 yılının Ocak ayında kırılım tespit edilmiştir. Küresel Krizi dikkate alacak şekilde dinamik kukla değişkenlerin modele eklenmesiyle, kriz döneminde para politikası sürprizlerinin etkisi

tersine dönmektedir. Bu durum, sürpriz faiz indirimlerinin Küresel Kriz döneminde yatırımcılar tarafından negatif algılanması olarak değerlendirilmiştir. Nominal faizlerin sıfıra yaklaşması ve makro-finansal koşulların hızlıca bozulmasıyla, faiz indirimleri kötü gidişin belirginleşmesine ve ileriye dönük koşulların daha da bozulacağına işaret etmiştir. Bu durum hisse senedi satışlarını hızlandırmış, “güvenli liman” olarak kabul gören varlıklara talebi artırmıştır. Nitekim, FOMC günlerinde 3 aylık ABD hazine faizleri ve altın fiyatlarının para politikası şokları üzerine yapılan regresyonlarında kriz döneminde artan ve anlamlı ilişkiler görülmüştür.

Haitsma v.d. (2016), 1999-2015 yılları arasında Avrupa Merkez Bankası (ECB)’nin hisse senedi piyasasına etkisini bir günlük pencerede vaka çalışması yöntemini kullanarak incelemektedir. Para politikası sürprizlerini geleneksel politika dönemi için üç ay vadeli Euribor sözleşmelerinden hesaplamaktayken, geleneksel olmayan politika dönemindeki sürprizleri ise Almanya ve İtalya’nın 10 yıllık hazine tahvilleri arasındaki faiz farkını kullanarak hesaplamaktadır. Küresel Finansal Kriz öncesindeki 100 baz puanlık geleneksel politika sıkılaşmasının EURO STOXX 50 endeksini %7, FTSE100 endeksini %6 düşürdüğü, geleneksel olmayan politika sürprizindeki 100 baz puanlık sıkılaşmanın ise aynı endeksleri sırasıyla %7 ve %4 düşürdüğü tahmin edilmektedir. Kriz sonrasındaki geleneksel politika sürprizlerinin ise endeksler üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olmadığı gözlemlenmiştir. Çalışmada, para politikasının kredi kanalını destekleyen bulgulara ulaşılırken, faiz kanalını destekleyen bulgulara ise ulaşılammıştır. Piyasa/defter değeri ve fiyat/kazanç oranlarına göre ucuz hisselerin pahalı hisselerle nazaran geleneksel olmayan politika sürprizlerinden daha fazla etkilendiği, geleneksel politika sürprizlerinin ise ucuz ve pahalı hisseler üzerindeki etkilerinde ise kayda değer bir farklılık olmadığı sonucuna varılmıştır.

Fausch ve Sigonius (2018), 1999 – 2014 yılları arasında ECB’nin politikalarının Almanya hisse senetleri üzerindeki etkisini vaka çalışması, değişen varyansa dayalı GMM, VAR ve TVAR yöntemlerini kullanarak analiz etmektedir. Politika sürprizleri Haitsma v.d. (2016) takip edilerek oluşturulmuştur. Vaka çalışması sonuçlarına göre MSCI Almanya endeksinin Küresel Kriz öncesinde geleneksel para politikası sürprizlerine ve Kriz sonrasında geleneksel olmayan politika sürprizlerine anlamlı ve zıt yönlü tepki verdiği görülürken, Kriz sonrasında uygulanan geleneksel politika sürprizlerine ise tepki vermediği görülmektedir. Kriz öncesinde beklenen politika

değişikliklerinin hisse senedi fiyatlarını etkilediği görülmektedir. Değişen varyansa dayalı GMM yönteminden elde edilen tahminler de vaka çalışması sonuçlarına paraleldir. 1977 – 2014 dönemini kapsayan VAR ve TVAR sistemlerinden elde edilen sonuçlara göre ise politika faizlerinin hisse senedi getirilerini tahmin edemediği görülmektedir.

Bu çalışmaların dışında, temel bileşen analizinin kullanıldığı Gürkaynak v.d. (2005), Bohl v.d. (2008), Glick ve Leduc (2013), Berge ve Cao (2014), VAR yöntemlerinin kullandığı Cochrane ve Piazzesi (2002), D'Amico ve Farka (2011), Wright (2012), Barakchian ve Crowe (2013), klasik değişkenlerde hata tekniğinin kullanıldığı Poole v.d. (2002), kümülatif anormal getiri yaklaşımının uygulandığı Ricci (2015) para politikasının varlık fiyatlarına etkilerinin incelendiği diğer çalışmalardır.

3.2. Türkiye Piyasaları Üzerine Yapılan Çalışmalar

Türkiye’de para politikasının varlık fiyatlarına etkilerini inceleyen çalışmalar genellikle hisse senedi endeksleri, bono ve tahvil faizleri ve daha az olmakla beraber döviz kuru üzerinedir. Para politikasının piyasa faizleri üzerine etkileri çalışmanın kapsamı dışında olsa da benzer yöntemler izlenmesi ve araştırma sayısının kısıtlı olması nedeniyle bu çalışmalara da yer verilmiştir.

Aktaş v.d. (2009), 2004 – 2008 yılları arasında gerçekleşen 44 adet TCMB PPK kararının hisse senedi endeksleri, Euro/TL, ABD doları/TL, EMBI+, EMBI-Türkiye ile 6, 12 ve 24 ay vadeli DİBS getirilerine olan etkisini bir günlük pencerede vaka çalışması yöntemi kullanarak incelemiştir. PPK kararları, 1 ay vadeli Hazine bonosunun faizi kullanılarak Kuttner (2001) modeli çerçevesinde sürpriz ve beklenen kısımlarına ayrıştırılmıştır. Yapılan analizde 6, 12 ve 24 ay vadeli faizlerin para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı ve aynı yönde tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre 100 baz puanlık politika sürprizine 6, 12 ve 24 aylık faizler sırasıyla yaklaşık 48, 48 ve 33 baz puan tepki vermekteyken, 24 aylık vadedeki faizin para politikasının beklenen kısmına da tepki verdiği görülmüştür. Para politikası sürprizlerinin İMKB-100, İMKB-Mali, EMBI+ ve ABD doları/TL kuru üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülürken, 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmanın Euro/TL kurunu %0,8 düşürdüğü, EMBI-Türkiye endeksini ise %2,7 yükselttiği tahmin edilmiş, temel olarak para politikası aktarım mekanizmasının piyasa faizleri aracılığıyla etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özcan (2010), 2005 – 2010 yılları arasındaki 61 adet PPK kararının ABD doları ve Euro kuru üzerindeki etkisini değişen varyansa dayalı GMM ve vaka çalışması yöntemleriyle tahmin etmiştir. Para politikası olarak vadesine 1 ay kalan Hazine bonosunun olay günlerindeki değişimi alınmıştır. Her iki yöntemde de paralel sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre faiz sürprizlerinin ABD doları kuru üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisine ulaşılmamıştır. Ancak, 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmanın Euro kurunda değişen varyansa dayalı GMM yönteminde yaklaşık %1, vaka çalışması yönteminde ise yaklaşık %0,5 düşüşe neden olduğu tespit edilmiştir. Türkiye’de döviz kuru kanalına ilişkin kanıtların zayıf olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Demiralp ve Yılmaz (2010), 2002 – 2009 yılları arasında TCMB tarafından alınan politika faizi kararlarının hisse senedi endeksine ve gösterge faize etkisini incelemektedirler. Çalışmada politika faizi olarak TCMB gecelik borçlanma faizi kullanılmakta, TCMB ve Reuters tarafından piyasanın politika faizi beklentisini ölçmeye yönelik olarak yapılan anketler yardımıyla da politika sürprizleri ve beklentileri oluşturulmaktadır. Elde edilen para politikası sürprizleri ve beklentilerinin İMKB-100 endeksi ve gösterge faize olan etkisi, bir günlük olay penceresi içerisinde vaka çalışması yaklaşımıyla tahmin edilmiştir. Tüm örnekleme kapsayan regresyon sonucunda hem TCMB anketi hem de Reuters anketi yardımıyla elde edilen sürprizlerin gösterge faiz üzerinde anlamlı bir etkisi görülmemiş ancak, beklentilerin aynı yönlü ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, 100 baz puanlık faiz artışı beklentisi gösterge faizin yaklaşık 50 baz puan yükselmesine neden olmaktadır. İMKB-100 endeksi üzerine etkiler incelendiğinde ise TCMB anketinden oluşturulan veri setinden beklenen faiz değişimlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülürken, Reuters anketinden elde edilen değişkenlerin anlamlı olmadığı görülmüştür. Buna göre 100 baz puanlık faiz artışı beklentisi endeksin %1 oranında yükselmesine neden olmaktadır. Aynı analizler, veri setinden aykırı gözlemlerin çıkarılmasıyla tekrar yapılmıştır. Tekrarlanan analizlerde para politikası sürprizlerinin sadece Reuters anketinin kullanıldığı veri setinde gösterge faiz üzerinde, TCMB anketlerinin kullanıldığı veri setinde ise İMKB-100 endeksi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmanın ilgi çekici bir diğer yanı, finansal piyasaların zaman içerisinde TCMB kararlarına verdiği tepkinin değişimini görmek adına, 25 gözlemden oluşan kayan pencereler oluşturularak regresyonların tekrarlanmasıdır. Bu regresyonlarda borsa endeksinin genellikle 2007 yılı sonrasında para politikasının sürpriz

ve beklenen kısımlarına anlamlı tepkiler verirken, Küresel Finansal Kriz sonrasında ise her ikisinin de anlamsızlaştığı göze çarpmaktadır. Tahmin edilen katsayıların büyüklüklerinde oynaklıklar görülse de işaretleri değişmemektedir. Araştırmacılar, borsanın para politikasına verdiği tepki ile konjonktürel dalgalanmalar arasında sistematik bir etki gözlemlenmediğini, para politikası beklentileri dışında hisse senedi piyasasının büyüme beklentileri ve risk primi gibi faktörlerden etkilenebildiğini öne sürmektedirler.

Duran v.d (2010a), Mart 2005 – Aralık 2009 tarihleri arasındaki 60 adet TCMB politika faizi kararının hisse senedi piyasalarına ve devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faizlerine etkisini incelemektedir. Bir günlük pencerede vaka çalışması ve değişen varyansa dayalı GMM yöntemlerinin tercih edildiği çalışmada, para politikası sürprizleri bir ay vadeli hazine bonusu faizlerinin değişiminden elde edilmiştir. Yapılan analizlerde hisse senedi piyasalarının para politikası sürprizlerine anlamlı ve zıt yönde tepki verdiği, DİBS faizlerinin ise aynı yönlü tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre GMM yöntemiyle yapılan tahminlerde, 100 baz puanlık pozitif politika sürprizinin Ulusal 100 ve Ulusal 30 endeksini yaklaşık %3 düşürdüğü, 6 aylık DİBS faizini yaklaşık %1,9 aylık DİBS faizini yaklaşık %1,8 ve 12 aylık DİBS faizini ise yaklaşık %1,4 yükselttiği hesaplanmıştır. Vaka çalışmasıyla yapılan tahminlerde de GMM yöntemine paralel sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışmada, Türkiye’de para politikasından mali piyasalara yönelik aktarımın varlığına ilişkin güçlü kanıtlar sunulmuş olduğu dile getirilmektedir.

Duran v.d. (2010b) ise, aynı dönemi kapsayan Duran v.d. (2010a) çalışmasını genişleterek bu defa faiz sürprizlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini incelemektedirler. Faiz sürprizlerinin USD/TL üzerinde anlamlı etkisine rastlanmazken, EUR/TL üzerinde anlamlı ve zıt yönlü etkiye sahip olduğu görülmektedir. Değişen varyansa dayalı GMM yöntemiyle yapılan tahminlerde 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmanın TL’nin yaklaşık %1 değerlenmesine neden olduğu ortaya koyulurken, vaka çalışması yaklaşımının kullanıldığı analizde ise bu büyüklük %0,5 olarak tahmin edilmiştir.

Genç (2010), 2002 – 2009 yılları arasındaki TCMB politika faizi kararlarının 3, 6 ve 12 ay vadeli hazine bono ve tahvili faizlerine olan etkisini incelemektedir. Çalışmada Cook ve Hahn (1989) ve Kuttner (2001) yaklaşımı benimsenerek bir günlük olay penceresi içerisinde iki farklı analiz yapılmaktadır. TCMB’nin ham politika faizi değişikliklerinin kullanıldığı ilk analizde katsayılar istatistiksel olarak anlamlı ve aynı

yönlü bulunmuş, buna göre, 100 baz puanlık faiz artışına 3 ay vadeli bono faizi 33 baz puan, 6 ay vadeli bono faizi 36 baz puan ve 12 ay vadeli tahvil faizleri 43 baz puan artış göstererek tepki vermiştir. Vadesine 1 ay kalan hazine bonolarının faiz değişikliklerinin politika sürprizi olarak alındığı, TCMB faiz kararlarının beklenen kısımlarının da ayrıştırılarak dahil edildiği ikinci analizde ise, faizlerin hem TCMB politika sürprizlerine hem de beklenen faiz değişimlerine tepki verdiği ortaya çıkmıştır. Beklenen kısımlara verilen tepki beklenildiği gibi daha küçük, sürprizlere verilen tepkiler ise daha büyüktür. Bulunan sonuçlara göre, 100 baz puanlık sıkılaştırmanın 3 ay vadeli hazine bonusu faizini 66 baz puan, 6 ay vadeli hazine bonusu faizlerini 65 baz puan ve 12 vadeli devlet tahvili faizlerini ise 64 baz puan yükseltmektedir. Çalışmada, Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının faiz kanalının etkin çalıştığı ve elde edilen sonuçların beklentiler teorisiyle uyumlu olduğu belirtilmiştir.

Gülşen v.d. (2010), 2006 – 2010 yılları arasında TCMB faiz kararlarının döviz kuru üzerine etkilerini incelemektedir. Politika sürprizleri Bloomberg anketleri kullanılarak elde edilmiştir. Çalışmayı diğerlerinden ayıran önemli bir yanı, TL’nin diğer gelişmekte olan para birimlerine göreceli değişimlerinin de analiz edilmesidir. 2008 Kasım’ından 2009 Kasım’ına kadar Küresel Krizin başlangıç periyodunu oluşturan dönemde gerçekleşen 13 adet PPK kararı gününde, USD/TL kurunun diğer gelişmekte olan ülke para birimleriyle göreceli değişimi incelenmiştir. Buna göre 19/11/2008 ve 18/12/2008 tarihlerindeki PPK günlerinde, TL’nin diğer para birimlerine göre ayırışma göstermesi istatistiksel olarak anlamlıdır. Bunun dışındaki günlerde ise TL diğer para birimlerine paralel hareket etmiştir. Ayrıca 2006’dan itibaren 30 gözlemden oluşan hareketli örneklerle USD/TL’nin tepkisini tahmin eden regresyonlarda, 2008 Eylül’ünden itibaren katsayılar küçülerek istatistiksel olarak anlamsız hale gelmektedir. Araştırmacılar bunun nedenini, kriz dönemlerinde risk algısının bozulmasına bağlamaktadır. Riskten kaçma eğiliminin ön plana çıkmasıyla yatırımcılar, yatırımlarının beklenen getirilerinden ziyade kredi riskliliğini göz önünde bulundurmaktadırlar.

Demiralp v.d. (2011), 2005 – 2010 yılları arasında TCMB faiz kararlarının DİBS faizlerine olan etkisini vaka çalışması yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada, vadesine bir ay kalan iskontolu Hazine bonosunun faiz kararı öncesi ve sonrasındaki değişimi ile TCMB anketleri kullanılmasıyla elde edilen politika faizi sürprizi ve beklentilerinin, 6 aydan 3 yıla kadar DİBS faizlerine olan etkisi araştırılmıştır. Bir PPK toplantısında piyasa

tarafından tamamıyla beklenen yönde, hiçbir faiz sürprizinin olmadığı kararlar alınabilir. Ancak bu durum, TCMB'nin politika duruşunda bir değişiklik yapmadığı anlamına gelmez. Bu yüzden araştırmacılar, PPK duyurularının öncesinde ve sonrasında Reuters News veri tabanında yer alan yorum, rapor vs. inceleyerek, politika metninin piyasa tarafından “güvercin” olarak mı, “şahin” olarak mı algılandığı yönünde sınıflandırmaya gitme ihtiyacı duymuşlardır. Böylece PPK metninin şahin, nötr veya güvercin oluşuna göre, (+1, 0, -1) değerleri verilerek bir kukla değişken oluşturulmuş ve modele eklenmiştir. Bulunan sonuçlara göre, faiz sürprizlerinin ve kukla değişkenin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif katsayılara sahip olduğu görülmektedir. Modele eklenen kukla değişken, verim eğrisinde faiz sürprizinin neden olduğu kaymaya ilave olarak, yaklaşık 20 baz puan daha politika metninin içerdiği sürpriz nedeniyle kayma meydana geldiğini ortaya koymaktadır. Özellikle enflasyon hedeflemesi rejimine geçildikten sonra, Türkiye’de piyasa katılımcıları politika metnlerinde yer alan sürpriz içeriklere de hızlıca tepki vermekte, faiz kararlarına eşlik eden yazılı duyurular para politikasının önemli bir enstrümanı haline gelmektedir.

Şahin (2011), 2005 – 2010 yılları arasında 74 adet PPK kararının İMKB-100 endeksi üzerindeki etkisini incelemiştir. Yöntem olarak bir günlük vaka penceresini seçmiş, politika sürprizlerini ise bir ay vadeli Hazine bonosunun faiz değişimlerinden elde etmiştir. 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmanın endeksi %2,9 düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde bu etkinin büyüyerek %4,8’e çıktığı tespit edilmiştir. Pozitif ve negatif sürprizlerin gruplandırıldığı analizde ise, 100 baz puanlık pozitif sürprizlerin endeksin %4 düşmesine neden olduğu, negatif sürprizlerin ise istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Küçükkocaoğlu v.d. (2013), 2005 – 2013 yılları arasında TCMB faiz kararlarının hisse senedi fiyatlarına üzerine etkisini incelemektedirler. Vaka çalışması ve değişen varyansa bağlı GMM yönteminin kullanıldığı çalışmada, politika sürprizleri vadesine bir ay kalan DİBS’lerin getirisindeki günlük değişimle temsil edilmiş, BİST-100, BİST-Bankacılık ve bireysel banka hisselerinin tepkisi analiz edilmiştir. TCMB tarafından geleneksel açık enflasyon hedeflemesi uygulanan 2005 – 2010 yılları arasında, 100 baz puanlık sıkılaştırmaya BİST-100 ve Bankacılık endeksinin ortalama %3 civarında düşerek tepki verdiği görülmektedir. Yeni politik çerçevenin uygulandığı 2010 – 2013 yılları arasında ise endekslerin politika sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı tepki

vermediği görülmektedir. İkincil olarak bireysel banka hisselerinin Bankacılık endeksinden ayrışmaları araştırılmıştır. Buna göre, yabancı sermayeli bankalar ile katılım bankaları faiz sürprizlerine daha az tepki vermektedir. Bilanço yapıları açısından değerlendirildiğinde, net faiz geliri fazla olan bankalar politika sürprizlerinden daha az etkilenirken, faiz geliri düşük bankalar ise daha büyük tepkiler vermektedir. Para piyasası fonlamasına daha fazla ihtiyaç duyan, bilançolarına oranla faiz ödemeleri daha yüksek olan bankaların daha şiddetli tepkiler verdiği görülmüştür. Türkiye’de yeni para politikası çerçevesinin uygulanmaya başlanmasıyla TCMB, PPK toplantısına ihtiyaç duymadan piyasaları fonladığı faiz oranını değiştirebilme imkanına sahip olmuştur. Araştırmacılar, TCMB’nin sahip olduğu bu esnekliğin para politikası sürprizlerinin etkisini ölçmede yeni yaklaşımlara ihtiyaç duyulduğunu ileri sürmektedirler.

Çelik v.d. (2014), getiri oynaklığını esas alan bir yöntem kullanmışlardır. 02.01.2002 – 17.02.2014 tarihleri arasında TCMB para politikası kararlarının ve 18.12.2009 tarihinden itibaren başlamak kaydıyla aynı dönemdeki TCMB, Fed ve ECB tarafından yapılan sözel yönlendirmelerin BİST100 endeksi oynaklığına etkisini incelemektedir. Otoregresif koşullu değişen varyans (ARCH) modellerinden yararlanılan çalışmada, faiz artışı yönündeki kararların seansların getiri oynaklığını azalttığı sonucuna ulaşılmaktadır. Çalışmada elde edilen bulguların, faiz oranlarının firmaların gelecek nakit akımlarını değiştirerek firmaların performanslarını etkilediği, faiz oranları ile hisse senedi getirileri arasında negatif ilişki olduğu görüşünü desteklediği belirtilmekte, ayrıca TCMB, Fed ve ECB’nin sözel yönlendirmelerinin de BİST-100 seans oynaklığı üzerinde etkili olduğu ifade edilmektedir.

Kılınç ve Tunç (2014), 2006 – 2013 yılları arasında bir dizi içsel ve dışsal şokların ekonomi üzerindeki etkisini yapısal VAR yöntemiyle analiz etmektedir. Para politikasını temsilen BİST gecelik repo faizinin kullanıldığı çalışmada, para politikası şoklarının GSYH, enflasyon, para arzı, reel efektif döviz kuru ve EMBI Türkiye endeksine etkisini incelemiştir. Buna göre politika şokuyla EMBI Türkiye endeksi arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Pozitif politika şokları EMBI Türkiye endeksini başlangıçta yükseltmekte, sonrasında ise bu etki giderek azalmaktadır.

Şerefoğlu (2014), 2005 – 2012 yılları arasında gerçekleşen 96 adet TCMB Para Politikası Kurulu kararının BİST-100 Endeksi üzerine etkisini, bir günlük pencerede vaka çalışması ve değişen varyansa dayalı GMM kullanarak incelemektedir. Politika sürprizi

olarak bir ay vadeli devlet iç borçlanma senedi (DİBS) faizlerindeki günlük değişimini almaktadır. Çalışmada, tüm örneklemin yanı sıra, pozitif ve negatif sürpriz günleri ile BİST-100 endeksinin aylık oynaklığı yardımıyla ölçülen piyasa belirsizliğine göre, düşük ve yüksek belirsizlik günlerinden alt örneklem oluşturularak analiz zenginleştirilmiştir. Vaka çalışması yönteminde politika sürprizleri tüm örnekleme, sadece pozitif sürprizlerin alındığı alt örnekleme ve piyasa oynaklık ölçütünün %30 alınmasıyla elde edilen yüksek belirsizlik günlerinden oluşan alt örnekleme istatistiksel olarak anlamlı ve katsayı olarak negatif bulunmuştur. Buna göre tüm örnekleme TCMB tarafından gerçekleştirilen 100 baz puanlık sıkılaştırma BİST-100 endeksinde %2,2'lik düşüşe, sadece pozitif sürprizlerin ele alındığı alt örnekleme %3'lük düşüşe, belirsizliğin yüksek olduğu örnekleme ise %3,1 oranında düşüşe neden olurken, diğer örneklemlerde anlamlı bir etkiye sahip değildir. GMM yöntemi kullanılarak yapılan analizde ise, tüm örnekleme TCMB tarafından yapılan 100 baz puanlık sıkılaştırmanın BİST-100 endeksinde %3,5'lik bir düşüşe neden olduğu sonucuna varılmaktadır. Bunun yanında, bazı alt örneklemlerde beklenen politika değişikliklerinin de istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu gözlenmektedir. Şerefoğlu (2014), TCMB'nin para politikası sürprizlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu, bu etkinin ise farklı piyasa koşullarında değişiklik gösterebileceği sonucuna ulaşmıştır.

Gökalp (2016), 2010 – 2014 yılları arasında TCMB faiz koridorunun alt ve üst bandında yapılan değişikliklerin bir gün içerisinde hisse senetleri üzerine etkisini incelemiştir. Faiz koridorunun üst bandını temsilen kredi faizi, alt bandını temsilen ise mevduat faizi alınmıştır. Çalışmada Cook ve Hahn (1989)'a benzer şekilde politika faizindeki ham değişiklikler kullanılmıştır. Politika faizi olarak TCMB gecelik borç alma ve borç verme faizleri ayrı ayrı olarak alınmış, hem vaka çalışması yöntemi hem de değişen varyansa dayalı GMM yöntemi kullanılarak analiz yapılmıştır. Yapılan tüm analizlerde, hisse senedi endeksleriyle politika faizi arasında anlamlı ve ters yönlü ilişki olduğu görülmüştür.

Gökalp (2017), 2005 – 2015 yılları arasında PPK kararlarının borsa endeksleri üzerine etkisini incelemektedir. Politika sürprizleri, 3 aylık TL LIBOR vadeli işlem sözleşmelerinin PPK toplantısı günü ile bir gün öncesi arasındaki fark kullanılarak elde edilmiştir. Vaka çalışması yöntemiyle yapılan tahminde, ilk etapta politika sürprizlerinin ve beklentilerin hisse senedi endeksi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmüş,

modele Küresel Finansal Kriz’le ilgili kukla değişken eklendikten sonra politika sürprizleri ve beklentilerin hisse senedi endekslerini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre 100 baz puanlık bir sıkılaştırma, endeksi %6,55 düşürmektedir. Gökalp (2017), beklenen politika eylemlerinin de hisse senedi endekslerini etkilemesi nedeniyle, rasyonel bekleyişler hipotezinin Türkiye’de tam olarak geçerli olmadığını, bunun yanında, sürprizlerin etkisinin beklenen kısımlarının etkisinden daha büyük olması nedeniyle insanların kısmen de olsa rasyonel karar verdiklerini, ancak sürprizler karşısında insanların çok da yapacak bir şeyleri olmadığını ileri sürmektedir.

3.3. Literatürde Kullanılan Yöntemler Üzerine Bir Değerlendirme

Görüldüğü üzere, para politikası sürprizlerinin varlık fiyatlarına etkilerini inceleyen çalışmalarda genel olarak vaka çalışması, değişen varyansa dayalı GMM ve VAR analizleri kullanılmaktadır. Her yöntemin diğerlerine üstünlük kurduğu noktalar mevcut olup kusursuz bir yöntemden bahsedilmesi mümkün değildir. Bu kısımda yöntemler detaylıca anlatılmayacak, sadece yüzeysel bir değerlendirme yapılacaktır.

Para politikasının varlık fiyatları üzerine etkisinin incelenmesinde VAR yaklaşımları, içsellik problemiyle baş edebilmesi nedeniyle araştırmacılardan destek bulmaktadır. Ancak yöntem, kullanılan verinin frekansına, sisteme konulan değişkenlere ve değişkenlerin sıralamasına duyarlıdır. VAR analizlerinde yüksek frekansta işlem yapılan varlık fiyatları, genellikle aylık ve çeyreklik frekansta veriler kullanılarak incelenmektedir. Bu durum veri toplulaştırması yapılmasına neden olmakta, dolayısıyla para politikasının olası etkileri kaybedilebilmektedir (Bredin v.d., 2009). Rudebusch (1998)’a göre, parasal VAR sistemlerinin merkez bankalarının sahip olduğu bilgi setini hatalı tanımlaktadır. Merkez bankaları karar verirken, ellerinde araştırmacıların VAR sistemlerinde kullandığından daha fazla bilgi mevcuttur. Dolayısıyla VAR sistemlerinden elde edilecek politika şokları hatalı olacaktır.

Vaka çalışması yönteminde VAR’ın yaşadığı sorunlar kısmen çözülmektedir. Faiz kararlarını içine alacak şekilde uygun bir olay penceresi seçilmekte, olası etkiler izole edilmektedir. Seçilen olay penceresi içerisinde merkez bankasının faiz kararı tamamen dışsal kabul edilmekte, varlık fiyatlarını etkileyen başkaca bir faktörün de olmadığı varsayılmaktadır. Bu olay penceresi içerisinde para politikası kararlarının varlık fiyatlarına etkisi EKK kullanılarak tahmin edilmektedir.

Vaka çalışması yaklaşımına en önemli eleştiri Rigobon ve Sack (2004) tarafından getirilmektedir. Standart vaka çalışması yöntemindeki varsayımların zorlayıcı olduğunu ve literatürde bu varsayımların geçerliliğine ilişkin kanıt sunulmadığını ileri sürmektedir. Rigobon ve Sack (2004)'a göre, vaka çalışmasında iki önemli problem mevcuttur; öncelikle, varlık fiyatları para politikasına tepki verirken aynı zamanda para politikası da varlık fiyatlarına tepki verebilecek, dolayısıyla içsellik sorunu ortaya çıkacaktır. İkinci olarak ise, bir dışsal değişken eş anlı olarak hem para politikasını hem de varlık fiyatlarını etkileyebilecek, yani dışlanmış değişken sorunu oluşacaktır. Anlatılan sorunlar nedeniyle vaka çalışmasında kullanılan EKK yönteminden elde edilecek katsayılar sapmalı olacaktır.

Bahsedilen problemlerin üstesinden gelebilmek için Rigobon ve Sack (2004) tarafından geliştirilen değişen varyansa dayalı GMM yaklaşımı aşağıda kısaca anlatılmaktadır:

$$\Delta i_t = \beta \Delta s_t + \gamma z_t + \varepsilon_t, \quad (3.1)$$

$$\Delta s_t = \alpha \Delta i_t + z_t + \eta_t, \quad (3.2)$$

Yukarıdaki ilk denklem para politikasının tepki fonksiyonu iken ikinci denklem varlık fiyatlarının tepki fonksiyonunu oluşturmaktadır. Denklemlerde Δi_t para politikası sürprizini, Δs_t varlık fiyatlarındaki değişimi, z_t ise vaka çalışmasında modele dahil edilmeyerek dışlanmış değişken sorununa yol açan örtük (gözlemlenemeyen) değişkeni temsil etmektedir. ε_t para politikası şoku, η_t ise varlık fiyatları şokudur.

Varlık fiyatlarının para politikası sürprizlerine tepkisini hesaplayabilmek için değişen varyansa dayalı belirleme (identification through heteroskedasticity) adı verilen bir yöntem uygulanmaktadır. Bu yöntemi uygulayabilmek için aşağıdaki koşulları sağlayan iki ayrı örnekleme ihtiyaç duyulmaktadır:

$$\sigma_{\varepsilon}^F > \sigma_{\varepsilon}^{\sim F} \quad (3.3)$$

$$\sigma_{\eta}^F = \sigma_{\eta}^{\sim F} \quad (3.4)$$

$$\sigma_z^F = \sigma_z^{\sim F} \quad (3.5)$$

F ve $\sim F$ iki farklı örneklem (Rigobon ve Sack (2004) F 'i FOMC toplantı günlerinden, $\sim F$ 'i ise toplantı günlerinin bir gün öncesinden oluşturmaktadır) olmak üzere σ_ε , σ_η ve σ_z sırasıyla politika sürprizi, varlık fiyatları ve örtük değişkenin varyansını temsil etmektedir. Varlık fiyatlarının para politikasına tepkisini gösteren α katsayısı, örneklemelerin kovaryans fark matrisi yardımıyla araç değişken ve GMM yöntemi kullanılarak tahmin edilmektedir.

Yukarıdaki koşulları incelendiğinde, varlık fiyatlarının toplantı günlerindeki ve diğer günlerdeki oynaklığının eşit olması şartının oldukça zorlayıcı olduğu açıktır. Her ne kadar Rigobon ve Sack (2004), standart aşırı belirlenim (overidentification) testleriyle bu koşulların geçerliliğini göstermiş olsa da Bomfim (2003)'in FOMC toplantısı günlerinde hisse senedi piyasası şokunun varyansının yükseldiği sonucuna ulaştığını belirtmekte ve eş anlılık sorunun tam olarak çözülmediğini kabul etmektedir. Bunun yanında Craine ve Martin (2003), Rigobon ve Sack (2004)'ün yönteminin varlık fiyatlarının oynaklığının kıyaslandığı diğer günlerin seçimine çok duyarlı olduğunu belirtmektedir.

Vaka çalışması metodunun varsayımları Bernanke ve Kuttner (2005) tarafından da tartışılmıştır. Söz konusu çalışmada araştırmacılar, para politikasının varlık fiyatlarına tepki vermesine ilişkin belirgin bir örneğin olmadığını ifade etmekte, hatta aylık frekanslı veri kullanarak dahi sistematik bir tepkiye ulaşmanın zor olduğunu ifade etmektedirler. Türkiye varlık piyasaları özelinde ise, döviz kurundan enflasyona olan geçişkenlik ve TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde döviz kurunun da bir ara hedef olması nedeniyle TCMB'nin döviz kuruna tepki vermesi olağandır. Ancak TCMB'nin karar alma süreçleri göz önünde bulundurulduğunda, bir günlük olay penceresi içerisinde meydana gelen bir gelişmeye tepki vermesi olası görülmemektedir. Nitekim, vaka çalışması ve Rigobon ve Sack (2004)'ün metoduyla elde edilen sonuçlar arasında belirgin bir aykırılığa rastlanmaması da bu sonucu desteklemektedir.

3.4. Para Politikası Kararlarının Sürpriz ve Beklenen Kısımlarına Ayırıştırılması

Para politikasının varlık fiyatlarına etkilerini inceleyen çalışmalarda politika şoklarının doğru bir şekilde tanımlanması önemlidir. Bunun için bir yol, VAR yöntemlerini kullanan araştırmacılar için VAR modellerinin ortogonal kalıntılarından

yararlanmak iken, bir diğ er yöntem vaka çalışması metodudur (Ehrmann ve Fratscher, 2004).

Cook ve Hahn (1989)'dan itibaren politika ş oklarının belirlenmesinde vaka çalışması yöntemi kullanılmaya başlanmıştır. Kuttner (2001) Fed'in politika faizi kararlarının ABD tahvil ve bono faizlerine etkisini incelediği çalışmasında, Fed'in faiz değ iş ikliklerinin piyasaya etkisinin zaman içerisinde yeknesaklık göstermediğini, hatta giderek zayıfladığını görmüştür. Bu durumun nedeninin Fed'in faiz değ iş ikliği kararının piyasa tarafından fark edilmemiş olması olamayacağını, zira incelenen dönemde Fed'in eylemlerinin daha ş effaf bir hale geldiğini ifade etmiştir. Daha olası bir açıklama ise, para politikası kararlarının daha öncesinde zaten tahmin edilmiş ve rasyonel bir davranış olarak fiyatlara yansıtılmış olmasıdır. Dolayısıyla sadece politika faizindeki değ iş imin kullanıldığı regresyonlarda değ iş kenlerde hata problemi meydana gelecek, beklenen faiz değ iş iklikleri gürültüye neden olacaktır. Çünkü varlık piyasaları ileriye dönük piyasalardır ve piyasa her yeni bilgiyi kullanmak isteyecektir (Bernanke ve Kuttner, 2005;1223). Kuttner (2001)'in faiz oranları için altını çizdiği durum diğ er finansal varlıklar için de geçerlidir.

Para politikası kararlarının varlık fiyatlarına etkisini incelerken, kararların hangi kısımlarının piyasa açısından sürpriz olarak algılandığı, hangi kısımlarının piyasa tarafından beklenmiş olduğu büyük önem taşımaktadır. Araştırmacılar piyasa beklentilerini ölçerken genellikle iki yöntemden faydalanmışlardır; (i) anketler ve (ii) piyasa bazlı beklenti ölçümü.

Finansal kurumlar, veri yayıncısı kuruluşlar, finansal medya kuruluşları vs. piyasanın beklentisini ölçmek amacıyla çeş itli anketler düzenlemekte, piyasa katılımcılarına görüşlerini sormaktadır. Merkez bankaları tarafından alınan faiz kararlarındaki sürprizleri ölçmek isteyen araştırmacılar bu anketlerden yararlanabilmekte, alınan kararları sürpriz ve beklenen kısımlarına ayrıştırabilmektedir. Literatür incelendiğinde anket bazlı ölçümün araştırmacılar tarafından daha az tercih edildiği görülmektedir. Çünkü anketlerle ilgili bazı dezavantajlar bulunmaktadır. Öncelikle, anket tarihi ile faiz kararları arasında ihmal edilemeyecek kadar zaman bulunmakta, bu dönem içerisinde piyasanın görüşü değ iş ebilmektedir. İkincil olarak ise, anketlerin sonuçları kadar olasılık dağılımları da önemlidir. Anket sonuçlarını kullanan araştırmacılar ankete verilen cevapların dağılımını da dikkate almalıdır.

Piyasa bazlı ölçümlerde genellikle türev ürünlerden yararlanılmaktadır. ABD için yapılan ölçümlerde genellikle Fed'in fonlama faizine dayalı vadeli sözleşmeler, vadeli eurodollar mevduat sözleşmeleri kullanılmaktadır. Avrupa ve Türkiye finans piyasalarında doğrudan politika faizine dayalı türev ürünler bulunmamaktadır. Avrupa'da yapılan ölçümlerde genellikle libor oranlarının kullanıldığı görülmekteyken, Türkiye piyasasını inceleyen araştırmacılar ise çoğunlukla kısa vadeli DİBS faizlerini kullanmışlardır.

Alp v.d. (2010) tarafından 2006 Temmuz – 2009 Ekim'i kapsayan dönemde Türkiye'de PPK kararlarını tahmin etme güçleri açısından bir dizi finansal enstrüman incelenmiştir. Bu çalışmaya göre en iyi performansı gösteren faiz oranı Türkiye Bankalar Birliği tarafından günlük olarak yayınlanan bir hafta vadeli TL Bankalararası Alış Oranı (TRLIBID) olmuştur. Kanlı (2013) ise 2007 – 2012 yıllarını kapsayan çalışmasında, çeşitli piyasa faiz oranlarının ağırlıklı ortalama TL gecelik faiz oranlarını tahmin etme performanslarını araştırmıştır. En iyi performansı USD/TL vadeli sözleşmelerinin ima ettiği faiz oranının gösterdiği görülürken, ardından TRLIBID gelmektedir. Yeni politik çerçevenin uygulanmaya başladığı 2010 yılından sonra ise, TRLIBID beklentileri tahmin etmede diğer faiz oranlarına üstünlük kurmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TCMB'NİN PARA POLİTİKASI KARARLARININ VARLIK FİYATLARINA ETKİSİNİN İNCELENMESİ

4.1. Vaka Çalışması Yaklaşımı ve Sıradan En Küçük Kareler (EKK) Yöntemi

Belirli bir olayın finansal varlık fiyatları üzerindeki etkisini incelemek isteyen bir araştırmacı, vaka çalışması analizinden faydalanabilir. Eğer piyasalar etkin ise varlık fiyatları açıklanan her yeni bilgiye, olaya tepki verecektir. Vaka çalışması yönteminde amaç, EKK yönteminin varsayımlarını çığnmeden varlık fiyatlarının tepkisini yakalayacak şekilde bir olay penceresi tasarlamaktır. Anlaşılacağı gibi, olay penceresinin uzunluğunun uygun bir şekilde belirlenmesi çok önemlidir. Bir günlük, iki günlük olay pencereleri seçilebileceği gibi, gün içi frekansta daha kısa olay pencereleri de seçilebilmektedir (örneğin Gürkaynak v.d. (2004), Glick ve Leduc (2013)). Çok kısa bir olay penceresi seçildiği takdirde, olayın ilk açıklandığı zamandaki varlık fiyatlarının volatilitesi yüksek olacağından, vaka çalışması analizinde açıklayıcı değişkenlerin aslında olduğundan daha yüksek etkileri olduğu sonucuna ulaşılabilir. Bunun yanında çok kısa bir olay penceresi, henüz olayın piyasalar tarafından tam anlamıyla idrak edilememesine, bu durum da açıklayıcı değişkenlerin etkisiz olduğu yanılgısına neden olabilir. Çok geniş bir olay penceresi ise, olayların varlık fiyatları üzerindeki etkisinin kalkmasına, olay penceresinin varlık fiyatlarını etkileyebilecek istenmeyen başka olaylar tarafından kirletilmesine veya açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkenlere tepki vermesine neden olabilir (Şerefoğlu, 2014:73-74). Para politikası kararlarının finansal varlık fiyatlarına etkilerini izleyen çalışmalarda çoğunlukla bir günlük olay penceresinin seçildiği görülmektedir. Gerçekten de bir günlük olay penceresi, piyasanın olayları fark edip tepki verebileceği kadar geniş, bunun yanında varlık fiyatlarını etkileyecek başkaca önemli olayların meydana gelme ihtimalini azaltacak kadar da dar bir zaman dilimidir. Diğer çalışmalarla kıyaslama imkânı da vereceğinden, tezde de bir günlük olay penceresinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Sıradan en küçük kareler yöntemi, bir bağımlı değişkeni açıklayıcı değişkenler kullanarak tahmin etmeye yarayan bir istatistiksel yöntemdir. Anlatıda basitlik sağlaması açısından, tek açıklayıcı değişkene sahip bir ana kütle doğrusal regresyon fonksiyonu aşağıda verilmektedir:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i \quad (4.1)$$

Burada Y_i bağımlı değişken, X_i ise açıklayıcı (bağımsız) değişken, β_1 ve β_2 tahmin edilmek istenen katsayılar, u_i olasılıklı hata terimleridir. Sıradan EKK yönteminin amacı, örneklem regresyon fonksiyonunu kullanarak β_1 ve β_2 katsayılarını tahmin etmektir. Örneklem regresyon fonksiyonu,

$$Y_i = \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 X_i + \hat{u}_i \quad (4.2)$$

şeklinde olup, $\hat{\beta}_1$ ve $\hat{\beta}_2$ ana kütle regresyon fonksiyonundaki β_1 ve β_2 katsayılarının tahmin edicileridir. Buradaki \hat{u}_i ise gözlemlenen ve tahmin edilen Y_i değerleri arasındaki fark, yani kalıntılardır. EKK yöntemi kalıntıların karelerinin toplamının minimize edilmesi esasına dayanmaktadır. Yukarıdaki denklemden n adet gözleme sahip örneklem kalıntılarının kareleri alınarak toplanırsa,

$$\sum_{i=1}^n \hat{u}_i^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_i)^2 \quad (4.3)$$

denklemini elde edilir. Dikkat edilirse aslında kalıntıların kareleri toplamı $\hat{\beta}_1$ ve $\hat{\beta}_2$ katsayılarının bir fonksiyonudur. Artık yapılması gereken kalıntı kareleri toplamını minimum yapan $\hat{\beta}_1$ ve $\hat{\beta}_2$ katsayılarını bulmaktır. Bunun için (4.3) eşitliğinin $\hat{\beta}_1$ ve $\hat{\beta}_2$ 'ye göre kısmi türevleri alınarak elde edilen normal denklemlerinden $\hat{\beta}_1$ ve $\hat{\beta}_2$ katsayılarını hesaplamaktır.

4.2. Model

Kuttner (2001), Fed'in kararlarının piyasa faizlerine etkisini incelerken aşağıdaki modeli kullanmıştır:

$$\Delta r_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta i_t^s + \beta_2 \Delta i_t^b + u_t \quad (4.4)$$

Bu eşitlikte u_t hata terimi olmak üzere, para politikası sürprizi (Δi_t^s), piyasanın beklediği para politikası değişikliği (Δi_t^b) yardımıyla finansal varlığın olay penceresindeki fiyatının değişimi (Δr_t) incelenmektedir. Bilindiği üzere finansal piyasalar yurt dışı piyasalardan çok fazla etkilenmekte, iç ve dış piyasalarda ortak hareketler meydana gelmektedir. Bu nedenle modele küresel hareketleri temsil eden

değişkenler eklenmediği takdirde dışlanmış değişken hatasına düşülebilecek, EKK tahmincilerinin sapmalı olmasına neden olabilecektir. O halde Aktaş v.d. (2009), Haitsma v.d. (2016), Fausch ve Sigonius (2018) tarafından da izlenen yola benzer şekilde, modele küresel etkileri temsil eden X_t kontrol değişkenlerinin eklenmesi uygun görülmüştür. O halde, ΔX_t ilgili finansal varlıktaki küresel etkilerin olay penceresindeki değişimini göstermek üzere model aşağıdaki şekilde yeniden düzenlenmiştir:

$$\Delta r_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta i_t^s + \beta_2 \Delta i_t^b + \beta_3 \Delta X_t + u_t \quad (4.5)$$

4.3. Veriseti

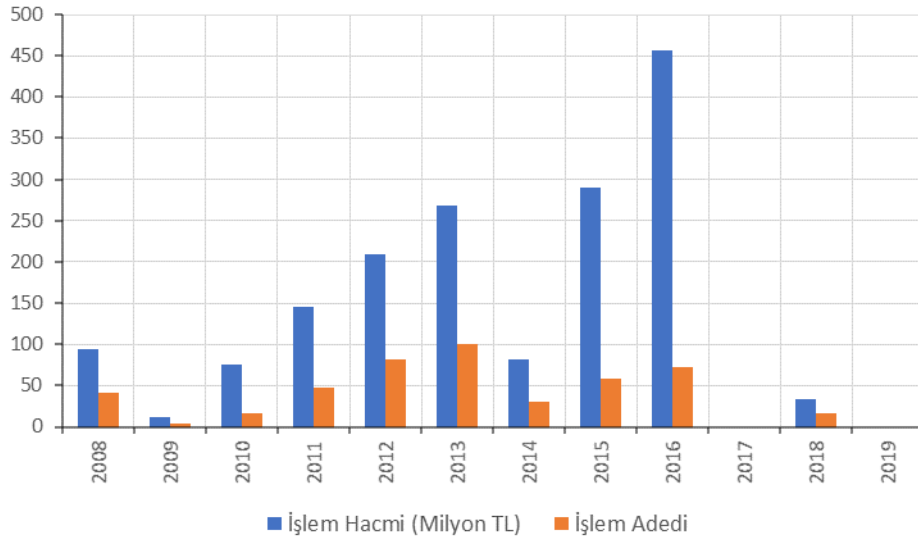
Çalışmada 2008 Ocak – 2019 Eylül ayını kapsayan dönem incelenmektedir. İncelenecek dönemin 2008 yılından başlatılmasının nedeni meydana gelen Küresel Finansal Kriz'in başlangıcı olarak kabul edilebileceğidir. Küresel Finansal Kriz başlangıcından itibaren gerek finansal aktörler gerekse akademik çevreler, daha önce görülmemiş merkez bankası bilanço büyüklükleri ve rekor düşük faiz seviyelerine tanıklık etmişlerdir. Dahası, çalışmanın yazıya döküldüğü dönemde Küresel Kriz hâlen daha aşılamamış ve gelişmiş ülke merkez bankaları yeni bir parasal genişleme döneminin sinyallerini vermektedir. Bu nedenlerle çalışmada Kriz sonrası döneme odaklanılmıştır.

Bu dönem içerisinde TCMB Para Politikası Kurulu 133 toplantı gerçekleştirmiştir. Bu toplantıların 130'u olağan, 3 tanesi ise olağan dışı toplantıdır. İncelenen dönemde TCMB, 2011 yılına kadar PPK toplantısında alınan faiz kararını akşam 19:00'da bir yazılı metinle duyurmaktayken, 2011 yılından itibaren ise alınan kararları toplantı günü 14:00'te açıklamaya başlamıştır. Çalışmadaki amaç, bu kararları içerisinde alacak bir olay penceresi seçerek PPK kararlarının finansal varlıklara etkisini inceleyebilmektir.

Çalışmada TCMB'nin politika sürprizleri Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından her tam iş gününde yayınlanan bir hafta vadeli bankalararası alış oranı (TRLIBID) kullanılmaktadır. TRLIBID'in seçiliş nedeni Alp v.d. (2010) tarafından para politikası kararlarını en iyi tahmin eden faiz oranı olarak ölçülmüş olması, Kanlı (2013)'nın ise ağırlıklı ortalama gecelik repo faizini tahmin etmede iyi bir performans göstermiş olduğunu tespit etmesidir. Bir diğer neden ise, TRLIBID'in bir piyasa faizi olmasının yanı sıra, işlem hacimlerinin çok düşük olması nedeniyle bir yanıyla da anket özellikleri göstermesidir.

Türkiye Bankalar Birliği, TL işlemlerine referans oluşturması amacıyla farklı vadelerde TL alış ve satış faiz oranlarını açıklamaktadır. “Fiksing” olarak ifade edilen bu işlem, kotasyon girmeye hak sahibi bankaların veri sağlayıcı kuruluşlar nezdindeki ilgili sayfalara girdikleri faiz oranlarının rastgele seçilerek ortalaması alınması suretiyle gerçekleşir. Bankalar, her tam iş günü 10:30 – 11:15 saatleri arasında veri sağlayıcılar nezdindeki ilgili alanlara alış ve satış olmak üzere faiz tekliflerini girerler. Saat 10:45’ten sonra TBB sisteme tesadüfi olarak girer ve en düşük ve en yüksek faiz oranlarını dışarıda bırakarak arada kalan teklifleri seçer. Bu işlem 5 defa gerçekleşir ve seçilen faiz oranlarının aritmetik ortalaması alınarak bulunan oranlar saat 11:15’te referans faiz olarak açıklanır.

Grafik 30. Bir Hafta Vadede Geçen İşlem Hacmi ve Adedi



Kaynak: www.trlibor.org

Yukarıdaki grafikte fiksing işlemine esas piyasada bir hafta vadede gerçekleşen toplam TL alış ve satış işlemlerinin yıllık hacim ve adet bilgisi verilmektedir. Bu tabloya göre, 2017 ve 2019 yıllarında hiç işlem gerçekleşmemiş, en büyük işlem hacmi 456 milyon TL ile 2016 yılında gerçekleşirken en fazla işlem sayısı ise 101 işlem ile 2013 yılında gerçekleşmiştir. Grafikte TBB’nin fiksing işlemine esas piyasasındaki TL alış/satış işlemlerinin likiditesinin çok düşük olduğu dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, bu piyasada sisteme kotasyon giren bir bankanın işlemin gerçekleşme ihtimalinin düşük olduğunun bilincinde olarak teklif girdiği sonucuna ulaşılabilir. Bu yanıyla TBB’nin fiksinge esas teşkil eden piyasası, bankalar açısından bağlayıcılığı olmakla beraber piyasa beklenti anketlerini andırmaktadır.

TCMB'nin politika sürprizi aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır. TCMB'nin bir t gününde PPK toplantısı olsun. Aynı gündeki TRLIBID faizi $TRLIBID_t$ ise saat 11:15'te açıklanacaktır. TCMB'nin faiz kararını açıklamasının ertesindeki iş günü ($t + 1$) saat 11:15'te ise TRLIBID yeniden açıklanacaktır. Bu durumda $t + 1$ ve t günlerinde TRLIBID faizindeki değişim, TCMB'nin politika sürprizi (Δi_t^s) olarak kabul edilecek olup aşağıdaki eşitlikle gösterilmektedir:

$$\Delta i_t^s = (TRLIBID_{t+1} - TRLIBID_t) * 100 \quad (4.6)$$

(4.6) denkleminde eşitliğin 100 ile çarpılma nedeni değişimi baz puan cinsinden ifade edebilmektedir. TCMB tarafından t gününde gerçekleştirilen baz puan cinsinden politika faizi değişimi Δi_t olmak üzere, piyasanın TCMB'den beklediği faiz değişimi (Δi_t^b) ise Kuttner (2001) yöntemine paralel bir şekilde aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\Delta i_t^s = \Delta i_t - \Delta i_t^b \quad (4.7)$$

Örneğin, 12/09/2019 tarihinde TCMB 325 baz puanlık indirim gerçekleştirilmiştir. 13/09/2019 gününde ise bir hafta vadeli TRLIBID faizi bir önceki güne göre sadece 69 baz puanlık düşüş gerçekleştirmiştir. Bu durumda TCMB, 12/09/2019 tarihinde 69 baz puanlık sürpriz indirim gerçekleştirirken, piyasanın TCMB'den beklentisi ise 256 (= $(-325) - (-69)$) baz puan indirimdir.

TCMB'nin politika faizi olarak 2010 Mayıs toplantısına kadar gecelik borç alma faizi alınmıştır. Ancak bu tarihten sonrası için durum daha karmaşık hâle gelmektedir. Zira, 2010 yılının ortalarından itibaren uygulanan yeni politik çerçevede TCMB, piyasayı farklı faiz oranlarına sahip kanallardan fonlayabilmektedir. Her biri farklı oranlarda olan haftalık repo, gecelik borç verme ve geç likidite penceresi (GLP) borç verme faizlerinin bir veya ikisini aktif olarak kullanan TCMB, politika faizini değiştireceği zaman çoğunlukla bu faizlerin ya sadece birini, ya da hepsini aynı miktarda değiştirirse de bazı toplantılarda aktif olarak kullandığı iki faiz oranını farklı miktarda değiştirebilmektedir. Örneğin TCMB, 24/02/2015 tarihli toplantıda haftalık repo faizini 25 baz puan indirirken gecelik borç verme faizini 50 baz puan indirmiştir. Bu durumda TCMB faiz değişikliği olarak hangi oran alınacaktır? Hangi değişim miktarının kullanılacağına karar vermek için TCMB'nin piyasayı efektif olarak fonladığı oran olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine (AOFM) bakılmıştır. TCMB'nin bir önceki toplantı sonrasındaki beş günün

AOFM oranının aritmetik ortalaması ile 24/02/2015 tarihli toplantısı sonrasındaki 5 günün AOFM oranının aritmetik ortalaması arasındaki fark hangisine yakınsa, o değişim miktarının TCMB politika faizi değişimi olarak alınmasına karar verilmiştir. Yani, 24/02/2015 tarihli toplantı sonrasındaki beş günün ortalama AOFM oranıyla bir önceki toplantıdaki aynı oran arasındaki fark -32,40 baz puan olarak hesaplandığından, 24/02/2015'te TCMB politika faizi değişimi -25 baz puan olarak alınmıştır. Çalışmada hesaplanan TCMB politika sürprizleri ve beklentilerine ilişkin tablo ekte sunulmaktadır.

Çalışmada TCMB politika faizi kararlarının USD/TL, EUR/TL nominal döviz kuru, BİST-100 endeksi ile para politikası kararlarına olan duyarlılığı nedeniyle BİST Bankacılık endeksine etkisi incelenmektedir. TRLIBID, saat 10:00 ile 11:15 arasının bilgisini taşımaktadır. Dolayısıyla incelenecek varlıkların da bu saatler civarındaki fiyatlarının alınması gerekmektedir. Bu nedenle, varlık fiyatlarının saat 11:00'deki değerleri alınmıştır. Olay penceresi, olay günü saat 11:00'den ertesi gün saat 11:00'e kadar 1 günlük periyottur. Yarım iş günlerinde TRLIBID açıklanmadığı için, olay günü yarım iş günlerine denk geliyorsa duruma göre olay penceresinin başlangıcı (bitişi) öne çekilmektedir (ötelenmektedir).

Modele, varlık fiyatlarındaki küresel hareketleri arındırmak amacıyla; USD/TL için Dolar Endeksi (DXY), EUR/TL için EUR/USD kuru (parite) ve BİST-100 ve BİST Bankacılık için MSCI (Morgan Stanley Capital International) tarafından yayınlanan ve hisse senetlerinin küresel olarak değerinin bir göstergesi olan MSCI ACWI (All Country World Index) kullanılmıştır.

Dolar endeksi, ABD dolarının altı para birimine karşı değerini gösteren ve baz değeri 100 olan bir endekstir. Endeksin içindeki para birimleri Euro, Japon yeni, İngiliz sterlini, Kanada doları, İsveç kronu ve İsviçre frangıdır. Endeks'teki en büyük ağırlık yaklaşık %58 ile Euro'ya aittir. Endeks, ABD dolarının küresel olarak değerini gösteren doğal bir finansal göstergedir. Endeks'teki yükselişler ABD dolarının değer kazancını, düşüşler ise değer kaybını gösterir.

Euro'nun küresel değerini yansıtmak üzere "parite" olarak da adlandırılan EUR/USD kuru kullanılmıştır. Parite 1 Euro'nun kaç USD değerinde olduğunu göstermekte olup paritenin yükselişi Euro'nun değer kazancını, düşüşü ise değer kaybını

göstermektedir. Euro için Dolar Endeksi benzeri kabul görmüş bir endeks bulunmadığından paritenin kullanılmasına karar verilmiştir.

MSCI ACWI, MSCI tarafından 31/12/1987 itibariyle baz değeri 100 olacak şekilde oluşturulan, küresel hisse senetlerinin değerini yansıtan bir endekstir. Endekste 23 gelişmiş ülke, 26 gelişmekte olan ülke hisse senetleri temsil edilmektedir. Bu endeks ABD doları cinsinden olduğundan, ABD dolarının yerel para birimlerine karşı değer kaybı/kazancını endeksten arındırmak, endeksi reelletirmek gerekmektedir. Bunun için endeksin değeri Dolar Endeksi ile çarpılarak kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan varlıkların olay penceresi boyunca değişimi (Δr_t),

$$\Delta r_t = \ln\left(\frac{r_{t+1}}{r_t}\right) * 100 \quad (4.8)$$

formülünden hesaplanmıştır. r_t ve r_{t+1} varlıkların t ve $t + 1$ günlerindeki değerini ifade etmektedir. Kullanılan tüm değişkenler ve kaynaklar aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 1: Değişkenler ve Veri Kaynakları

Değişken	Kaynak
USD/TL	Matriksdata
EUR/TL	Matriksdata ve FX Plus
BİST 100	Matriksdata ve FX Plus
BİST Bankacılık	Matriksdata
DXY	Bloomberg ve Matriksdata
EUR/USD	Matriksdata ve FX Plus
MSCI ACWI	Bloomberg

4.4. Türkiye’de Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi

4.4.1. Tüm Örneklemin Tahmin Edilmesi

Tablo 2’de 2008 – 2019 Eylül periyodundaki toplam 133 adet PPK toplantısı gününde değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri verilmektedir. Sürpriz ve beklenen değişimi baz puan (100 baz puan=%1) biriminden iken diğer değişkenler yüzde olarak tanımlanmıştır. PPK günlerinde TCMB politika sürprizlerinin ortalaması 4 baz puan sıkılaştırma iken piyasanın TCMB’den ortalama beklentisi 9 baz puan gevşemedir. Döviz kurunun oynaklığının hisse senedi endekslerinden daha düşük olduğu görülmektedir. Bir günlük olay penceresi içerisinde BİST 100 endeksinde görülen en büyük değer kaybı

%8,83, Bankacılık endeksinde %9,73'tür. USD/TL kuru bir günde en fazla %4,99 düşüş gösterirken, EUR/TL ise bir günde %4,29 düşüş göstermiştir. En yüksek değer kazançlarına bakıldığında ise, Bankacılık endeksi bir günde en fazla %11,08, BİST 100 ise %8,76 değer kazanmıştır. ABD doları TL'ye karşı bir günde en fazla %2,68 değer kazanmış, Euro TL'ye karşı %2,43 değer kazanmıştır.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
<i>Bağımlı Değişkenler</i>					
USD/TL	133	0.01	1.01	-4.99	2.68
EUR/TL	133	-0.06	1.09	-4.29	2.43
BİST 100	133	-0.01	1.95	-8.83	8.76
BİST Bankacılık	133	-0.10	2.68	-9.73	11.08
<i>Açıklayıcı Değişkenler</i>					
Sürpriz	133	4	56	-148	423
Beklenen	133	-9	60	-343	313
<i>Kontrol Değişkenleri</i>					
DXY	133	0.05	0.46	-1.31	1.92
EUR/USD	133	-0.04	0.57	-2.70	1.57
MSCI ACWI	133	-0.12	1.21	-6.20	4.05

Tablo 3'de tüm örneklem için tahmin edilen Model (4.5)'in sonuçları verilmektedir. Tabloda tahmin edilen katsayıların yanı sıra White ve BP satırlarında, H_0 : Sabit Varyans hipotezi altında White ve Breusch-Pagan testlerinin skorları raporlanmaktadır. Sabit varyans herhangi bir testte reddediliyorsa güçlendirilmiş (robust) standart hatalar kullanılmış olup, standart hatalar parantez içlerinde belirtilmiştir.

Tablo 3'teki sonuçlara bakıldığında politika sürprizlerinin USD/TL ve EUR/TL üzerinde istatistiksel olarak anlamlı, BİST 100 ve Bankacılık endekslerinde ise istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahip olmadığı görülmektedir. Beklentilere uygun olarak faiz kararlarının beklenen kısımları kur ve borsa endeksi üzerinde anlamlı etkilere sahip değildir.

TCMB'nin 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırması USD/TL ve EUR/TL kurlarını eşit oranda etkilemekte, %0,8 düşmesine neden olmaktadır. Dolar Endeksi'nin USD/TL üzerinde PPK günlerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahip olmadığı görülmektedir. Ancak EUR/USD paritesindeki %1 artış EUR/TL'nin %0,86 yükselmesine neden olmaktadır. Modelin sabit terimleri hiçbir varlıkta anlamlı değildir. O halde varlık fiyatları PPK toplantısının kendisine tepki vermemektedir. USD/TL,

EUR/TL ve Bankacılık'a ait regresyonlarda White testine göre sabit varyans reddedilmekte olduğundan güçlendirilmiş standart hatalar kullanılmıştır. Modelin EUR/TL'deki değişiklikleri açıklama gücü, USD/TL'ye göre daha güçlüdür. Buna göre modeldeki değişkenler EUR/TL'deki değişimlerin %33'ünü açıklamaktayken, USD/TL'deki değişimin %25'ini açıklayabilmektedir.

Tablo 3: Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi – Tüm Örneklem

	USD/TL	EUR/TL	BİST 100	BİST Bankacılık
Sürpriz	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	0.003 (0.003)	0.010 (0.008)
Beklenen	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.004 (0.003)
DXY	0.30 (0.233)			
EUR/USD		0.86*** (0.208)		
MSCI ACWI			1.05*** (0.108)	1.13*** (0.204)
Sabit	0.02 (0.078)	0.01 (0.081)	0.01 (0.133)	-0.04 (0.207)
Gözlem	133	133	133	133
Düzeltilmiş R ²	0.25	0.33	0.41	0.28
White	36.03***	37.34***	10.22	35.59***
BP	1.96	1.25	1.16	6.58**

Standard hatalar parantez içinde gösterilmektedir. Sabit varyans, White ve Breusch-Pagan testleriyle sınanmış olup herhangi birinde reddediliyorsa güçlendirilmiş standart hatalar kullanılmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Para politikası sürprizlerinin BİST 100 ve Bankacılık Endeksleri'nde istatistiksel anlamlılığa sahip olmadığı görülmektedir. Hisse senetlerindeki küresel değişimi temsil eden MSCI ACWI %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuçlara göre PPK toplantısı günlerinde hisse senedi endeksleri üzerinde faiz kararlarından ziyade küresel hisse senedi endekslerindeki hareketler olmaktadır. Küresel borsalardaki %1'lik yükseliş BİST 100'de %1,05 yükselişe, Bankacılık endeksinde ise %1,13'lük yükselişe neden olmaktadır.

4.4.2. Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi ve Yeni Para Politikası

Çerçevesinde Para Politikası Sürprizlerinin Varlık Fiyatlarına Etkisi

4.4.2.1. Model ve veriseti

Bu noktaya kadar, tüm örnekleme varlık fiyatlarının para politikasına tepkisi analiz edilmiştir. Şimdi ise, 2010 Mayıs ayından itibaren uygulamaya konan yeni para

politikası yaklaşımı ile geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi altında varlık fiyatlarının tepkileri incelenecektir. Her iki dönem ayrı ayrı tahmin edilebileceği gibi, Wald testleriyle karşılaştırma yapma imkânı tanınması nedeniyle aşağıdaki Model (4.9) tahmin edilecektir:

$$\begin{aligned} \Delta r_t = & \beta_0(1 - D_y) + \beta_1(1 - D_y)\Delta i_t^s + \beta_2(1 - D_y)\Delta i_t^b + \beta_3 D_y \\ & + \beta_4 D_y \Delta i_t^s + \beta_5 D_y \Delta i_t^b + \beta_6 \Delta X_t + u_t \end{aligned} \quad (4.9)$$

Model (4.9)'da D_y yeni para politikasını temsil eden kukla değişken olup 2010 Mayıs ayı dahil olmak üzere bu tarihten örneklemin sonuna kadar olan sürede 1 değerini almakta, daha öncesinde ise 0 değerini almaktadır.

Tablo 4'te geleneksel ve yeni para politikasının uygulandığı dönemlerdeki tanımlayıcı istatistikler verilmektedir. (1) 2008 – 2010 Nisan ayına kadar olan geleneksel para politikası dönemini ifade etmekten (2) ise yeni para politikasının uygulandığı 2010 Mayıs'ından başlayarak günümüze kadar olan dönemi kapsamaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesi döneminde piyasanın PPK günlerinde TCMB'den beklediği ortalama 17 baz puan gevşemeyken, yeni politik çerçevede piyasanın TCMB'den beklediği gevşeme 7 baz puana inmiştir. Geleneksel politika döneminde TCMB ortalama 16 baz puanlık sürpriz gevşeme yapmış, geleneksel olmayan dönemde ise PPK günlerinde ortalama 9 baz puan sıkılaştırma yapmıştır. USD/TL'nin PPK günlerindeki oynaklığı geleneksel ve geleneksel olmayan dönemde birbirine oldukça yakın olmuştur. EUR/TL, BİST 100 ve Bankacılık endeksinin PPK günlerindeki oynaklığı ise yeni para politikası çerçevesinde azalmıştır. Ancak politika sürprizleri ve beklentilerinin oynaklığı yeni para politikası döneminde daha yüksek olmuştur.

Tablo 4: Geleneksel ve Yeni Para Politikası Döneminde Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem		Ortalama		Std. Sapma		Minimum		Maksimum	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>Bağımlı Değişkenler</i>										
USD/TL	28	105	0.08	-0.01	1.00	1.02	-2.01	-4.99	2.68	2.08
EUR/TL	28	105	-0.20	-0.02	1.34	1.02	-4.29	-4.25	2.43	2.29
BİST 100	28	105	0.13	-0.16	2.81	1.66	-8.83	-5.84	8.76	5.81
Bankacılık	28	105	0.24	-0.20	3.41	2.45	-9.73	-6.06	10.47	11.08
<i>Açıklayıcı Değişkenler</i>										
Sürpriz	28	105	-16	9	38	59	-148	-82	41	423
Beklenen	28	105	-17	-7	26	66	-81	-343	37	313
<i>Kontrol Değişkenleri</i>										
DXY	28	105	0.20	0.01	0.66	0.39	-1.31	-1.28	1.92	1.30
EUR/USD	28	105	-0.23	0.01	0.77	0.49	-2.70	-1.59	1.46	1.57
MSCI ACWI	28	105	-0.41	-0.04	2.04	0.86	-6.20	-4.93	4.05	1.83

(1) Geleneksel para politikası dönemi:2008 – 2010 Nisan

(2) Yeni para politikası çerçevesi dönemi:2010 Mayıs – 2019 Eylül

Tablo 5’te Model (4.9)’un sonuçları verilmektedir. (1) kolonu TCMB’nin geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi uyguladığı dönemdeki para politikası sürprizleri ve beklentilerinin varlık fiyatlarına etkisini gösterirken (2) numaralı kolon ise 2010 Mayıs ayından itibaren uygulamaya konan yeni para politikası dönemindeki para politikası sürprizi ve beklentilerinin etkisini göstermektedir. White ve BP satırları hata terimlerinin sabit varyanslı olduğu hipotezi altında White ve Breusch-Pagan testlerinin sonucunu vermektedir. Tablonun son üç satırında ise geleneksel ve geleneksel olmayan dönemde tahmin edilen katsayıların eşitliği Wald testleriyle sınanmaktadır.

Tablo 5: Geleneksel ve Yeni Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi

	USD/TL		EUR/TL		BİST 100		BİST Bankacılık	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Sürpriz	0.008 (0.005)	-0.010*** (0.002)	0.008 (0.006)	-0.010*** (0.002)	-0.010 (0.010)	0.005* (0.003)	-0.015* (0.009)	0.013* (0.007)
Beklenen	-0.020*** (0.005)	0.000 (0.002)	-0.019*** (0.005)	0.000 (0.002)	0.010 (0.014)	-0.002 (0.002)	0.012 (0.018)	-0.005 (0.003)
DXY	0.38** (0.191)							
EUR/USD			0.80*** (0.172)					
MSCI ACWI					1.08*** (0.107)		1.19*** (0.200)	
Sabit	-0.21 (0.175)	0.07 (0.085)	-0.21 (0.188)	0.06 (0.086)	0.59* (0.334)	-0.17 (0.147)	0.68 (0.545)	-0.30 (0.225)
Gözlem	133		133		133		133	
Düzeltilmiş R ²	0.30		0.36		0.43		0.32	
White	37.37***		35.20***		10.33		24.98	
BP	0.58		3.14*		0.04		3.69*	
$H_0: \beta_0 = \beta_3$	2.01		1.70		4.25**		2.79*	
$H_0: \beta_1 = \beta_4$	10.31***		9.43***		2.24		6.50**	
$H_0: \beta_2 = \beta_5$	11.91***		11.28***		0.78		0.86	

Standard hatalar parantez içinde gösterilmektedir. Sabit varyans, White ve Breusch-Pagan testleriyle sınanmış olup herhangi birinde reddediliyorsa güçlendirilmiş standard hatalar kullanılmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

(1) Geleneksel para politikası dönemi: 2008 – 2010 Nisan

(2) Yeni para politikası çerçevesi: 2010 Mayıs – 2019 Eylül

Tablo'ya göre USD/TL kurunun para politikasına tepkisi geleneksel ve geleneksel olmayan politika dönemlerinde farklılıklar göstermektedir. Geleneksel para politikasının uygulandığı dönemde USD/TL, para politikası sürprizlerine tepki vermezken beklenen faiz değişikliklerine istatistiksel olarak anlamlı tepki vermektedir. Buna göre geleneksel para politikası döneminde TCMB'den beklenen 100 baz puanlık sıkılaştırma PPK toplantısı gününde USD/TL'nin %2 düşmesine neden olmaktadır. Bu açıdan geleneksel para politikası döneminde piyasaların rasyonel davranmadığı görülmektedir. Yeni para politikası çerçevesinin uygulanmasıyla USD/TL, para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı ve beklentilere uygun tepkiler yönde vermeye başlamıştır. Yeni para politikası döneminde TCMB'nin 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırması kurun %1 düşmesine neden olmaktadır. Geleneksel para politikası döneminin aksine bu dönemde beklenen faiz değişimleri kuru etkilememektedir. Dolar Endeksi'nin tüm örneklem boyunca USD/TL üzerinde etkilidir. PPK gününde Dolar Endeksinin %1 değişimi

USD/TL'nin %0,38 aynı yönde değişimine neden olmaktadır. Regresyondaki sabit terim hem geleneksel hem de geleneksel olmayan dönemde anlamsızdır. O halde USD/TL, PPK gününe tepki vermemekte, ancak alınan kararların içeriğine tepki vermektedir. Kullanılan model, incelenen dönemde USD/TL'deki değişimin %30'unu açıklayabilmektedir. $H_0: \beta_1 = \beta_4$ satırında geleneksel ve geleneksel olmayan politika sürprizlerinin etkilerinin eşitliği hipotezi F-testiyle sınanmakta ve %1 anlamlılık seviyesinde reddedilmektedir. Bu durum geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası döneminde USD/TL'nin tepkisinin farklılaştığı tespitini desteklemektedir. Her iki dönemde faiz kararlarının beklenen kısımlarının etkilerinin eşitliği de sınanmakta ve benzer şekilde reddedilmektedir. White testine göre hata teriminin sabit varyanslı olduğu reddedildiğinden regresyonda güçlendirilmiş standart hatalar kullanılmıştır.

Para politikasının EUR/TL üzerine etkileri USD/TL üzerindeki etkilerine çok benzemektedir. Geleneksel para politikası döneminde sürprizler EUR/TL üzerinde etkisiz iken beklenen faiz değişimleri etkili olmuştur. Geleneksel politika döneminde TCMB'den beklenen 100 baz puanlık faiz artışı PPK gününde EUR/TL'nin %1,9 düşmesine neden olmaktadır. Geleneksel olmayan para politikası döneminde ise bulgular beklentilerle uyumludur. Bu dönemde TCMB'nin 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırması EUR/TL'nin %1 düşmesine neden olmaktadır, faiz değişikliğinin beklenen kısmı ise istatistiksel olarak anlamsızdır. EUR/USD paritesinin tüm örneklemde EUR/TL üzerinde etkili olduğu tespit edilmektedir. Paritenin %1 değerlenmesi EUR/TL'nin de %0,8 yükselmesine neden olmaktadır. Geleneksel ve geleneksel olmayan dönemde sürprizlerin etkisi arasındaki asimetri yapıları yapılan F-testiyle de desteklenmektedir.

BİST 100 endeksi, geleneksel para politikası döneminde sürprizlere ve beklentilere tepki vermemektedir. Yeni para politikası döneminde ise TCMB'nin 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırmasına endeks %0,5 yükselişle tepki vermektedir. Bilindiği üzere faiz ile borsa arasında ters yönlü ilişki olması beklenmektedir, ancak bulgularımız ilişkinin aynı yönlü olduğu yönündedir. Geleneksel olmayan para politikası döneminde faiz artışları piyasa tarafından hisse senetleri için olumsuz haber olarak algılanmamıştır. Geleneksel para politikası döneminde regresyonun sabit terimi %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. O halde geleneksel dönemde BİST 100 Endeksi PPK toplantısı günlerini olumlu algılamış ve PPK günlerinde Endeks %0,59 yükselmiştir. Hisse senedi fiyatlarındaki küresel değişimi temsil eden değişken %1 seviyesinde

anlamlıdır. PPK günlerinde BİST 100, küresel hisse senetlerinden bağımsız hareket etmemektedir. Küresel borsa endekslerindeki %1'lik değişim BİST 100'ün de aynı yönde %1,08 değişmesine neden olmaktadır. Dönemler arasında katsayıların eşitliğini sınıadığımız F-testlerinde ise, sabit terimin her iki dönemde eşitliği reddedilmekteyken politika sürprizlerinin beklentilerinin katsayısının eşitliği reddedilememektedir. Bu durum, para politikası sürprizlerinin etkilerinin dönemsel asimetriler içermediği anlamına gelebileceği gibi, istatistiksel bir kaza sonucunda da meydana gelmiş olabilir. Nitekim BİST Bankacılık Endeksi için yapılan analiz asimetrisi desteklemektedir. BİST 100, para politikasının beklenen kısımlarına tepki vermemektedir.

BİST Bankacılık endeksi hem geleneksel hem de geleneksel olmayan para politikası döneminde sürprizlere istatistiksel olarak anlamlı tepkiler vermektedir. TCMB'nin geleneksel politika döneminde 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırması Bankacılık Endeksi'nin %1,5 düşmesine neden olmaktadırken yeni para politikası döneminde ise endeksin %1,3 yükselmesine neden olmaktadır. Görüldüğü gibi geleneksel dönemde banka hisseleri için olumsuz haber niteliğinde olan sürpriz faiz artırımları, yeni para politikası çerçevesinde olumlu haber niteliğine dönüşmektedir. Para politikası sürprizlerinin katsayılarının eşitliği F-testinde de reddedilmektedir. Para politikasının beklenen kısımları, beklentilere uygun bir şekilde uygun bir şekilde istatistiksel olarak anlamsızdır.

Bu kısımda ulaşılan bulgular ile literatürde diğer araştırmacıların ulaştığı sonuçlar arasında paralellikler olduğu gibi farklı sonuçlar da mevcuttur. Farklılıkların bir nedeni incelenen dönemlerin farklılığı, bir nedeni ise yöntemle ilişkin farklılıklardır. Tezle paralel bir şekilde vaka çalışması yöntemi benimsenen analizlerde, politika sürprizleri genellikle DİBS faizlerinden elde edilmiştir. Ayrıca tezde diğer çalışmalardan farklı olarak modele küresel etkileri de temsil eden değişkenler eklenmiştir. USD/TL için yapılan çalışmalar değerlendirildiğinde, Aktaş v.d. (2009), Özcan (2010), Duran v.d. (2010b) ve Gülşen v.d. (2010) para politikası sürprizlerinin etkisiz olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Tezde de geleneksel para politikası olarak tanımlanan periyot için sürprizlerin istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşıldı. EUR/TL için aynı durum değerlendirildiğinde, Aktaş v.d. (2009), Özcan (2010) ve Duran v.d. (2010b) politika sürprizlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmaktayken tezde geleneksel para politikası döneminde sürprizlerin anlamsız olduğu sonucuna ulaşıldı. Ancak tezde geleneksel olmayan dönem

için ulaşılan para politikası sürprizlerinin EUR/TL üzerindeki etkileri, Aktaş v.d. (2009), Özcan (2010) ve Duran v.d. (2010b)'nin bulgularıyla aynı yönde ve yakın büyüklüktedir.

Hisse senedi endeksleriyle ilgili ulaşılan bulguların literatürdeki çalışmalardan biraz daha ayrıştığı görülmektedir. Tezde geleneksel politika sürprizlerinin BİST 100 endeksi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerine ulaşılmadı. Bu bulgu, Aktaş v.d. (2009) ile Demiralp ve Yılmaz (2010)'ın ulaştığı sonuçlar ile paraleldir. Ancak, Duran v.d (2010a), Şahin (2011) ve Küçükkocaoğlu v.d. (2013)'nin bulgularıyla örtüşmemektedir. Bu araştırmacılara paralel sonuçlar bulan Şerefoglu (2014) ve Gökalp (2017) ise çalışmalarını geleneksel ve geleneksel olmayan şeklinde alt dönemlere ayırmamışlardır. Çalışmada geleneksel olmayan dönemde para politikası sürprizleriyle BİST 100 ve Bankacılık endekslerinin aynı yönlü hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. İncelenen çalışmalarda arasında para politikası sürprizi ile borsa endeksinin aynı yönde hareket ettiği yönünde bir bulguya ulaşılmamaktadır. Tezde geleneksel para politikası döneminde 100 baz puanlık pozitif sürprizin BİST Bankacılık endeksinin %1,5 düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç Küçükkocaoğlu v.d. (2013)'nin Bankacılık endeksi için bulduğu sonuçlar ile aynı yönlü ancak, bulunan katsayı burada bulunan katsayının iki katından fazladır.

Bulgular bir bütün olarak değerlendirildiğinde, geleneksel dönemde sürprizlerin döviz kurunu açıklamada başarısızlığı göze çarpmaktadır. Örneklemdeki geleneksel para politikası dönemi, Küresel Finansal Kriz'in başlangıcı ve en şiddetli periyoduna denk gelmektedir. Bu dönemde politika faizleri gelişmiş ülke merkez bankalarının öncülüğünde aşağı yönlüdür ve TCMB de bu dönemde ardarda onüç toplantıda indirim yapmıştır. Bernanke ve Kuttner (2005)'e göre para politikası sürprizleri gelecek faiz politikası beklentilerini değiştirebildiği ölçüde etkilidir. Bu açıdan düşünüldüğünde, geleneksel para politikası döneminde TCMB sürprizleri, piyasanın tahmin ettiği gelecek politika faizi politikasını revize etmesi için yeterli olmadığı sonucuna ulaşılabılır. Ayrıca bu dönemde TCMB faizleri indirmiş olsa da Türk piyasalarındaki faizler nominal olarak halen daha gelişmiş ülke piyasalarının çok üzerindedir. Bir diğer nokta ise, Türkiye'nin sağlam bankacılık sistemi ve düşük kamu borcu nedeniyle Kriz'den gelişmiş ülkeler kadar etkilenmediğidir. Bu durum piyasa katılımcılarının Türk lirası ile ilgili beklentilerinin daha pozitif bir hal almış olmasına neden olabilir. Bu iki durum

kapsanmamış faiz haddi perspektifinden değerlendirildiğinde, Türk lirasının faiz indirimlerine rağmen daha istikrarlı bir seyir izlemesini açıklayabilir.

Geleneksel dönemde para politikası sürprizlerinin borsa endekslerine olan etkisi işaret olarak beklendiği gibiyse de BİST 100 üzerinde istatistiksel olarak anlamsız, Bankacılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. BİST Bankacılık endeksindeki beklentiye uygun bu görünümün BİST 100'e yansımamış olması merak uyandırıcıdır. Bu durumun bir nedeni kriz dönemlerindeki güvenli limanlara kaçış fenomeninin olabileceği değerlendirilmektedir. Türkiye piyasalarında borsa endeksleri Küresel Finansal Kriz'de bir çöküş yaşamıştır. Bu dönemde TCMB'nin faiz indirimleri, gelecek dönemlere ilişkin firma karlılıklarında pozitif beklentiler oluşturmakta yeterli görülmemiş olabilir. Böylece BİST 100 politika sürprizlerine tepkisiz kalabilir. Bu dönemde BİST Bankacılık endeksi ise politika sürprizlerine beklentiye uygun tepki vermektedir. Bu durum bankacılık sisteminin TCMB faizlerine daha duyarlı yapısından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Bu dönemdeki faiz indirimleri bankacılık sistemi için daha pozitif beklentiler oluşmasına neden olabilir.

Geleneksel olmayan para politikası döneminde politika sürprizlerinin döviz kurlarına etkisinde beklentilere aykırı bir durum yoktur. Geleneksel politika döneminde sürprizlerin etkisiz iken yeni politik çerçevede etkili hale gelmesinde TCMB'nin yeni para politikasının rolünün önemli olduğu değerlendirilmektedir. Yeni çerçevede TCMB'nin finansal istikrar yolundaki ara hedeflerinden biri de döviz kurudur. Dolayısıyla PPK kararı haricinde dışsal faktörlerin minimum olduğu toplantı günlerinde faiz kararları döviz kuru üzerinde beklenen yönde etki edebilmiştir. Bir diğer nokta; bu dönemde TCMB'nin politika faizini değiştirmeden önce zorunlu karşılık ayarlamaları ve fonlama kompozisyonunun değiştirilerek ortalama fonlama faizinin koridorun üst bandına yaklaştırıldığı veya tüm fonlamanın bir hafta vadeli repoya kaydırıldığı bilinmektedir. Bu uygulamalar, piyasanın gelecek toplantıda alınacak faiz kararına ilişkin beklentilerinin daha iyi yönetilmesine imkan tanımakta, sürprizlerin daha etkin olmasına neden olmaktadır. Çünkü bilinmektedir ki; TCMB, kısa süreli bir sıkılaştırma veya gevşeme yapmak isteseydi koridor içinde fonlama kompozisyonunu değiştirerek yapabirdi, ancak bunun yerine politika faizini değiştirmeyi tercih etmektedir. Böylece TCMB, faiz politikasına ilişkin daha güçlü ve ikna edici sinyaller verebilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikası döneminde faiz sürprizlerinin borsa endeksleri üzerindeki etkisi beklentiye aykırı yöndedir. Bu durum geleneksel olmayan para politikası döneminde pozitif sürprizlerin borsa endeksleri için pozitif algılanırken, negatif sürprizlerin endeksler için negatif algılanması nedeniyle olabilir. Geleneksel olmayan para politikası döneminde politika faizlerinin olması gerekenden düşük bırakıldığı yönünde TCMB eleştiriler almaktadır. Bu durumda pozitif sürprizler daha olumlu algılanırken negatif sürprizler olumsuz algılanacaktır.

4.4.3. Pozitif ve Negatif Sürprizlerin Arasındaki Asimetri

4.4.3.1. Model ve veriseti

Bu bölümde TCMB tarafından yapılan pozitif ve negatif faiz sürprizlerinin varlık piyasasına etkileri karşılaştırılacaktır. Bunun için aşağıdaki Model (4.10) tahmin edilecektir.

$$\Delta r_t = \beta_0 D_p + \beta_1 D_n + \beta_2 D_p \Delta i_t^s + \beta_3 D_n \Delta i_t^s + \beta_4 \Delta i_t^b + \beta_5 \Delta X_t + u_t \quad (4.10)$$

Yukarıdaki modelde D_p ve D_n kukla değişkenler olup, D_p pozitif politika sürprizi gününde 1 diğer günlerde ise 0 değerini almakta, D_n ise negatif politika sürprizi günlerinde 1 geri kalan günlerde 0 değerini almaktadır.

TCMB tarafından pozitif politika sürprizi ve negatif politika sürprizi yapılan günlerde değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 6'da verilmektedir.

Tablo 6. Pozitif ve Negatif Para Politikası Sürprizi Günlerinde Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem		Ortalama		Std. Sapma		Minimum		Maksimum	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>Bağımlı Değişkenler</i>										
USD/TL	52	48	-0.12	0.08	1.23	0.94	-4.99	-2.43	1.61	2.68
EUR/TL	52	48	-0.13	-0.02	1.19	1.18	-4.25	-4.29	2.13	2.43
BİST 100	52	48	-0.14	0.10	1.83	2.42	-5.84	-8.83	5.81	8.76
Bankacılık	52	48	-0.12	0.15	2.81	3.11	-6.06	-9.73	11.08	10.47
<i>Açıklayıcı Değişkenler</i>										
Sürpriz	52	48	35	-28	74	29	0	-148	423	0
Beklenen	52	48	5	-31	68	64	-149	-343	313	24
<i>Kontrol Değişkenleri</i>										
DXY	52	48	-0.02	0.09	0.41	0.48	-0.91	-1.31	1.30	1.92
EUR/USD	52	48	0.02	-0.08	0.51	0.61	-1.59	-2.70	1.16	1.46
MSCI ACWI	52	48	-0.14	-0.07	1.05	1.51	-5.02	-6.20	1.83	4.05

(1) Pozitif politika sürprizi günleri

(2) Negatif politika sürprizleri günü

USD/TL'nin pozitif sürpriz günlerinde oynaklığının negatif sürpriz günlerine nazaran daha yüksek olduğu görülmektedir. EUR/TL'nin ise pozitif negatif politika sürprizi günlerinde oynaklığı hemen hemen aynıdır. BİST 100 ve Bankacılık endeksinin ise negatif para politikası sürprizlerindeki oynaklığı pozitif sürpriz günlerinden daha yüksektir. Pozitif politika sürprizlerinin ortalaması 35 baz puandır. Negatif sürprizlerin ortalaması ise -28 baz puandır. Pozitif politika sürprizlerinin oynaklığı negatif politika sürprizlerinden daha yüksektir. Para politikası beklentilerine bakıldığında ise, pozitif politika sürprizi günlerinde ortalama faiz beklentisi 5 baz puan olmuştur. Negatif sürpriz günlerinde bu oran -31 baz puandır. Para politikası beklentilerinin oynaklığı negatif ve pozitif sürpriz günlerinde birbirine yakındır.

Tablo 7'de TCMB tarafından pozitif veya negatif politika sürprizi gerçekleştirilen günlerden oluşan örnekleme varlık fiyatlarının tepkileri incelenmektedir. (1) kolonunda pozitif sürprizlerin etkilerini tahmin eden katsayılar verilmekteyken (2) kolonunda negatif sürprizlerin katsayıları verilmektedir. White ve BP satırlarında sırasıyla White ve Breusch-Pagan değişen varyans testlerinin skorları verilmektedir. $H_0: \beta_0 = \beta_1$ satırında pozitif ve negatif günlerdeki regresyonun sabit teriminin eşitliği, $H_0: \beta_2 = \beta_3$ satırında ise pozitif politika sürprizlerinin etkisinin negatif politika sürprizlerine eşitliği test edilmektedir.

Tablo 7: Pozitif ve Negatif Para Politikası Sürprizlerinin Varlık Fiyatlarına Etkisi

	USD/TL		EUR/TL		BİST 100		BİST Bankacılık	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Sürpriz	-0.012*** (0.001)	0.006 (0.005)	-0.012*** (0.001)	0.006 (0.005)	0.005 (0.003)	-0.005 (0.008)	0.015* (0.008)	-0.009 (0.010)
Beklenen		-0.002 (0.002)		-0.001 (0.002)		-0.001 (0.003)		-0.002 (0.004)
DXY		0.22 (0.254)						
EUR/USD				0.91*** (0.208)				
MSCI ACWI						1.13*** (0.125)		1.21*** (0.233)
Sabit	0.32*** (0.107)	0.17 (0.171)	0.29*** (0.109)	0.19 (0.180)	-0.15 (0.245)	0.02 (0.314)	-0.45 (0.415)	-0.08 (0.492)
Gözlem		100		100		100		100
Düzeltilmiş R ²		0.39		0.44		0.45		0.32
White		37.57***		38.67***		16.62		28.04**
BP		0.01		5.67**		0.00		1.45
$H_0: \beta_0 = \beta_1$		0.61		0.23		0.17		0.35
$H_0: \beta_2 = \beta_3$		13.03***		13.45***		1.26		3.46*

Standard hatalar parantez içinde gösterilmektedir. Sabit varyans, White ve Breusch-Pagan testleriyle sınanmış olup herhangi birinde reddediliyorsa güçlendirilmiş standard hatalar kullanılmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

- (1) Pozitif politika sürprizi günleri
(2) Negatif politika sürprizi günleri

Tablo 7’deki sonuçlara göre, USD/TL pozitif tepkilere istatistiksel olarak anlamlı tepkiler vermekteyken negatif sürprizler için aynı durum söz konusu değildir. TCMB’nin 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırması USD/TL’nin %1,2 düşmesine neden olmaktadır. TCMB’nin pozitif veya negatif sürpriz gerçekleştirdiği tüm günlerde faiz değişikliğinin beklenen kısmına kur tepki vermemektedir. Tüm örnekleme Dolar Endeksi USD/TL üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahip değildir. Dikkat çekici bir nokta, pozitif sürpriz günlerinde sabit terimin istatistiksel olarak anlamlı olmasıdır. Pozitif sürpriz günlerinde USD/TL ortalama olarak %0,32 yükselmektedir. O halde Türk lirasının ABD doları karşısında değer kazanabilmesi için TCMB’nin 26 baz puandan fazla sürpriz sıkılaştırmaya gitmesi gerekmektedir. Pozitif ve negatif sürpriz günlerinde para politikası sürprizlerinin eşitliği %1 seviyesinde reddedilmekteyken sabit terimlerin eşitliği reddedilememektedir.

Önceki analizlerde olduğu burada da EUR/TL'nin tepkileri USD/TL'nin tepkilerine çok benzemektedir. Pozitif politika sürprizlerinin katsayısı -0,012 olup USD/TL'nin tepkisine eşittir. Buna göre TCMB'nin 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırması EUR/TL kurunda %1,2'lik bir düşüşe neden olmaktadır. Beklenen faiz değişimleri istatistiksel olarak anlamsızdır. EUR/USD paritesindeki %1'lik artış EUR/TL'de %0,91'lik yükselişe neden olmaktadır. Pozitif para politikası günlerinde sabit terim %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Her pozitif sürpriz gününde EUR/TL ortalama olarak %0,29 yükselmektedir. Bu durumda TCMB'nin pozitif sürprizlerinin TL'ye Euro karşısında değer kazandırabilmesi için sürprizin büyüklüğü 24 baz puandan daha yüksek olmalıdır. Pozitif ve negatif sürpriz günlerindeki sabit terimlerin eşitliği F-testiyle reddedilemezken politika sürprizlerinin eşitliği reddedilmektedir. Hem USD/TL analizinde hem de EUR/TL analizinde pozitif sürpriz günlerinde sabit terimlerin anlamlı ve sıfırdan büyük olması, piyasanın pozitif sürpriz günlerini olumsuz algılamış olabileceği gibi küçük sıkılaştırmaları yetersiz bulmuş olması nedeniyle de kaynaklanabilir. Bir diğer neden ise TCMB'nin dövizin yükseliş trendine girdiğinde hamle yapması olarak da değerlendirilebilir. Nitekim TCMB'nin 29/01/2014 ve 23/05/2018 tarihlerindeki ara toplantıları Türk lirasının yaşadığı değer kayıpları sonrasında gerçekleşmiştir. TCMB, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde pozitif sıkılaştırmaya gittiği için TL'deki değer kaybını durdurabilmek için ekstradan pozitif sürpriz yapması gerekmektedir.

TCMB'nin pozitif ve negatif politika sürprizlerinin ve beklenen faiz değişimlerinin BİST 100 Endeksi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerine rastlanmamıştır. Hisse senetlerinin küresel performansı tüm örnekleme borsası endeksi üzerinde etkilidir. Buna göre küresel endekslerdeki %1'lik yükseliş BİST 100'de %1,13, Bankacılık endeksinde ise %1,21 oranından yükselişe neden olmaktadır. Bankacılık endeksine baktığımızda ise pozitif politika sürprizlerinin anlamlı olduğunu görmekteyiz. 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırma Bankacılık Endeksi'nin %1,5 artmasına neden olmaktadır. Sürpriz sıkılaştırmalar banka hisseleri için olumlu karşılanmaktadır. Negatif sürprizlerin ise istatistiksel anlamlılığı yoktur. Pozitif ve negatif sürprizlerin katsayıların eşitliği F-testiyle %10 seviyesinde reddedilmektedir.

Bu kısımda ulaşılan bulgular Şahin (2011)'in bulgularıyla benzerlik göstermektedir. TCMB'nin pozitif politika sürprizleri piyasalar üzerinde genel olarak

anlamlyken negatif sűrprizleri ise anlamsızdır. Bu durum, pozitif politika űoklarının daha etkin olduđunu gűstermektedir. TCMB'nin sűrpriz gevűetici adımlarının piyasayı ikna etmekte yetersiz kalmaktadır. Daha önce de belirtildiđi űzere, incelenen dönemde TCMB piyasa aktörleri tarafından faizleri dűűk tutmakla sıklıkla eleűtirilmiűtir. Bu durum, negatif politika űoklarının piyasa tarafından olumsuz algılanırken, pozitif sűrprizlerin ise daha olumlu algılanmasına neden olabilecektir.

SONUÇ

ABD konut piyasalarından çıkarak 2008 yılında tüm dünyaya yayılan Küresel Finansal Kriz, aradan geçen süreye rağmen tezin yazıldığı günler itibarıyla henüz tam anlamıyla atlatılabilmiş değildir. Bu Kriz'in dünyaya verdiği bir ders; fiyat istikrarına odaklanmanın finansal istikrarı sağlamak için yeterli olamayabileceğidir. Kriz sonrasında ekonomik daralmayı hafifletmek ve deflasyonist süreçlerin önüne geçmek isteyen gelişmiş ülke merkez bankaları faizleri tarihi düşük seviyelere indirmiştir. Ancak alışlageldik önlemlerle sorunların üstesinden gelinemeyişi, merkez bankalarını alet çantalarından yeni araçlar çıkarmak zorunda bırakmıştır. Bu araçlar, ülkelere göre adları değişse de genellikle çok düşük –hatta negatif– faiz oranları, büyük miktarlarda kamu ve özel şirketlere ait menkul kıymet alımları ve faizlerin uzun vadeli patikalarına ilişkin güçlü sözel yönlendirmeler olmuştur.

Nispeten daha sağlıklı makroekonomik temelleriyle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerdeki önlemlere ihtiyaç duymamıştır. Ancak gelişmiş ülkelerde alınan tedbirler, gelişmekte olan ülkeleri daha farklı bir noktadan vurmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının aşırı gevşek para politikaları ve niceliksel genişleme adımları, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında şiddetli oynaklıklara neden olmaktadır. Ani sermaye girişleri gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimlerinin temellerden koparak aşırı değerlenmesine ve yüksek kredi genişlemesine yol açmaktadır. Gerek aşırı değerli yerel para, gerek hızlı kredi büyümesi ülkelerin cari dengelerini bozmaktadır. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunlar nedeniyle dış talebin aynı seviyede toparlanamaması, ülkelerin iç ve dış dengelerinin kötüleşmesine neden olmaktadır. Ödemeler dengesi açığının finanse edildiği kalemlerde, uzun vadeli sermaye girişleri veya doğrudan yatırım gibi sağlıklı finansman türlerinden ziyade, kısa vadeli sermaye akımlarının ağırlığının artması gelişmekte olan ülkeler için yeni kırılganlıklar doğurmaktadır. Risk algısının bozularak ani sermaye çıkışlarının yaşanması durumunda, gelişmekte olan ülkelerin “ani duruş” tehlikesiyle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır.

Bu koşullar altında TCMB, 2010 yılı sonrasında finansal istikrarı da gözeten yeni bir para politikası çerçevesi kurgulamıştır. Akademik literatürde genellikle “faiz koridoru”, “geleneksel olmayan para politikası”, “yeni para politikası çerçevesi” olarak

adlandırılan bu yaklaşımda TCMB, döviz kuru ve kredi büyümesi üzerinden oluşturduğu ara hedeflerle finansal istikrarı da korumayı amaçlamaktadır. Yeni yaklaşımda fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirinin alternatifi olduğu bir çerçeve çizilmemektedir. Ancak, fiyat istikrarını gözeten uygulamaların finansal istikrara zarar verebileceği durumların olması nedeniyle, her ikisini de ayrı ayrı gözetecek farklı araçlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu itibarla alet çantasına faiz koridoru, bir hafta vadeli repo faizi, etkin likidite yönetimi ve zorunlu karşılıkları da ekleyen TCMB, fiyat istikrarı hedefinin yanına sermaye girişlerindeki oynaklığı hafifleterek finansal istikrarı sağlamayı da ilave etmiştir.

Şüphesiz finansal istikrar, ilgili diğer kurumların desteği olmadan, sadece TCMB'nin üstesinden gelebileceği bir olgu değildir. Ancak TCMB, kendi perspektifinden finansal istikrara giden yolu bu şekilde tanımlamıştır. Nitekim, düzenleyici ve denetleyici kurumlar da finansal istikrara ilişkin tedbirlerini uygulamışlardır.

Çalışmada, Türkiye'de 2008 – 2019 yılları arasında vaka çalışması yöntemi kullanılarak TCMB'nin faiz kararlarının varlık piyasalarına etkisi araştırılmıştır. Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi bakımından varlık piyasaları ilk basamağı oluşturmaktadır. Politika faizinden başlayan hareket ilk etapta varlık piyasalarında tepkiye neden olacak, sonrasında toplam talep ve üretime uzanarak ekonominin bütününe yayılacaktır. Bu anlamda, varlık fiyatlarındaki değişimleri analiz edebilmek sadece yatırımlarını takip eden piyasa profesyonelleri için değil, aynı zamanda merkez bankaları için de son derece önemlidir. Türkiye'de 2010 sonrasında TCMB'nin geleneksel olmayan para politikasına başvurması, aktarım mekanizmasının işleyişini kavrayabilmenin önemini bir kat daha artırmaktadır. Anlatılan nedenlerle, politika faizinin varlık fiyatlarına etkisi incelenmiştir.

Ulaşılan bulgulara göre TCMB'nin yeni para politikası çerçevesi, 2008 – 2010 döneminde uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi altındaki para politikasına kıyasla varlık fiyatları üzerinde daha etkindir. Geleneksel dönemde TCMB'nin faiz sürprizleri bir günlük olay penceresi içerisinde döviz kurunu değiştiremezken, geleneksel olmayan dönemde kur üzerinde oldukça etkilidir. Bu dönemde 100 baz puanlık sürpriz sıkılaştırma ABD doları ve Euro kurunun %1 değer kaybetmesine neden olmaktadır. Borsa endeksleri üzerinde ise istatistiksel anlamlılık seviyesi biraz daha düşük olmakla beraber, geleneksel olmayan dönemde faiz sürprizleri etkiliyken, geleneksel dönemde

faiz sürprizlerinin etkinliğine ilişkin daha karmaşık sonuçlara ulaşılmıştır. TCMB'nin faiz sürprizleriyle borsa endekslerinin beklentinin aksine, aynı yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna göre 100 baz puanlık geleneksel olmayan para politikası sürprizi BİST 100 endeksinin %0,5, Bankacılık endeksinin ise %1,3 değer kazanmasına yol açmaktadır. Bunun yanında, TCMB'nin sürpriz parasal sıkılaştırmaları sürpriz gevşemelere nazaran varlık fiyatları üzerinde daha etkilidir.

Bulgular, Türkiye ekonomisinde yeni para politikası yaklaşımıyla beraber aktarım mekanizmasında varlık fiyatları kanallarının işlerliğine ilişkin sinyaller vermektedir. Bu sinyaller aktarım mekanizmasının ilk aşamasına ilişkin olup, toplam talep ve üretim üzerinde hangi kanalların faal olduğu konusu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Ancak, meydana gelen makroekonomik gelişmeler perspektifinden TCMB'nin geleneksel olmayan politikasının parasal aktarımdaki başarısı değerlendirildiğinde, ortaya karmaşık bir tablo çıkmaktadır.

Fiyat istikrarı hedefi açısından değerlendirildiğinde TCMB için başarısız bir tablo çizilmektedir. 2012 yılından sonra tüketici enflasyonu TCMB'nin yılsonu hedefinin belirsizlik aralığının üst bandını aşmaktadır. Dahası, 2017'den itibaren yılsonunda tüketici enflasyonu çift hanelerde kalmaktadır.

Finansal istikrar açısından ele alındığında, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikasının başlangıçta oldukça başarılı sonuçlar verdiği görülmektedir. 2010 ve 2011 yıllarında aşırı ısınan ekonomi, alınan tedbirlerle yumuşak inişe geçirilmiş, kredi büyüme hızı yavaşlatılmıştır. 2011 yılında Gayrisafi Yurtiçi Hasılanın %9'una yaklaşan cari işlemler açığı, sonraki yıllarda daha makul seviyelere indirilebilmiştir. Döviz kuru gelişmeleri açısından aynı pozitiflikte bir görünüm söz konusu değildir. Özellikle 2013 yılında Fed'in genişleyici para politikasını azaltacağını açıklamasının ardından Türk lirasında ciddi dalgalanmalar ve değer kayıpları yaşanmıştır. TCMB'nin finansal istikrar için ara hedeflerinden bir olmasına rağmen, Türk lirasında makroekonomik temelleri yansıtmayan fiyat hareketleri meydana gelmiştir. Bu dalgalanmalar fiyat istikrarı hedefinin de sekteye uğramasında rol oynamıştır.

Açıktır ki, belirtilen gelişmelerde TCMB'nin kontrolü dışındaki faktörlerin de payı önemlidir. Bilindiği üzere Türkiye'de gıda ve enerji fiyatları nedeniyle önemli oranda yapısal enflasyon mevcuttur. Nitekim mevsimsellik veya tek seferlik değişimleri

yansıtmayan çekirdek enflasyon göstergelerinde daha olumlu bir seyir hakimdir. Bunun yanında, iç ve dış konjunktürden kaynaklanan negatif şoklar Türkiye ekonomisinde çalkantılara neden olmaktadır. Dolayısıyla, makroekonomik gelişmeleri ortaya çıkan negatif dışsallıklardan arındırarak analiz etmenin, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası yaklaşımındaki kazanımlarına veya kayıplarına daha net bir şekilde ışık tutmada fayda sağlayacağı değerlendirilmektedir.

KAYNAKLAR

- Alp, H., Kara, H., Keleş, G., Gürkaynak, R. ve Orak, M. (2010). “Türkiye’de Piyasa Göstergelerinden Para Politikası Beklentilerinin Ölçülmesi”, *TCMB Çalışma Tebliği, No:10/11*.
- Alper, K., ve Tiryaki, S.T. (2011). “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, *TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2011-08*.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, *TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2012-28*.
- Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli, M. ve Orak, M. (2009). “Türkiye’de para politikasının aktarımı: Para politikasının mali piyasalara etkisi”, *İktisat İşletme ve Finans*, 24 (278) 2009, 9-24.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *TCMB Çalışma Tebliği, No:11/08*.
- Barakchian, M.S. ve Crowe, C. (2013). “Monetary policymatters: Evidence from new shocks data”, *Journal of Monetary Economics*, 60 (2013), 950–966.
- Berge, T.J. ve Cao, G. (2014). “Global Effects of U.S. Monetary Policy: Is Unconventional Policy Different?” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, First Quarter 2014, 65-91.
- Bernanke, B.S. ve Gertler, M. (1995). “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4 (Autumn, 1995), 27-48.
- Bernanke, B.S. ve Kuttner, K.N. (2005). “What Explains the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy?”, *The Journal of Finance*, Vol. LX, No:3, June 2005, 1221-1257.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. ve Ünalımsı, Ü. (2013). “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”, *TCMB Ekonomi Notu, No:2013-20*.
- Bohl, M.T., Siklos, P.L. ve Sonderman, D. (2008). “European Stock Markets and the ECB’s Monetary Policy Surprises”, *International Finance* 11:2, 2008: pp. 117–130.
- Boivin, J., Kiley, M.T. ve Mishkin, F.S. (2010). “How has the monetary transmission mechanism evolved over time?”, *NBER Working Paper Series, No:15879*.
- Bomfim, A.N. (2003). “Pre-announcement effects, news effects, and volatility: Monetary policy and the stock market”, *Journal of Banking & Finance*, 27 (2003) 133–151.
- Bredin, D., Hyde, S. Nitzsche, D. ve O’reilly, G. (2009). “European monetary policy surprises:The aggregate and sectoral stock market response”, *International Journal of Finance and Economics*, 14:156-171 (2009).
- Chuliá, H., Martens, M. ve Van Dijk, D. (2010). “Asymmetric effects of federal funds target rate changes on S&P100 stock returns, volatilities and correlations”, *Journal of Banking & Finance*, 34 (2010), 834–839.
- Cochrane, J.H. ve Piazzesi, M. (2002). “The Fed and interest rates: a high-frequency identification”, *NBER Working Paper, No:8839*.

- Cook, T. ve Hahn, T. (1989). "The effect of changes in the Federal funds rate target on market interest rates in the 1970s", *Journal of Monetary Economics*, 24 (1989), 331–351.
- Craine, R. ve Martin, V. (2003). "Monetary Policy Shocks and Security Market Responses", *University of California at Berkeley Working Paper, Preliminary March 2003*.
- Çelik, Ş., Erer, D., Erer E. ve Güleç T.C. (2014). "TCMB Para Politikası Kararlarındaki Değişimlerin ve TCMB, FED ve ECB Sözlü Yönlendirmelerin BİST 100 Oynaklığı Üzerindeki Etkisinin Analizi (2002-2014)", *Maliye Finans Yazıları*, 2015-(103), 51-84.
- D'Amico, S. ve Farka, M. (2011). "The Fed and the Stock Market: An Identification Based on Intraday Futures Data", *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 29, No. 1 (January 2011), pp. 126-137.
- Demiralp, S. ve Yılmaz, K. (2010). "Para politikası beklentilerinin sermaye piyasaları üzerindeki etkisi", *Tüsiad-Koç University Economic Research Forum Working Paper Series, Working Paper No:1008*.
- Demiralp, S., Kara, H. ve Özlü, P. (2011). "Monetary policy communication under inflation targeting: Do words speak louder than actions?", *TCMB Working Paper, No:11/18*.
- Duran, M., Gürkaynak, R., Özlü, P. ve Ünalmış, D. (2010a). "TCMB Faiz Kararlarının Piyasa Faizleri Ve Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi", *TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2010-8*.
- Duran, M., Özcan, G., Özlü, P. ve Ünalmış, D. (2010b). "Measuring the impact of monetary policy on asset prices in Turkey", *TCMB Working Paper, No:10/17*.
- Ehrman, M. ve Fratscher, M. (2004). "Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, No. 4 (Aug., 2004), pp. 719-737.
- Fausch, J. ve Sigonius, M. (2018). "The impact of ECB monetary policy surprises on the German stock market", *Journal of Macroeconomics*, 55 (2018), 46–63.
- Genç, S. (2010). "Türkiye'de kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranları üzerine etkisi:(2002 – 2009)", Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Glick, R. ve Leduc, S. (2013). "The Effects of Unconventional and Conventional U.S. Monetary Policy on the Dollar", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Research Department, Working Paper*.
- Gökalp, B.T. (2016). "Para politikası kararlarının hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki etkileri", *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Y.2016, C.21, S.4, 1379-1396.
- Gökalp, B.T. (2017). "Beklenen ve Beklenmeyen Para Politikası Kararlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri", *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, (35) 2017, 1-15.
- Gülşen, E., Kanlı, İ.B. ve Kaya, N. (2010). "Küresel Kriz döneminde TCMB'nin faiz kararlarının kur üzerindeki etkisine dair analiz", *TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2010-11*.

- Güneş İnal, D. (2006). “Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Gürkaynak, R.S., Sack, B. ve Swanson, E.T. (2005). “Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 1 No. 1, May 2005, 55-93.
- Haitsma, R., Unalmis, D. ve De Haan, J. (2016). “The impact of the ECB’s conventional and unconventional monetary policies on stock markets”, *Journal of Macroeconomics*, 48 (2016), 101-116.
- Ireland, P.N. (2006). “The Monetary Transmission Mechanism”, *Federal Reserve Bank of Boston Working Papers*, No:06-1.
- Isard, P. (2006). “Uncovered Interest Rate Parity”, *IMF Working Paper*, WP/06/96
- Jahan, S. (2017). “Inflation Targeting: Hold the Line”, *Finance&Development Back to Basics: Economics Concepts Explained*, 2017 International Monetary Fund.
- Kanlı, İ.B. (2013). “Market-Based Measurement of Expectations on Short-Term Rates in Turkey”, *TCMB Working Paper*, No:13/05.
- Kara, A.H. ve Orak M. (2008). *Enflasyon Hedeflemesi*, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul.
- Kara, A.H. (2012). “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, *TCMB Çalışma Tebliği*, No:12/17.
- Kılınç, M. ve Tunç, C. (2014). “Identification of Monetary Policy Shocks in Turkey: A Structural VAR Approach”, *TCMB Working Paper*, No:14/23.
- Kuttner, K. (2001). “Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market”, *Journal of Monetary Economics*, 47 (2001), 523–544.
- Kuttner, K. ve Mosser, P. (2002). “The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions”, *FRBNY Economic Policy Review*, May 2002, 15-26.
- Kontonikas, A., MacDonald, R. ve Saggi, A. (2013). “Stock market reaction to Fed funds rate surprises: State dependence and financial crisis”, *Journal of Banking&Finance*, 37 (2013), 4025-4037.
- Kontonikas, A. ve Kostakis, A. (2013). “On Monetary Policy and Stock Market Anomalies”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 40 (7) & (8), 1009–1042, September/October 2013.
- Küçükkoçaoğlu, G., Ünalmiş, D. ve Ünalmiş, İ. (2013). “How do banks’ stock returns respond to monetary policy committee announcements in Turkey? Evidence from traditional versus new monetary policy episodes”, *TCMB Working Paper*, No:13/30.
- Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). “Reserve Options Mechanism and Computation of Reserve Options Coefficients”, *CBT Research Notes in Economics*, No:2012-33.

- Meltzer, A.H. (1995). "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, Fall 1995, 49-72.
- Mishkin, F.S. (1996). "The Channels of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No:5464.
- Mishkin, F.S. (2001). "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countries", *Policy Research Working Paper*, No:2684.
- Mishkin, F.S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Seventh Edition, Pearson-Addison Wesley.
- Özatatay, F. (2011). "Merkez Bankası'nın yeni para politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç", *İktisat İşletme ve Finans*, Sayı:26 (302) 2011:27-43
- Özatatay, F. (2015). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*, Efil Yayınevi, 4. Basım, Ankara.
- Özcan, G. (2010). Measuring The Impact Of Monetary Policy On The Lira Exchange Rates, Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi Ekonomi Bölümü, Ankara.
- Poole, W., Rasche, R.H. ve Thornton, D.L. (2002). "Market Anticipations of Monetary Policy Actions", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August 2002:65-94.
- Ricci, O. (2015). "The impact of monetary policy announcements on the stock price of large European banks during the financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, 52 (2015), 245–255.
- Rigobon, R. ve Sack, B. (2004). "The impact of monetary policy on asset prices", *Journal of Monetary Economics*, 51 (2004), 1553-1575.
- Roley, V.V. ve Sellon, G.H. (1995). "Monetary policy actions and long-term interest rates", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Fourth Quarter 1995, 73-89.
- Roley, V.V. ve Sellon, G.H. (1998). "Market reaction to monetary policy nonannouncements", *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper* 98-06.
- Rudebusch, G.D. (1998). "Do measures of monetary policy in a VAR make sense?" *International Economic Review*, Vol. 39, No. 4, November 1998, 907-931.
- Rudebusch, G.D. ve Svensson, L.E.O. (1998). "Policy Rules For Inflation Targeting", *NBER Working Paper Series*, No:6512.
- Sellin, P. (2001). "Monetary Policy and the Stock Market: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 15 No.4, 491-541
- Svensson, L.E.O. (1998). "Open-Economy Inflation Targeting", *NBER Working Series*, No:6545.
- Şahin, B.C. (2011). "Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması", TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Şerefoğlu, Ş. (2014). "Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi BİST-100 Endeksine İlişkin Ampirik Bulgular", Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

- Taylor, J.B. (1993). "Discretion versus rules in practice", *Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, J.B. (1995). "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, Fall 1995, 11-26,
- TCMB, (2005). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara.
- TCMB, (2007). *2008 Yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara.
- TCMB, (2008a). *Bankamız Kanununun 4. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Enflasyon Hedefleri ile İlgili Mektup, Sayı:2008-24*, Ankara.
- TCMB, (2008b). *2009 Yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara.
- TCMB, (2009a). *Enflasyon Raporu 2009-1*, Ankara.
- TCMB, (2010a). *Para Politikası Çıkış Stratejisi*, Ankara.
- TCMB, (2010b). *Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı:2010-49*.
- TCMB, (2010c). *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2010-51*.
- TCMB, (2011a). *Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu, Sayı: 2011-55*.
- TCMB, (2011b). *Döviz Rezervlerine ve İlave Zorunlu Karşılık İmkanına İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2011-64*.
- TCMB, (2012a). *Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup, Sayı: 2012-10*.
- TCMB, (2012b). *Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tutulabilmesine İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2012-37*.
- TCMB, (2012c). *Enflasyon Raporu 2012-4*, Ankara.
- TCMB, (2013a). *Parasal Aktarım Mekanizması*, Ankara.
- TCMB, (2013b). *Enflasyon Raporu 2013-2*, İstanbul.
- TCMB, (2014). *Çekirdek Yükümlülöklere Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2014-72*.
- TCMB, (2015a). *Finansal İstikrar, Türkiye 'de Finansal İstikrar Gelişmeleri*
- TCMB, (2015b). *Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritasına İlişkin Duyuru – 18/08/2015*.
- TCMB, (2016a). *Bankamız Kanunu'nun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup, Sayı: 2016-06*.
- TCMB, (2016b). *Enflasyon Raporu 2016-3*, Ankara.
- TCMB, (2018a). *Para Politikası Operasyonel Çerçevesine İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2018-21*.
- TCMB, (2018b). *Enflasyon Raporu 2018-1*, Ankara.
- TCMB, (2019). *Türk Lirası İşlemleri Uygulama Talimatı*, Ocak 2019, Piyasalar Genel Müdürlüğü.

TCMB, (2020). *Bankamız Kanunu'nun 42. Maddesi Uyarınca Hükûmete Gönderilen Açık Mektup, Sayı:2020-06.*

Wright, J.H. (2012). "What does monetary policy do to long-term interest rates at the zero lower bound?", *The Economic Journal*, November 2012, 447-466.

EK

Tablo 8. Faiz Kararları, Beklentiler ve Sürprizler

Toplantı Günü	Olay Penceresi Başlangıcı	Olay Penceresi Bitişi	Gerçekleşen	Beklenen	Sürpriz
17.01.2008	17.01.2008	18.01.2008	-25	-35	10
14.02.2008	14.02.2008	15.02.2008	-25	0	-25
19.03.2008	19.03.2008	20.03.2008	0	0	0
17.04.2008	17.04.2008	18.04.2008	0	-2	2
15.05.2008	15.05.2008	16.05.2008	50	9	41
16.06.2008	16.06.2008	17.06.2008	50	20	30
17.07.2008	17.07.2008	18.07.2008	50	37	13
14.08.2008	14.08.2008	15.08.2008	0	0	0
18.09.2008	18.09.2008	19.09.2008	0	1	-1
22.10.2008	22.10.2008	23.10.2008	0	-7	7
19.11.2008	19.11.2008	20.11.2008	-50	-23	-27
18.12.2008	18.12.2008	19.12.2008	-125	-48	-77
15.01.2009	15.01.2009	16.01.2009	-200	-53	-148
19.02.2009	19.02.2009	20.02.2009	-150	-54	-96
19.03.2009	19.03.2009	20.03.2009	-100	-81	-19
16.04.2009	16.04.2009	17.04.2009	-75	-51	-24
14.05.2009	14.05.2009	15.05.2009	-50	-43	-7
16.06.2009	16.06.2009	17.06.2009	-50	-12	-38
16.07.2009	16.07.2009	17.07.2009	-50	-28	-23
18.08.2009	18.08.2009	19.08.2009	-50	-37	-13
17.09.2009	17.09.2009	18.09.2009	-50	-30	-20
15.10.2009	15.10.2009	16.10.2009	-50	-32	-18
19.11.2009	19.11.2009	20.11.2009	-25	-14	-11
17.12.2009	17.12.2009	18.12.2009	0	0	0
14.01.2010	14.01.2010	15.01.2010	0	0	0
16.02.2010	16.02.2010	17.02.2010	0	0	0
18.03.2010	18.03.2010	19.03.2010	0	0	0
13.04.2010	13.04.2010	14.04.2010	0	-1	1
18.05.2010	18.05.2010	20.05.2010	0	0	0
17.06.2010	17.06.2010	18.06.2010	0	0	0
15.07.2010	15.07.2010	16.07.2010	0	0	0
19.08.2010	19.08.2010	20.08.2010	0	-1	1
16.09.2010	16.09.2010	17.09.2010	0	5	-5
14.10.2010	14.10.2010	15.10.2010	0	0	0
11.11.2010	11.11.2010	12.11.2010	0	-1	1
16.12.2010	16.12.2010	17.12.2010	-50	-51	1
20.01.2011	20.01.2011	21.01.2011	-25	-33	8
15.02.2011	15.02.2011	16.02.2011	0	-18	18

23.03.2011	23.03.2011	24.03.2011	0	4	-4
21.04.2011	21.04.2011	22.04.2011	0	-20	20
25.05.2011	25.05.2011	26.05.2011	0	-3	3
23.06.2011	23.06.2011	24.06.2011	0	0	0
21.07.2011	21.07.2011	22.07.2011	0	-1	1
4.08.2011	4.08.2011	5.08.2011	-50	-1	-49
23.08.2011	23.08.2011	24.08.2011	0	0	0
20.09.2011	20.09.2011	21.09.2011	0	-3	3
20.10.2011	20.10.2011	21.10.2011	350	205	145
23.11.2011	23.11.2011	24.11.2011	0	-6	6
22.12.2011	22.12.2011	23.12.2011	0	-3	3
24.01.2012	24.01.2012	25.01.2012	0	8	-8
21.02.2012	21.02.2012	22.02.2012	-100	-56	-44
27.03.2012	27.03.2012	28.03.2012	0	-2	2
18.04.2012	18.04.2012	19.04.2012	0	0	0
29.05.2012	29.05.2012	30.05.2012	0	0	0
21.06.2012	21.06.2012	22.06.2012	0	0	0
19.07.2012	19.07.2012	20.07.2012	0	4	-4
16.08.2012	16.08.2012	17.08.2012	0	0	0
18.09.2012	18.09.2012	19.09.2012	-150	-142	-8
18.10.2012	18.10.2012	19.10.2012	-50	-50	0
20.11.2012	20.11.2012	21.11.2012	-50	-56	6
18.12.2012	18.12.2012	19.12.2012	-25	-9	-16
22.01.2013	22.01.2013	23.01.2013	-25	-14	-11
19.02.2013	19.02.2013	20.02.2013	-25	-2	-23
26.03.2013	26.03.2013	27.03.2013	-100	-149	49
16.04.2013	16.04.2013	17.04.2013	-50	24	-74
16.05.2013	16.05.2013	17.05.2013	-50	-25	-25
18.06.2013	18.06.2013	19.06.2013	0	0	0
23.07.2013	23.07.2013	24.07.2013	75	75	0
20.08.2013	20.08.2013	21.08.2013	50	1	49
17.09.2013	17.09.2013	18.09.2013	0	-1	1
23.10.2013	23.10.2013	24.10.2013	0	4	-4
19.11.2013	19.11.2013	20.11.2013	0	-6	6
17.12.2013	17.12.2013	18.12.2013	0	-4	4
21.01.2014	21.01.2014	22.01.2014	0	-13	13
29.01.2014	28.01.2014	29.01.2014	425	313	113
18.02.2014	18.02.2014	19.02.2014	0	-1	1
18.03.2014	18.03.2014	19.03.2014	0	0	0
24.04.2014	24.04.2014	25.04.2014	0	-5	5
22.05.2014	22.05.2014	23.05.2014	-50	0	-50
24.06.2014	24.06.2014	25.06.2014	-75	-45	-30
17.07.2014	17.07.2014	18.07.2014	-50	-24	-26

27.08.2014	27.08.2014	28.08.2014	-75	-73	-2
25.09.2014	25.09.2014	26.09.2014	0	-120	120
23.10.2014	23.10.2014	24.10.2014	0	-17	17
20.11.2014	20.11.2014	21.11.2014	0	-15	15
24.12.2014	24.12.2014	25.12.2014	0	7	-7
20.01.2015	20.01.2015	21.01.2015	-50	-51	1
24.02.2015	24.02.2015	25.02.2015	-25	2	-27
17.03.2015	17.03.2015	18.03.2015	0	0	0
22.04.2015	22.04.2015	24.04.2015	0	-2	2
20.05.2015	20.05.2015	21.05.2015	0	0	0
23.06.2015	23.06.2015	24.06.2015	0	0	0
23.07.2015	23.07.2015	24.07.2015	0	-3	3
18.08.2015	18.08.2015	19.08.2015	0	-12	12
22.09.2015	22.09.2015	28.09.2015	0	0	0
21.10.2015	21.10.2015	22.10.2015	0	0	0
24.11.2015	24.11.2015	25.11.2015	0	0	0
22.12.2015	22.12.2015	23.12.2015	0	0	0
19.01.2016	19.01.2016	20.01.2016	0	-11	11
23.02.2016	23.02.2016	24.02.2016	0	0	0
24.03.2016	24.03.2016	25.03.2016	-25	-10	-15
20.04.2016	20.04.2016	21.04.2016	-50	-18	-32
24.05.2016	24.05.2016	25.05.2016	-50	-5	-45
21.06.2016	21.06.2016	22.06.2016	-50	0	-50
19.07.2016	19.07.2016	20.07.2016	-25	0	-25
23.08.2016	23.08.2016	24.08.2016	-25	-16	-9
22.09.2016	22.09.2016	23.09.2016	-25	3	-28
20.10.2016	20.10.2016	21.10.2016	0	0	0
24.11.2016	24.11.2016	25.11.2016	25	-2	27
20.12.2016	20.12.2016	21.12.2016	0	2	-2
24.01.2017	24.01.2017	25.01.2017	100	81	19
16.03.2017	16.03.2017	17.03.2017	75	17	58
26.04.2017	26.04.2017	27.04.2017	50	7	43
15.06.2017	15.06.2017	16.06.2017	0	0	0
27.07.2017	27.07.2017	28.07.2017	0	0	0
14.09.2017	14.09.2017	15.09.2017	0	0	0
26.10.2017	26.10.2017	27.10.2017	0	-1	1
14.12.2017	14.12.2017	15.12.2017	50	13	37
18.01.2018	18.01.2018	19.01.2018	0	0	0
7.03.2018	7.03.2018	8.03.2018	0	0	0
25.04.2018	25.04.2018	26.04.2018	75	5	70
23.05.2018	23.05.2018	24.05.2018	300	23	277
7.06.2018	7.06.2018	8.06.2018	125	0	125
24.07.2018	24.07.2018	25.07.2018	0	3	-3

13.09.2018	13.09.2018	14.09.2018	625	202	423
25.10.2018	25.10.2018	26.10.2018	0	0	0
13.12.2018	13.12.2018	14.12.2018	0	-2	2
16.01.2019	16.01.2019	17.01.2019	0	2	-2
6.03.2019	6.03.2019	7.03.2019	0	0	0
25.04.2019	25.04.2019	26.04.2019	0	0	0
12.06.2019	12.06.2019	13.06.2019	0	0	0
25.07.2019	25.07.2019	26.07.2019	-425	-343	-82
12.09.2019	12.09.2019	13.09.2019	-325	-256	-69

