

**MERKEZ BANKALARININ PARA POLİTİKALARININ
TASARIMINDA İLETİŞİM POLİTİKALARININ ÖNEMİ
VE BEKLEYİŞLERİN YÖNETİMİ**

Zeynep Özge YETKİN

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim Genel Müdürlüğü
Ankara, Aralık 2005

**MERKEZ BANKALARININ PARA POLİTİKALARININ
TASARIMINDA İLETİŞİM POLİTİKALARININ ÖNEMİ
VE BEKLEYİŞLERİN YÖNETİMİ**

Zeynep Özge YETKİN

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Ümit ÖZLALE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim Genel Müdürlüğü
Ankara, Aralık 2005

ÖNSÖZ

Bu çalışmadaki katkılarından dolayı danışmanım Yrd. Doç. Dr. Ümit Özlale'ye teşekkürlerimi sunarım.

Çalışmanın hazırlanmasında her aşamada, özellikle istatistiksel bölümde yapıcı öneri ve eleştirileriyle çalışmanın daha kapsamlı ve sağlıklı olmasına sağladıkları katkılardan dolayı Kamuoyu ile İlişkiler Müdürü İlhan Koçaker'e ve çalışma arkadaşım Tangül Hınçal'a teşekkürlerimi sunarım.

Merkez bankalarının para politikalarının tasarımında iletişim politikalarının ve bekleyişlerin yönetiminin artan önemi çerçevesinde bu çalışmanın ileride yapılacak çalışmalara bir başlangıç teşkil etmesi ve bu alandaki çalışmalarını teşvik ederek bu konudaki iktisat yazınına katkıda bulunmasını dilerim.

Tüm bu süreç boyunca bana destek olan başta ailem; annem, babam ve kız kardeşim olmak üzere çalışma arkadaşlarıma da ayrıca teşekkür ederim.

Zeynep Özge YETKİN

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
GRAFİK LİSTESİ.....	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	viii
KISALTMA LİSTESİ.....	ix
EK LİSTESİ.....	x
ÖZET.....	xi
ABSTRACT.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İKTİSAT YAZININDA ŞEFFAFLIK.....	12
1.1. Şeffaflık: Kavramsal Çerçeve.....	12
1.2. Şeffaflık: Para Politikasının Etkinliği.....	15
1.3. Şeffaflık: Bekleyişlerin Yönetimi.....	19
1.4. Şeffaflık – Ampirik Çalışmalar.....	22
1.4.1. Şeffaflığın Ölçülmesi ve Şeffaflığın Makroekonomik Büyüklükler Üzerindeki Etkileri.....	22
1.4.2. Şeffaflık ve Finans Piyasaları Üzerindeki Etkileri.....	27
1.5. Genel Bulguların Özetlenmesi.....	33

İKİNCİ BÖLÜM

İLETİŞİM POLİTİKALARININ ÖNEMİ.....	35
2.1. Kurumsal Politika Çerçevesi.....	36
2.1.1. Bağımsızlık, Hesap Verebilirlik ve İletişim Politikaları.....	36
2.1.2. Güvenilirlik ve İletişim Politikaları.....	38
2.2. Para Politikasının Etkinliği.....	39
2.2.1. Uyumlu ve Akılcı Bekleyişler Teorileri.....	40
2.2.2. Akılcı Bekleyişler: Politika Yansımaları.....	41

2.2.3. Bekleyişlerin Yönetimi ve İletişim Politikası.....	47
2.2.3.1. Kısa Vadede Bekleyişlerin Yönetilmesi: Öngörülebilirliğin Artırılması.....	48
2.2.3.2. Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi: Tutarlılık	52
2.3. Sonuç	55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İLETİŞİM STRATEJİLERİ	57
3.1. İletişim Stratejilerindeki Benzerlik ve Farklılıkların Değerlendirilmesi	58
3.2. İletişim Stratejileri: Zorluklar ve Fırsatlar ile Yapılması Gerekenler	63
3.3. Döviz Kuru Politikaları Kapsamında İletişim Stratejileri	69
3.4. Sonuç	75

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA İLETİŞİM POLİTİKASI VE BEKLEYİŞLERİN YÖNETİMİ	77
4.1. TCMB'de İletişim Politikalarının ve Bekleyişlerin Yönetiminin Tarihsel Gelişimi: Kurumsal Tasarım	77
4.1.1. Kurumsal Tasarım Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi	78
4.1.2. Kurumsal Tasarım Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı ve Sonrası	81
4.2. TCMB'de İletişim Politikalarının ve Bekleyişlerin Yönetiminin Tarihsel Gelişimi: Politika Uygulamaları.....	87
4.2.1. Para Politikası Uygulamaları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi	87
4.2.2. Para Politikası Uygulamaları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı ve Sonrası	91
4.3. İletişim Politikası Araçları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi	99
4.3.1. İletişim Araçları: Basın Duyuruları.....	100
4.3.1.1. İletişim Araçları: Basın Duyuruları – Döviz Kuru Politikası	102
4.3.1.2. İletişim Araçları: Basın Duyuruları – Enflasyon ve Kısa Vadeli Faiz Oranları	105
4.3.2. Diğer İletişim Araçları.....	114
4.4. Sonuç	120

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA ŞEFFAFLIK VE İLETİŞİM POLİTİKALARI İLE BEKLEYİŞLERİN YÖNETİMİNİN ÖLÇÜLMESİ 121

- 5.1. TCMB'nin Şeffaflığının Ölçülmesi 121
- 5.2. TCMB'nin Artan Şeffaflığı ve Bekleyişlerin Yönetimi 127
 - 5.2.1. Kısa Vadede Bekleyişlerin Yönetimi: Öngörülebilirlik 128
 - 5.2.2. Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi 150
- 5.3. Sonuç ve Değerlendirmeler 153

ALTINCI BÖLÜM

- SONUÇ VE ÖNERİLER..... 155**
- KAYNAKÇA 163**
- EKLER 171**

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 2.1. Tahmin Edilen ve Tahmin Edilmeyen Genişletici Politikalara Verilen Tepkiler	44
Tablo 2.2. Tahmin Edilen ve Tahmin Edilmeyen Dezenflasyon Politikalarına Verilen Tepkiler	45
Tablo 3.1. Merkez Bankalarınca Sağlanan Bilgi.....	59
Tablo 3.2. Müdahale Stratejilerine, Müdahalelere İlişkin Bilgi ve Yıllık Raporlardaki Bilgiler	74
Tablo 4.1. TCMB Yayınları.....	117
Tablo 5.1. TCMB Şeffaflığı.....	126
Tablo 5.2. Para Piyasalarında Oynaklık.....	129
Tablo. 5.3. Piyasalar Tarafından Öngörülemez Kararlar (3. – 4. – 5. Göstergelere Göre)	140
Tablo 5.4. Reuters Faiz Değişikliği Beklenti Anketi (puan).....	146
Tablo 5.5. Cnbc-e Faiz Değişikliği Beklenti Anketi (puan).....	147

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 3.1. Piyasaların Para Politikası Tahmin Hataları	63
Grafik 4.1. Enflasyon ve Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	82
Grafik 4.2. Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon (Eylül 2005 itibarıyla)	83
Grafik 4.3. Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri ve Hedef.....	94
Grafik 4.4. En Düşük ve En Yüksek Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri ve Hedef.....	94
Grafik 4.5. Döviz Kurundan Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi.....	96
Grafik 4.6. Faizler.....	99
Grafik 5.1. 1. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)	131
Grafik 5.2. 1. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)	132
Grafik 5.3. 2. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)	133
Grafik 5.4. 2. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)	134
Grafik 5.5. 3. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)	135
Grafik 5.6. 3. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)	136
Grafik 5.7. 4. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)	137
Grafik 5.8. 4. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)	138
Grafik 5.9. 5. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)	139

Grafik 5.10. 5. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2).....	139
Grafik 5.11. TCMB'nin Faiz Değişiklikleri ile Faiz Değişikliklerine İlişkin Bekleyişler Arasındaki Fark	148
Grafik 5.12. TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları ile Beklenen Faiz Oranları Arasındaki Fark (basit).....	149
Grafik 5.13. Gösterge DİBS Faiz Oranları ile Beklenen Faiz Oranları Arasındaki Fark (bileşik)	150
Grafik 5.14. Yıl Sonu Para Piyasası Gecelik Yıllık Basit Faiz Oranı Beklentisi ve TCMB Faiz Oranları	151
Grafik 5.15. Yıl Sonu Hazine İhalesi Üç Aylık Yıllık Faiz Oranı Beklentisi ve Gösterge DİBS Faiz Oranları	152

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1.1. Para Politikası ve İletişim	13
Şekil 1.2. Şeffaflık İçin Kavramsal Bir Çerçeve	24

KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIS	: Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
CBRT	: Central Bank of the Republic of Turkey (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
Fed	: Board of Governors of the Federal Reserve System (ABD Merkez Bankası)
FOMC	: Federal Open Market Committee (Federal Açık Piyasa İşlemleri Komitesi)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
PPK	: Para Politikası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek 1. Bazı Merkez Bankalarının Politika Kararlarının İletişimi.....	172
Ek 2. TCMB Teşkilat ve Görevleri Esas Yönetmeliği.....	179
Ek 3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim Araçları (2005).....	183
Ek 4. TCMB'nin Döviz Piyasalarına Müdahalesine İlişkin Bir Karikatür.....	185
Ek 5. Merkez Bankalarının Şeffaflığının Ölçülme Yöntemi.....	186
Ek 6. TCMB Faiz Oranları (Gecelik, yüzde).....	191

ÖZET

Son zamanlarda merkez bankaları, para politikalarının tasarımlarında iletişim politikalarına ve bekleyişlerin yönetimine giderek artan oranda önem vermektedir. Bu çalışma da etkin bir iletişim politikasının önemini çeşitli açılardan incelemekte ve bu kapsamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin iletişim politikalarını değerlendirmekte, şeffaflık ve bekleyişlerin yönetimini ölçmektedir.

Bu genel çerçeveye altında iletişim politikalarının önemi ilk olarak kurumsal politika çerçevesinden incelenmektedir. Bu kapsamda bağımsızlık, hesap verebilirlik ve güvenilirlik kavramlarının etkin iletişim politikası ile ilişkisi üzerinde durulmaktadır. İletişim politikalarının önemi ikinci olarak bekleyişlerin yönetimi kapsamında para politikasının etkinliğini artırması çerçevesinden incelenmektedir. Kısa vadede bekleyişlerin yönetilmesi öngörülebilirliğin artırılması bağlamında, uzun vadede bekleyişlerin yönetilmesi de enflasyona ilişkin bekleyişlerin hedeflerle tutarlılığı ve aktarım mekanizmasının gelişmesi çerçevesinde irdelenmektedir.

Etkin bir iletişim politikasının önemli olduğu gerçeği, hem etkin bir iletişim stratejisi oluşturulması sürecinde merkez bankalarının karşılaştıkları zorlukları hem de bu stratejilerdeki benzerlik ve farklılıkların araştırılmasını gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada döviz kuru politikalarına ilişkin stratejiler de dahil olmak üzere çeşitli iletişim stratejileri incelenmiştir.

Tüm bu değerlendirmeler ışığında, TCMB'nin iletişim politikaları hem kurumsal hem de politika uygulamaları çerçevesinden 2001 yılı öncesi ve sonrası olmak üzere ayrı dönemler için değerlendirilmektedir. Bu kapsamda kurumsal tasarım açısından, TCMB'de özellikle 2001 yılı ve sonrası dönemde önemli gelişmeler olduğu görülmektedir. Elde edilen araç bağımsızlığı, beraberinde hesap verebilirlik ve şeffaflık kavramlarını da getirmiş ve iletişim

politikalarının TCMB politikalarının merkezinde yer almasını sağlamıştır. Politika uygulamaları kapsamında da 2001 yılı öncesinde TCMB'nin genel olarak, dünyadaki uygulamalar paralelinde, belirgin bir iletişim stratejisi izlemediği, ancak 2000 yılı enflasyonla mücadele programı çerçevesinde bugünkü anlamda olmasa da şeffaflık ve beklendişlerin yönetimi kavramlarına önem vermeye başladığı görülmektedir. 2001 yılı ve sonrasında ise özellikle örtük enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında iletişim politikalarının ağırlığı giderek artmıştır.

TCMB'nin kullandığı iletişim araçları ise, döviz kuru politikası ile enflasyon ve kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin yapılan basın duyuruları ve diğer iletişim araçları kapsamında incelenmiştir. Bu bağlamda, duyuruların şekil, içerik ve söylem açısından gelişimi incelenmiştir.

Bunlara ek olarak, TCMB'nin şeffaflığı ve beklendişlerin yönetimi istatistiksel olarak da incelenmiştir. Bu kapsamda ilk olarak TCMB'nin şeffaflığı bir endeks yardımıyla ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlar, TCMB'nin şeffaflığının 2001 yılı sonrası dönemde önemli ölçüde artmış olduğunu göstermektedir. İkinci olarak, artan şeffaflığın kısa vadedeki etkisi TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliği çerçevesinde ölçülmüştür. Bu amaçla beş gösterge tanımlanmış ve bu göstergelerin sınırları dışına çıkan faiz hareketlerinin, piyasalarda sürpriz etkisi yarattığı, diğer bir ifadeyle öngörülemediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çeşitli anket verileri de kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, 2005 yılı başından itibaren öngörülebilirlik önemli ölçüde artmıştır. Artan şeffaflığın uzun vadedeki etkisi ise TCMB Beklenti Anketi verileri ile ölçülmüştür. Buradan elde edilen sonuçlara göre de, Irak Savaşı'nın yaşandığı 2003 yılı hariç, beklentilerle gerçekleştirmeler oldukça uyumlu bir seyir izlemiştir.

Anahtar Kelimeler: İletişim Politikası, Beklendişlerin Yönetimi, Öngörülebilirlik, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

ABSTRACT

Lately, central banks have started to give an increasing importance to communication policies and management of expectations in the design of their monetary policies. This study examines the importance of communication policies from several aspects and assesses the communication policy of the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) and measures its transparency and management of expectations.

Under this general framework, the importance of communication policies is analyzed first in the framework of institutional policy. In this context, the relation of communication policy with the concepts of independence, accountability and transparency is discussed. Second, the importance of communication policy is analyzed in the framework of effectiveness of monetary policy in relation to expectations' management. The issue of expectations' management in the short-term is studied within the perspective of predictability. On the other hand, expectations' management in the long-run is studied within the perspective of consistency of inflation expectations with targets and the development of transmission mechanism.

The fact that an effective communication policy is important makes necessary to discuss both the challenges that central banks face during the process of design of a communication strategy and similarities and differences between these strategies. Thus, several communication strategies, including that of exchange rate policies are discussed.

In light of all these assessments, communication policy of the CBRT is analyzed in terms of both institutional and policy implementations for the periods before 2001 and after that. In terms of institutional aspect, quite important developments are observed in the year 2001 and after. The instrumental independence paved the way for the concepts of accountability and

transparency and put the communication policies at the center of CBRT's policies. In terms of policy implementations, before 2001, it has been observed that the CBRT did not follow a specific communication strategy, which is in line with the global trends. However, although not in today's sense, the CBRT started to give importance to transparency and management of expectations together with the beginning of the Disinflation Program for the year 2000. In the year 2001 and after, especially with the implementation of implicit inflation targeting regime, the weight of communication policy has increased.

The communication tools of the CBRT are analyzed under the framework of both press releases on exchange rate policy, short-term interest rates, inflation and outlook and other tools. In fact, the developments of press releases are examined in the context of writing, content and method.

In addition, the CBRT's transparency and its management of expectations are measured statistically. First, the transparency is measured by an index and the results indicate a substantial improvement after 2001. Second, the effect of the increasing transparency in the short-term is measured in the framework of predictability. For this purpose, five benchmarks are defined and the movement of interest rates above these benchmarks is accepted as a surprise to markets, implying unpredictability. Various survey data are used to measure predictability in the short-term, as well. The results indicate that the predictability has increased considerably since the beginning of 2005. The effect of the increasing transparency in the long-term is measured by the Survey of Expectations of the CBRT. The results of this analyze indicate the consistency between the expectations and the realizations, except in the year 2003, during the Iraqi War.

Key Words: Communication Policy, Management/Anchor of Expectations, Predictability, Central Bank of the Republic of Turkey.

GİRİŞ

Dünya genelindeki eğilime bakıldığında, yaklaşık son on beş yıldır giderek artan sayıda merkez bankasının iletişim politikalarına ve bekleyişlerin yönetimine artan oranlarda önem vermeye başladığı görülmektedir. Bu da, günümüzde merkez bankalarının iletişim politikaları ve şeffaflık yönündeki stratejilerini para politikaları kadar tartışılan bir konu haline getirmiştir. Aslında piyasa katılımcıları geçmişten beri para politikasının gelecekte izleyeceği seyri, tüm ipuçlarını değerlendirerek tahmin etmeye çalışmaktadır. Ancak geçmişte merkez bankalarının uyguladıkları politikalar hakkında piyasayı ve kamuoyunu bilgilendirme yönünde bir tutumlarının olmadığı, hatta uygulamalarını gizlilik içinde yürütmeleri gerektiği görüşünün kabul edildiği görülmektedir.

Bugün ise merkez bankalarının iletişim politikalarının etkin para politikasının bir parçası olduğu görüşü genel kabul gören bir görüş haline gelmiştir. Bu, kısmen kurumsal politika çerçevesi ile ilişkilidir. Demokratik toplumlarda kurumsal politika çerçevesinin tasarımında merkez bankası bağımsızlığı kavramının toplumun yaşam standardının yükseltilmesiyle yakından ilişkili olduğu görülmektedir. Bağımsızlık ise beraberinde çeşitli sorumluluklar getirmekte olup, bu sorumluluğun bir sonucu hesap verebilirlik olarak ortaya çıkmaktadır. Hesap verebilirlik ise, bir yandan şeffaflığı ve etkin bir iletişim politikasını gerekli kılarken, diğer yandan şeffaflık ve etkin bir iletişim politikası da, merkez bankasının bağımsızlığını kuvvetlendiren bir özelliğe sahiptir. Dolayısıyla bağımsızlık, hesap verebilirlik, şeffaflık ve iletişim kavramları birbiriyle sıkı bir ilişki içindedir.

İletişim politikalarının etkin para politikasının bir parçası olduğu görüşünün bir diğer dayanağı da, bekleyişlerin yönetiminin önemi çerçevesinde ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda, şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi, para politikasının doğru olarak tahmin edilebildiği ve öngörülebilir olduğu ölçüde etkin olacağı görüşüyle bağlantılıdır. Öte yandan, para politikası aracı olarak faiz

oranını seçen merkez bankaları aslında piyasada borçlanma ve yatırım kararları alınırken dikkate alınan faiz oranlarını değil, sadece kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, merkez bankaları sadece kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilmekte iken, para politikası aktarım mekanizması ve bir bütün olarak ülke ekonomisi açısından önemli olan unsur, uzun vadeli faiz oranlarıdır. Dolayısıyla kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki çerçevesinde etkin bir iletişim politikası, finans piyasalarının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin daha doğru tahminler yapabilmesine imkan tanıyarak hem piyasalardaki riskin azalmasını hem de para politikasının daha öngörülebilir, dolayısıyla da daha etkin olmasını sağlamaktadır.

Bekleyişlerin yönetiminin önemi ve bu kapsamda iletişim politikaların rolünün ön plana çıkmasıyla beraber, söz konusu politikalar ve buna paralel olarak şeffaflık kavramı giderek artan oranda çalışma konusu olmuştur. Ancak Türkiye’de bu alanda yapılan çalışmaların oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla “Merkez Bankalarının Para Politikaları Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi” başlıklı uzmanlık tezinin, hem bu konuda Türkiye’de yapılacak olan çalışmalara bir başlangıç teşkil etmesi ve bu alandaki çalışmaları teşvik ederek bu konudaki iktisat yazınına katkıda bulunulması, hem de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda bu alanda kaydedilen gelişmelerin değerlendirilerek ileride yapılması gerekenlere bir ışık tutması amaçlanmıştır.

Bu kapsamda Birinci Bölüm’de bu alanda yapılan çalışmalar “İktisat Yazınında Şeffaflık” başlığı altında yer almaktadır. Bu bölümde yazın beş başlık altında değerlendirilmektedir. İlk olarak, iletişim politikalarının bir yansıması olan şeffaflık kavramı kavramsal bir çerçevede incelenmekte ve şeffaflığı tanımlayan çalışmalar irdelenmektedir. İkinci olarak, şeffaflık ve iletişim politikaları para politikasının etkinliği çerçevesinde incelenmekte; şeffaflığın para politikasının etkinliğini artırıp artırmadığını analiz eden çalışmalar değerlendirilmektedir. Üçüncü olarak ise, şeffaflığı bekleyişlerin yönetimi çerçevesinden değerlendiren

çalışmalar incelenmektedir. Dördüncü olarak ise şeffaflık üzerine yapılmış ampirik çalışmalar iki başlık altında değerlendirilmektedir. Bunlardan ilki, şeffaflığı ölçmeye ve makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkilerini araştırmaya dayalı çalışmaları; ikincisi ise şeffaflığın finans piyasaları üzerindeki etkilerini ölçmeye çalışan çalışmaları kapsamaktadır. Son olarak, tüm bu incelemeler ışığında elde edilen bulgular özetlenmektedir.

İktisat yazınında şeffaflığın ardından gelen “İletişim Politikalarının Önemi” başlıklı İkinci Bölüm, iletişim politikalarının ve artan şeffaflığın önemini iki açıdan incelemektedir. İlk olarak, iletişim politikalarının önemi kurumsal politika çerçevesinin oluşturulması kapsamında bağımsızlık, hesap verebilirlik ve güvenilirlik kavramları açısından, diğer bir ifadeyle politik açıdan ele alınmaktadır. İkinci olarak ise, iletişim politikalarının önemi para politikasının etkinliğini artırması kapsamında ekonomik açıdan incelenmektedir. Bu çerçevede bekleyişlere yönelik uyumlu ve akılcı bekleyiş teorileri, bu teorilerin politika yansımaları ve bekleyişlerin yönetiminin kısa ve uzun vadedeki önemi çeşitli açılardan değerlendirilmektedir. Kısa vadede bekleyişlerin yönetimi, para politikası kararlarının öngörülebilirliğini artırarak bir yandan finans piyasalarında riskin ve oynaklığın azalmasına, diğer yandan da kısa vadede politika değişikliklerinin yaratabileceği maliyetin azalmasına katkıda bulunması açılarından incelenmektedir. Uzun vadede bekleyişlerin yönetimi ise, özellikle enflasyona ilişkin bekleyişlerin yönetilmesi ve aktarım mekanizmasının gelişmesi kapsamında incelenmektedir.

“İletişim Stratejileri” başlıklı Üçüncü Bölüm’de, söz konusu stratejiler üç başlık altında irdelenmektedir. İlk olarak, merkez bankalarının iletişim stratejilerindeki benzerlik ve farklılıklar çeşitli açılardan değerlendirilmektedir. Bu kapsamda her ne kadar merkez bankaları arasında şeffaflık ilkesi artan oranda önem kazanmakta olsa da merkez bankalarının iletişim politikalarında görülen farklılıklar şaşırtıcı olmamalıdır. Her merkez bankasının kendine özgü geçmişi, karşısındaki kamuoyu ve ekonomik açıdan karşılaştığı zorluklar ve fırsatlar, iletişim stratejilerindeki farklılıkları ortaya koymaktadır. Daha ayrıntılı

bakıldığında, farklı kamuoyuna sahip her bir merkez bankası farklı bilgi talepleri ile karşılaşabilmektedir. Örneğin ABD benzeri, finans piyasalarının aktarım mekanizmasında büyük rolü olan ülkelerde, politika yapıcılar bu piyasaların bilgiye kolay ulaşımı üzerinde yoğunlaşırken, finansal aracılığın bankacılık ağırlıklı olduğu ülkelerde, politika yapıcılar finans piyasalarından ziyade, yatırım ve tasarruf kararlarını alırken fiyat istikrarına bağlılığın öneminin garanti altında olduğunun belirtilmesinin önem kazanmasından dolayı genel kamuoyu ile iletişime odaklanmaktadırlar. Bunlara ek olarak, ülkeye özgü ekonomik koşullar da merkez bankalarının uyguladıkları iletişim stratejilerinin farklılaşmasına yol açabilmektedir. Örneğin Japonya Merkez Bankası deflasyon içindeki ekonomiye ve buna yönelik aldığı tedbirlere ilişkin açıklamalar yaparken, Fed enflasyonist gelişmelere dikkat çekmektedir. Ancak her ne kadar iletişim stratejileri farklılıklar gösterse de, uygulanan stratejilerin etkileri fazla farklılık göstermemekte ve merkez bankalarının giderek daha öngörülebilir oldukları gerçeğini değiştirmemektedir.

Etkin bir iletişim stratejisinin öneminin anlaşılmış olması, etkin bir iletişim stratejisi oluşturmanın kolay olduğu anlamına gelmemektedir. Bu çerçevede Üçüncü Bölüm'de ikinci olarak, iletişim stratejilerini oluştururken merkez bankalarının önündeki zorluklara, fırsatlara ve yapılması gerekenlere değinilmektedir. Söz konusu zorluklardan ilki, para politikasının etkisini gösterdiği zaman dilimidir ki, bu da orta vadeli bir bakış açısını gerektirmektedir. Dolayısıyla merkez bankalarının politika kararlarının orta vadeli eğilim ve hedeflere yönelik değil de, mevcut olaylara kısa vadeli bir tepki olarak algılanması eğiliminin değişmesinde iletişim politikasının rolü oldukça önemlidir. İletişim politikalarının tasarımında karşılaşılan bir diğer zorluk ise, gerek tüm olasılıkları tasvir etmenin zorluğu gerekse kamuoyunun tüm bu olasılık analizlerine ilişkin bilgiyi içselleştiremeyeceği gerçeğidir. Bir başka önemli unsur da, gelecekte para politikasının izleyeceği seyrin yeni gelen her bilgi ile değişebileceğinin kamuoyu ve piyasa katılımcıları tarafından anlaşılmasının önemidir. Dolayısıyla duyuru ve söylemlerin içeriğinin, yeni bilgilerin politikalarda değişiklik gerektirebileceğinin (koşullu öngörü) piyasa katılımcıları tarafından

anlaşılmasını sağlayacak şekilde oluşturulması önem teşkil etmektedir. Aynı zamanda, daha fazla bilgi ve daha fazla açıklamanın daha fazla şeffaflık anlamına gelmediği, önemli olanın “nicelik değil, nitelik” olduğu da dikkate alınması gereken bir unsurdur.

İletişim stratejileri incelenirken üzerinde özel bir önemle durulması gereken bir konu da döviz kuru politikasına ilişkin nasıl bir strateji izlenmesi gerektiğidir. Dolayısıyla Üçüncü Bölüm’de üçüncü olarak, döviz kuru politikası kapsamında iletişim stratejileri incelenmektedir. İlk olarak belirtilmesi gereken nokta, günümüzde faiz oranlarının çoğunlukla merkez bankaları tarafından kontrol ediliyor olmasına rağmen, pek çok durumda döviz kuru politikasından hükümetlerin de ortak sorumlu olduğudur. Bu durum, iletişim stratejisi açısından önemli zorluklar ortaya koyabilmektedir. İkincisi, sabit veya tamamen dalgalı kur rejimleri gibi uç döviz kuru rejimleri iletişim politikalarının gerekliliğini ortadan kaldırmaktadır. Örneğin, para kurulu rejimi uygulayan veya dolarize olmuş ekonomilerde iletişim stratejisi döviz kuru hedefini açıkça belirtmekle sınırlı kalmaktadır. Üçüncüsü ve üzerinde en çok tartışılanı ise, döviz piyasasına müdahale edilmesine karar verildiği durumlarda uygulamanın etkin olabilmesi için bazı durumlarda gizliliğin gerekli olabileceğidir. Bu durum kısmen müdahalenin etkinliğine ilişkin endişeler, döviz piyasasının derinliği ve bu piyasadaki oynaklığa ilişkin değerlendirmelerle, kısmen de müdahalelerin sterilize edilip edilmemesi ile ilgilidir.

İlk üç bölümde para politikalarının tasarımı kapsamında iletişim politikaları ve bekleyişlerin yönetimi genel olarak değerlendirildikten sonra, Dördüncü Bölüm’de Türkiye örneği incelenmektedir. Bu bölüm, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda İletişim Politikası ve Bekleyişlerin Yönetimi” başlığı altında üç bölümden oluşmaktadır. İlk olarak, iletişim politikasının tarihsel gelişimi kurumsal tasarım çerçevesinden, ikinci olarak ise uygulanan para politikaları çerçevesinden değerlendirilmektedir. Bu noktada 2001 yılında gerek kurumsal tasarımda gerekse politika uygulamalarında meydana gelen önemli

değişiklikler, bu dönemin öncesinin ve sonrasının ayrı başlıklar altında değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır.

2001 yılı öncesi kurumsal tasarım açısından incelendiğinde, TCMB'nin kuruluşu aşamasında "bağımsızlık" kavramının önemli olduğu, ancak sonraki yıllarda bu kavramın göz ardı edildiği görülmektedir. Bu dönemde kamuya kredi imkanı sağlanmış, Hazine'ye kısa vadeli avans imkanları tanınmıştır. Ayrıca, politika uygulamalarında farklı önceliklerin yer aldığı, amaçlara ilişkin açık bir taahhüdün eksik olduğu da görülmektedir. 2001 yılı ve sonrasında ise, TCMB'nin temel amacı Yasasıyla "fiyat istikrarını sağlamak" olarak belirlenmiş, kamuya kredi imkanı kaldırılmış ve nihayetinde TCMB araç bağımsızlığını elde etmiştir. Elde edilen bağımsızlıkla birlikte hesap verebilirlik, şeffaflık ve iletişim kavramları da ön plana çıkmaya başlamıştır.

2001 yılı öncesinde politika uygulamaları incelendiğinde, 1980 – 1988 döneminde sermaye hareketlerinin kısıtlı, faiz oranları ve döviz kurunun ise kontrol altında olduğu uygulamalarda maliye politikasının baskın, para politikasının ise pasif olduğu ve belirgin bir iletişim stratejisinin izlenmediği görülmektedir. 1986 yılına gelindiğinde, TCMB bünyesinde bankalararası para piyasasının kurulması ve açık piyasa işlemlerinin uygulanmaya başlanması, piyasalarla iletişimde bir başlangıç olarak kabul edilebilir. Ayrıca bu yıl ilk kez bir parasal program oluşturulmuş, ancak bu program kamuoyuna açıklanmamıştır. Dolayısıyla bu dönemde de belirgin bir iletişim stratejisi izlenmediği görülmektedir. 1990 yılı ise, ilk kez orta vadeli perspektif içinde bir para programının kamuoyuna açıklandığı yıl olmuştur. Bununla birlikte yine belirgin bir iletişim stratejisinin izlenmediği görülmektedir. Ancak kamuoyuna açıklanan bu program, güvenilirlik sağlama yolunda bir başlangıç olarak kabul edilebilir. 2000 yılında ise döviz kuruna dayalı "Enflasyonu Düşürme Programı" uygulanmaya başlanmış, iletişim stratejisi ise belirli bir döviz kuru sepetinin ilan edilmesi, döviz kuru seviyesinin taahhüt edilmesi ve parasal büyüklükler ile döviz kuru sepetinin değeri ile ilgili uygulama sonuçlarının kamuoyuna açıklanmasıyla sınırlı kalmıştır. Ancak şu noktanın belirtilmesi gerekir ki, bu programa ilişkin

açıklamayla bekleyişlerin önemine vurgu yapılmış olup, şeffaflık ve iletişim politikalarına verilen önem belirgin ölçüde artmaya başlamıştır. Dolayısıyla 1990'lı yıllarda para ve döviz kuru politikaları istikrarı sağlamaya odaklı, iletişim politikaları ise günümüzdekinden farklı olarak para programlarının açıklanmasıyla sınırlı, ancak zamanın eğilimlerine paralel olmuştur. 2001 yılı ve sonrasında ise, özellikle örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlamasıyla birlikte, iletişim politikalarının uygulanan politikaların merkezinde yer aldığı, enflasyonun önemli oranda düştüğü ve dinamiklerinin değişmeye başladığı, bunlara paralel olarak güvenilirliğin arttığı ve aktarım mekanizmasının da geliştiği görülmektedir.

Dördüncü Bölüm'de üçüncü olarak, kullanılan iletişim politikası araçları; içerikleri, şekilleri ve söylemleri kapsamında incelenmektedir. Bu bölüm para politikası kararlarının ilk elden kamuoyuna açıklanmasında etkin olarak kullanılan basın duyuruları ile para politikasına ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgilerin aktarılmasında kullanılan diğer iletişim araçları olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir. Bu kapsamda basın duyuruları, döviz kuru politikasına yönelik olanlar ve kısa vadeli faiz oranları ile enflasyon ve görünüme ilişkin olanlar olmak üzere iki başlık altında değerlendirilmektedir.

Döviz kuru politikasına ilişkin duyurular incelendiğinde, duyuruların başlangıçta yeni bir döviz kuru rejimine geçilmesi nedeniyle bu rejimin uygulama esaslarına yönelik kamuoyunun bilgi ve öngörüsünün artırılması yönünde ağırlık kazandığı görülmektedir. Aynı zamanda, şeffaflık ilkesi çerçevesinde döviz piyasasında yapılan müdahalelere ve ihalelere ilişkin bilgilendirme yapıldığı da görülmektedir. Bu noktada dikkati çeken husus, her duyuruda politika amaçlarına ve uygulama esaslarına ilişkin tutarlı açıklamaların yer almış olmasıdır.

Enflasyon ve faiz oranlarına ilişkin duyurular incelendiğinde ise, 2005 yılına kadar TCMB'nin faiz oranlarına ilişkin kararlarının duyurulma şeklinde ve zamanlamasında belirli bir standart izlenmediği gözlenmektedir. Ancak tüm dönem boyunca duyurularda çeşitli anahtar kelimelerin, kısa ve orta vade

kavramlarının kullanıldığı, ancak para politikasının gecikmeli etkisi ve koşullu öngörü kavramlarından yeni yeni bahsedildiği, kısa vadeli faiz oranlarının yönüne ilişkin açıklamaların ise incelenen son birkaç ay hariç duyurularda yer almadığı görülmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin, ekonomik görünüme ilişkin görüşlerini kısa vadeli faiz oranlarının yönüne ilişkin görüşlerine kıyasla kamuoyuyla daha rahatlıkla paylaştığı görülmektedir.

Basın duyurularının yanı sıra, para politikası ve ekonomik gelişmelere ilişkin ek bilgilerin aktarılmasında diğer iletişim politikası araçları da kullanılmaktadır. Bu kapsamda da, yapılan konuşmalar ve yayınlar ile konferansları, ziyaretçi gruplarını, basın toplantılarını ve internet sayfasını içeren diğer iletişim araçları ayrıntılı bir şekilde incelenmektedir.

“Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Şeffaflık ve İletişim Politikaları İle Bekleyişlerin Yönetiminin Ölçülmesi” başlıklı Beşinci Bölüm'de istatistiksel çalışmalar yoluyla TCMB'nin şeffaflığı ve bekleyişlerin yönetimi ölçülmektedir. Bu kapsamda ilk olarak, Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından oluşturulan şeffaflık endeksi kullanılarak 2001 yılı öncesinde ve 2001 yılı sonrasında TCMB'nin şeffaflığı istatistiksel olarak ölçülmekte ve bu alanda alınan mesafe değerlendirilmektedir. Beş bölümden oluşan endeksin ilk bölümünde politik şeffaflık ölçülmüş ve bu alanda TCMB'nin hedeflerin açıklanması, sayısallaştırılması ve kurumsal düzenlemeler yoluyla önemli bir ilerleme kaydettiği görülmüştür. İkinci olarak ölçülen ekonomik şeffaflık alanında ise bir ilerleme kaydedilmediği görülmüştür. Ancak 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ve enflasyon tahminlerinin yayımlanmasıyla birlikte, bu alanda görece bir ilerleme sağlanacağı öngörülmektedir. Benzer şekilde yöntemsel şeffaflık alanında da kaydedilen görece ilerlemenin 2006 yılında toplantı özetlerinin yayımlanmaya başlamasıyla artacağı tahmin edilmektedir. Dördüncü olarak ölçülen politika şeffaflığı ise, TCMB'nin en fazla ilerleme kaydettiği alan olmuştur. İşlevsel şeffaflık ise en az ilerleme kaydedilen alan olmuştur. Dolayısıyla 2001 yılı öncesine göre, 2001 yılı sonrasında şeffaflığın önemli ölçüde arttığı açıkça görülmektedir. Bu durum bir yandan

TCMB'nin bağımsızlığını kazanmasıyla bir yandan da örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlamasıyla açıklanabilmekte olup, 2006 yılında şeffaflığın daha da artacağı öngörülmektedir.

Beşinci Bölüm'de ikinci olarak, elde edilen sonuçlara paralel olarak artan şeffaflığın bekleyişlerin yönetimindeki etkisi ölçülmektedir. Bu kapsamda öncelikle TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını açıkladığı günlerin piyasalar tarafından önemli olup olmadığı para piyasalarında oynaklığın ölçülmesi yoluyla incelenmiştir. Buna göre 2005 yılında gösterge DİBS faiz oranlarındaki oynaklığın, tüm günlerde 2005 yılı öncesi döneme göre azalmış olduğu; 2005 yılında ise sadece kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların açıklandığı günlerdeki oynaklığın, tüm günlerdeki oynaklığa kıyasla arttığı görülmüştür. Dolayısıyla, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını açıkladığı günler, piyasalar için önemli günler olmaktadır.

Elde edilen bu sonucun ardından, artan şeffaflığın kısa vadede bekleyişlerin yönetimine etkisi ilk olarak kısa vadede piyasalarda öngörülebilirliği sağlayıp sağlayamadığı çerçevesinde incelenmektedir. Bu amaçla, Wilhelmsen ve Zaghini (2005) tarafından para politikası kararlarının öngörülebilirliğini ölçmek için kullanılan göstergelerin yanı sıra, Türkiye için uygun olduğu düşünülen diğer bazı göstergeler ile çeşitli anketler de kullanılmıştır. Öngörülebilirlik kavramı, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını açıkladığı tarihteki gösterge DİBS faiz oranlarındaki günlük değişimlerin tanımlanan göstergelerin sınırları içinde kalması olarak tanımlanmış; sınırların dışına çıktığı durumlar ise, kararın öngörülememesi, diğer bir ifadeyle sürpriz olarak algılanması olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararı ne kadar öngörülebiliyorsa, kararın açıklandığı gün piyasalar tarafından verilen tepki o kadar az olmaktadır.

Bu kapsamda yapılan değerlendirmeler sonucunda açıkça görülmektedir ki, 2005 yılından itibaren öngörülebilirlik önemli ölçüde artmıştır. Ancak bazı tarihlerde TCMB'nin kararları öngörülememiş, bazı tarihlerde ise öngörülebilmiştir. Bu kapsamda kararların öngörülememesinin olası sebepleri

arasındaki unsurlardan biri, piyasaların beklenti setlerinin her zaman “akılcı” olmaması ile ilgilidir. Daha açık bir ifadeyle, piyasaların beklenti setlerini kendi portföylerine göre de oluşturabildikleri unutulmamalıdır. Ayrıca, TCMB’nin elindeki bilgi seti ile piyasaların elindeki bilgi setinin farklı olması, diğer bir ifadeyle “asimetrik bilgi” kavramı da kararların öngörülememesinin bir diğer nedenidir. Kararların öngörülememesi, aynı zamanda TCMB’nin iletişim politikası açısından daha yapılması gerekenler olduğunu da göstermektedir.

Bunların yanı sıra, uygulanan politikaların belirli bir geçmişinin oluşması ile uyum sürecinin gelişmesi, faiz kararlarının açıklanacağı tarihlerin önceden kamuoyuna ilan edilmesi, bilgiye ulaşmanın kolaylaşması ve eşzamanlı bilgilendirme stratejisinin uygulanması ile faiz kararlarının ve bu kararların piyasalardaki yansımalarının basında daha fazla yer almaya başlaması, öngörülebilirliği önemli ölçüde geliştirmiştir. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, incelenen dönemde Irak Savaşı haricinde herhangi bir şokun yaşanmamış olmasıdır. Dolayısıyla, beklenti setlerinin yönetiminin bir şokla karşılaştığı esnada ölçülmesi, öngörülebilirliğin ne derece geliştiği hakkında daha sağlıklı sonuçlar verebilecektir.

Artan şeffaflığın beklenti setlerinin yönetimine etkisi ikinci olarak uzun vadede fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek açısından önem taşıyan enflasyon beklenti setlerinin hedeflerle tutarlı olması ve aktarım mekanizmasının gelişmesi çerçevesinde değerlendirilmektedir. İktisat yazını incelendiğinde, uzun vadede faiz oranlarına ilişkin beklenti setlerinin ölçülmesinde “futures” faiz oranlarının kullanıldığı görülmektedir. Ancak Türkiye’de vadeli piyasaların geçmişinin yeni, dolayısıyla veri setinin çok kısıtlı olması nedeniyle, mevcut durumda Beklenti Anketi verileri kullanılarak yapılan ölçümler, 2003 yılındaki Irak Savaşı haricinde beklenti setleriyle gerçekleştirmelerin uyumlu bir seyir izlediğine işaret etmektedir.

“Sonuç ve Öneriler” başlıklı Altıncı Bölüm ise, diğer bölümlerde elde edilen bilgiler ışığında TCMB’nin iletişim politikalarına ve beklenti setlerinin yönetimine yönelik sonuç ve önerileri kapsamaktadır. Bu kapsamda TCMB’nin hem kurumsal çerçeve ve politika uygulamaları, hem de iletişim araçları

açısından şeffaflık alanında önemli ilerleme kaydettiği açıktır. Ancak, iletişim politikalarının sürekli gelişim içinde, dinamik bir süreç olduğu unutulmamalıdır. Bu kapsamda öneriler dört başlık altında toplanabilir. İlk olarak, kurumsal çerçeveden bakıldığında, etkin bir iletişim politikasının bağımsızlığın içselleştirilmesi ve toplumun tüm kesimleri tarafından sahip çıkılması açısından önemi yadsınamaz. Bu, aynı zamanda güvenilirliğin artmasına da katkıda bulunacaktır. Ayrıca, Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü'nün ağırlıklı olarak operasyonel çerçevedeki rolünün etkin iletişim politikalarının tasarımını da içermesi, gerek iletişimde ortak bir dil oluşturulması gerekse iletişimin tek kanaldan yapılması açısından önem teşkil etmektedir. İkinci olarak, politika uygulamaları açısından değerlendirildiğinde, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte şeffaflığın önemli ölçüde artacağı öngörülmektedir. Üçüncü olarak iletişim araçları kapsamında incelendiğinde, söz konusu araçların çeşitlendirilmesinin ve daha etkin bir şekilde kullanılmasının etkin iletişim politikasının ayrılmaz bir parçası olduğu görülmektedir. Ayrıca eğitim faaliyetlerine ve eğitim amaçlı yayınlara daha fazla ağırlık verilmesi, bekleyişlerin yönetimi çerçevesinde para politikasının etkinliğini artıracak önemli unsurların başında gelmektedir. Son olarak diğer merkez bankaları ile uluslararası iletişimin artırılması ve geliştirilmesinin ve bu kapsamda karşılıklı tecrübe paylaşımı ve bilgi alışverişinin de hem yeni politikaların şekillenmesine hem de var olanların iyileştirilmesine önemli katkıda bulunacağı öngörülmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

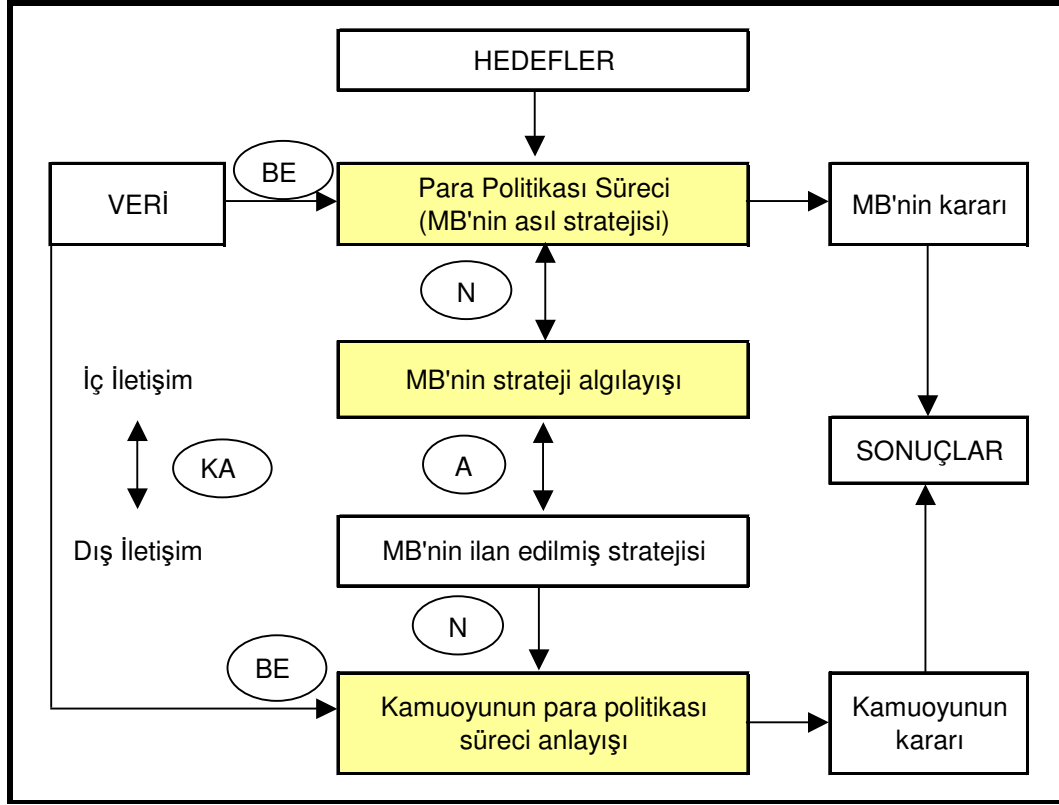
İKTİSAT YAZININDA ŞEFFAFLIK

Son yıllarda giderek artan sayıda merkez bankası iletişim politikalarına daha fazla önem vermekte ve bu politikalar daha ön plana çıkmaktadır. Buna paralel olarak, söz konusu politikalara ve şeffaflık kavramına ilişkin geniş ve çeşitli bir yazın oluşmaya başlamıştır. Bu oluşum bu bölümde beş başlık altında incelenmektedir. İlk olarak iletişim politikalarının bir yansıması olan şeffaflık, kavramsal çerçevede incelenmekte ve şeffaflığın ne anlama geldiğine dair niteliksel tanımlamaların yapıldığı çalışmalar irdelenmektedir. İkinci olarak ise, şeffaflığın merkez bankaları ve uyguladıkları para politikasının etkinliği açısından faydalı olup olmadığını analiz eden yazından örnekler araştırılmaktadır. Üçüncü olarak, şeffaflığı bekleyişlerin yönetimi çerçevesinden inceleyen çalışmalar değerlendirilmektedir. Şeffaflığı kavramsal ve teorik olarak inceleyen yazının ardından dördüncü olarak, ampirik çalışmalar incelenmektedir. Bu kapsamda ilk olarak şeffaflığı ölçmeye yönelik niceliksel çalışmalarla şeffaflık ve iletişim politikalarının makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkilerine yönelik çalışmalara yer verilmektedir. Ampirik çalışmalar kapsamında ikinci olarak, bu politikaların finans piyasaları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar üzerinde durulmaktadır. İktisat yazınının beşinci ve son bölümünde ise, genel bulgular özetlenmektedir.

1.1. Şeffaflık: Kavramsal Çerçeve

Şeffaflığın para politikaları üzerindeki etkileri konusundaki tartışmalara geçmeden önce şeffaflığın çok boyutlu bir kavram olduğunu belirtmek gerekmektedir. Dolayısıyla ilk olarak şeffaflık kavramının ne anlama geldiği incelenmelidir. Winkler (2002)'e göre şeffaflık, kamuoyuna sadece daha fazla bilgi sağlamaktan, daha fazla duyuru yapmaktan ibaret değildir. Önemli olan, merkez bankasının amaçlarının ve uygulamalarının kamuoyu tarafından

anlaşılmasıdır. Bu kapsamda çalışmada şeffaflığın birbirinden farklı, bazen de çatışan özellikleri sunularak kavramsal bir çerçeve çizilmektedir. Buna göre, şeffaflık etkin bir iletişim politikasıyla ve tarafların birbiriyle anlaşabilmesiyle ilişkilidir. Bu bağlamda para politikası stratejisinin iki rolü vardır: Birincisi; bilginin işlenmesi ve değerlendirilmesiyle bilginin etkinliğinin sağlanması, ikincisi ise; etkin bir iletişim için zemin oluşturmaktır. Şekil 1.1'den de görüldüğü üzere, bunun için gerekli olan koşullar ise açıklık, netlik ve karşılıklı anlaşılabilirliğin sağlanmasıdır.



Şekil 1.1 : Para Politikası ve İletişim

Kaynak: Winkler, 2002

MB: merkez bankası, A: açıklık, N: netlik, KA: karşılıklı anlaşma, BE: karar almada bilgi etkinliği

Şeffaflığı niteliksel olarak tanımlayan bir başka çalışma da Hahn (2002) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada üç çeşit şeffaflık tanımlanmıştır: Hedefin şeffaf olması, bilginin şeffaf olması ve işlevsel şeffaflık. Bu çerçevede hedefin

şeffaf olması, merkez bankasının enflasyon veya büyüme gibi hedeflerinin rakamsal olarak ilan edilmesi ile sağlanmaktadır. Bilginin şeffaf olması ise, enflasyon tahminleri ile bunlara ilişkin modelleri içeren ve reel ekonomiye dair ekonomik veri ya da modellerin yayımlanmasını kapsamaktadır. İşlevsel şeffaflık da, kısa vadeli faiz oranları ve benzeri temel politika araçlarına ilişkin kararların açıklanmasını veya döviz piyasasına yapılan müdahalelerin duyurulmasını içermektedir. Ayrıca söz konusu kararların nasıl alındığı; oylama kayıtları ve toplantı özetlerinin yayımlanması ve benzeri uygulamalar da işlevsel şeffaflık kapsamına dahil edilmektedir.

İktisat yazınında yapılan çalışmalar bu üç başlık altında incelendiğinde elde edilen sonuçlar, hedefin şeffaf olmasının siyasi açıdan da istenen bir unsur olduğuna işaret etmektedir, çünkü bağımsız bir kurumun demokratik bir ortamda saklı hedefler izlememesi gerekmektedir. Hedefin şeffaf olmasının ekonomik açıdan faydalı olup olmadığına ilişkin olarak ise, daha fazla inceleme ve araştırma yapılması gerektiği görülmektedir. Öte yandan sonuçlar, bilginin şeffaf olmasının özellikle merkez bankalarının enflasyonla mücadele konusunda güvenilirliklerini yeterince sağlayamadıkları durumlarda önem kazandığını gösterirken, işlevsel şeffaflığa ilişkin sonuçlar, çeşitlilik göstermekte ve bu alanda daha fazla çalışma yapılmasını gerektirmektedir.

Şeffaflığı sınıflandıran benzer bir diğer çalışma da Carpenter (2004) tarafından yapılmıştır. Carpenter (2004) da şeffaflığı üç açıdan sınıflandırarak tanımlamaktadır. Bu sınıflamaya göre araç şeffaflığı, kamuoyunun temel politika aracı ve bu araç için hedeflenen rakamsal seviye hakkında bilgilendirilmesini içermektedir. Hedef şeffaflığı, merkez bankasının temel amacının kamuoyu tarafından bilinmesini kapsamaktadır. Uygulamada şeffaflık ise, kamuoyunun ekonomik duruma ilişkin bilgilerin politika uygulamalarına nasıl yansıdığını bilmelerini gerektirmektedir. Üç çeşit şeffaflık da değişik derecelerde uygulanabilmektedir.

1.2. Şeffaflık: Para Politikasının Etkinliği

Şeffaflığa ilişkin yazın incelendiğinde, şeffaflığın para politikası uygulamalarını nasıl etkilediğine dair çalışmaların şeffaflık kavramının tanımlanmasına yönelik çalışmalardan çok daha önce yapıldığı görülmektedir. Bu kapsamda yapılan alışmalar Hahn (2002) ve Carpenter (2004)'ın hedef şeffaflığı olarak nitelendirdikleri kavram açısından incelendiğinde, Cukierman ve Meltzer (1986)'in şeffaflığın para politikasını olumsuz etkileyeceğini savundukları görülmektedir. Cukierman ve Meltzer (1986), Kydland ve Prescott (1977) modelini temel alarak oluşturdukları modelde para politikasının reel ekonomiyi tek etkileme yolunun sürprizler olduğu varsayımından yola çıkmış ve şeffaflığın para politikasının etkinliğini zayıflatacağı sonucuna ulaşmışlardır. Daha açık bir ifadeyle, para arzının politika aracı olarak kullanıldığı uygulamalarda enflasyonla mücadele politikaları para arzının kontrolüne dayanmaktadır. Dolayısıyla, para arzının sıkı kontrolü birkaç dönem içinde kamuoyunu parasal genişlemenin kalıcı olarak azaldığına ikna etmeye yetmekte ve sonuçta enflasyonist bekleyişler de kısa bir sürede düşmekte ve güvenilirlik hızla artmaktadır. Ancak para arzının kontrol edilemediği durumlarda enflasyonla mücadele politikalarının güvenilirlik kazanması daha uzun bir zaman almaktadır. Bu noktada Cukierman ve Meltzer (1986), para politikasında belirli düzeyde bir belirsizliğin politika yapıcılara sürpriz etkisi yaratma konusunda önemli bir kontrol avantajı sağladığını belirtmektedir. Çalışmada ne sürülen iddia çerçevesinde şeffaflık, sürpriz etki yaratma avantajını ortadan kaldırarak para politikasının etkinliğine olumsuz katkıda bulunmaktadır. Şeffaflığın bu açıdan zararlı olabileceğini öne süren hemen hemen tüm araştırmaların temelinde de bu varsayım yatmaktadır.

Benzer şekilde Grüner (2002), gelecekteki para politikasına ilişkin belirsizliğin fazla olmasının ücretleri daha fazla disiplin altına alacağını, dolayısıyla da hem enflasyonun seviyesini hem de enflasyondaki oynaklığı düşüreceğini belirtmektedir. Daha açık bir ifadeyle, merkez bankalarının tercihlerinin bilinmemesi, sendikaların ücretleri belirlerken işsizliğin artan maliyetini de dikkate alarak daha az sert davranmalarına yol açmaktadır, nk

belirsizlik altında yüksek ücretler işsizliğin artmasına neden olabilmektedir. Bu çalışmaya göre fazla şeffaflık, üzerinde dikkatle düşünülmesi gereken bir konu olarak ortaya çıkmaktadır.

Faust ve Svensson (2002) ise, şeffaflık ile para politikasının etkinliği arasındaki etkileşimi para politikası tasarımında şeffaflığın merkez bankalarını bir ödünleşim içinde bırakmalarından yola çıkarak açıklamaya çalışmıştır. Buna göre merkez bankalarının bilgiye sahip olmaları, onları kurallara dayalı, güvenilirliği yüksek politikalar yoluyla enflasyonist önyargıları azaltmak ile inisiyatife dayalı politikalarla sağlanan esneklik yoluyla çıktı ve enflasyon oranlarında istikrar sağlamak arasında bir ödünleşim içinde bırakmaktadır. Bu çerçevede Faust ve Svensson (2002), merkez bankalarının bir yandan kontrol etmeye yönelik, öte yandan şeffaf davranmaya yönelik seçimlerini, kurallara dayalı ve inisiyatife dayalı politika uygulamaları altında incelemiştir. Buna göre, kontrol etmeye yönelik davranan merkez bankaları için inisiyatife dayalı politika uygulamaları, şeffaf davranmayı seçen merkez bankaları için ise kurallara dayalı politika uygulamaları daha uygun olmaktadır. Dolayısıyla mümkün olan en fazla kontrol, beraberinde uygulamada en az şeffaflık düzeyini getirmektedir. Almanya Merkez Bankası (Bundesbank) ve ABD Merkez Bankası (Fed) bu iddiaya iyi birer örnek teşkil etmektedir. Öte yandan, çalışmada esnek bir rejim olarak kabul edilen enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ve aynı zamanda oldukça şeffaf davranan merkez bankalarının ulaşılan bu sonuçlara tezat teşkil etmesi ise, bu ülkelerin çoğunlukla yüksek enflasyon geçmişine sahip olmaları ve söz konusu ülkelerin enflasyonla mücadele politikalarını ancak yüksek düzeyde bir şeffaflıkla destekleyebilmeleri ile açıklanmaktadır.

Garfinkel ve Oh (1995), söz konusu ödünleşim içindeki merkez bankaları açısından etkin bir iletişimin hem arzu edilir bir unsur olup olmadığını hem de mümkün olup olmadığını araştırmıştır. Bu noktada çalışma, merkez bankalarının içinde buldukları güvenilirlik ve esneklik arasındaki ödünleşimin daha az maliyetli hale getirilebilmesi için çok açık ifadeler içermeyen gürültülü duyurular yapılmasını tavsiye etmektedir. Gürültülü duyurular, merkez

bankalarının iletmek istedikleri kadar bilgiyi güvenilir bir şekilde iletmelerini sağlamaktadır. Bu tür duyurular, güvenilirlik sorununun çok büyük olmadığı durumlarda, bilgi içerdikleri ve ucuz iletişim niteliğinde olmadıkları sürece, gerekli esnekliği sağlayabilmektedir. Dolayısıyla çalışma, bu tür bir iletişimin güvenilirlik sorununa bir çözüm olarak uygulanan kurallara dayalı politika uygulamalarını artırabileceğini ifade etmektedir.

Şeffaflığın kavramsal çerçevesi altında incelenen hedef şeffaflığı kavramı, Walsh (1999) tarafından da incelenmiştir. Çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, merkez bankalarının enflasyon hedeflerini ilan ettikleri durumlar incelenmiştir. Buna göre hedeften sapmalar bir şekilde cezalandırılıyorsa, hedeflerin şeffaf olması, uygulamanın da şeffaf olmasını gerektirmektedir. Bu da enflasyonist önyargıları ortadan kaldırabilmekte ve merkez bankalarının arz kaynaklı şoklara tepki verebilmesine olanak sağlayabilmektedir. Elde edilen sonuçlar, inisiyatife dayalı para politikası uygulayan merkez bankalarının enflasyonist önyargıları saklamak için sahip oldukları bilgiyi yanlış sunma eğilimlerinin enflasyon hedefinin ilan edilmesi ile kısmen dengelendiğini göstermektedir.

Hahn (2002)'nin şeffaflığın bir çeşidi olarak sunduğu bilginin şeffaflığı kavramını Geraats (2002) daha farklı bir açıdan tanımlamıştır. Geraats (2002), şeffaflığı merkez bankalarının tahminlerini yayımlaması ile ilişkilendirmiş ve bu şekilde merkez bankalarının güvenilirliklerinin artacağını ve şeffaf olmayan para politikalarının yaratabileceği enflasyonist etkinin azalacağını ifade etmiştir. Daha açık bir ifadeyle, kamuoyu şeffaf olmayan merkez bankalarını daha enflasyonist olarak algılamakta ve enflasyon bekleyişlerini daha yüksek seviyelerde oluşturarak merkez bankalarını bu şekilde cezalandırmaktadır.

Öte yandan, bilginin şeffaflığının para politikası üzerinde olumsuz etkileri olacağını savunan görüşler de mevcuttur. Ekonomiye ilişkin tahminlerin kamuoyuna açıklanmasının etkilerini inceleyen Cukierman (2002) ve Gersbach (2003), bunun para politikasının gücünü azaltacağını savunmaktadırlar. Tahminlerin açıklanması, para politikası uygulamalarını öngörülebilir kılarak

uygulamaların ekonomik birimler tarafından önceden algılanmasına yol açmaktadır. Diğer bir ifadeyle, şeffaflık merkez bankalarının reel şoklarla başa çıkabilme olasılığını ortadan kaldırdığı için olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Dolayısıyla hedeflerin şeffaflık amacıyla açıklanmasının para politikasının etkinliğini azaltacağı ileri sürülmektedir.

Ancak bu çalışmalara ilişkin şu önemli noktanın vurgulanması gerekmektedir: Şeffaflığın para politikasının etkinliğini azaltacağı sonucuna para politikasının çıktıyı ancak sürprizler yoluyla etkileyebileceği varsayımdan yola çıkılarak ulaşılmıştır. Bu nedenle, Cukierman (2002) Lucas arz eğrisi yerine Yeni Keynesyen arz eğrisi kullanılarak şeffaflık yoluyla para politikası uygulamalarının etkin bir şekilde gerçekleştirilebileceğini, ancak merkez bankalarının faiz oranlarında büyük ayarlamalar yapmalarının gerekeceğini belirtmektedir¹. Dolayısıyla, uygulamada şeffaflığın para politikası uygulamaları açısından en iyi yol olmayabileceğini ifade etmektedir. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, Carpenter (2004) para politikasının sadece sürprizler kanalıyla çalışmadığına dikkat çekerek uygulamada şeffaflık karşıtı görüşlerin geçerli olmadığını öne sürmektedir.

Hahn (2002)'in işlevsel şeffaflık başlığı altında incelediği şeffaflık kavramı, para politikası kararlarına ilişkin oylama kayıtlarının ve toplantı özetlerinin ilan edilip edilmemesine ilişkin tartışmalar çerçevesinde Buiters (1999) ve Issing (1999) tarafından da tartışılmıştır. Buiters (1999), oylama kayıtlarının yayımlanmasının finans piyasalarına ve kamuoyuna para politikasının gelecekteki seyri hakkında bilgi sağladığı sürece faydalı olacağını, ancak finans piyasaları bu bilgiyi etkin bir biçimde kullanamazsa oylama kayıtlarının karışıklığa- faiz oranlarında veya varlık fiyatlarında oynaklığın artması vb.- yol açabileceğine işaret etmektedir. Öte yandan Issing (1999) oylama kayıtlarının

¹ Cukierman (2002) farklı modelleri karşılaştırmıştır. Lucas tipi aktarım mekanizması modelinde, para politikası sadece tahmin edilemediği durumlarda çıktıyı etkileyebilmektedir. Bu modelde enflasyon, paranın miktar teorisi yoluyla para arzı ile ilişkilendirilmektedir. Öte yandan, yeni Keynesyen modellerde, çıktıyı talep belirlediği için, faiz oranındaki bir değişiklik enflasyonun tahmin edilebilirliğinden bağımsız olarak çıktıyı etkileyecektir. Geriye dönük fiyatlamayı esas alan Yeni Keynesyen modellerde mevcut politika mevcut enflasyon veya çıktı açığını etkileyemezken, ileriye dönük fiyatlamayı esas alan Yeni Keynesyen modellerde mevcut politika bekleyişleri etkileyerek her iki değişkenin mevcut değerini de etkileyebilmektedir.

yayımlanmasının faydasının kısıtlı olduğunu ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) bağlamında, ulusal siyasi yetkililerin Yönetim Konseyi üyeleri üzerinde baskı unsuru oluşturabileceğini, dolayısıyla da oylama kayıtlarının yayımlanmaması gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca, Buiter (1999) toplantı özetlerinin yayımlanmasını savunurken, Issing (1999) kamuoyuna mümkün olduğunca fazla bilgi vermenin kamuoyunun politika uygulamalarını anlayabilmesini kolaylaştıracağı anlamına gelmediğini, kamuoyunun hiçbir zaman tüm bilgilerin yayımlandığına ve belirtilenden başka herhangi bir saklı hedefin olmadığına emin olamayacağını belirtmektedir.

Sonuç olarak, para politikası uygulamasında iletişim politikalarının ve şeffaflığın önemi hakkında yapılan çalışmalar incelendiğinde, iki temel görüş ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, zaman tutarsızlığı konusuna dayalı modellerin kullanıldığı çalışmalarda ortaya çıkmaktadır. Bu modeller, para politikasının sürprizler yoluyla etkin olabileceğinden yola çıkıp, şeffaflığın bu tür bir mekanizmayı ortadan kaldıracığını, dolayısıyla da olumsuz sonuçlar doğurabileceğini öne sürmektedir. İkinci görüş ise, bekleyişlerin yönetilmesi yoluyla para politikasının etkinliğinin artırılmasına dayanmaktadır. Bu görüş ise, daha fazla şeffaflığın merkez bankalarının politika uygulamalarına büyük katkısı olduğunu öne sürmektedir.

1.3. Şeffaflık: Bekleyişlerin Yönetimi

Para politikası tasarımlarında şeffaflığın ön plana çıkmasının ardından, özellikle son yıllarda bekleyişlerin para politikası üzerindeki etkisi ve bekleyişlerin yönetimi de ayrıca önem kazanmıştır. Jensen (2001) bekleyişlerin para politikası üzerindeki etkisi nedeniyle şeffaflığın zararlı olabileceğini ifade etmektedir. Şeffaflık, fiyat koyucuların (özel sektörün) merkez bankalarının gelecekteki uygulamaları hakkında daha kolay bilgi sahibi olmalarını, dolayısıyla da mevcut enflasyonun ve enflasyon bekleyişlerinin politika uygulamalarına karşı daha hassas hale gelmesini sağlamaktadır. Örneğin, talebi artırmaya yönelik tedbirler ekonomik birimler tarafından daha yüksek bir çıktı hedeflendiği

şeklinde algılanarak enflasyon beklentilerinin, dolayısıyla da enflasyonun daha fazla artmasına yol açabilmektedir. Bu da, merkez bankalarının çıktı açığı yerine enflasyona daha fazla odaklanmalarını gerektirmektedir. Bu durum, eğer merkez bankasının güvenilirliği düşükse, şeffaflık bir disiplin getireceği için faydalı olabilmektedir. Ancak, merkez bankasının güvenilirliği yüksekse, diğer bir ifadeyle şeffaflığın sağlayacağı disiplin etkisine ihtiyacı yoksa, şeffaflık bu noktada bir dezavantaj yaratabilmektedir, çünkü beklentiler para politikasındaki değişikliklere oldukça duyarlı bir hale gelmektedir. Dolayısıyla en uygun şeffaflık derecesi güvenilirlik kazancı ile politika uygulamalarında esnekliğin kaybedilmesi arasında bir ödünleşim içermektedir.

Öte yandan, Amato ve diğerleri (2003)'ne göre, beklentiler merkez bankalarının ileriye yönelik politika uygulamaları ile şekillendiği için, para politikası beklentileri yönetmede ne kadar etkin olursa, para politikası da o kadar etkin olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, para politikası ne kadar öngörülebilir olursa, o kadar etkin olmaktadır. Ancak, öngörülebilirliği sağlamak amacıyla yapılan bilgilendirme politikası iki uçlu bir araçtır. Bir yandan beklentileri yönlendirirken öte yandan bu yönlendirmenin fazla etkin olması kamuoyunun merkez bankaları tarafından sağlanan her bilgiye aşırı tepki vermesine ve dengeden uzaklaşmaya neden olabilmektedir. Bu nedenle bilgilendirmenin nasıl, ne sıklıkta ve ne dereceye kadar yapılması gerektiği önem kazanmaktadır.

Benzer şekilde, beklentiler çerçevesinde para politikasının etkinliğini inceleyen bir çalışma da Hoerberichts (2003) tarafından yapılmıştır. Buna göre, ekonomik birimler ekonomi ile ilgili pek çok bilgi ve veriye ulaşabilmektedir. Ancak, tüm bu bilgi ve verileri değerlendirebilme kapasiteleri sınırlı olmaktadır. Dolayısıyla, merkez bankaları kamuoyunu bilgilendirirken kamuoyunun bu sınırlı kapasitesini göz önünde bulundurmak zorundadır. Bu durum ise, mevcut enflasyon oranının belirlenmesinde enflasyona ilişkin beklentilerin diğer değişkenlere (çıktı açığına) göre görece olarak daha önemli olduğu ortamlarda merkez bankalarının toplam talep ve enflasyon kaynaklı şoklara karşı alacakları tedbirlerin daha az şiddetli olmasını gerektirmektedir.

Orphanides ve Williams (2003) ise para politikasında şeffaflık ve bekleyişlerin yönetimi kavramlarını “para politikasını öğrenme” kavramıyla ilişkilendirmiştir. Çalışma, bekleyişlerin oluşmasında ve para politikasının etkin bir şekilde uygulanmasında eksik bilginin rolünü ve süregelen öğrenme sürecini incelemiştir. Bu çerçevede, kamuoyunun enflasyon bekleyişlerini geçmiş enflasyonun bir fonksiyonu olarak modellemişler ve akılcı bekleyişler² hipotezi altında etkin olabilecek politikaların eksik bilgi olduğu zaman işe yaramayabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Daha açık bir ifadeyle, eksik bilgi enflasyondaki katılığı artırmakta ve enflasyon ile çıktı istikrarı arasındaki ödünleşimi olumsuz yönde etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, eksik bilgi istikrar politikalarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Politika yapıcılarının fiyat istikrarı yerine reel ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik politikalara daha fazla önem vermeleri ise, zaten zor olan uygulamaları daha da güçleştirmektedir. Dolayısıyla, eksik bilgi altında para politikası uygulamaları için iki nokta önem kazanmaktadır. Birincisi, enflasyonla kararlı bir şekilde mücadele edileceğini vurgulayan politikalar, öğrenme sürecini kolaylaştırarak enflasyon bekleyişlerinin oluşturulmasında politika yapıcılarına daha sağlıklı bir yön göstermektedir. İkincisi, enflasyon hedefinin etkin bir iletişim politikası yoluyla duyurulması da yine bekleyişleri şekillendirmeye yardımcı olarak eksik bilginin maliyetini azaltmaktadır.

Para politikası tasarımında “öğrenme” yaklaşımını kullanan bir diğer çalışma Evans ve Honkapohja (2003) tarafından yapılmıştır. Çalışmada “öğrenme sürecinde istikrar” kriteri altında faiz oranı kuralına dayalı para politikasının performansı incelenmiştir. Buna göre, para politikası tasarımı ekonominin daimi bir akılcı bekleyiş, diğer bir ifadeyle denge içinde olduğu varsayımı içinde yapılmamalıdır; çünkü ekonomik birimler tahminlerini güncelleştirdikçe, sürekli bir öğrenme süreci yaşanmaktadır. Bu süreç dengeye doğru gidebilmekte veya dengeden uzaklaşabilmektedir. Sürecin nasıl sonuçlanacağı, merkez bankalarının takip ettikleri politikalara bağlı olmaktadır.

² Akılcı bekleyişler, Muth (1961) tarafından bekleyişlerin, mevcut tüm bilgileri kullanarak yapılan en iyi tahminlere eş olması şeklinde tanımlanmıştır.

Bu çerçevede, sadece ekonomik temellere dayalı para politikası tasarımları dengeye yaklaşımda tek başına faydalı olmamaktadır. Dolayısıyla, para politikası tasarımlarının bekleyişleri de içermesi gerektiği belirtilmektedir.

1.4. Şeffaflık – Ampirik Çalışmalar

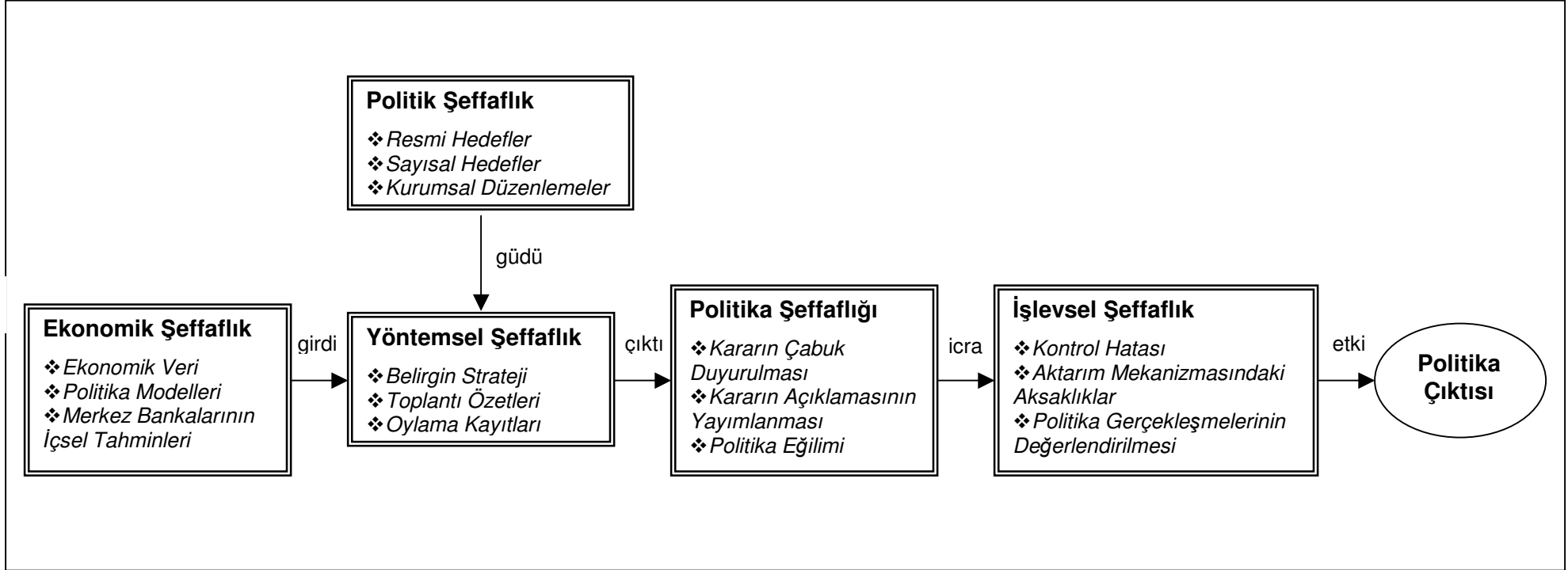
Merkez bankalarının iletişim politikaları ve şeffaflık üzerinde yapılan çalışmaların çoğunluğu teorik olmakla birlikte, iktisat yazınında özellikle son dönemde ampirik çalışmalara da rastlanmaktadır. Ancak, Ehrmann ve Fratzscher (2004) tarafından da belirtildiği gibi, kısmen şeffaflık ve iletişim politikalarının ölçülmesindeki zorluk, kısmen de şeffaflığın merkez bankası politikalarının bir özelliği olarak kabul edilmesinin çok yakın bir geçmişi olması dolayısıyla bu alandaki çalışma sayısı henüz oldukça azdır. Bu kapsamda bu bölümde öncelikle şeffaflığın ölçülmesine yönelik çalışmalar ve şeffaflığın makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar değerlendirilmekte, ardından finans piyasaları üzerindeki etkilerine yönelik çalışmalar incelenmektedir.

1.4.1. Şeffaflığın Ölçülmesi ve Şeffaflığın Makroekonomik Büyüklükler Üzerindeki Etkileri

Şeffaflığı tanımlayan ve aynı zamanda ölçen çalışmalardan biri olan Eijffinger ve Geraats (2003) merkez bankacılığının politik, ekonomik, yönetsel, politika ve işlevsel yönlerini kapsayan bir şeffaflık endeksi oluşturmuştur. Bu endeks 1998-2002 yıllarında dokuz merkez bankasının yaptığı açıklamaları ve duyuruları temel almaktadır³. Politik şeffaflık adı altında, resmi olarak açıklanmış bir temel hedefin varlığı, bu hedefe ilişkin sayısal hedefler ve merkez bankası bağımsızlığı gibi kurumsal düzenlemeler incelenmektedir. Ekonomik şeffaflık, merkez bankalarının kullandıkları ekonomik veri, modeller ve içsel tahminlerinin ilan edilmesini içermektedir. Yöntemsel şeffaflık ise, para politikası karar alma mekanizması kapsamında para politikası stratejisinin, toplantı özetlerinin ve

³ Değerlendirilen ülke merkez bankaları: Yeni Zelanda, İsveç, İngiltere, Kanada, Avrupa Merkez Bankası, ABD, Avustralya Japonya, İsviçre.

oylama kayıtlarının ilan edilmesini kapsamaktadır. Politika şeffaflığı adı altında politika kararlarının duyurulması, açıklanması ve politika eğilimleri veya politikaların gelecekte izleyeceği seyir incelenmektedir. Son olarak, işlevsel şeffaflık politika uygulamalarını kapsamaktadır. Şekil 1.2 şeffaflık endeksinin kavramsal çerçevesini ortaya koymaktadır.



Şekil 1.2 : Şeffaflık İçin Kavramsal Bir Çerçeve

Kaynak: Eijffinger ve Geraats, 2003

Bu beş başlık altında incelenen şeffaflığın ekonomik performans açısından önemli bir unsur olup olmadığı da araştırılmış, ancak gözlem sayısının az olması ve değişkenler arasındaki korelasyonun farklı nedenlerden kaynaklanabileceği gerçeği, şeffaflık ile makroekonomik temeller arasında sağlıklı bir ilişki kurulmasını engellemiştir. Ancak çalışmada iki temel sonuca ulaşılmıştır. Birincisi, şeffaflığın değişik açılardan incelenmesinin gerekli olduğudur, çünkü bu şekilde farklı ampirik sonuçlara ulaşılabilmektedir. İkincisi ise, şeffaflığın ölçüldüğü zaman aralığının sonuçlar üzerinde büyük ölçüde etkili olduğudur, çünkü şeffaflık dinamik bir kavramdır ve zaman geçtikçe şeffaflığın arttığı görülmektedir.

Demertzis ve Hughes Hallet (2002) ise, Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından oluşturulan endeksi kullanarak şeffaflığın enflasyon ve büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu kapsamda, şeffaflığın ortalama enflasyon ve çıktı açığı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Ancak, şeffaflık ile enflasyondaki oynaklık arasında negatif, işlevsel şeffaflık ile çıktı açığındaki oynaklık arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Önceki çalışmada da belirtildiği gibi, bu çalışmada da, şeffaflığın dinamik bir olgu olduğuna dikkat çekilmekte ve sonuçların dikkatli yorumlanmasını gerektiği belirtilmektedir.

Benzer şekilde Chortareas ve diğerleri (2002), çeşitli merkez bankalarının yayımladıkları tahminleri kullanarak bir şeffaflık endeksi oluşturmuşlardır. Elde ettikleri sonuçlar, şeffaflık ile daha düşük ortalama enflasyon oranı arasında pozitif bir ilişki göstermekte iken, enflasyondaki oynaklığın azalması ile ilgili bir ilişkiye ulaşılamamıştır. Ball ve Sheridan (2003) ise, hem enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan hem de uygulamayan ülkelerin ekonomik performansını enflasyon, büyüme ve faiz oranları açısından incelemiştir; sonuçta, enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik büyüklükler üzerinde olumlu veya olumsuz herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Kuttner ve Posen (1999) ise iletişim politikasını enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinden incelemiştir. Daha açık bir ifadeyle, bu rejim kapsamında merkez bankalarının iletişim politikalarını, kurallara dayalı para politikasının

yerine geçip geçemeyeceğinin bir denemesi şeklinde yorumlamaktadır. Elde edilen sonuçlar iletişimin merkez bankaları için oldukça önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, İngiltere, Kanada ve Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesi rejiminden önce ve sonra enflasyonun incelenmesi sonucu, hem enflasyon oranının hem de enflasyondaki katılığın azaldığı, merkez bankalarının arz kaynaklı reel şoklarla daha iyi baş ettiği, güvenilirliğinin arttığı ve uzun vadede enflasyonist beklentilerin azaldığı görülmektedir. Üstelik bu sayılanların esnek olmayan, kurallara dayalı bir para politikasına gerek kalmadan gerçekleşmesi, iletişimin merkez bankaları için oldukça önemli bir unsur olduğuna işaret etmektedir.

Merkez bankalarının esnek olması gerektiğini savunan Eijffinger ve diğerleri (2004), merkez bankalarının tamamen şeffaf olmamaları gerektiğini savunan iktisat yazınına karşı, ileri bakışlı Yeni Keynesyen bir model kullanarak söz konusu yazının ulaştığı sonuçların tam tersi sonuçlar elde etmiştir. Buna göre, muhafazakar bir merkez bankası daha şeffaf olarak daha istikrarlı bir çıktı düzeyini sağlayabilmektedir⁴. Ayrıca, belli şartlar altında muhafazakar bir merkez bankası faiz oranlarında istikrar sağlanmasına da katkıda bulunabilmektedir. Buna ek olarak, çalışmada iletişim politikalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi de incelenmiştir. Bu kapsamda elde edilen sonuçlar, iletişimin çıktı açığının istikrar kazanmasına katkıda bulunduğunu, ancak enflasyon oranının daha oynak hale geldiğini göstermektedir. Çalışmada enflasyon oranının daha oynak hale gelmesinin nedeni ise, piyasanın tepkisinin merkez bankasının faiz oranlarını çıktı açığını istikrarlı yapmaya yönelik olarak ayarlaması olarak gösterilmektedir.

Sonuç olarak, incelenen çalışmalar, şeffaflığın ve enflasyon hedeflemesi rejiminin ülkelerin makroekonomik performansları üzerindeki etkisine ilişkin kesin herhangi bir sonuca ulaşmamaktadır. Ball ve Sheridan (2003)'ün not ettiği üzere, bunun bir sebebi, şeffaflığa yönelik uygulamaların ölçülemeyen birtakım

⁴ Çalışmada merkez bankasının muhafazakar olması, çıktı istikrarına verdiği ağırlık ile ilişkilendirilmiştir. Buna göre, muhafazakar bir merkez bankası çıktı istikrarına daha az ağırlık vermekte ve iletişimin çıktı açığının istikrarı üzerindeki olumlu etkisi daha güçlü olmaktadır.

faydalarının da olabildiğidir. Bu kapsamda, henüz bu uygulamaların yeni olması, olumlu etkilerinin ileride görülme olasılığını ortaya koymaktadır. Öte yandan, söz konusu uygulamaların arzu edilmesinin nedeni ekonomik sebeplerden ziyade siyasi sebepler olabilir; Bernanke ve diğerlerinin (1999, s. 333) öne sürdüğü gibi, bu uygulamalar “merkez bankalarının rolünün demokratik toplumun prensipleriyle daha tutarlı” olmasını sağlamaktadır.

1.4.2. Şeffaflık ve Finans Piyasaları Üzerindeki Etkileri

İktisat yazınında şeffaflığın makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkilerinin yanında finans piyasaları üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalara da rastlanmaktadır. Kuttner (2000) para politikası uygulamalarını “tahmin edilen” ve “tahmin edilmeyen” para politikaları olmak üzere ikiye ayırmıştır. Bu çerçevede yapılan inceleme, faiz oranlarının para politikasının tahmin edilmeyen (sürpriz) kısmına olan tepkisinin çok daha kuvvetli olduğunu göstermektedir. Öte yandan, etkin piyasa hipoteziyle tutarlı olarak, faiz oranlarının para politikasının tahmin edilen kısmına tepkisi çok az olmaktadır⁵.

Ampirik açıdan bakıldığında, çeşitli ülkelerde uygulanmakta olan para politikasının, çoğunlukla da merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının, piyasa katılımcıları tarafından ne derece doğru tahmin edildiğine ilişkin çalışmaların da giderek artan sayıda yapıldığı görülmektedir.

İngiltere Merkez Bankası politikalarını temel alan bir çalışma olan Haldane ve Read (2000), para politikasındaki bir değişikliğin, diğer bir ifadeyle merkez bankasının temel politika aracı olan faiz oranındaki bir değişikliğin, getiri eğrisi boyunca yaptığı etkiyi incelemiştir. Bu çerçevede sürpriz etki kavramını makroekonomik göstergelere ve makroekonomik hedeflere ilişkin olmak üzere ikiye ayırmıştır. Buna göre, merkez bankasının tepki fonksiyonunun piyasa

⁵ Mishkin (2001)'e göre etkin piyasa hipotezi akılcı bekleyişlerin finans piyasalarındaki menkul kıymetlerin fiyatlandırılmalarında kullanılmasıdır. Buna göre, piyasadaki menkul kıymetlerin fiyatları mevcut tüm bilgileri yansıtmaktadır, ancak bu durum etkin piyasalarda bütün piyasa katılımcılarının bilgili ve bekleyişlerinin akılcı olmasını gerektirmemektedir.

katılımcıları tarafından bilindiği bir ortamda fiyatlar, para politikasındaki değişikliklere daha az tepki vermekte iken; para politikasındaki bir değişiklikten önce açıklanan sürpriz makroekonomik verilere önemli derecede tepki vermektedir. Çalışmada İngiltere'deki günlük "forward" faiz oranları kullanılmış ve İngiltere Merkez Bankası'nın şeffaflığın artırılması yönündeki çabalarının aslında piyasanın faiz oranlarındaki değişikliklere tepkisini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Clare ve Courtenay (2001) ise, İngiltere'deki makroekonomik haber ve duyuruların, faiz oranlarına ilişkin duyurular da dahil olmak üzere, çeşitli vadeli işlem sözleşmeleri ve döviz kurları üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu çerçevede, İngiltere Merkez Bankası'nın operasyonel bağımsızlığını kazandığı 1997 yılı Mayıs ayından itibaren söz konusu duyurulara verilen tepkilerin değişip değişmediği incelenmiştir. İnceleme sonucunda faiz oranlarına ilişkin duyurulara verilen tepkinin hızının arttığı, ancak verilen tepkinin toplam büyüklüğünün azaldığı gözlenmiştir. Bu çalışmayı esas alan Lasaosa (2005), veri setine iki yıllık veri daha ekleyip genişleterek yaptığı incelemede, piyasaların faiz oranlarındaki değişikliklere daha az duyarlı, ancak makroekonomik verilere ilişkin duyurulara daha fazla duyarlı hale gelmiş olacağı tahmin etmiş, ancak elde ettiği sonuçlar bunu kanıtlar nitelikte olmamıştır. Buna göre, bağımsızlık sonrası dönemde de makroekonomik verilere ilişkin duyurulara verilen tepki sınırlı kalmaya devam etmiş, öte yandan faiz oranlarındaki değişikliklere verilen tepki ise azalmamıştır. Ayrıca, bağımsızlık sonrası dönem iki parçada incelendiğinde ise, piyasanın faiz oranlarına ilişkin kararlara gösterdiği tepkinin sonraki dönemde arttığı görülmektedir.

İngiltere gibi enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamakta olan bir başka ülke olan Avustralya için de benzer bir çalışma yapılmıştır. Connolly ve Coppel (2003) para politikasında şeffaflığın artmasının faiz oranlarındaki değişkenliği, finans piyasalarının para politikasını öngörebilme yeteneklerini ve getiri eğrisindeki hareketleri nasıl etkilediğini incelemiş ve elde ettikleri sonuçları Avustralya örneği ile karşılaştırmıştır. Buna göre, 1980'lerin sonundan itibaren

faiz oranlarındaki oynaklık azalmakta, para politikasının öngörülebilirliği artmakta, faiz oranlarına ilişkin duyurulara verilen tepkinin hızı artmaktadır. Ayrıca, çeşitli ülke örnekleri ile yapılan çalışma, para politikasının öngörülebilirliğinin benzer olduğunu göstermektedir. Bu da, bu ülkelerdeki merkez bankalarının finans piyasalarını bilgilendirme derecelerinin oldukça benzer olduğuna işaret etmektedir.

Connolly ve Kohler (2004) ise, Connolly ve Coppel (2003) çalışmasının sonuçlarını genişleterek iletişimin hangi kanallarının bekleyişleri etkilediğini incelemiştir. Bu çerçevede merkez bankası iletişim politikası da potansiyel bir haber kaynağı olarak kabul edilmiştir. Ek olarak makroekonomik haberleri, uluslararası haberleri, para politikası sürprizlerini de içeren toplam dört haber grubu oluşturulmuş ve bu haberlerin altı ülke ekonomisinde “futures” faiz oranlarına ilişkin bekleyişler üzerindeki etkisi incelenmiştir⁶. Elde edilen sonuçlar, faiz oranlarına ilişkin bekleyişin merkez bankası iletişim politikasından ziyade, makroekonomik haberlere ve para politikası sürprizlerine tepki verdiğini göstermektedir. Uluslararası haberler incelemeye eklendiği zaman makroekonomik haberlerin etkisi artmaktadır. Dolayısıyla, merkez bankası iletişim politikasının “futures” faiz oranlarının hareketi üzerindeki etkisi küçük olmakla beraber, iletişimin gerçekleştiği gün, piyasalara yeni bir bilgi sağlaması açısından, faiz oranlarındaki standart sapmayı artırdığı belirtilmektedir. Bu kapsamda, Avustralya Merkez Bankası'nın iletişim politikasının incelenen diğer merkez bankalarının politikalarına paralellik gösterdiği ve gelecekteki para politikasına ilişkin bekleyişleri önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Gravelle ve Moessner (2001) tarafından yapılan çalışmada da Kanada ve ABD'deki faiz oranlarının bu ülkelerdeki makroekonomik duyurulara verdiği tepki ölçülmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlar, Kanada faiz oranlarının ülkedeki makroekonomik haberlere çok az tepki verdiğini, ancak ABD'deki aynı tür haberlerden önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Bu durum, Kanada'daki piyasa katılımcılarının ülke ekonomisini büyük ölçüde ABD

⁶ İncelenen ülkeler: Avustralya, Kanada, Euro bölgesi, Yeni Zelanda, İngiltere ve ABD.

ekonomisi ile bütünleşik gördüklerine işaret etmektedir. Ayrıca, Kanada faiz oranlarının zamanla ülkedeki makroekonomik duyurulara daha duyarlı hale geldiğine ilişkin yeterli kanıt bulunamamıştır. Bu da, Kanada Merkez Bankası'nın şeffaflığı artırmaya yönelik tüm çabalarına rağmen Banka'nın tepki fonksiyonu hakkında kamuoyundaki belirsizliğin devam ettiğine işaret etmektedir. Kanada Merkez Bankası'nın döviz piyasasındaki oynaklığı azaltma yönündeki çabalarının da devam eden bu belirsizliğin bir nedeni olarak görülebileceği de ifade edilmektedir.

Poole ve Rasche (2000), para politikasının piyasanın politika uygulamalarını tahmin edebileceği şekilde uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Bu kapsamda, piyasaların para politikasını öngörebilmelerinin iki anlamı vardır. Birincisi, faiz oranları artık politika uygulamalarının önünden gitmeye başlamaktadır. Bu zamanlama ilişkisi, merkez bankasının piyasalara öncülük edeceği yerde, piyasayı takip ettiği şekilde izlenimlere yol açabilmektedir. Bu konuda Woodford (2001) da merkez bankalarının piyasalara öncülük etmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu kapsamda merkez bankalarının öngörülebilir olmaları ile piyasaların bekleyişlerine uygun davranmaları arasında fark olduğunu belirten Woodford (2001), öte yandan bilgi ekonomisinin ön plana çıktığı günümüzde, merkez bankalarının piyasaları takip eden davranışlardan kaçınmasının gittikçe zorlaştığını belirtmektedir. Bu nedenle Woodford (2001), merkez bankalarının piyasalarda sürpriz etkisi yaratmaktan kaçınması gerektiğini, ancak bunu piyasaların bekleyişlerine uygun davranarak değil, belirli sistematik kurallar çerçevesinde davranarak sağlayabileceğini belirtmektedir. Dolayısıyla kurallara dayalı bir politika takip edilmesinin gerektiği ve bu kuralların yeni bilgiler ışığında değişikliğe uğrayabileceğinin açıklıkla belirtilmesi halinde güvenilirliğin de olumsuz etkilenmeyeceği ifade edilmektedir.

Poole ve Rasche (2000)'nin üzerinde durduğu ikincisi unsur ise, nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin merkez bankalarına artık toplam talep ve enflasyon bekleyişlerine ilişkin yararlı bilgiler sağlayamayacağı gerçeğidir. Dolayısıyla, piyasaların merkez bankalarının politika uygulamalarını tahmin

edememesi çözümlenmesi gereken bir sorun olarak görülmektedir. Çalışmanın ampirik bölümünden elde edilen sonuçlar, 1994 yılından beri piyasa katılımcılarının ABD faiz oranlarının belirlendiği Federal Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) kararlarını daha doğru tahmin etmeye başladıklarını göstermektedir. Dolayısıyla, politika uygulamalarına ilişkin kararların 1994 yılı Şubat ayından beri belirli tarihlerde yapılan toplantılarda ilan edilmesi ve kararın altında yatan sebeplerin açıklanması, piyasanın kararların zamanlamasının önemini yanlış yorumlama olasılığını azaltmıştır.

Swanson (2004) merkez bankalarının şeffaflaşmasının temel etkisinin finans piyasalarının ve özel sektörün merkez bankasının politika uygulamalarını nasıl yaptığını kavraması olduğunu, dolayısıyla da bu kesimlerin merkez bankasının politika aracına ilişkin tahminlerinin daha başarılı olması gerektiğini ifade etmektedir. Bu çerçevede, ABD’de son on beş yıllık dönem içinde finans piyasalarının ve özel sektörün kısa vadeli faiz oranlarını tahmin edebilme yeteneklerinin gelişimi incelenmiştir. Sonuç olarak, finans piyasasının Fed faiz oranlarını daha iyi tahmin etmeye başladığı, FOMC duyurularının sürpriz etkisinin azaldığı, finans piyasalarında kısa vadeli faiz oranının gelecekteki seyrine ilişkin belirsizliğin azaldığı, özel sektörün kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin tahminlerinin daha az çeşitlilik göstermeye başladığı görülmüştür. Ayrıca, benzer bir gelişmenin büyüme veya enflasyon tahminlerinde görülmemesi, bu sektörlerin Fed’in politikalarını tahmin yeteneğinin ekonominin diğer alanlarına göreli olarak iyileştiğine işaret etmektedir ki, bu da şeffaflık konusunda Fed’in oynadığı rolün bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Fed’in bekleyişlerin yönetilmesi kapsamında faiz oranları üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışma da Demiralp (2001) tarafından yapılmıştır. Demiralp (2001) “tahmin etme etkisi” yoluyla Fed’in gecelik faiz oranları ile faizler genel düzeyini etkileyebilme yeteneğini incelemiştir. Tahmin etme etkisi, piyasanın gelecekteki politika uygulamalarını tahmin edebilme yeteneğinin gelişmesi sonucu gecelik faiz oranlarının faiz oranlarında değişiklik yapılacağına dair bir duyuru yapılmadan önce değişmesi olarak tanımlanmıştır. Bu etkinin

politika değişikliği duyurusundan sonra faiz oranlarında görülen değişikliği gösteren “duyuru etkisi”nden farklı olduğu belirtilmektedir. Elde edilen sonuçlar, Fed’in faiz oranları üzerindeki kontrolünün çok geliştiiğini göstermektedir. Bekleyişleri yöneterek, Fed sadece politika değişikliği yapmadan önce faiz oranlarını etkilemekle kalmamakta, aynı zamanda anında müdahale gerektiği zamanlarda da beklenmedik politika değişiklikleri duyurularıyla piyasalarda sürpriz etkisi de yaratabilmektedir.

Poole ve Rasche (2000)’nin çalışmasını temel alan Gaspar ve diğerleri (2001)’nin çalışmasındaki temel düşünce ise, merkez bankasının davranışının tahmin edilebildiği durumda piyasaların merkez bankası kararlarına ilişkin duyurulara değil, haberlere tepki vereceğine dayanmaktadır. Bu çerçevede, faiz oranlarına ilişkin kararların duyurulmasının faiz oranlarını etkileyip etkilemediği incelenerek piyasa katılımcılarının ECB’nin kararlarını ne kadar doğru tahmin edebildiği araştırılmıştır. Araştırma sonuçları, temel düşünceye paralel olarak, gecelik faizlerin seviyesinin ya da oynaklığının önemli derecede bir değişiklik göstermediğine işaret etmektedir.

Öte yandan Siklos ve Bohl (2004), kamuoyu ile iletişimin, özellikle sıkça yapılan konuşmaların, Bundesbank’ın para politikası uygulamasında önemli bir araç olduğunu belirtmekte ve iletişimin Bundesbank’a şoklar karşısında faiz oranlarında daha az aralıklarla değişiklik yapma imkanı tanıyarak belirli bir esneklik getirdiği sonucuna ulaşmaktadırlar.

Ehrmann ve Fratzscher (2003) tarafından yapılan çalışmada da; ABD ve Euro bölgesi para piyasalarının (1999 öncesi dönemde Almanya) Fed, Bundesbank ve ECB’nin para politikasına ilişkin duyurularına nasıl tepki verdikleri ve duyuruların bu piyasaları karşılıklı olarak ne derece etkilediği, faiz oranlarının hem seviyesi hem de oynaklığı çerçevesinde incelenmiştir. Elde edilen sonuçlardan ilki, bu piyasalar arasındaki ilişkinin zamanla arttığını, özellikle 1999 sonrası dönemde bu piyasaların birbirleriyle daha bağımlı hale geldiklerini göstermektedir. İkinci olarak, faiz oranları yurtiçi para politikası

gelişmelerine kuvvetli bir tepki verirken, yurtdışı para politikası karşısındaki tepkisi farklılıklar göstermektedir. Bu çerçevede Euro bölgesi ABD'deki gelişmelere tepki verirken, ABD piyasaları genellikle Euro bölgesi gelişmelerine tepki vermemektedir. Oynaklık açısından bakıldığında ise Bundesbank'ın açıklamalarının piyasalarda yarattığı oynaklığın ECB döneminde görülmediği ifade edilmektedir. Öte yandan, ABD piyasalarında oynaklığın görülmediği, dolayısıyla ABD'de ve Euro bölgesinde para politikası kararlarının öngörülebilirliğinin zaman içinde arttığı ve politika kararlarının alındığı dönemlerde görülen oynaklığın azaldığı belirtilmektedir.

1.5. Genel Bulguların Özetlenmesi

Tüm bu incelenen yazından ulaşılan çıkarımlara göre, şeffaflığın arzu edilen bir unsur olup olmadığına ilişkin sonuçlar büyük ölçüde kullanılan modellerin varsayımlarına göre farklılıklar göstermektedir. Para politikasının etkin olmasının tek yolunun sürpriz yaratmak olduğu varsayımından yola çıkıldığında, şeffaflığın maliyetli ve arzu edilmeyen bir unsur olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak, bu varsayım kullanılmadığı zaman şeffaflık aleyhine yapılan eleştiriler büyük ölçüde azalmaktadır. Bu noktada, kurallara dayalı politikaların sağlayacağı güvenilirlik ile inisiyatife dayalı politikaların sağlayacağı esneklik arasındaki ödünleşim önem kazanmaktadır.

İktisat yazınında, merkez bankalarının nasıl ve ne dereceye kadar şeffaf olmaları gerektiği hakkında ortak bir sonuca ulaşılamamış olsa da, şeffaflığın en büyük faydasının, merkez bankalarının hem mevcut hem de gelecekteki politika uygulamalarının ve hedeflerinin kamuoyu tarafından anlaşılmasını sağlamak olduğu kabul edilmektedir. Bu çerçevede, bekleyişlerin yönetimi önem kazanmakta ve kamuoyunun enflasyona ilişkin bekleyişleri, para politikasındaki değişikliklere daha duyarlı hale gelmektedir. Böylece iletişim, aksi takdirde düşük enflasyon stratejisini benimsemeyecek olan merkez bankalarının disiplin altında olmasını sağlamaktadır. Bu açıdan, şeffaflığın düşük enflasyon politikalarının kurumsallaşmasını sağladığı söylenebilmektedir.

Öte yandan, şeffaflığın makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkisi konusunda iktisat yazınında çelişkili sonuçlar ortaya çıkmakta iken, çoğunlukla finans piyasaları üzerindeki etkisine ilişkin elde edilen sonuçlar benzerlikler göstermektedir. Buna göre şeffaflık, piyasa katılımcılarının merkez bankalarının para politikası uygulamalarını çok daha doğru tahmin edebilmelerine ve piyasalarda oynaklığın azalmasına büyük ölçüde katkıda bulunmaktadır.

Sonuç olarak, merkez bankaları arasında giderek yaygınlaşan şeffaflık ilkesi, daha şeffaf politikalar izlemenin faydalı olduğu izlenimini yaratmakla birlikte, iktisat yazını incelendiğinde, politika yapıcılara tamamen şeffaf olmasa da, etkin bir iletişim politikası uygulamaları tavsiye edilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

İLETİŞİM POLİTİKALARININ ÖNEMİ

Günümüzde merkez bankalarının iletişim politikaları ve şeffaflık yönündeki stratejileri, para politikaları kadar tartışılan bir konu olmuştur. Aslında piyasa katılımcıları geçmişten beri para politikasının gelecekte izleyeceği seyri, tüm ipuçlarını değerlendirerek tahmin etmeye çalışmaktadırlar. Hatta bir dönem ABD’de Fed’in politikalarını yakından takip etmek ve gelecekteki politikalarını tahmin etmek neredeyse ayrı bir meslek haline gelmiş ve bu işi yapanlara “fedwatcher” adı verilmiştir. Dolayısıyla geçmişte merkez bankalarının uyguladıkları politikalar hakkında piyasayı ve kamuoyunu bilgilendirme yönünde bir tutumlarının olmadığı, hatta uygulamalarını gizlilik içinde yürütmeleri gerektiği görüşünün kabul edildiği görülmektedir. Öyle ki Bernanke (2004b), Birinci Dünya Savaşı sonrası uzunca bir dönem İngiltere Merkez Bankası Başkanlığı yapmış ve merkez bankacılığında etkili bir kişilik olan Montagu Norman’ın “Never explain, never excuse⁷” sloganını benimsediğini ve bu sloganı benimseyen pek çok merkez bankacı olduğunu belirtmiştir.

Bugün bu gizlilik geleneğinden farklı olarak, yaklaşık olarak son on beş yıldır merkez bankaları daha açık ve daha şeffaf olmaya, özel iletişim politikaları oluşturmaya başlamışlardır. Bunun pek çok sebebi olmakla beraber, bu bölümde iletişim politikalarının ve artan şeffaflığın önemi iki açıdan incelenmektedir. İlk olarak, iletişim politikalarının önemi kurumsal politika çerçevesinin oluşturulması kapsamında bağımsızlık, hesap verebilirlik ve güvenilirlik kavramları açısından, diğer bir ifadeyle politik açıdan ele alınmaktadır. İkinci olarak ise, belirsizliklerin azalması ve bekleyişlerin yönetilmesi çerçevesinde para politikasının etkinliğini artırması başlığı altında ekonomik açıdan incelenmektedir. Bu kapsamda bekleyişlere yönelik teoriler, bu teorilerin politika yansımaları ve bekleyişlerin yönetiminin kısa ve uzun vadedeki önemi değerlendirilmektedir.

⁷ Türkçe’ye “Açıklama yapma, özür dilemek zorunda kalma” şeklinde çevrilebilir.

2.1. Kurumsal Politika Çerçevesi

Etkin bir iletişim politikası, merkez bankalarının kurumsal politikası çerçevesinde önemli bir role sahiptir. Bu kapsamda etkin bir iletişim politikası, merkez bankalarının şeffaf, hesap verebilir ve güvenilir olmalarına katkıda bulunmaktadır. Kurumsal politika çerçevesinin bu üç boyutu da birbiriyle sıkı sıkıya ilişkilidir ve her biri diğerini desteklemektedir.

2.1.1. Bağımsızlık, Hesap Verebilirlik ve İletişim Politikaları

Merkez bankalarının bağımsızlığı ve buna paralel olarak politika uygulamalarında siyasi baskıdan uzak olmaları gerektiği, son dönemde giderek artan ölçüde kabul gören bir görüş olarak ortaya çıkmaktadır. Demokratik toplumlarda kurumsal politika çerçevesinin tasarımında merkez bankası bağımsızlığı kavramının toplumun yaşam standardının yükseltilmesiyle yakından ilişkili olduğu görülmektedir (Serdengeçti, 2005).

Bu çerçevede diğer politika yapıcılardan daha uzun vadeli bir bakış açısına sahip olan bağımsız bir merkez bankası, para politikasının fiyatlar ve üretim üzerindeki gecikmeli etkisi de dikkate alındığında, doğası gereği kısa vadeli bir bakış açısı içinde olan siyasetin fiyat istikrarı benzeri uzun vadeli olan ve ancak istikrarlı ve kararlı uygulamalarla elde edilebilecek hedeflerden sapmalara yol açmasını engelleyen bir gereklilik olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, Serdengeçti (2005)'in de belirttiği gibi merkez bankası bağımsızlığı, toplumun tüm kesimleri tarafından benimsenmesi, nedeninin kavranması, içselleştirilmesi ve bizzat toplumun kendisi tarafından sahip çıkılması gereken bir kavramdır. Bu kapsamda gerek amaç bağımsızlığı, gerekse araç bağımsızlığı olsun, bağımsızlık kavramı beraberinde merkez bankalarına çeşitli sorumluluklar yüklemektedir⁸.

⁸ Çok genel bir ifadeyle, para politikası hedeflerini merkez bankasının kendisinin belirlemesi "amaç bağımsızlığı", politika hedeflerine ulaşmak için kullanılacak araçların merkez bankası tarafından belirlenmesi ise "araç bağımsızlığı" olarak tanımlanabilir. Ancak, iletişim politikalarının önemi kapsamında bu ayrımın incelenmesine gerek görülmemiştir. İletişim politikalarının önemi, gerek amaç, gerekse araç bağımsızlığı çerçevesinde eşit olarak ele alınmış olup, iletişim politikalarının önemi bu ayrım gözetilmeksizin bağımsızlık kavramı altında incelenmiştir.

Bu sorumluluğun bir sonucu, hesap verebilirlik olarak ortaya çıkmaktadır. Serdengeçti (2005, s.9) hesap verebilirlik kavramını “merkez bankasının bağımsız olmasının bir gereği olarak uyguladığı politikalar ve sonuçlarına ilişkin toplumun her kesimine karşı sorumlu olması” olarak tanımlamaktadır. Bernanke (2004b)’ye göre de merkez bankaları için “demokratik hesap verebilirlik” tüm toplumun yaşamını etkileyen politikaları uygulayan kamu görevlileri olarak politika uygulamalarının altında yatan nedenleri kamuoyuna açıklamalarını gerektirmektedir. Benzer şekilde Ferguson (2002) da demokratik hesap verebilirliğin seçmenler tarafından doğrudan seçilmedikleri için, özellikle merkez bankaları için daha da önem kazandığını belirtmektedir. Mishkin (2004) ise gizlilik geleneğine ilişkin sorunları sıralarken, ilk olarak bu geleneğin demokratik olmadığını ileri sürmektedir. Diğer bir ifadeyle, her ne kadar para politikalarını kısa vadeli siyasi bakış açısından kurtarmak için geçmişte gizlilik geleneği kabul görmüş olsa da, temel demokratik ilkeler bağımsız merkez bankalarının uyguladıkları politikalara ilişkin hesap verebilmelerini gerektirmektedir.

Mishkin (2004) ikinci olarak, demokrasi gereği, politika tercihlerinin zaten toplumun tercihleriyle büyük ölçüde örtüşmek zorunda olduğunu belirtmekte ve politikalarını toplumla paylaşmayan bir merkez bankasının toplumun çıkarlarına ters düşen uygulamalarda bulunduğu izlenimi yaratarak bağımsızlığına zarar vereceğini ifade etmektedir. Ayrıca, merkez bankalarına bağımsızlıklarının yasa koyucular tarafından verilmesinin, yasa koyucuların merkez bankalarının toplumun çıkarlarına uygun hizmet etmediklerini düşündükleri zaman, bu bağımsızlığı geri alabileceklerini de belirtmektedir. Dolayısıyla, uzun vadede merkez bankalarının politikalarının kamuoyu desteği olmadan uygulanması zor olabilmektedir. Bu nedenledir ki, merkez bankaları sadece hedeflerini anlatmakla kalmamalı, aynı zamanda bu hedeflerin sağlanmasının gerekliliği konusunda da kamuoyunu ikna etmelidir. Bu da şeffaflık ve etkin iletişim politikalarını bağımsızlık ve hesap verebilirliğin bir parçası haline getirmektedir.

Öne sürülen görüşlere paralel olarak günümüzde merkez bankaları, politika uygulamalarında daha şeffaf olmaya ve kamuoyu ile etkin bir iletişim kurmaya özen göstermektedir. Poole (2003, s.1) şeffaflığı “piyasa katılımcılarının para politikasını mümkün olduğunca bir bütün olarak görebilmelerini sağlayabilecek tüm bilgilerin doğru bir şekilde sağlanması” olarak tanımlamaktadır. Bu çerçevede para politikasının şeffaf olması, hesap verebilirliği artırmakta, merkez bankalarının hedeflerine, stratejilerine ve kararlarına ilişkin belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır.

Sonuç olarak, bağımsızlık ve onun bir sonucu olan hesap verebilirlik bir taraftan şeffaflığı ve etkin bir iletişim politikasını gerekli kılarken, öte yandan şeffaflık ve etkin bir iletişim politikası da, merkez bankasının bağımsızlığını kuvvetlendiren bir özelliğe sahiptir. Issing (2005)’in de belirttiği gibi, iletişim, şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramları birbirinden ayrı düşünülemez. Bu kavramların birbiriyle olan ilişkisi, para politikasının amacının ve merkez bankasının toplum içindeki yerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

2.1.2. Güvenilirlik ve İletişim Politikaları

Bağımsız merkez bankaları aynı zamanda ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde gerekli güvenin sağlanmasına da katkıda bulunmaktadır. Bu kapsamda merkez bankaları için güvenilirlik, başarılı politika uygulamalarının yanında kamuoyuyla etkin bir iletişim politikasını da gerektirmektedir. Buna paralel olarak, son dönemde merkez bankaları iletişim politikalarını güvenilirliği artıran bir unsur olarak görmeye başlamışlardır.

Şeffaflık ve güvenilirliğe ilişkin yapılan anket çalışmaları da bu görüşü destekler niteliktedir. Blinder (1999)’ın merkez bankası güvenilirliğine ilişkin olarak 127 merkez bankasının katılımıyla yaptığı ankette açıklık ve şeffaflık, güvenilirliğin oluşturulmasında önemli yedi unsur arasında dördüncü sırada yer almıştır. Benzer bir anket çalışmasını ekonomistler arasında yapan Waller ve Haan (2004)’in elde ettikleri sonuçlara göre, bağımsızlık ilk sırada, geçmişteki

dürüst ve güvenilir politikalar ikinci sırada, şeffaflık ise üçüncü sırada yer almaktadır.

King (1997), merkez bankalarının iletişim yoluyla artırdıkları güven sonucu, hedeften sapmalar olduğu takdirde kamuoyunda taahhütlerin yerine getirilmemesi konusunda bir tereddüt oluşmadığını belirtmektedir. Merkez bankaları uzun vadeli hedeflerini, ki bu hedef genellikle fiyat istikrarı olarak belirlenmektedir, etkin bir iletişim politikası yoluyla duyurarak kendilerine duyulan güveni artırdıkları takdirde, enflasyondaki katılık da azalmaktadır. Benzer şekilde, Issing (2001) de etkin bir iletişim politikasıyla politikaların kamuoyuna aktarılması ve bu politikaların aktarıldığı gibi uygulanmasının güvenilirliği artırdığını belirtmektedir. Jensen (2001)'in oluşturduğu modelde de, artan şeffaflık enflasyon hedefinden sapmanın itibari açıdan maliyetini, dolayısıyla güvenilirliği artırmaktadır. Ancak, merkez bankasının tercihlerinin kamuoyu tarafından zaten bilindiği durumlarda şeffaflığın güvenilirliği artırıcı etkisi gereksiz ve yararsız kalmaktadır. Chortareas ve diğerleri (2002) yüksek düzeyde şeffaflığın, güvenilirliği düşük olan merkez bankaları için tercih edilebileceğini, güvenilirliği zaten yüksek olan merkez bankaları için şeffaflığın esnekliği azaltacağı için maliyetli olabileceğini iddia etmektedir.

Sonuç olarak, etkin bir iletişim politikası yoluyla güvenilirliği sağlamak için, merkez bankasının politikasını farklı kitlelere açıkça anlatması gerekmektedir. Öte yandan güvenilirliğin devamı, merkez bankalarının taahhüt ettikleri hedeflerine ulaşmalarını gerektirmektedir. Dolayısıyla güvenilirliğin korunması çok daha zorlu bir süreçtir. Serdengeçti (2005)'nin belirttiği üzere, bu süreç merkez bankalarının uyguladıkları iletişim politikasında ve açıklamasında topluma karşı şeffaf, dürüst ve tutarlı bir çizgi izlemesi ile mümkündür.

2.2. Para Politikasının Etkinliği

İletişim politikaları ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişki büyük ölçüde bekleyişlerin yönetimi kapsamında incelenmektedir. Bekleyişler tüm ekonomik birimlerin davranışlarını etkileyerek ekonomi üzerinde önemli bir etki

yaratmaktadır. Dolayısıyla politika uygulamalarında bekleyişlerin yönetimi önemli bir konu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, bu bölümde uyumlu ve akılcı bekleyişler teorisi ve akılcı bekleyişlerin politika yansımaları ile kısa ve uzun vadede bekleyişlerin yönetimi irdelenmektedir.

2.2.1. Uyumlu ve Akılcı Bekleyişler Teorileri

1950'ler ve 1960'larda bekleyişlerin geçmişteki tecrübelerle göre şekillendiği kabul edilmekteydi. "Uyumlu bekleyişler" olarak adlandırılan bu görüşe göre bekleyişler, geçmiş veriler değiştikçe zaman içinde buna uyumlu olarak kademeli bir biçimde değişmektedir. Buna göre, geçmişteki enflasyon oranı yüzde 5 ise, gelecekteki enflasyona ilişkin bekleyişler de yüzde 5 civarında şekillenmektedir. Enflasyon oranı yüzde 10 civarına yükseldiğinde ise, bekleyişler bu seviyeye yavaş yavaş çıkmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, enflasyona ilişkin uyumlu bekleyişler, geçmişteki enflasyon oranlarının ağırlıklı bir ortalaması olarak hesaplanabilmektedir. Ancak, ekonomik birimler bekleyişlerini oluştururken sadece tek bir değişkenin geçmişteki değerini değil, başka pek çok veriyi de göz önünde bulundurmaktadır. Aynı zamanda, bekleyişlerini oluştururken elde ettikleri her yeni bilgiyi de kullanmaktadırlar. Bu kapsamda Muth (1961) "akılcı bekleyişler" adını verdiği alternatif bir teori geliştirmiştir. Buna göre bekleyişler, eldeki tüm bilgileri kullanarak yapılan en iyi tahminlere eş değerde olmaktadır. Bu teorinin iki önemli yansımaları Mishkin (2001) şu şekilde açıklamaktadır: Birincisi, bir değişkenin izlediği seyirde bir değişiklik varsa, bu değişkene ilişkin bekleyişlerin izleyeceği seyir de değişecektir. İkincisi, bekleyişlere ilişkin tahmin hatası ortalama sıfır olmakta ve önceden tahmin edilememektedir.

Ekonomik birimlerin bekleyişlerini en iyi tahminleri doğrultusunda oluşturma yönündeki çabaları özellikle finans piyasalarında oldukça kuvvetlidir, dolayısıyla akılcı bekleyişler teorisi bu piyasalarda diğer piyasalara kıyasla daha kolay gözlenebilmektedir. Dolayısıyla Mishkin (2001)'nin de belirttiği gibi, akılcı bekleyişler teorisinin finans piyasalarına uygulanması önem arz etmektedir.

2.2.2. Akılcı Bekleyişler: Politika Yansımaları

1960'lar ve 1970'lerde uygulanan ekonomi politikaları ağırlıklı olarak Keynesyen modeli temel almaktaydı. Buna göre, enflasyon yaratmadan büyüme ve istihdam artışı sağlanması hedeflenmiş, ancak olumlu bir sonuç alınamamıştır. Bunun üzerinde Robert Lucas ve Thomas Sargent akılcı bekleyişler teorisi yoluyla bu politikaların başarısız olmasının sebeplerini araştırmıştır.

Lucas (1976), meşhur makalesinde politika oluştururken kullanılan ekonometrik modellerin kullanımına ilişkin bugün "Lucas critique" olarak adlandırılan bir eleştiri öne sürmüştür. Buna göre, politikaların ekonomi üzerindeki olası etkilerini değerlendirirken ekonometrik modelleri dikkatli kullanmak gerekmektedir. Lucas'ın eleştirisi akılcı bekleyişler teorisine dayanmaktadır: Tahmin edilen değişkenlerin davranışı veya seyri değiştiği zaman, bekleyişleri şekillendiren şartlar da değişir. Daha açık bir ifadeyle, uygulanan politika değiştiği zaman, bekleyişlerle geçmiş veriler arasındaki ilişki de değişecek ve kullanılan ekonometrik modeldeki ilişkiler de değişecektir. Dolayısıyla, Lucas'ın eleştirisinin bir yönü uygulanan politikaları değerlendirirken ekonometrik modellerin dikkatli kullanılması gerektiğini, bir diğer yönü de uygulanan bir politikanın etkisinin, kamuoyunun o politika hakkındaki bekleyişlerine dayandığını öne sürmektedir.

Lucas ve Sargent tarafından geliştirilen Yeni Klasik modele göre ücretler ve fiyatlar, fiyatlardaki değişiklik bekleyişlerine karşı tamamıyla esnektir. Diğer bir ifadeyle, beklenen fiyatlar seviyesinde bir artış, ücretlerde ve fiyatlarda anında ve eşit miktarda bir artışa yol açmaktadır. Bu modelin politika yansımaları; tahmin edilen bir politikanın toplam çıktı ve işsizlik üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağını, sadece tahmin edilemeyen, sürpriz etkisi yaratan bir politikanın etkili olacağını ileri sürmektedir. Ancak politika yansımalarına fiyatlar genel seviyesi açısından bakıldığında, tahmin edilen bir politikanın fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisi tahmin edilmeyen politikaya kıyasla daha yüksek olmaktadır.

Sonuç olarak, Yeni Klasik model politika yapıcıları için iki önemli unsur ortaya koymaktadır⁹: Birincisi, tahmin edilen ve edilmeyen politikaların etkileri farklıdır. İkincisi ise, politika yapıcılar kamuoyunun bekleyişlerini bilmedikleri sürece politika uygulamalarının sonuçlarını bilememektedirler. Dolayısıyla bu model, inisiyatife dayalı istikrar politikalarının etkin olamayacağını ve hatta istenmeyen sonuçlar doğurabileceğini ileri sürmektedir. Yeni Klasik modele göre, tahmin edilen politikalar toplam çıktı üzerinde değil, ama fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olmaktadır ve politikalar fiyatlar genel seviyesinde istikrar sağlamaya yönelik oluşturulmalıdır.

Öte yandan, Yeni Keynesyen model ücretlerin ve fiyatların beklenen fiyatlar seviyesindeki bir artışa karşı tamamen esnek olduğu fikrine karşı çıkmakla beraber, akılcı bekleyişler teorisini kabul etmektedir. Ancak Yeni Klasik modelden farklı olarak, Yeni Keynesyen model tahmin edilen politikaların hem toplam çıktı üzerinde hem de fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olduğunu öne sürmektedir. Tahmin edilmeyen politikalar ise, toplam çıktı üzerinde tahmin edilen politikalarından daha fazla etkili olmaktadır ki, bu sonuç Yeni Klasik modelin sonucuna ters düşmemektedir.

Uyumlu bekleyişler teorisini temel alan “geleneksel” modellere göre ise tahmin edilen ve tahmin edilmeyen politikaların etkileri arasında herhangi bir fark yoktur: İki politika da hem çıktı hem de fiyatlar genel seviyesini aynı düzeyde etkilemektedir.

Bu üç modelin politika yansıması çıktı istikrarını sağlama yönünde uygulanan istikrar politikaları çerçevesinden incelendiğinde ise, farklı sonuçlar elde edilmektedir. Geleneksel modelin temelinde politika yapıcıların kamuoyunun bekleyişlerini dikkate almalarına gerek duymamaları yattığı için çıktı oynaklığını azaltma yönünde uygulanan istikrar politikalarının sonuçlarını öngörebilmek daha kolay olmaktadır. Dolayısıyla aktivist politikalar yoluyla

⁹ Mishkin (2001, s. 722).

istikrar sağlanabilmektedir¹⁰. Öte yandan, aktivist politikalar Yeni Klasik modelde istenen etkiyi yaratamayabilmektedir. Daha önce bahsedildiği üzere, bu modelde bekleşler akılcı olup, kamuoyu politika planlarını tahmin etmeye çalışmaktadır. Ayrıca çıktı ancak sürpriz etkisi yaratan politika uygulamaları yoluyla ortaya çıkabilmektedir. Modelin bu iki özelliği, aktivist politikaların pek çok belirsizlik yaratarak çıktı istikrarını sağlamak yerine çıktının oynaklığının daha da artmasına yol açabilmektedir. Yeni Keynesyen model ise diğer iki model arasında yer almaktadır. Bu model tahmin edilen politikaların çıktı üzerinde etkili olabileceğini öngörmekte, ancak politikaların ne dereceye kadar tahmin edildiğinin belirsiz olması ise aktivist politikaların uygulanmasını oldukça zorlaştırmaktadır. Tablo 2.1 tahmin edilen ve edilmeyen genişletici politikalara verilen tepkileri özetlemektedir.

¹⁰ Aktivist politikalar, ücret ve fiyat ayarlama sürecinin yavaş olduğu ve bekleşleri dikkate almadığı varsayımı altında işsizliği ortadan kaldırmak için hükümetlerin aktif ve ihtiyatlı politikalar uygulamasının gerekliliği olarak tanımlanmıştır (Mishkin 2001). Aktivist olmayan politikalar ise, hükümetlerin işsizliği ortadan kaldırmak için aktif politikalar izlemesinin engellenmesi halinde ekonominin daha iyi bir performans göstereceğini savunmaktadır, çünkü hem ücret ve fiyat ayarlama süreçlerinin hızlı olması hem de ücret belirleme sürecinde bekleşlerin önem kazanması, işsizliği ortadan kaldırmak amaçlı inisiyatife dayalı politikaların tam tersi sonuçlar doğurmasına neden olabilmektedir.

TABLO 2.1. TAHMİN EDİLEN VE TAHMİN EDİLMİYEN GENİŞLETİCİ POLİTİKALARA VERİLEN TEPKİLER*

	Tahmin edilmeyen genişletici politikaya verilen tepki	Tahmin edilen genişletici politikaya verilen tepki	Aktivist politikalar faydalı mıdır?
Geleneksel Model	$Y \uparrow$, $P \uparrow$	$Y \uparrow$, $P \uparrow$ <i>Artış miktarları tahmin edilmeyen politika ile aynı</i>	Evet
Yeni Klasik Model	$Y \uparrow$, $P \uparrow$	\bar{Y} , $P \uparrow$ <i>Y sabit, P'deki artış tahmin edilmeyen politikadan daha fazla</i>	Hayır
Yeni Keynesyen Model	$Y \uparrow$, $P \uparrow$	$Y \uparrow$, $P \uparrow$ <i>Y'deki artış tahmin edilmeyen politikadan daha az</i> <i>P'deki artış tahmin edilmeyen politikadan daha fazla</i>	Evet, ancak faydalı olabilecek bir politika tasarlamak zordur.

Kaynak: Mishkin, 2001

* Y: Toplam çıktı; P: Genel fiyat düzeyi

Bu üç model enflasyonla mücadele politikası kapsamında incelendiğinde de, farklı sonuçlar elde edilmektedir. Geleneksel modelde enflasyonla mücadele çıktığı büyük ölçüde olumsuz etkilemektedir. Diğer iki modelde ise enflasyonla mücadele politikasının kamuoyu tarafından bilinmesi daha olumlu sonuçlar sağlamakla birlikte, bu sonuçların etkisinin büyüklüğü modele göre değişmektedir. Bu çerçevede, Yeni Keynesyen modelde kamuoyu tarafından bilinen bir enflasyonla mücadele politikası, Yeni Klasik modele kıyasla enflasyonun daha düşük ve çıktı kaybının daha az olmasını sağlamaktadır (Mishkin 2001).

Bu kapsamda önemli bir nokta göze çarpmaktadır: Hem Yeni Klasik, hem de Yeni Keynesyen model, enflasyonla mücadele politikasının çıktı kaybını

en az düzeyde tutarak başarılı olmasını kamuoyunun bu politikaya inanması olarak belirtmektedir. Yeni Klasik modele göre, en iyi enflasyonla mücadele politikası, güvenilirliği olduğu sürece, enflasyonu hızla düşürme uygulamasıdır. Yeni Keynesyen modele göre ise bu politika, güvenilir olsa dahi pek istenen bir uygulama değildir; çünkü bir miktar çıktı kaybına yol açmaktadır. Tablo 2.2. dezenflasyon politikası çerçevesinde bu üç modele ilişkin benzerlik ve farklılıkları açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

TABLO 2.2. TAHMİN EDİLEN VE TAHMİN EDİLMİYEN DEZENFLASYON POLİTİKALARINA VERİLEN TEPKİLER*

	Tahmin edilmeyen dezenflasyon politikasına verilen tepki	Tahmin edilen dezenflasyon politikasına verilen tepki	Dezenflasyon politikasının başarısı için güvenilirlik önemli midir?
Geleneksel Model	$Y \downarrow$, $\Pi \downarrow$	$Y \downarrow$, $\Pi \downarrow$ <i>Azalış miktarları tahmin edilmeyen politika ile aynı</i>	Hayır
Yeni Klasik Model	$Y \downarrow$, $\Pi \downarrow$	\bar{Y} , $\Pi \downarrow$ <i>Y sabit, Π'deki azalış tahmin edilmeyen politikadan daha fazla</i>	Evet
Yeni Keynesyen Model	$Y \downarrow$, $\Pi \downarrow$	$Y \downarrow$, $\Pi \downarrow$ <i>Y'deki azalış tahmin edilmeyen politikadan daha az</i> <i>Π'deki azalış tahmin edilmeyen politikadan daha fazla</i>	Evet

Kaynak: Mishkin, 2001

* Y: Toplam çıktı; Π : Enflasyon oranı

Orphanides ve Williams (2004)'in ABD'de 1970'lerde yaşanan stagflasyonun kaynaklarını inceledikleri çalışmada bekleyişlerin izlediği seyrin anahtar olduğu belirtilmektedir. Oluşturulan modele göre, işsizliği azaltmak için uygulanan aktivist politikalar ve artan enflasyon oranı, kamuoyunda Fed'in

hedefleri konusunda karışıklığa yol açmıştır. 1950'lerde ve 1960'ların başlarında fiyat istikrarının halen sürdürülebilmiş olması nedeniyle enflasyona ilişkin beklentiler ilk etapta iyi yönetilmiş olsa da, 1960'ların sonlarında uygulanan yanlış politikalar ve artan enflasyon, enflasyon beklentilerini yukarı çekmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar, para politikası işsizliği gidermek için kuvvetli şekilde aktivist politikalar izlemeseydi, enflasyon beklentilerinin kötüleşmeyeceğini ve petrol fiyatlarındaki yüksek artış ve verimlilik oranlarındaki yavaşlamaya rağmen 1970'lerde yaşanan stagflasyonun önlenebileceğini göstermektedir. Daha da önemlisi sonuçlar, daha az aktivist politikalar izlenmesi halinde hem enflasyonun hem de işsizliğin önlenmesinde daha başarılı olunacağına işaret etmektedir. Bu da, uzun vadede ekonomik istikrarı sağlama yolunda beklentilerin iyi yönetilmesinin özel bir öneme sahip olduğunu göstermektedir.

Taylor (1982) çok büyük çıktı kayıpları vermeden enflasyonu düşürebilmenin yolunun uygulanan politikanın güvenilir olması- politika yapımcıların enflasyonla mücadelede ciddi olmaları- olduğunu belirtmiştir. Ancak Mishkin (2001) güvenilirliği tesis etmenin kolay olmadığı gerçeğinden yola çıkarak bu yaklaşımın fazla iyimser olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla, güvenilirliğin kazanılmadığı enflasyonla mücadele politikalarında enflasyonu düşürmenin, bu politikaların tahmin edilmeyen politikalar olacağı için oldukça maliyetli olacağı belirtilmektedir.

Sonuç olarak, tüm piyasalarda beklentilerin akılcı olduğu varsayımı tartışmalı olsa da, tahmini yapılan değişkenlerin davranışındaki değişikliklerin beklentilerin şekillenmesinde farklılığa yol açacağı kabul edilmektedir. Aynı zamanda, Lucas'ın eleştirisi de bir politikanın etkisinin büyük ölçüde o politikaya ilişkin kamuoyu beklentilerine dayandığını göstermektedir. Dolayısıyla akılcı beklentiler teorisi iki önemli nokta ortaya koymaktadır. İlk olarak, tahmin edilen ve tahmin edilmeyen politikaların etkileri birbirinden farklıdır. İkinci olarak, enflasyonla mücadele politikalarının başarısında o politikalara duyulan güven önem kazanmaktadır.

2.2.3. Bekleyişlerin Yönetimi ve İletişim Politikası

Daha önce de belirtildiği üzere, şeffaflık ve iletişim politikalarının önemine ilişkin görüşler temelini, piyasalar para politikasını doğru olarak tahmin edebildikleri zaman para politikasının daha etkin olacağı tezinden almaktadır. Bu çerçevede bekleyişlerin yönetimi iletişim politikası tasarımı ön plana çıkmaktadır.

Ancak bu görüşü ayrıntılı olarak ele almadan önce, Blinder ve diğerleri (2001)'nin üç başlık altında sıraladığı karşı görüşlerin üzerinde kısaca durmakta fayda vardır. Şeffaflık aleyhine geliştirilen görüşlerden ilki, tahmin edilen bir para politikasının etkin olamayacağıdır. Ancak iktisat yazınının tarandığı bölümde ayrıntılı olarak incelendiği gibi, teorik alanda ağırlıklı olsa da, ampirik kanıtlar bu görüşü desteklememektedir. Bu görüşe paralel bir başka tez ise, enflasyon önyargılarıdır. Buna göre, merkez bankaları büyümeyi ve istihdamı gözetmek amacıyla enflasyon yaratabilmektedirler. Buna bağlı olarak, yaratılan sürpriz enflasyon bir vergi olarak hükümetler için bir kaynak da olabilmektedir. Bu görüşe göre şeffaflık ihtiyacı, merkez bankalarının güvenilirliği ile birlikte azalmaktadır; güvenilirliği yüksek olan merkez bankalarının şeffaf olmalarına gerek olmadığı ifade edilmektedir. Ancak merkez bankaları istihdam ve üretimde kısa vadeli oynaklıkları dikkate alsa da, sürpriz enflasyon etkisini sürekli kullanmamaktadırlar. Tam şeffaflığa karşı üçüncü görüş ise asimetrik bilgi kavramına dayanmaktadır. Bu görüş artan şeffaflığın finans piyasalarında oynaklığı artıracığını ve merkez bankalarının piyasanın esiri haline geleceğini savunmaktadır. Ancak bu durum piyasa katılımcılarının çoğunluğunun bilgi sahibi olmayıp, sadece bilgi sahibi olanları takip ederek piyasada buldukları durumlarda geçerli olmaktadır. Merkez bankalarının piyasayı takip eder hale geldiği görüşü ise finans piyasası katılımcılarının merkez bankasının işaretlerini yorumlamada birbiriyle ters düşmesinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada daha önce de belirtildiği gibi, Woodford (2001) da merkez bankalarının belirli sistematik kurallar çerçevesinde davranarak sürpriz etkisi yaratmaktan kaçınmalarının piyasaları takip ettikleri izlenimini ortadan kaldıracığını ifade

etmektedir. Dolayısıyla, çözüm merkez bankalarının şeffaf olması ve bu şekilde maliyeti çok yüksek olabilen yanlış anlamaları ortadan kaldırılabilmemesinden geçmektedir.

Bu çerçevede para politikasının öngörülebilirliğinin ve dolayısıyla bekleyişlerin yönetiminin Bernanke (2004a) ve Issing (2005) tarafından da belirtildiği gibi, kısa vade ve uzun vade olmak üzere iki açıdan incelenmesi önem kazanmaktadır.

2.2.3.1. Kısa Vadede Bekleyişlerin Yönetilmesi: Öngörülebilirliğin Artırılması

Kısa vadede etkin iletişim politikaları, merkez bankası politika kararların öngörülebilirliğinin artmasını sağlamaktadır. İletişimin neden etkin para politikasının bir parçası olduğunu anlamak için, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını seçen merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği tek bir faiz oranı olduğunun unutulmaması gerekmektedir. Finans piyasalarının genişliği ve derinliği dikkate alındığında, merkez bankalarınca doğrudan kontrol edilebilen kısa vadeli faiz oranı önemsiz görünmektedir. Ancak kısa vadeli faiz oranının kontrolünün önemi, tüm ekonominin seyrini etkileyecek olan varlık fiyatlarını ve getirileri etkilediği ölçüde önem kazanmaktadır. Finans teorisi, kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasında bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla, etkin bir iletişim politikası finans piyasalarının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin daha doğru tahminler yapabilmesine imkan tanıyarak hem piyasalardaki riskin azalmasını hem de para politikasının daha etkin olmasını sağlamaktadır. Öngörülebilirliğin artmasının faydaları bu bölümde iki başlık altında incelenmektedir: Finans piyasalarında riskin ve oynaklığın azalması ve kısa vadede politika değişikliklerinin neden olabileceği maliyetin azalması.

Bu çerçevede ilk olarak, faiz oranlarına ilişkin kararların incelenmesi, kısa vadede bekleyişlerin yönetiminin finans piyasalarında riskin ve oynaklığın azalmasına ve ekonominin faiz oranlarındaki değişikliklere daha yumuşak bir

şekilde uyum sağlamasına büyük katkıda bulunduğunu göstermektedir. Aslında merkez bankalarının faiz oranlarına ilişkin kararları, ki faiz oranları günümüzde merkez bankaları tarafından yaygın şekilde politika aracı olarak kullanılmaktadır, şeffaflığın önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Blinder ve diğerleri (2001)'nin de dikkat çektiği üzere, genel olarak merkez bankalarının faiz oranlarında yaptıkları değişiklikler incelendiğinde, oranların bazen bir dönem boyunca artırıldığı, bazen de bir dönem boyunca azaltıldığı, ancak bu değişikliklerin genellikle küçük miktarlarda olduğu görülmektedir. Değişikliklerin neden büyük miktarlarda ve süratle yapılmadığı sorusuna ise şeffaflık çerçevesinden cevap verilmektedir. Bu kapsamda ilk neden varolan belirsizliktir. Daha açık bir ifadeyle, mevcut ekonomik görünüm ve tahminler her zaman çok net olmayabilmekte ve faiz oranlarındaki bir değişikliğin ekonomiyi nasıl etkileyebileceği çok iyi bilinemeyebilmektedir. Dolayısıyla, belirsizlik karşısında ihtiyatlı davranmak önem kazanmaktadır.

Blinder ve diğerleri (2001)'ne göre, belirsizlik kavramının yanında, faiz oranlarındaki yumuşak değişikliklerin bir diğer nedeni de finansal istikrarı geliştirmektir. Bu nedenle, değişikliklere verilen aşırı tepkilerin finans piyasalarında etkinsizliğin varlığına işaret ettiği ve bunu gidermenin yolunun şeffaflık ve iletişim politikalarından geçtiği belirtilmektedir. Diğer bir ifadeyle yapılması gereken, öngörülebilirliği artırmak için daha şeffaf olmaktır.

Aynı zamanda merkez bankalarının faiz oranlarındaki değişiklikleri öngörülebilir oranlarda ve küçük miktarlarda yapması, bu değişikliklerin kabul edilebilirliğini de kolaylaştırmaktadır. Diğer bir ifadeyle, faiz oranlarında örneğin büyük miktarda indirim yaptıktan kısa bir süre sonra belirsizlik veri iken tekrar faiz oranlarını artırma gereğinin ortaya çıkma olasılığı, merkez bankalarını bu tür sert tepkiler vermekten alıkoymaktadır. Dolayısıyla, Goodhart (1999)'ın da belirttiği üzere, faiz oranlarında kısa süre içinde birbirine zıt kararlar oldukça nadir görülmektedir. Bu durum, Blinder ve diğerleri (2001)'ne göre merkez bankalarının bilinçli olarak “çok az ve çok geç” hareket etmelerine yol açmakta olup iki şekilde açıklanabilmektedir. İlk olarak, faiz oranlarına ilişkin alınan

kararlardan geriye dönüşleri açıklamanın, tamamen haklı sebeplerden ötürü olsa dahi, oldukça zor olduğu belirtilmektedir. Bir başka ifadeyle merkez bankalarının, faiz oranlarında büyük miktarlarda değişiklikler yapıp ardından geriye dönmenin piyasada karışıklığa yol açacağını ve güvenilirliklerini zedeleyeceğini düşündükleri için bu tarz bir politika izlemedikleri ifade edilmektedir. Bu durum, politika uygulamalarının yetersiz iletişimin “kurbanı” olması olarak tanımlanmakta ve iletişim politikalarının önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

İkinci olarak, merkez bankalarının faiz değişikliklerini küçük miktarlarda adım adım yapmasının piyasaların ilerideki değişiklikleri takip etmesini kolaylaştıracağı ifade edilmektedir. Sonuçta da para politikasının kanallarından biri olan bekleyişlerin yönlendirdiği uzun vadeli faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru ve benzeri değişkenler aslında ilerideki politika değişikliklerinden daha önce hareket etmiş olmaktadır. Dolayısıyla, bu noktada merkez bankasının hareketinin zamanlamasının, bu hareketin tutarlı olduğu düşünüldüğü sürece çok fazla önemli olmadığı ifade edilmektedir. Aslında ampirik çalışmalarda da görüldüğü üzere, piyasalar faiz oranlarını iyi tahmin edebildiği zamanlarda değişiklik kararları açıklandığı vakit piyasaların tepkisi çok sınırlı olmaktadır. Dolayısıyla, faiz oranlarına dair bir politika değişikliğinin etkisi, bu değişikliğin piyasalar tarafından beklenip beklenmediğine, bir başka deyişle öngörülebilirliğine dayanmaktadır.

Kısa vadede bekleyişlerin yönetilmesi ve öngörülebilirliğin artırılması kapsamında ikinci önemli unsur, politika değişikliklerinin yaratacağı maliyete ilişkindir. Buna göre, öngörülebilirlik arttıkça politika değişikliklerinin maliyeti azalmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, belirsizlik veri iken ekonomik koşulların tahminlerden farklı gerçekleşmesi kısa dönemde para politikasında değişiklikler gerektirebilmektedir. Ancak bu değişikliklerin kamuoyunda karışıklığa yol açması ve merkez bankalarının güvenilirliğine zarar getirmesi olasılığı karşısında kamuoyunun uygulanan politikaları iyi kavramış olması önem kazanmaktadır. Bu şekilde, politika değişiklikleri merkez bankalarının güvenilirliğini zarara uğratmamış olmaktadır.

Bu kapsamda piyasa katılımcılarına verilecek sinyal niteliğinde “anahtar kelimeler¹¹”, karara dair bir ipucu niteliğinde olup, belirsizliği ve faiz oranlarındaki oynaklığı azaltabilmektedir. Öte yandan, anahtar kelimeler kullanan merkez bankaları kendilerini bir şekilde sözle bağlamış olmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, ekonomik duruma ilişkin değerlendirmeler yeni gelişmeler paralelinde değiştiği vakit, merkez bankasının piyasanın beklendiğini yanıltmış olma ihtimali ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, gelecekteki kararlara ilişkin piyasalara gönderilecek sinyallerin “koşullu öngörüler” içermesi gerekmektedir. Ancak, bu durum uygulamada o kadar kolay olmamaktadır. Bu durumu Issing (2005, s.70) şöyle açıklamaktadır: “Yapılan duyuru ne kadar anlaşılması kolay ve ne kadar basit sinyaller içerirse, öncesinde koşullu öngörülerini açıklamak o kadar zordur”. Bu noktada eğer iletilmek istenen anlaşılmış ise, piyasalar bu beklendiğini fiyatlayacaktır. Dolayısıyla, duyurular ile politika uygulamaları kısa vadede birbirinin yerine ikame edilebilmekte, dolayısıyla güvenilir bir merkez bankası bir politika uygulaması ile elde edeceği sonucun hemen hemen aynısını bir sonraki toplantısında söz konusu uygulamayı yapacağına dair kesin ifadelerde bulunarak da elde edebilmektedir (Kohn ve Sack, 2003).

Özetle etkin bir iletişim politikası kapsamında, kısa vadede beklendiğinin yönetilmesiyle finans piyasalarında sağlanacak istikrar ve politika değişikliklerinin azalan maliyetinin yanında, duyuru ve söylemlerin içeriği de büyük önem kazanmaktadır. Dolayısıyla etkin iletişim, belirli bir politika stratejisi gerektirmektedir ve bu strateji para politikasına ilişkin mevcut bilgileri açık bir şekilde yansıtırken, aynı zamanda para politikasının yeni bilgiler doğrultusunda şekilleneceğine de dikkat çekmelidir. Yapılan ampirik çalışmalar da kısa vadede para politikasının öngörülebilirliğinin ve dolayısıyla etkinliğinin son yıllarda arttığını göstermektedir¹².

¹¹ “Anahtar kelime” (codes) kavramı Issing (2005) tarafından kullanılmıştır.

¹² Ayrıntılı bilgi için bakınız Bölüm 1.4.2; Şeffaflık ve Finans Piyasaları Üzerindeki Etkileri.

2.2.3.2. Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi: Tutarlılık

Uzun vadede merkez bankasının hedeflerini ve stratejilerini kamuoyuyla paylaşması ve bu çerçevede tutarlı politikalar izlenmesinin para politikasının etkinliğine katkısı bu bölümde iki açıdan incelenmektedir: Uzun vadeli bekleyişlerin, özellikle de enflasyona ilişkin bekleyişlerin yönetilmesi ve aktarım mekanizmasının gelişmesi.

Bu bağlamda, Bernanke (2004a)'nin de belirttiği gibi, uzun vadede bekleyişlerin yönetilmesi kapsamında kamuoyunun enflasyonun düşük kalacağına, diğer bir ifadeyle fiyat istikrarının sürdürüleceğine inanmasının pek çok faydası vardır. Bunlardan ilki, ekonomik birimlerin fiyatlama ve ücret belirleme davranışlarında daha kontrollü davranması, dolayısıyla da merkez bankasının enflasyonu kontrol altında tutmasının kolaylaşmasıdır. Aynı zamanda uzun vadede iyi yönetilen enflasyon bekleyişleri, büyümeyi ve istihdamı etkileyebilecek şoklara karşı merkez bankalarının kısa vadede daha esnek davranabilmesine olanak sağlayabilmektedir.

Etkin bir iletişim politikasının para politikasının etkinliğini artırabileceği bir diğer yol ise, aktarım mekanizması çerçevesinde finans piyasası katılımcılarının gelecekteki para politikası uygulamalarına ilişkin bekleyişlerinin merkez bankasının kendi planlarına daha yakınsar bir şekilde oluşmasına yardımcı olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki yönü konusunda finans piyasası katılımcılarına ne kadar yararlı, açık bir yol çizerse, uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi de o derece daha fazla olacaktır. Ayrıca, bu şekilde bilginin fiyatlara yansımaları kolaylaşmakta, varlık fiyatları daha etkin ve daha doğru olarak belirlenebilmektedir.

Yapılan ampirik çalışmalar da bu öngörülerini desteklemektedir. Demiralp (2001)'in de vurguladığı gibi geçen on yıl içinde ABD'de aktarım mekanizmasında bekleyişler kanalı önemli ölçüde gelişmiştir. Bu süre zarfında kredi yaratma işlevi Fed'in doğrudan kontrol edebildiği bankacılık sektöründen

büyük ölçüde Fed'in bekleyişler haricinde çok fazla etkisinin olmadığı finans piyasalarına kaymıştır.

Unutmamak gerekir ki, para politikası aracı olarak faiz oranını seçen merkez bankaları aslında piyasada borçlanma ve yatırım kararları alınırken dikkate alınan faiz oranlarını değil, sadece kısa vadeli faiz oranını doğrudan etkileyebilmektedir. Ayrıca, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ile faizler genel düzeyi zaman zaman farklı yönlerde hareket edebilmektedir. Finans piyasası teorisyenleri ve piyasa oyuncuları, risk ve vade primleri sabit kalmak şartıyla, uzun vadeli getirilerin, kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte izleyeceği seyre ilişkin olarak finans piyasası katılımcılarının oluşturdukları bekleyişler ile yakından ilişkili olduğunu belirtmektedirler. Bu çerçevede, halihazırdaki kısa vadeli faiz oranları para politikasının seyri hakkında sadece kısmi bir bilgi vermektedir. Para politikasının ekonomiyi sıkılaştırdığına veya gevşettiğine dair herhangi bir değerlendirme yapabilmek için kısa vadeli faiz oranlarının bugünkü değerini bilmek yeterli değildir, söz konusu faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin bekleyişler de önem kazanmaktadır.

Bu kapsamda ilk etapta piyasa katılımcılarının merkez bankasının uygulamalarına ilişkin bekleyişlerinin nasıl oluştuğu önem kazanmaktadır. Bernanke (2004a, s.4) merkez bankası iletişim politikalarını bağımsız bir politika aracı olarak vurgulamamakla beraber, bu politikalarının bir merkez bankası için neden önemli olduğunu şu şekilde ortaya koymaktadır: “Eğer merkez bankalarının duyuru ve söylemleri kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyri hakkında yeteri kadar bilgilendirici olmazsa, bu duyuru ve söylemlerin bekleyişleri etkileyebilme yetenekleri bir süre sonra kaybolmaktadır”. Dolayısıyla, para politikasının etkinliği kısa vadeli faiz oranlarını değil, politikaların gelecekteki seyrine ilişkin bekleyişleri ve uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilme yeteneği ile ölçülmelidir.

Bu çerçevede Castelnovo ve diğerleri (2003) enflasyon bekleyişlerini yönetmede sayısal bir hedefin ilan edilmesinin, fiyatlama ve ücret belirleme davranışlarını düzenleyerek para politikasına katkıda bulunacağı varsayımı

altında 1990'ların başından itibaren on beş sanayileşmiş ülkede uzun vadeli enflasyon bekleyişlerinin ne derece iyi yönetildiğini incelemiştir¹³. Çalışma, iyi yönetilen uzun vadeli bekleyişlerin iki önemli özelliği olduğunu belirtmektedir: Düşük oynaklık ve kısa vadeli enflasyon bekleyişleri ile uzun vadeli enflasyon bekleyişlerindeki revizyonlar arasındaki korelasyonun giderek azalması. Bu çerçevede elde edilen sonuçlar, Japonya hariç tüm ülkelerin geçen on beş yıllık süre içinde uzun vadeli enflasyon bekleyişlerini yönetmede oldukça başarılı olduğunu göstermektedir. Öte yandan, sayısal bir enflasyon hedefi ilan edilmesi pek çok ülkede ortak bir özellik olarak ortaya çıkarken, ilan edilen hedefler çeşitli açılardan farklılaşmaktadır. Dolayısıyla çalışmada ayrıca enflasyon hedefinin nokta hedef veya hedef aralığı olarak seçilmesinin ya da sayısal hedef yerine fiyat istikrarı olarak tanımlanmasının bekleyişlerin yönetiminde herhangi bir fark yaratıp yaratmadığı da incelenmiş ve iki hedef çeşidi arasında önemli bir fark görülmemiştir.

Bernanke (2004a)'ye paralel olarak, Issing (2005)'e göre, para politikasının öngörülebilirliğinin bir diğer boyutunu uzun vadeli politika hedefleri ile tek tek alınan kararlar arasında tutarlılık olup olmadığı oluşturmaktadır. Bu bağlamda tutarlılığın sağlanması, para politikasını uzun vadede de öngörülebilir kılmaktadır. Bu noktada uzun vadeli bekleyişlerin yönetilmesinde güvenilirlik büyük önem kazanmaktadır. Ancak güvenilirlik etkin bir iletişim politikasının gerekliliğini ortadan kaldırmamakta, aksine para politikası stratejisi etkin bir şekilde iletilmediği zaman piyasa katılımcıları bekleyişlerini, -ki pek çok merkez bankasının uzun vadeli hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olduğu için piyasa katılımcılarının bekleyişleri enflasyon bekleyişlerine eş olmaktadır- mevcut bilgiler ışığında oluşturmakta ve enflasyon hedefinden sapmaya yol açabilmektedir. Bu noktada iletişim politikası açısından önemli olan, kamuoyunu hedeften sapmaların geçici olduğuna dair ikna edebilmektir.

Issing (2005)'in buna paralel olarak belirttiği önemli bir diğer husus ise, yanlış bekleyişlerin oluşmasını engellemek için, merkez bankalarının

¹³ Çalışmada incelenen ülkeler; Euro bölgesi, Finlandiya, Fransa, Almanya, İtalya, İspanya, Norveç, İsveç, İsviçre, İngiltere, Avustralya, Kanada, Japonya, Yeni Zelanda ve ABD.

görevlerinin sınırları hakkında da kamuoyunu bilgilendirmesidir¹⁴. Daha açık bir ifadeyle, kamuoyunun merkez bankasının sadece fiyat istikrarını değil, aynı zamanda büyümeyi ve istihdamı iyileştirmeye yönelik politikalar uygulayabileceğini düşünmesi ve siyasilerin olumsuz makroekonomik koşullar altında merkez bankalarını suçlamaları, merkez bankasının güvenilirliğini sarsabilmektedir. Dolayısıyla, merkez bankalarının kamuoyunun güvenini sağlamaları son derece önemlidir.

Özetle kısa vadeli faiz oranlarını uzun vadeli faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi değişkenlere bağlayan unsur bekleyişlerdir. Dolayısıyla bekleyişler ne kadar az oynak olursa, para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi de o kadar istikrarlı ve öngörülebilir olacaktır. Bu şekilde hem aktarım mekanizması gelişmekte, hem de merkez bankalarının temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi nispeten kolaylaşmaktadır.

2.3. Sonuç

İletişim politikalarının hem kurumsal hem de para politikasının etkinliği çerçevesinden incelendiği bu bölümde, bu iki unsurun da merkez bankaları için önem taşıdığı görülmektedir. Kurumsal çerçeveden bakıldığında, bağımsız merkez bankalarının demokrasinin gereği olarak ortaya çıkan hesap verebilirlik ilkesi kapsamında şeffaflık ve iletişim politikalarına giderek artan derecede önem verme eğiliminde olmaları doğal bir sonuç olarak ortaya çıkmakta ve güvenilirlik sağlanmasına veya güvenilirlik artışına katkıda bulunmaktadır.

Öte yandan, iletişim politikalarının önemine para politikasının etkinliği çerçevesinden bakıldığında, bekleyişlerin yönetiminin ön plana çıktığı görülmektedir. Bu kapsamda hem kısa vadede hem de uzun vadede bekleyişlerin iyi yönetilmesi, gerek politikaların öngörülebilirliğini artırması gerekse politikaların tutarlılığını göstermesi açısından önem kazanmaktadır.

¹⁴ Bu konu, Bölüm 3.2. İletişim Stratejileri: Karşılaşılan Zorluklar ve Fırsatlar ile Yapılması Gerekenler'de ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

Kısa vadede bekleyişlerin iyi yönetilmesi, merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği tek faiz oranı olan kısa vadeli faiz oranlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliğinin artması ile yakından ilişkilidir. Bu şekilde hem finans piyasalarında risk ve oynaklık hem de kısa vadede politika değişikliklerinin neden olabileceği maliyet azalmaktadır. Uzun vadede bekleyişlerin iyi yönetilmesinin para politikasının etkinliğine temel katkısı ise, enflasyona ilişkin bekleyişlerin hedeflerle tutarlı hale gelmesi ve aktarım mekanizmasının gelişmesi çerçevesinde şekillenmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İLETİŞİM STRATEJİLERİ

İyi bir iletişim politikasının önemi önceki bölümde de incelendiği gibi hem para politikasının bağımsızlık ve hesap verebilirlik çerçevesinde oluşan kurumsal tasarımında hem de para politikasının etkinliğini artırmasında ön plana çıkmaktadır. Bu da son yıllarda merkez bankalarının daha açık bir iletişim politikası izleme çabalarını açıklamaktadır. Dolayısıyla bugün, merkez bankalarının iletişimi söz konusu olduğunda kelimelerin öneminin yadsınamayacağı hemen hemen herkes tarafından kabul edilmektedir.

Öte yandan, iyi bir iletişim stratejisi oluşturma çabalarına bakıldığında, her ülkeye uygun tek bir modelin olmadığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, her merkez bankasının önünde farklı kısıtlar olabilmekte ve oluşturulacak stratejiler buna göre değişebilmektedir. Dolayısıyla, iletişim stratejileri ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmektedir. Ancak, etkin bir iletişim politikasının nasıl olabileceğine dair bazı ortak noktalar da vardır.

İletişim stratejileri incelenirken üzerinde özel bir önemle durulması gereken bir konu da döviz kuru politikasına ilişkin nasıl bir strateji izlenmesi gerektiğidir. Döviz kuru politikaları söz konusu olduğunda, gerek akademisyenler gerekse politika yapıcılar arasında merkez bankalarının şeffaflık ve iletişim stratejileri kayda değer bir tartışma platformu yaratmaktadır.

Bu kapsamda, bu bölümde iletişim stratejileri üç ana başlık altında incelenmektedir. İlk olarak iletişim stratejilerindeki benzerlik ve farklılıklar çeşitli açılardan değerlendirilmektedir. İkinci olarak bu stratejileri oluştururken merkez bankalarının önündeki zorluklara, fırsatlara ve yapılması gerekenlere değinilmektedir. Son olarak ise, döviz kuru politikası kapsamında iletişim stratejilerinden bahsedilmektedir.

3.1. İletişim Stratejilerindeki Benzerlik ve Farklılıkların Değerlendirilmesi

Merkez bankalarının iletişim stratejileri basite indirildiğinde, BIS (2004)'e göre uygulamalar para politikasının etkinliğini artırmaya yönelik olanlar ve merkez bankasının hesap verebilirliğini geliştirmeye yönelik olanlar şeklinde iki sınıfa ayrılabilir. Tablo 3.1.'de de görüldüğü üzere, ilk sınıf da kendi içinde politika kararlarına ilişkin ve ekonomik görünüme ilişkin stratejiler olarak ayrılabilir. Bu çerçevede incelendiğinde stratejilerin birbirine benzer olduğu görülmektedir. Örneğin alınan kararların duyurulması ile enflasyona ve para politikasına ilişkin raporların yayınlanması iletişim stratejilerinde pek çok ülkede uygulanan ortak birer unsurdur. Ancak politika kararlarının açıklanmasının zamanlaması ve detayların içeriği konusunda farklılıklar gözle çarpılmaktadır. Bu kapsamda örneğin toplantı özetlerinin yayımlanıp yayımlanmaması ve yayımlanma süreleri farklılaşmaktadır.

TABLO 3.1. MERKEZ BANKALARINCA SAĞLANAN BİLGİ

	G3			Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Bazı Ülkeler					
	ABD	ECB	Japonya	İngiltere	Kanada	Y. Zelanda	Avustralya	İsveç	İsviçre
Hesap verebilirlik									
<i>Sayısal Enflasyon Hedefi¹</i>	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Yasama Organlarına Rapor Verilmesi²</i>	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Politika Kararları									
<i>Kararların Anında Açıklanması</i>	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet ³	Evet
<i>Basın Konferansı</i>	Hayır	Evet	Evet	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Evet ⁴
<i>Basın Duyurusu</i>	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Özetlerin Yayınlanması⁵</i>	Evet	Hayır	Evet	Evet	-	-	Hayır	Evet	Hayır
<i>Oylama Sonuçlarının Yayınlanması</i>	Evet	Hayır	Evet	Evet	-	-	Hayır	Evet	Hayır
Ekonomik Değerlendirme									
<i>Para Politikası Raporu</i>	6 ayda bir ⁶	Aylık	Aylık	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir
<i>Tahminlerin Yayınlanması</i>	6 ayda bir	6 ayda bir	6 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	3 ayda bir	6 ayda bir
<i>Sayısal Risk Analizi</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Hayır	Hayır	Evet	Hayır

Kaynak: BIS, 2004

¹ ECB ve İsviçre: fiyat istikrarının tanımı; İngiltere: enflasyon nokta hedefi; Kanada ve İsveç: tolerans aralıklı nokta hedef; Y. Zelanda: hedef bandı; Avustralya: orta vade enflasyon için hedef aralığı

² ABD: Kongre'ye; ECB: Avrupa Birliği organlarına; Japonya ve Kanada: Meclis'e; İngiltere: Hazine Komitesi'ne; Y. Zelanda: Yasama organlarına rapor ve sunum; Avustralya: Meclis'e rapor, Temsilciler Meclisi Komitesi'ne sunum; İsveç: Meclis'e rapor; İsviçre: zorunluluk yok, ancak meclis komitelerine süreli rapor

³ Yönetim Komitesi'nin kararından sonraki gün basın özeti yayımlanmaktadır.

⁴ Para politikasının Haziran ve Aralık aylarındaki gözden geçirmelerinden sonra

⁵ Yayınlanma aralığı: ABD (5-8 hafta); Japonya (1 ay); İngiltere (13 gün); İsveç (2 hafta).

⁶ Para Politikası Raporu yılda iki kere, Bej Kitap yılda sekiz kere yayımlanmaktadır.

Dolayısıyla, her ne kadar artan şeffaflık merkez bankaları arasında genel eğilimi gösterse de, iletişim politikalarında görülen bazı önemli farklılıklar da şaşırtıcı olmamalıdır. Bu kapsamda BIS (2004)'de yer aldığı üzere, her merkez bankasının kendine özgü geçmişi, karşısındaki kamuoyu ve ekonomik açıdan karşılaştığı zorluklar ve fırsatlar, iletişim stratejilerindeki farklılıkları ortaya koymaktadır.

Öncelikle, kamuoyuyla geçmişten beri belirli bir iletişimi olan ve politika uygulamaları kamuoyu tarafından doğru bir şekilde yorumlanan merkez bankaları için açık bir iletişim, henüz o düzeyde kurumsal olmayan merkez bankaları ile karşılaştırıldığında o kadar önemli olmayabilmektedir. Bu çerçevede Fed'in uzun yıllar boyunca süregelen uygulamaları, gelecekteki para politikasına ilişkin önemli ipuçları verirken, daha yeni bir kurum olan ECB, politikalarına ilişkin daha fazla bilgi talebi ile karşı karşıya kalmaktadır. ECB'nin uygulamalarının şeffaflığı konusunda Haan ve Amtenbrink (2003) tarafından yapılan çalışma ECB'nin şeffaflık sıralamasında oldukça yukarılarda olmasına rağmen, finans piyasalarının ECB'nin çok da şeffaf olmadığını düşündüğünü gösteren işaretler de olduğuna dikkat çekmekte ve bunun sebeplerini araştırmaktadır. Bu ikilem, çalışmada soruna iki açıdan yaklaşılarak incelenmiştir: ECB'nin para politikası stratejisi ve ECB ile kamuoyu arasında bir köprü oluşturan yazılı basının rolü. Elde edilen sonuçlar, ECB'nin iki açılı stratejisinin yanlış anlamalara yol açtığına ilişkin eleştirileri desteklemektedir. Öte yandan, İngiltere ve Almanya yazılı basınından seçilen iki gazetenin para politikasına ilişkin haberleri yansıtma şekillerinin, bu ülkelerdeki para politikasına ilişkin karar alma süreçlerinin değişik olmasından dolayı farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla, iletişim stratejilerinde bilginin çokluğundan ziyade kalitesi ve para politikası hedeflerinin açık olmasının önemi ortaya çıkmaktadır.

İletişim stratejilerinde bir diğer önemli farklılık da, farklı kamuoyu yapısına sahip her bir merkez bankasının farklı bilgi talepleri ile karşılaşmasıdır. ABD benzeri, finans piyasalarının aktarım mekanizmasında büyük rolü olan ülkelerde, politika yapıcılar bu piyasaların bilgiye kolay ulaşımı üzerinde

yoğunlaşmaktadır. Öte yandan, finansal aracılığın bankacılık ağırlıklı olduğu ülkelerde, politika yapıcılar finans piyasalarından ziyade, yatırım ve tasarruf kararlarını alırken fiyat istikrarına bağlılığın öneminin garanti altında olduğunun belirtilmesinin önem kazanmasından dolayı genel kamuoyu ile iletişime odaklanmaktadırlar.

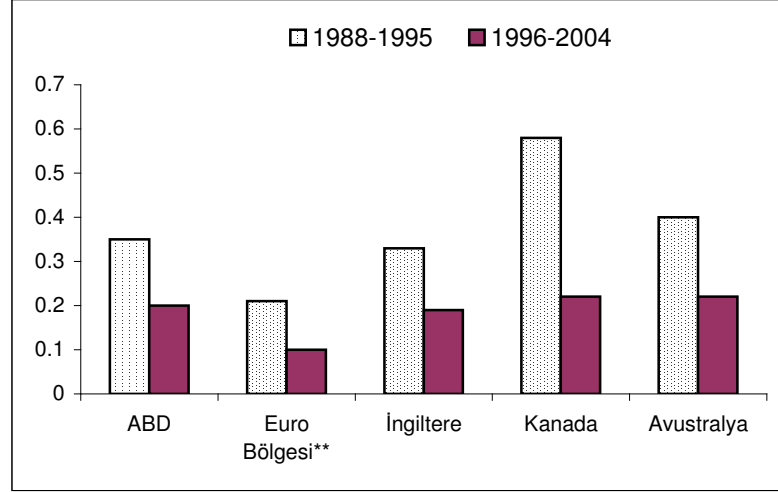
Bunlara ek olarak, ülkeye özgü ekonomik koşullar da merkez bankalarının uyguladıkları iletişim stratejilerinin farklılaşmasına yol açabilmektedir. Örneğin Japonya Merkez Bankası deflasyon içindeki ekonomiye ve buna yönelik aldığı tedbirlere ilişkin açıklamalar yaparken, Fed enflasyonist gelişmelere dikkat çekmekte, TCMB ise düşen enflasyona rağmen henüz fiyat istikrarının sağlanmadığına ve sıkı maliye politikalarının ve yapısal reformların sürdürülmesine yönelik politikaların önemini vurgulamaktadır.

Edey ve Stone (2004)'un belirttiği gibi, merkez bankalarının iletişim stratejilerine ilişkin ampirik çalışmalar yayımlanan raporların çeşidi, hangi sıklıkla yayımlandığı, toplantı özetlerinin yayımlanıp yayımlanmadığı ve bunların ekonomik etkileri konularına odaklanmıştır. Bu çerçevede, iletişim stratejileri farklılıklar gösterse de, uygulanan stratejilerin etkileri fazla farklılık göstermemektedir. Örneğin, Avustralya'daki faiz oranları da İngiltere'deki veya ABD'deki kadar öngörülebilir olabilmektedir. Benzer şekilde Ehrmann ve Fratzscher (2004) de Fed, İngiltere Merkez Bankası ve ECB'nin iletişim stratejilerini ve bu stratejilerin etkinliğini değerlendirmiştir. Bu bağlamda, her üç merkez bankasının da temelde birbirinden farklı iletişim stratejileri uygulamakta olduğu iddia edilmekte ve bu kapsamda elde edilen sonuçlar, Fed ve ECB için politika kararlarının tahmin edilebilirliğinin ve finans piyasalarının tepkisinin eşit oranda iyi olduğunu göstermektedir. Bu da, merkez bankalarının iletişim stratejilerinde tek bir en iyi yöntem olmadığı görüşünü desteklemekte ve en etkin iletişim stratejisinin merkez bankasının içinde bulunduğu ortamla yakında ilişkili olduğu sonucunu doğrulamaktadır.

Öte yandan iletişimin içeriğine bakıldığında farklılığın, enflasyon tahminlerinin iletişim stratejisi içindeki rolünde ortaya çıktığı görülmektedir. Bu

noktada, enflasyon tahminlerine ağırlık verilmesinin bir yandan enflasyonun kontrol altında tutulacağına dair bir kararlılık göstergesi olarak etkin olabileceği, diğer yandan ise para politikasının çok daha geniş bir bilgi setini gözetmesi gerekliliğinden yola çıkılarak enflasyon tahminlerinin iletişim stratejisinin en önemli aracı olmasının faydalı olmayabileceği, hatta yanıltıcı olabileceği veya uygulamada esnekliği azaltıcı bir etkisi olabileceği ifade edilmektedir. Edey ve Stone (2004)'a göre, bu görüşler arasında dengenin nasıl sağlanacağı, enflasyon beklentileri düşük seviyelere yerleştikten sonra merkez bankalarının hangi görüşü güvenilirlik sağlamada öncelikli kabul edeceğine dayanmaktadır. Bir başka ifadeyle, uzun yıllar enflasyonla yaşamış ülkelerde enflasyon tahminlerine ağırlık veren iletişim stratejileri ağırlık kazanabilirken, enflasyon kontrol altında alındıktan sonra merkez bankaları fiyat istikrarı hedefini de gözeterek daha geniş anlamda bir istikrar sağlanmasına ağırlık verebilmektedir.

Sonuç olarak, şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi genel kabul görmeye birlikte, Ek 1'den de ayrıntılı olarak görüldüğü üzere, uygulamada ülkeler arasında farklılıklar görülebilmektedir. Ancak uygulamada görülen farklılıklar, merkez bankalarının giderek daha öngörülebilir oldukları gerçeğini değiştirmemektedir (Grafik 3.1).



Grafik 3.1 : Piyasaların Para Politikası Tahmin Hataları*

Kaynak: BIS, 2004

* 90 günlük futures faiz oranlarının (3 aylık dönemin ilk ayı) mutlak değeri - karşılık gelen dönemde mevcut 3 aylık faiz oranı (3 aylık dönemin son ayı)

** 1999 öncesi ve 1990'dan itibaren Almanya

3.2. İletişim Stratejileri: Zorluklar ve Fırsatlar ile Yapılması Gerekenler

İyi bir iletişim politikasının öneminin anlaşılması, iyi bir iletişim stratejisi oluşturmanın kolay olduğu anlamına gelmemektedir. Aslında, artan açıklık ve şeffaflık iletişim alanında pek çok zorluk ve fırsatı beraberinde getirmektedir. Bu çerçevede merkez bankalarının iletişim stratejilerinde sürekli bir gelişme gözlenmekte, karşılıklı tecrübe ve bilgi alışverişinden de faydalanılmaktadır. Yeni politikalar şekillenmekte, var olanlar iyileştirilmekte ve gelişime açık bir şekilde ilerlenmektedir. Bu süreç her ne kadar engebesiz bir yol gibi görünse de merkez bankalarının iletişim stratejilerinin önünde uygulamada pek çok zorluklar olmaktadır.

Para politikasının iletişimi çerçevesinde karşılaşılan önemli zorluklardan ilki, Jenkins (2001)'in de bahsettiği gibi, para politikasının etkisini gösterdiği zaman dilimidir ki, bu da orta vadeli bir bakış açısı gerektirmektedir. Daha açık bir ifadeyle, faiz oranlarında yapılan bir değişikliğin ekonomi üzerindeki etkisini göstermesi için gereken süre ülkeden ülkeye değişmekle beraber, genellikle bir

veya iki yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır. Dolayısıyla, kamuoyunun bilgilendirilmesi işlevinin para politikasının etkisinin görüldüğü zaman dilimini de kapsamı gerekmektedir. Bu nedenle, merkez bankalarının politika kararlarının orta vadeli eğilim ve hedeflere yönelik değil, mevcut olaylara kısa vadeli bir tepki olarak algılanması eğiliminin değişmesinde iletişim politikasının rolü önemli olmaktadır.

Buna paralel olarak iletişim politikalarının tasarımında hem BIS (2004) hem de Jenkins (2001) tarafından dikkat çekilen bir diğer unsur da, tüm olasılıkları tasvir etmenin zorluğudur. Dolayısıyla, gelecekteki ekonomik koşulların değerlendirilmesi kesin ifadelerden ziyade yorumlara dayalı olmak durumundadır. Diğer bir ifadeyle, olağan koşullar altında açık ve tahmin edilebilir olmayı amaçlayan merkez bankaları, tüm olasılıkları ve bunlara karşı uygulayacakları politikaları açıklamayı uygun bulmayabilmektedir. Bu durum kısmen, gerçekleşinceye kadar olasılıkları bilebilmenin imkansızlığından, kısmen de bunların tartışılmasının kamuoyu ve piyasalar üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkiden kaynaklanmaktadır. Bu zorluk aynı zamanda, kamuoyunun tüm bu olasılık analizlerine ilişkin bilgiyi içselleştiremeyeceği gerçeğini de yansıtmaktadır.

Benzer şekilde Poole (2005) da gelecekte para politikasının izleyeceği seyrin yeni gelen her bilgi ile değişebileceğinin kamuoyu ve piyasa katılımcıları tarafından anlaşılmasının önemi üzerinde durmuştur. Bu çerçevede politika değişiklikleri kesin bir doğrulukla tahmin edilemez, çünkü bu değişiklikleri gerektiren koşullar önceden tahmin edilemez. Dolayısıyla, para politikasının ileriye yönelik seyrine ilişkin belirli bir yön çizmeye çalışmak doğru olmayacağı gibi, aynı zamanda piyasaları yanlış yönlendirebilmektedir. Ayrıca, bu şekilde merkez bankası güvenilirliğine kendisi zarar vermiş olacaktır. Bu nedendir ki, değerlendirmeler elde edilen yeni bilgiler ışığında para politikasının izleyeceği seyrin değişebileceğinin piyasalar tarafından tam olarak anlaşılması gerekmektedir.

Aynı çalışmasında ayrıca Poole (2005) piyasanın Fed'in faiz oranlarında yaptığı değişikliklerinden çok, faiz oranlarına ilişkin duyurularını dikkatle takip ettiklerini belirtmektedir. Dolayısıyla duyuruların içeriği oldukça önem kazanmaktadır. Buna paralel olarak unutulmaması gereken bir diğer önemli unsur ise, politika değişikliklerinin gelecekte nasıl olacağını tam olarak tahmin edilememesidir; çünkü bu değişiklikler ancak yeni bilgi ve öngörüler çerçevesinde oluşmakta olup, bu değişiklikleri gerektirecek şoklar öngörülebilir değildir. Bu noktada Poole (2005), Issing (2005)'in de öne sürdüğü üzere, para politikasının gelecekteki seyrinin gelecekte elde edilecek, ancak mevcut durumda tahmin edilemeyen yeni bilgilere bağlı olacağını, bu nedenle de ileriye dönük belirleyici yönlendirmelerin doğru olmayacağını belirtmektedir. Bu kapsamda yapılması gereken, duyuru ve söylemlerin içeriğinin yeni bilgilerin politikalarda değişiklik gerektirebileceğinin (koşullu öngörü) piyasa katılımcıları tarafından anlaşılmasını sağlayacak şekilde olmasıdır.

Önceki bölümlerde incelendiği üzere, para politikasının şeffaf olması merkez bankalarının hesap verebilirliğini ve güvenilirliğini artırabilmektedir. Ancak merkez bankaları şeffaflık adına kamuoyuna daha fazla bilgi vermek ve açıklama yapmak istese de uygulamada karşılaşılan sorunlardan ötürü birtakım olumsuzluklar da doğabilmektedir. Dolayısıyla iletişim politikalarının önündeki bir diğer zorluk da BIS (2004)'de belirtildiği üzere, daha fazla bilgi ve daha fazla açıklamanın, daha iyi olduğu, daha fazla şeffaflık anlamına gelmediğidir; fazla bilgi ve açıklama bazı durumlarda yanlış anlaşılmalara neden olabilmektedir. Aslında şeffaflık kapsamında önemli olanın Jenkins (2001)'in ifadesiyle "nicelik değil, nitelik" olduğu unutulmamalıdır. Ayrıca, iletişim maliyetsiz bir olgu değildir. Açık bir iletişim stratejisi; zaman, para ve kaynak gerektirmektedir. Dolayısıyla, merkez bankaları sağladıkları bilginin marjinal faydası ile o bilgiyi sağlamanın marjinal maliyetini dikkatli değerlendirmek zorundadır (BIS, 2004).

İletişim stratejileri oluşturulurken üzerinde durulması gereken bir diğer konu ise, merkez bankalarının iletmek istedikleri mesajı kamuoyuna en etkin nasıl iletebilecekleridir. Doğru iletişim ilk bakışta görüldüğünden çok daha

zordur. Hem konuşmacının hem de dinleyicinin davranışları ve söylemleri aynı anlamda yorumlamasını gerektirmektedir. Karşılıklı diyaloglarda sorulan sorularla yanlış anlama olasılığı oldukça azaltılabilmektedir. Ancak piyasaların yanlış anlamaların düzeltilmesinden önce tepki vermesi, merkez bankalarının üzerine daha fazla yük yüklemektedir.

Bu noktada açıklamalarda kullanılan dilin önemi ortaya çıkmaktadır. Fed'in politika kararlarının alındığı FOMC toplantılarının ardından yapılan açıklamalar bu konuda iyi bir örnek teşkil etmektedir. Poole (2003)'da belirtildiği üzere, 1999 yılının ortalarında yayımlanmaya başlanan FOMC karar açıklamalarında politika oranının yanında, iki toplantı arasında geçen süre zarfında politika hedefinden ne kadar sapmanın olabileceğinin bir göstergesi olarak "bias" (sapma) kavramına işaret edilmiştir. Ancak bu kavram finans piyasaları tarafından tam olarak anlaşılammıştır. Sonuç olarak 2000 yılı Şubat ayında "bias" kavramının yerini "balance of risks" (risklerin dengesi) kavramı almıştır. Bu kavram yakın gelecekteki fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeye ilişkin görünüme işaret etmekteydi. Ancak piyasalar bu kavramı, FOMC'nin istediğinin aksine, yakın gelecekteki politika uygulamalarına ilişkin bekleyişlerini oluşturmak için kullanmıştır. Dolayısıyla, duyuru ve açıklamalarda kullanılan ifadeler, iletişim stratejisinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Bir başka açıdan bakıldığında iletişim stratejisinin güvenilirlikle olası bir çelişki içine girebileceği görülmektedir. Daha açık bir ifadeyle, merkez bankalarının fazla güvenilir olmaları da birtakım olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir (BIS 2004). Bir merkez bankası fazla güvenilir ise, kamuoyu merkez bankasının açıklamalarına, sağladığı bilgiye bankanın niyeti bu olmasa dahi, diğer bilgi kaynaklarından çok daha fazla önem verebilmektedir. Bu durum özellikle politika yapıcıların olasılığı düşük durumlar için yaptıkları yorumlarda görülmektedir, ki bu da merkez bankalarının güvenilirliklerini olumsuz etkileyebilmektedir. Bir örnek vermek gerekirse uzunca bir konuşmanın içinde geçen maliye politikasına ilişkin bir cümlenin kasıtlı olmadan piyasalarda güçlü bir tepki yaratabilmesi, beraber ele alındığında ekonomik görünüme ilişkin daha

doğru değerlendirmeler sağlayabilecek diğer bilgilerin gölgede kalmasına yol açabilmektedir. Dolayısıyla iletişim politikasının amacı Poole (2003)'n de belirttiği gibi, para politikasına ilişkin belirsizliklerin en aza indirilmesi olacaktır. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, gelecekteki para politikası uygulamalarına ilişkin belirsizlikler tamamıyla ortadan kaldırılamaz, nk para politikası uygulamaları önceden tahmin edilemeyen bilgilere dayanmaktadır. Bu durumda en aza indirilmesi gereken, merkez bankalarının yeni bilgiye verecekleri tepkiye ilişkin belirsizlik olmaktadır.

Para politikası çerçevesinde bir iletişim stratejisi oluşturulurken merkez bankalarının karşılaştığı bir diğer önemli zorluk ise, para politikası uygulamalarının bir yandan diğer politika yapıcıların kararlarıyla, diğer yandan finansal kırılganlıklarla kısıtlanmış olma olasılığıdır. Daha açık bir ifadeyle, maliye politikasını belirleyenlerin açıkların parasallaştırılacağı yönünde eğilimleri veya bir kriz esnasında merkez bankasının enflasyon hedefi yerine finansal istikrarı ön planda tutacağı beklentisi, merkez bankalarının güvenilirliği önünde birer kısıt teşkil etmektedir. Bu noktada etkin bir iletişim stratejisinin önemi ortaya çıkmaktadır.

Jenkins (2001)'e göre merkez bankalarının iletişim politikalarını oluştururken karşılaştıkları zorluklardan bir diğeri ise hitap ettikleri grupların, ki bunlar genel olarak piyasalar, basın, meclis, hükümet, akademik evre ve halk olarak sınıflandırılabilir, birbirinden çok farklı olabilmelerinden kaynaklanmaktadır. Genel kamuoyunun ilgisi enflasyon, faiz oranları ve döviz kuru üzerinde iken, finans piyasaları para politikasının yönü ile ilgilenmekte ve merkez bankasının yayınlarını, st düzey yöneticilerin konuşmalarını dikkatle takip etmektedirler. Öte yandan iletişimin başarılı olup olmadığı konusunda bir gösterge niteliğinde olan basın organları söz konusu olduğunda bu zorluk daha da belirginleşmektedir. Merkez bankalarının duyuru ve açıklamalarının ne kadarının ne şekilde yayımlanacağı genellikle basın organlarınca belirlenmektedir. Hitap edilen her bir grubun ekonomik gelişmeleri takip etme ve anlama düzeyi farklı olmaktadır. Dolayısıyla para politikasına ilişkin haberlerin mümkün olduğunca

kapsamlı ve doğru bir şekilde yansımaları merkez bankalarının önemle üzerinde durduğu bir konu olmalıdır. Bu konuda bir örnek olarak, İngiltere Merkez Bankası yılda iki kez basın mensuplarına yönelik eğitim programları hazırlamaktadır.

Buna paralel olarak, iletişim stratejisi tasarımında duyuru ve açıklamaların hitap edeceği grup ve içeriği kadar, en etkin duyurunun ne şekilde yapılacağı da önem kazanmaktadır. Bu kapsamda enflasyon raporları, basın duyuruları ve konferansları, sunumlar, modeller ve tahminler birer bilgi kaynağıdır, ancak bunlardan hangisinin veya hangilerinin etkin olduğu konusu çok net değildir. Bu konuda Fracasso ve diğerleri (2003)'nin merkez bankalarının yayımladığı enflasyon raporlarının değerlendirildiği araştırmasının sonucunda üç çeşit uygulamanın en iyi sonucu verdiği görülmüştür. İlk olarak, raporda politika hedeflerinin, karar alma mekanizmasının ve birbiriyle çatışan hedeflere ilişkin değerlendirmelerin yer alması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca bu unsurların, alınan kararlarının nedenleri ve bu nedenlerin hem mevcut duruma yönelik değerlendirmeler hem de tahminlerle beraber açıklanması gerektiği ortaya konmuştur. İkinci olarak, raporda ekonomik duruma ilişkin bir analizin; üçüncü olarak ise, enflasyona ilişkin tahminler ile geçmiş tahminlerin değerlendirmesinin yer alması gerektiği belirtilmiştir. Bu çerçevede incelenen yirmi ülke arasında İngiltere ilk sırada yer alırken, Brezilya ve Şili de ilk beş içinde yer almıştır. Ayrıca çalışma, raporların kalitesi ile faiz oranlarına ilişkin alınan kararlarda sürpriz etkisi arasında önemli bir ilişki bulmuştur. Buna göre, iletişim politikasının kalitesi arttıkça faiz oranlarındaki değişikliklerin sürpriz etkisi azalmaktadır.

Sonuç olarak, merkez bankalarının kamuoyu ile nasıl konuşacaklarını öğrenmeleri ve bu kapsamda bir iletişim stratejisi oluşturmaları sadece zor bir süreç olmayıp, aynı zamanda sürekli yenilenen bir süreçtir. Fed Cleveland Başkanı Sandra Pianalto (2005)'ya göre, "FOMC'nin nasıl konuşulacağını öğrenmesi bir bakıma karanlık bir odada etraftaki eşyaları bilmeden yürümeye çalışan bir insan gibidir. Önünüzdeki yolu hissederek, çok yavaş yürürsünüz.

Bazen yolun biraz dışına çıktığınızı fark edersiniz. Tökezleyebilirsiniz, ama çevreye ve şartlara uyum sağlarsınız ve hedefinize doğru ilerlersiniz”.

3.3. Döviz Kuru Politikaları Kapsamında İletişim Stratejileri

Döviz kuru politikası söz konusu olduğunda, merkez bankalarının iletişim politikasının özel bir önem taşıdığı genel kabul görmektedir. Blinder ve diğerleri (2001) bu özel önemi üç başlık altında toplamıştır. İlk olarak, günümüzde faiz oranları merkez bankaları tarafından kontrol ediliyor olsa da, pek çok durumda döviz kuru politikasından hükümetlerin de ortak sorumlu olduğu görülmektedir. İkincisi, sabit ve tamamen dalgalı gibi uç döviz kuru rejimleri iletişim politikalarının gerekliliğini ortadan kaldırmaktadır. Üçüncüsü ve üzerinde en fazla tartışılanı ise, döviz piyasasına müdahale edilmesine karar verildiği durumlarda uygulamanın etkin olabilmesi için bazı durumlarda gizliliğin gerekli olabileceği konusundadır.

Döviz kuru politikasının merkez bankasının ve hükümetin ortak sorumluluğunda olması, iletişim stratejisi açısından önemli zorluklar ortaya koymaktadır. Blinder ve diğerleri (2001)'ne göre, hükümetlerin merkez bankalarına döviz kurunun tamamen kontrolünü verme olasılığı yakın gelecekte olası görünmemektedir. Dolayısıyla merkez bankalarının döviz kuruna ilişkin görüşlerinin para politikasına etkisi çerçevesinde olduğunu belirtmesi gerekmektedir. Benzer şekilde Chiu (2003) da pek çok ülkede döviz piyasasına müdahalenin merkez bankası ile hazinenin ortak sorumluluğunda olduğunu ve bazı durumlarda müdahalelere ilişkin açıklama yapmanın hazinenin görev alanına girdiğini hatırlatmaktadır.

Öte yandan, farklı döviz kuru rejimleri altında iletişim stratejileri oldukça farklılaşabilmektedir. Örneğin, para kurulu rejimi uygulayan veya dolarize olmuş ekonomilerde iletişim stratejisi döviz kuru hedefini açıkça belirtmekle sınırlı kalmaktadır. Sabit döviz kuru rejimlerinde ise iletişim stratejisi, özellikle bekleyişler bu rejimin sürdürülemeyeceği ve krizle sonuçlanacağı yönünde geliştigi zaman oldukça önem kazanmaktadır. Bu durumda ortaya çıkan soru,

şeffaf davranarak rejim değişikliği olasılığının değerlendirildiğinin piyasalara açıklanmasının mı, yoksa bu olasılığın açıklanmamasının mı krizden daha başarıyla çıkmayı sağlayacağı olmaktadır. Bu soruya Blinder ve diğerleri (2001), bu koşullar altındaki bir merkez bankasının yasayla belirlenmiş görevlerini riske atmayacak şekilde, mümkün olduğunca doğru bir şekilde piyasalarla iletişime geçmesi gerektiği şeklinde cevap vermektedir. Diğer bir ifadeyle, şeffaflıktan yana bir cevap verilmekte, ancak bu sınırın nerede çizilmesi gerektiğini belirlemenin de oldukça zor olduğu da belirtilmektedir. Buna paralel olarak Chiu (2003) da sabit kur rejimi altında merkez bankalarının piyasa katılımcılarının kendi hedefleriyle tutarlı davranmasını teşvik etmek için daha şeffaf olmaları gerektiğini belirtirken, dalgalı kur rejimi uygulayan merkez bankalarının döviz kurunda belli seviye gözetmekten ziyade döviz kurunda istikrarsızlığa yol açabilecek spekülasyon davranışları caydırmak amacıyla müdahaleler konusunda daha az şeffaf olabileceklerini belirtmektedir.

Döviz kuru politikası ve iletişim stratejisi kapsamında merkez bankalarının karşılaştığı bir önemli zorluk da piyasalara yaptıkları müdahaleler olmaktadır. Aktarım mekanizması kanallarına ilişkin farklı teoriler müdahalelerde şeffaflık konusunda farklı sonuçlara ulaşmaktadır. Chiu (2003) bu noktada dört kanal sıralamaktadır; faiz oranı kanalı, portföy dengesi kanalı, sinyal kanalı ve gürültü kanalı¹⁵. Faiz oranı ve portföy dengesi kanalına göre şeffaflık bir fark yaratmazken, sinyal teorisi temel olarak müdahalelerin duyuru etkisini dikkate almakta ve şeffaflık önem kazanmakta, öte yandan gürültü kanalı ise müdahalelerin gizliliği esas alması gerektiğini savunmaktadır.

¹⁵ Faiz oranı kanalı, döviz piyasasında sterilize edilmeyen bir müdahalenin para tabanını ve dolayısıyla faiz oranını ve para arzını etkilemesini ifade etmektedir.

Portföy dengesi kanalı, yerli ve yabancı para cinsinden varlıkların birbirini tam ikame etmediği varsayımı altında, merkez bankalarının bu varlıklara olan olan görelî arz ve talebi değiştirerek döviz kurunu etkileyebileceğini ifade etmektedir. Ancak Fratzscher (2004), küresel finans piyasasının hızlı gelişimiyle; ki bu da farklı ülkelerdeki finansal varlıkların birbirini ikame edebilmesini sağlamıştır, ve döviz piyasası hacimlerinin çok büyük oranda artış göstermesiyle bu kanalın zamanla önemini yitirdiğini belirtmektedir.

Sinyal kanalı, Mussa (1981) tarafından belirtildiği gibi, döviz piyasasına müdahalelerin politika yapıcıların mevcut ekonomik duruma veya gelecekteki politika uygulamalarına ilişkin görüşlerinin açıklanmasıyla yatırımcıların beklentilerini ve varlık fiyatlarını etkilemesini ifade etmektedir.

Gürültü kanalı ise, çoğunluğunu analistlerin ve işlemcilerin oluşturduğu piyasa katılımcılarının işlemlerini ekonomik temellerin analizine göre değil de, döviz kurunun geçmişteki hareketlerine göre yönlendirmesini ifade etmektedir.

Dominguez ve Frankel (1993) ise merkez bankalarının müdahalelerin açıklanması konusunda isteksiz davranmalarını üç sebeple açıklamıştır. İlk sebep, müdahalenin etkinliğine ilişkin endişelerden kaynaklanmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, bazı ülkelerde döviz piyasalarına müdahale kararının sadece merkez bankası tarafından değil, diğer politika yapıcılar tarafından da alınabilmesi ve bu kapsamda müdahale kararının mevcut para ve maliye politikaları ile uyumlu olmaması, merkez bankalarının müdahalelerin etkisini en aza indirmek için gizli yapılması yönünde tercih kullanmalarına yol açabilmektedir. Ayrıca, yabancı merkez bankalarının belirli bir döviz kuru hedefi için merkez bankasına ortak bir müdahale çağrısında bulunması da merkez bankasının politik nedenlerden ötürü müdahale kararı almasının, ancak ekonomik nedenlerden ötürü bunu saklı tutmasının bir diğer nedenidir. İkinci sebep, merkez bankalarının döviz piyasasının derinliği ve bu piyasadaki oynaklığa dair değerlendirmeleri ile ilişkilidir. Bu çerçevede müdahalelerin piyasalar tarafından bastırılıp bastırılmayacağından emin olunmadığı durumlarda merkez bankaları, güvenilirliklerini zarara uğratmayacak şekilde müdahaleleri kimliklerini belirtmeden yapabilmektedir. Üçüncü sebep ise, merkez bankalarının piyasalara karışık sinyaller göndermekten çekinmesinden kaynaklanmaktadır. Bilindiği üzere, merkez bankaları döviz piyasalarında rezerv yönetimi ve benzeri diğer amaçlarla da işlem yapmaktadır. Ancak tüm bu işlemlerin piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla ayırt edilememesi merkez bankalarını ihtiyatlı davranmaya itebilmektedir.

Blinder ve diğerleri (2001)'ne göre ise müdahaleler ve şeffaflık konusundaki temel önem, müdahalelerin sterilize edilip edilmemesinde yatmaktadır. Buna göre, sterilize edilen müdahalelere ilişkin genel kanı, şeffaflık tartışmalarının bu noktada gereksiz olduğu şeklinde olsa da, sterilize edilen müdahaleler de, ya sinyal işlevi görerek ya da döviz kurunda sapma olduğu durumlarda bekleyişlerin yönlendirilmesine yardımcı olarak etkin

olabilmektedir¹⁶. Bu noktada çalışmada şeffaflık açısından vurgulanan unsur, bu tür bir müdahalenin yerel paranın değerini artırma veya azaltmaya yönelik olmasına göre şeffaflığın farklılık yaratabileceğidir. Daha açık bir ifadeyle, yerel paranın değerini artırmaya yönelik müdahalelerde başarılı olmak için sürpriz etkisi yaratmak, diğer bir deyişle piyasaları hazırlıksız yakalamak gerekirken, yerel paranın değerini düşürmeye yönelik müdahalelerde piyasalara müdahale edileceğinin işaretinin verilmesi, istenen sonuca ulaşmada daha etkili olabilmektedir. Dolayısıyla, yerel paranın değerini düşürmeye yönelik müdahalelerde şeffaflık ön plana çıkarken, tersi durumlarda gizlilik ve sürpriz etkisi önem kazanmaktadır.

Sterilize edilmeyen müdahaleler açısından bakıldığında durumun biraz daha karmaşık olduğu görülmektedir. Bu durumu Blinder ve diğerleri (2001) şu şekilde açıklamaktadır: Bir merkez bankası sterilize etmeyeceği bir müdahale yapacaksa, uyguladığı para politikası döviz kuru hedefine bağlı olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, merkez bankası döviz kuru hedefi için faiz oranlarında bir değişiklik olmasını kabul etmektedir, ki bu da bir politika değişikliğine işaret etmektedir; çünkü merkez bankası politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı yerine döviz kurunu araç olarak seçmiş olmaktadır. Bu noktada çalışmada kuvvetle savunulan tez, bir rejim değişikliğini işaret etmesi ve merkez bankasının döviz kuru hedefine bağlılığını vurgulayarak müdahalenin etkisini artırması nedeniyle şeffaflıktan yana olmaktadır. Özetle, sterilize edilen ve edilmeyen müdahalelerin arasındaki farkın müdahale tekniğine değil, politika rejimine ilişkin olması, şeffaflığı ön plana çıkarmaktadır.

Benzer şekilde, IMF (1999) de genel olarak şeffaf bir politika ortamını savunsa da, döviz kuru politikasına ilişkin olarak açık bir ifade ortaya koymamaktadır, ki bu da farklı ekonomiler için ortak kabul görebilecek en iyi uygulamanın yaratılmasının zorluğuna işaret etmektedir. Bu kapsamda Chiu (2003), anket yoluyla on ülke merkez bankasının uygulamasını inceleyerek

¹⁶ Sinyal teorisine göre, sterilize edilen bir müdahalenin etkin olabilmesi için kamuoyu tarafından bilinmesi gerekmektedir. Chiu (2003)'ya göre daha geniş bir çerçevede ele alındığında, döviz piyasasına yapılan müdahale, merkez bankalarının döviz kuruna ilişkin görüşlerini yansıtmak için maliyetli bir yöntem olmaktadır.

merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahalelerinde şeffaflık ve gizlilik tercihlerinin genel eğilimini tespit etmeye çalışmıştır¹⁷. Bu anket çalışmasından elde edilen sonuçlara göre, müdahalenin amaçlarının ve müdahale gerçekleştikten sonra operasyonun açıklanmasının, anında değil, ancak belli bir zaman aralığı sonrasında olsa dahi, merkez bankalarının hesap verebilirliği açısından olumlu katkısının daha ağır bastığı ifade edilmektedir. Öte yandan, müdahale yöntemlerinin açıklanması konusunda, özellikle dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde belli bir derecede gizlilik sağlanmasının oldukça yaygın olduğu belirtilmektedir.

Moser-Boehm (2005) de merkez bankaları raporlarını karşılaştırarak hazırladığı tabloda döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin duyurulması konusunda merkez bankalarının uygulamalarındaki benzerlik ve farklılıkları incelemektedir. Bu kapsamda elde edilen sonuçlar Tablo 3.2.'de yer almaktadır. Buna göre, çoğunluğunu geliştirmekte olan ülkelerin oluşturduğu listede müdahalelere, müdahale stratejilerine ilişkin bilgiler ve bu çerçevede yıllık raporlarda yer alan bilgiler değerlendirilmekte ve oldukça farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

¹⁷ Çalışmada döviz piyasasına müdahale, döviz kurunu etkilemeye yönelik müdahaleler olarak tanımlanmıştır. Değerlendirilen ülkeler ise; Avustralya, Kanada, Avrupa Merkez Bankası, Hong Kong, Japonya, Kore, Singapur, İsviçre, İngiltere ve ABD'dir. Ayrıca Kanada, Japonya ve Hong Kong çalışmada daha derinlemesine incelenmiştir.

TABLO 3.2. MÜDAHALE STRATEJİLERİNE, MÜDAHALELERE İLİŞKİN BİLGİ VE YILLIK RAPORLARDAKİ BİLGİLER*

Merkez Bankası	Müdahale Stratejisi Hakkında Bilgi	Müdahale Hakkında Bilgi	Döviz Piyasasına Müdahalenin Yıllık Raporlarda Kapsamı	Ortalama
Brezilya				
Şili				
Çek Cumhuriyeti				
Macaristan				
Hindistan				
Endonezya				
Kore				
Meksika				
Peru				
Singapur				
Türkiye				

Kaynak: Moser-Boehm, 2005

* Tam siyahlanmış daireler daha detaylı bilgi olduğunu göstermektedir.

İletişim ve döviz kuru politikasına ilişkin çalışmalardan bir diğeri olan Fratzscher (2004), günümüzde özellikle gelişmiş ülkelerde; ABD ve Euro bölgesinde döviz kuru politikalarında iletişimin gerçek müdahalenin önüne geçtiğini belirtmekte ve bu çerçevede sözlü müdahaleler ile gerçek müdahaleleri karşılaştırmaktadır¹⁸. Bu kapsamda döviz kuruna sözlü müdahalelerin kısa vadede etkisi incelenmiş ve bu tür iletişimin Euro/ABD Doları ve Yen/ABD Doları üzerinde sözlü müdahalenin yapıldığı gün istenen yönde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca sözlü müdahalelerin, gerçek müdahaleler ile veya para

¹⁸ Sözlü müdahale; ABD, Almanya ve Euro Bölgesi ve Japonya'da ilgili tüm politika yapımcıların döviz kuruna ilişkin olarak yaptıkları kamuoyu açıklamalarını kapsamakta olup, bu açıklamalar; konuşmalar, röportajlar ve bilgilendirme toplantılarından oluşmaktadır. Gerçek müdahaleler ise, merkez bankalarının döviz alım ve satımlarını ifade etmektedir.

politikasında o yönde bir değişiklik ile desteklenmediği durumlarda bile döviz kuru üzerinde etkili olduğu görölmüştür. Bu da, sözlü müdahalelerin piyasalar tarafından ekonominin gidişatı hakkında bilgiler içerdiğini göstermekte ve önemli bir politika yansıması sunmaktadır: Sözlü müdahale yöntemi, kısa vadede, etkin ve başlı başına bir politika aracı olabilmektedir. Daha ayrıntılı incelendiğinde elde edilen sonuçlar, sözlü müdahalelerin süregelen politika söyleminden farklılaştığı noktada daha etkili olduğunu, öte yandan döviz kurunun eğilimini tersine döndürmek için yapılan müdahalelerin ise daha az etkili olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda, piyasalarda büyük oranda belirsizlik olduğu durumlarda daha etkili olan sözlü müdahalelerin, uluslararası koordinasyon çerçevesinde yapıldığında çok daha etkili olduğu görölmektedir. Çalışmanın önemli bir sonucu da sözlü müdahalelerin piyasalarda oynaklığı azaltırken, gerçek müdahalelerin oynaklığı artırdığıdır, ki bu da iki müdahale tarzının arasındaki temel bir farka işaret etmektedir: Sözlü müdahaleler genellikle döviz kurunun istenen yönü veya seviyesi hakkında kamuoyuna bilgi vermeyi amaçlamakta, dolayısıyla piyasalardaki oynaklığı azaltma eğiliminde olurken, gerçek müdahaleler çoğunlukla gizlilik içinde yapılmakta, bu da piyasalardaki belirsizliği artırmaktadır.

Özetle, döviz kuru politikası kapsamında iletişim politikalarına ilişkin görüşler çeşitlilik göstermekte olup, özellikle döviz piyasalarına yapılacak bir müdahalenin etkisinin iletişim politikası çerçevesinde oldukça önem kazandığı görölmektedir. Diğer bir ifadeyle, iletişim stratejisinin yönünün ve şeklinin müdahalenin etkinliğini belirleyen unsurlardan biri olarak belirtildiği görölmektedir.

3.4. Sonuç

İletişim stratejilerinin tasarımında önemli bir nokta, her ülkeye uygun tek bir iletişim stratejisi olmadığı, merkez bankalarının içinde buldukları ekonomik koşullar, hedefleri ve amaçları doğrultusunda farklılıklar gösterebildikleridir.

Ancak bu farklı stratejilerin etkinliği ampirik olarak incelendiğinde, merkez bankalarının öngörülebilirliğinin birbirine benzediği görölmektedir.

Öte yandan, merkez bankaları etkin bir iletişim stratejisi oluştururken pek çok zorlukla karşılaşabilmektedir. Para politikasının etkisini gösterdiği zaman dilimi, tüm belirsizlikleri tanımlamanın güçlüğü, iletilmek istenenin en etkin nasıl iletilebileceği, hitap edilen grupların çeşitliliği ve döviz kuru politikası kapsamında, özellikle döviz piyasalarına müdahale edildiği durumlarda iletişim stratejisinin nasıl şekillendirileceği bu zorluklardan birkaçıdır.

Sonuç olarak, para politikasına ilişkin iletişim stratejisi sürekli gelişim halinde bir süreçtir. Bir yandan kamuoyunun, piyasa katılımcılarının ve basın organlarının para politikasına ilişkin görüşleri ve para politikasını algılama biçimleri değişir ve gelişirken, öte yandan merkez bankalarının kamuoyu, piyasa katılımcıları ve basın organlarının para politikasını algılayışları hakkındaki görüşü karşılıklı olarak gelişmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA İLETİŞİM POLİTİKASI VE BEKLEYİŞLERİN YÖNETİMİ

Bu bölümde TCMB'nin iletişim politikasından ve beklemeleşlerin yönetiminden dört başlık altında bahsedilmektedir. İlk olarak, iletişim politikasının tarihsel gelişimi kurumsal tasarım çerçevesinden, ikinci olarak ise uygulanan para politikaları çerçevesinden değerlendirilmektedir. Bu noktada 2001 yılında gerek kurumsal tasarımda gerekse politika uygulamalarında meydana gelen önemli değişiklikler, bu dönemin öncesinin ve sonrasının ayrı başlıklar altında değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır. Üçüncü olarak, TCMB'nin kullandığı iletişim politikası araçları; içerikleri, biçimleri ve kullanılan söylem kapsamında incelenmektedir. Bu bölüm para politikası kararlarının ilk elden kamuoyuna açıklanmasında etkin olarak kullanılan basın duyuruları ile para politikasına ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgilerin aktarılmasında kullanılan diğer iletişim araçları olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir. Bu kapsamda basın duyuruları, döviz kuru rejimine yönelik olanlar ve kısa vadeli faiz oranları ile enflasyon ve görünüme ilişkin olanlar olmak üzere iki başlık altında değerlendirilmektedir. Diğer iletişim politikası araçları kapsamında ise, yapılan konuşmalar ve yayınlar ile konferansları, ziyaretçi gruplarını, basın toplantılarını ve internet sayfasını içeren diğer iletişim araçları incelenmektedir.

4.1. TCMB'de İletişim Politikalarının ve Beklemeleşlerin Yönetiminin Tarihsel Gelişimi: Kurumsal Tasarım

İletişim politikalarının önemi kapsamında ikinci bölümde de incelendiği üzere, hem kurumsal politika çerçevesi hem de uygulanan para politikaları büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla, TCMB'nin iletişim politikalarını tarihsel bir perspektiften değerlendirebilmek için sırasıyla TCMB'nin kurumsal çerçevesinin

ve buna bağlı olarak söz konusu dönemde uyguladığı para politikalarının kısaca incelenmesi gerekmektedir. Bu inceleme kapsamında 2001 yılı bir dönüm noktası olarak kabul edilmekte ve bu tarihten önceki ve sonraki değerlendirmeler ayrı başlıklar altında incelenmektedir.

4.1.1. Kurumsal Tasarım Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi

Bugün, geçmiş yıllara bakıldığında merkez bankalarının kurumsal tasarımında zaman içinde önemli değişiklikler olduğu görülmektedir. Bu değişikliklerden bir tanesi, daha önce de belirtildiği gibi bağımsızlık kavramının ön plana çıkmasıdır. Türkiye ekonomisine bu açıdan bakıldığında, Serdengeçti (2005)'nin de belirttiği gibi, merkez bankası bağımsızlığı kavramının çok yeni olmadığı, 1931 yılındaki kuruluş kanununda bağımsızlık ilkesinin gözetildiği, ancak zaman içinde kanunda yapılan değişikliklerle bu ilkenin göz ardı edildiği görülmektedir. Bu kapsamda cumhuriyetin kuruluş yıllarında ulusal bir merkez bankası kurulmasının öneminin 1. İzmir İktisat Kongresi'nde güçlü bir şekilde ifade edildiğini belirten Serdengeçti (2005), 1928 yılında TCMB'nin kuruluş çalışmalarında bulunan Hollanda Merkez Bankası İdare Meclisi Başkanı Dr. G. Vissering'in kurulacak merkez bankasına ilişkin olarak "hükümete bağımlı olmayan ve anonim şirket şeklinde örgütlenmiş özel bir merkez bankası kurulması" yönündeki sözlerine dikkat çekmektedir. Benzer şekilde, dönemin Başbakanı İsmet İnönü de Tekeli ve İlkin (1997)'de yer aldığı üzere, merkez bankası bağımsızlığının o dönemdeki yönetim tarafından da önemsendiğini ifade eden açıklamalarda bulunmuştur.

Kuruluş aşamasında TCMB'nin bağımsızlığını pekiştiren bir unsur da, anonim şirket olarak kurulmuş olmasıdır. Bu yapı, Serdengeçti (2005) tarafından hukuki bağımsızlığın anahtarı olarak görülmektedir. Buna paralel olarak, 1715 Sayılı Kanun ile hükümet kurumlarına ayrılan hisse senetlerinin toplam sermaye içindeki payının yüzde 15'i geçmeyeceği hükme bağlanmıştır. Ancak kanunda zaman içinde yapılan değişikliklerle bu oran yüzde 50'yi aşmıştır.

Günümüzde bağımsızlık kavramı kapsamında uluslararası uygulamalarda ön plana çıkan unsurlardan bir tanesi, kamu kesimine kredi verilmemesinin gerekliliğidir. Ancak yukarıda bahsedilen yasal değişiklikler bu alanda da kendisini göstermiştir. Diğer bir ifadeyle, TCMB Kanunu'nda zaman içinde yapılan değişikliklerden bir tanesi de kamuya kredi verilmesinin sağlanması olmuştur. Dünya genelindeki uygulamalara bakıldığında merkez bankalarının kamuya kredi vermesinin yasaklanmasının neredeyse bağımsızlığın bir ön koşulu sayıldığı göz önünde bulundurulduğunda, Serdengeçti (2005)'in de belirttiği gibi, bu uygulama TCMB'nin bağımsızlığını zayıflatan bir değişiklik olmuştur. Dolayısıyla TCMB'nin para politikaları, gerek kamuya finansman sağlanması gerekse Hazine Müsteşarlığı'na artan ölçüde nakit avans kullanıma zorunda kalması nedeniyle, özellikle 1970'lerden sonra, bir sonraki bölümde de ayrıntılı olarak inceleneceği gibi, bağımsız olmaktan çok hükümetlerin maliye politikalarını destekler nitelikte olmuştur.

1994 yılında yaşanan kriz sonrasında 5 Nisan 1994 tarihinde açıklanan istikrar programı çerçevesinde hem kurumsal tasarım hem de politika uygulamaları açısından büyük önem taşıyan bir değişiklik, TCMB ile Hazine Müsteşarlığı ve diğer kamu kuruluşları arasındaki kredi ilişkisinin yeniden düzenlenmesi olmuştur. Bu kapsamda Hazine Müsteşarlığı'nın kısa vadeli avans hesabının 1998 yılına kadar kademeli olarak düşürülmesi ve söz konusu yıl ve sonrasında avans üst limitinin, bir önceki yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarın yüzde 3'ü olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır. 1997 yılı Temmuz ayında Hazine Müsteşarlığı ve TCMB arasında yapılan protokol sonrası Hazine Müsteşarlığı kısa vadeli avans kullanımını 1998 yılı Eylül ayına kadar tamamıyla durdurmuş, Rusya krizi sonrasındaki dönemde ise, her ay sonunda "sıfır bakiye"ye indirmek suretiyle bu kaynağı finansman politikası çerçevesinde ihmal edilebilir miktarlarda kullanmıştır. 17 Şubat 2000 tarihinde yapılan duyuru ile, 2000 yılından itibaren Hazine Müsteşarlığı ile TCMB arasındaki tüm mali ilişkilerin nakit bazda olması konusunda anlaşmaya varılmış, devlet iç borçlanma senetleri portföyünün yalnızca ikincil piyasalardan yapılacak doğrudan alım işlemleri aracılığıyla yapılacağı açıklanmıştır. Ancak 2001 yılı öncesinde

TCMB'nin kamuya kredi vermesinin önünde kanunen herhangi bir engel olmadığı görülmektedir.

Bağımsızlık kapsamında bugün merkez bankalarının kurumsal tasarımlarında ön plana çıkan bir diğer unsur da, fiyat istikrarının tek ve öncelikli hedef olarak belirlenmesidir. Giderek artan sayıda merkez bankasının fiyat istikrarını tek ve öncelikli hedef olarak belirlemesi, ekonomik birimlere politika amaçlarına ilişkin açık bir taahhüt içermesi ve farklı mesajlar verilmemesi açısından büyük önem taşımaktadır. Ancak geçmiş dönemlerde Türkiye ekonomisine bakıldığında bu uygulamaların aksine, 1211 Sayılı Kanun ile TCMB'ye birbiriyle çelişen görevler verildiği ve açık bir görev tanımının yapılmadığı görülmektedir. Bir taraftan enflasyonla mücadele programları uygulamaya konulurken, diğer taraftan enflasyonla mücadelenin ekonomik büyümeyi engelleyeceğine ve ihracata dayalı büyüme sürecinde döviz kurunun seviyesinin bu sürecin en önemli unsuru olduğuna dair ve benzeri yanlış kanılarla enflasyonla mücadele programları gerektiği gibi kararlılıkla uygulanamamış; az önce bahsedildiği üzere kamuya kredi verilmesi, para politikalarını maliye politikalarına bağımlı hale getirmiş; dolayısıyla da politika uygulamalarının değerlendirildiği bölümde de görüleceği gibi, TCMB'nin para politikasının amaçlarına ilişkin açık taahhütlerde bulunmasının önünde önemli bir engel teşkil etmiştir. Bu durum, aynı zamanda kamuoyuna politika amaçlarına ilişkin farklı mesajlar verilmesine neden olarak, iletişim stratejilerinin en önemli unsurlarından olan hedef şeffaflığı ve uygulamada şeffaflık kavramlarının göz ardı edilmesine yol açmıştır.

Özetle, 2001 yılı öncesinde TCMB'nin kurumsal çerçevesi kısaca incelendiğinde, dünya genelindeki uygulamalara paralel olarak, bağımsızlık kavramı ve bu kavram kapsamında ön plana çıkan unsurların bugünkü anlamda merkez bankası bağımsızlığından farklı olduğu görülmektedir.

4.1.2. Kurumsal Tasarım Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı ve Sonrası

TCMB'nin iletişim politikalarının gelişimi çerçevesinde geçmiş uygulamaların yanında bugün kurumsal tasarımda nerede olduğunu incelemek, hem gelinen noktada alınan mesafeyi göstermesi hem de ileride yapılması gerekenlerin sıralanması açısından önem taşımaktadır. Bu noktada 2001 yılı çeşitli açılardan TCMB tarafından da bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir¹⁹. İlk olarak, yapılan yasal düzenlemelerle TCMB, bağımsızlığını kazanmıştır. Bu yasal düzenlemelerden ilki, 25 Nisan 2001 tarihinde 1211 Sayılı Kanun'da yapılan bir değişiklikle, TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğunun belirlenmiş olması ve TCMB'ye fiyat istikrarını sağlama yolunda uygulayacağı para politikasını ve para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleme yetkisinin verilmesi olmuştur²⁰. Bu düzenlemelerle araç bağımsızlığı kazanan TCMB, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, hedefine yönelik kullanacağı araçları seçme ve uygulamada kuralları belirleme konusunda bağımsız bir şekilde davranmaktadır.

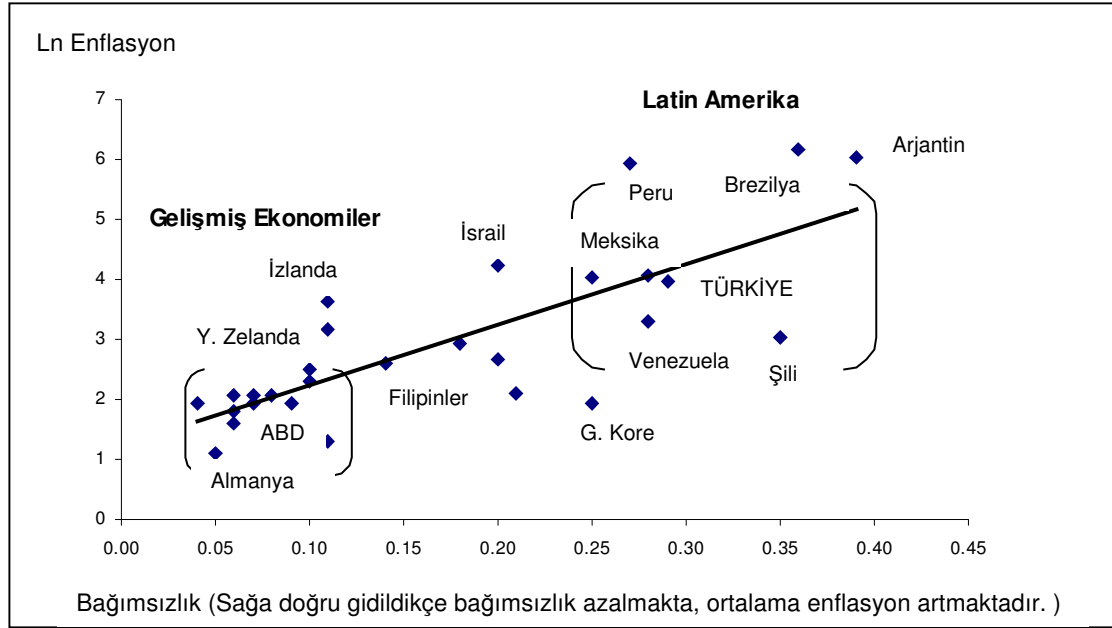
Mahadeva ve Sterne (2000) tarafından merkez bankaları arasında yapılan anket çalışmasında da araç bağımsızlığının merkez bankaları tarafından bağımsızlığın en önemli göstergesi olarak kabul edildiği görülmektedir. Benzer şekilde, Serdengeçti (2005) de araç bağımsızlığının amaç veya hedef bağımsızlığından daha önemli ve gerekli olduğunu ifade etmekte ve özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde hedeflerin belirlenmesinde hükümetin ve merkez bankalarının sorumluluklarını ayırmanın hem zor hem de hedefe ulaşmada para politikası ile tutarlı olarak uygulanan maliye politikalarının katkısının önemi açısından daha gerekli olduğuna işaret etmektedir. Bu çerçevede 2002 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde yıl sonu enflasyon hedefi Hükümet ile TCMB tarafından ortaklaşa belirlenmektedir. Buna paralel

¹⁹ Bakınız www.tcmb.gov.tr ; Başkan'ın Konuşmaları.

²⁰ TCMB 1211 Sayılı Kanunu 4. Maddesi'nde; "Banka'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler" denilmektedir.

olarak, döviz kuru rejiminin seçimi de ortak kararla belirlenmekte, ancak döviz kuru politikasının uygulaması TCMB'nin sorumluluğunda yürütülmektedir.

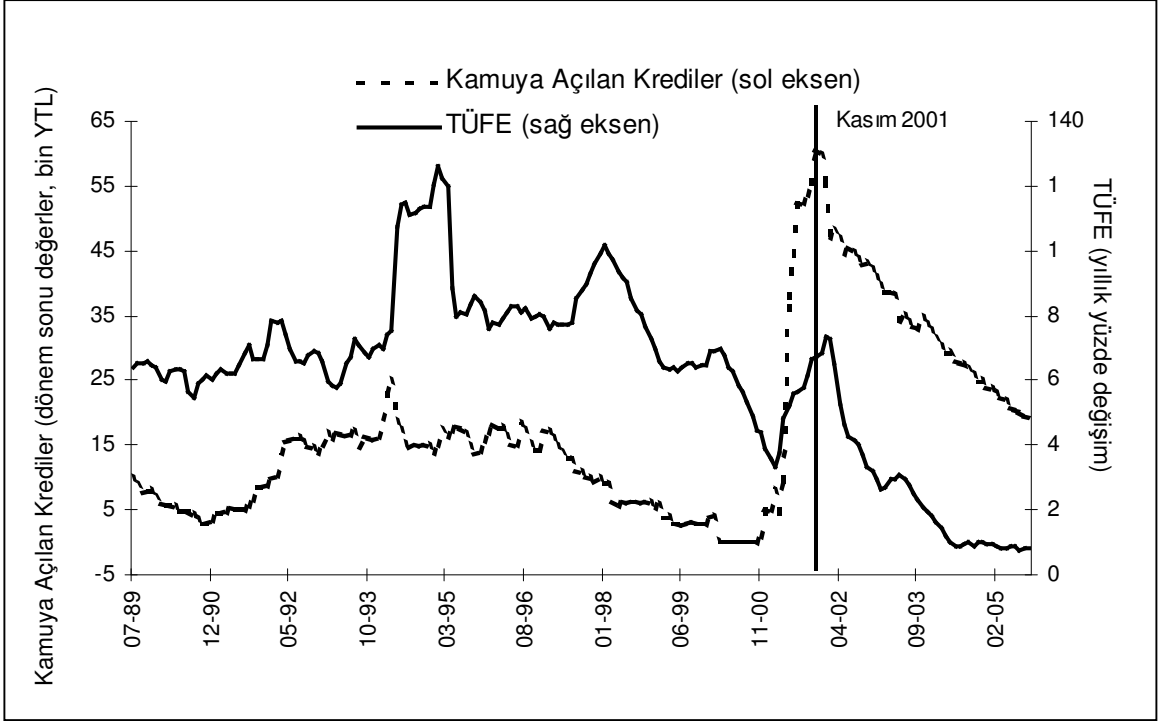
Bu noktada Serdengeçti (2005)'in yapmış olduğu bir saptama, Grafik 4.1'den de görüldüğü üzere, iktisat yazınında da kanıtlanmış olan enflasyon ile bağımsızlık arasındaki ters yönlü ilişkinin Türkiye ekonomisi açısından da doğrulandığını göstermektedir. Buna göre, para politikasının ve merkez bankasının bağımsızlığı kavramının önemsenmediği bir dönem olan 1970'ler, aynı zamanda Türkiye ekonomisinin yaklaşık otuz yıl süren yüksek ve kronik enflasyon ortamına girdiği bir dönem olarak dikkat çekmektedir. Öte yandan, 2001 yılında bağımsızlığın elde edilmesiyle, enflasyon oranında büyük ölçüde düşüş sağlanmış ve 2005 yılı itibarıyla tek haneli enflasyon oranlarına ulaşılmıştır.



Grafik 4.1 : Enflasyon ve Merkez Bankası Bağımsızlığı

Kaynak: Serdengeçti, 2003

2001 yılının bir dönüm noktası olarak kabul edilmesini sağlayan bir diğer önemli yasal değişiklik de, 2001 yılı Kasım ayında 1211 Sayılı Kanun'da yapılan değişiklikle kamuya kredi verilmesinin yasaklanmış olmasıdır. Bu yasal düzenleme sonucunda Grafik 4.2'de açıkça görüldüğü gibi, kamuya verilen kredinin kesilmesinin ardından 2001 yılı Kasım ayından itibaren enflasyon oranı da düşmektedir. Bu çerçevede TCMB'nin bağımsızlığını kazandıktan sonra geçen süre zarfında bağımsızlığın en önemli getirilerinden birisinin, enflasyonun yaklaşık otuz beş yıl aradan sonra tekrar tek haneli seviyelere gelmiş olması olduğu açıktır.



Grafik 4.2 : Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon (Eylül 2005 itibarıyla)

Kaynak: TCMB, DİE

Tüm bu yasal düzenlemelerle bağımsızlığın kazanılması, aynı zamanda TCMB'ye çeşitli sorumluluklar da yüklemiştir. Bu noktada bağımsızlığın olağan bir sonucu olarak hesap verebilirlik ve buna paralel olarak şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi ortaya çıkmaktadır.

Hesap verebilirlik unsuruna yasal açıdan bakıldığında, TCMB 1211 Sayılı Kanun'unda 42. Madde'de 2001 yılı Nisan ayında yapılan değişiklikle özel denetim ve kamuoyunun aydınlatılması başlığı altında TCMB'nin faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulacağı, yılda iki kere de Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'nun bilgilendirileceği belirtilmektedir. Bu maddede ayrıca TCMB'nin bilanço, kâr ve zarar hesaplarını bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettirebileceği de belirtilmektedir. Bu kapsamda TCMB yasal bir zorunluluk olmamasına karşın, şeffaflık ilkesi çerçevesinde 2000 yılından itibaren bağımsız denetim raporlarını internet sayfasında da yayımlamaktadır. Ayrıca, 1995 yılından itibaren de TCMB bilançosuna günlük olarak internet sayfasından ulaşılabilmektedir.

Ayrıca, aynı kanun maddesinde para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporların hazırlanması ve kamuoyuna duyurulması da yer almaktadır. Ancak bu raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma şeklinin TCMB tarafından belirlenmesi uygun görülmüştür.

TCMB Kanunu'nun 42. Maddesi'nde yer alan "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar" hükmü de hesap verebilirlik ilkesinin bir başka boyutu olarak ele alınmaktadır.

İletişim politikalarının ön plana çıkmasıyla birlikte, bu politikaların kurum yapısındaki yansımalarına bakıldığında, ilk göze çarpan unsur, daha önce Genel Sekreterlik olarak görev yapan birimin 10 Ekim 2002 tarihinde İletişim Genel Müdürlüğü olarak yenilenmesi ve görev tanımlarının bu çerçevede şekillendirilmesidir. Buna göre, fiyat istikrarı temel hedefine ulaşmada uygulanan politikaların doğru algılanmasını sağlamak, basın ile ilişkileri yürütmek ve politikaların kamuoyuna tek elden duyurulması, İletişim Genel Müdürlüğü'nün temel görevleri arasında yer almaktadır.

İletişim Genel Müdürlüğü'nün alt birimlerinden biri olan Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü'nün görev tanımları politika uygulamaları kapsamında incelendiğinde temel olarak basın ve kamuoyu ile ilişkilerin kurumsal altyapısını oluşturmak, TCMB'nin politikalarının ve görüşlerinin kamuoyunda doğru bir şekilde algılanmasını diğer birimlerle eşgüdümlü olarak sağlamak, konuşma ve görüş bildiren metinlerin ilgili sektörler ve özellikle basın mensupları tarafından doğru algılanması yolunda çalışmaları gerektiğinde diğer birimlerle birlikte yapmak olarak özetlenebilmektedir. Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü'nün görev tanımları operasyonel açıdan incelendiğinde de, iç ve dış basının izlenmesinin, kamuoyunu aydınlatıcı broşür, kitap, dergi ve benzeri araçların hazırlanmasının, bilgilendirme toplantıları ve konferanslar düzenlenmesinin, internet sayfasının geliştirilmesinin, basınla ilişkilerin yürütülmesinin bu kapsama girdiği görülmektedir²¹. Dolayısıyla TCMB teşkilatı ve görev esasları yönetmeliği çerçevesinde Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü'nün uygulamada, politika tasarımıyla ziyade, operasyonel yönünün daha ağırlıklı olduğu görülmektedir.

Bu noktada 2004 yılı Aralık ayında yapılan "2005 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı duyuru incelendiğinde, politika uygulamaları kapsamında iletişim politikalarının kurumsal çerçevesinde 2005 ve 2006 yıllarının TCMB'nin iletişim politikasına birtakım değişiklikler ve yenilikler getireceği öngörülmektedir. Daha açık bir ifadeyle, 2006 yılında örtük enflasyon hedeflemesi rejiminden açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği ilan edilmekte, bu rejime ilişkin olarak "yeni bir rejimden ziyade, para politikası karar alma mekanizmasının kurumsallaşması ve fiyat istikrarına giden yolda atılması gereken bir sonraki adım olarak nitelendirilmeli, ekonomimizin 'normalleşme' yolunda aldığı mesafenin doğal bir gereği" olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla, açık enflasyon hedeflemesi rejimi altında uygulanacak para ve döviz kuru politikasının öncekinden temel olarak farklılıklar göstermemekle birlikte, kurumsal tasarımda bazı değişiklikler yaratacağı belirtilmektedir.

²¹ İletişim Genel Müdürlüğü ve Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü'nün görev tanımları Ek 2'de ayrıntılı olarak yer almaktadır.

Bu kapsamda söz konusu duyuruda para politikası karar alma sürecinde yapılacak temel değişikliğin, faiz kararlarının zamanlaması ve yönünün daha şeffaf ve daha öngörülebilir hale getirilmesi olduğu belirtilmektedir. Bu çerçevede 2001 yılı Nisan ayında TCMB 1211 Sayılı Kanunu'na yapılan değişiklikle kurulan ve para politikası stratejisi oluşturulmasında tavsiye veren bir konumda olan Para Politikası Kurulu (PPK)'nın, 2005 yılı Ocak ayından itibaren her ayın 8'inde, ayın 8'inin tatil gününe denk gelmesi durumunda ise takip eden işgününde saat 15.00'te toplanacağı ve kısa vadeli faiz oranına ilişkin kararın PPK'da yapılan değerlendirmeler de dikkate alınarak toplantıyı takip eden işgünü sabahı saat 9.00'da ilan edileceği açıklanmıştır. Ayrıca, iki gün içinde de kararın bir gerekçesi niteliğinde olan ve TCMB'nin ekonomik duruma ilişkin değerlendirmelerini içeren bir açıklama yapılacağı ve daha önce her ay enflasyonun açıklanmasının ardından yayımlanan "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı basın duyurusunun da bu açıklamanın içinde yer alacağı ilan edilmiştir.

Aynı duyuruda 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle beraber karar alma sürecinde farklılaşan unsurlar ise, faiz oranlarına ilişkin karar alma sürecinde PPK'nın etkinliğinin artırılarak, kararların PPK'da oylanarak alınması ve toplantı özetlerinin yayımlanması, yayımlanmakta olan Para Politikası Raporu'nun yerini Enflasyon Raporu'nun alması ve bu raporda enflasyon tahminlerinin niceliksel olarak yayımlanması olacağı ifade edilmiştir. Ayrıca, açık enflasyon hedeflemesi rejiminin operasyonel çerçevesi ve karar alma mekanizmasının detaylarının daha sonra açıklanacağı belirtilmiştir. Bu uygulamalar, para politikasında kurumsallaşmanın ve artan şeffaflığın önemli birer göstergesidir. Bu kapsamda duyuruda açık enflasyon hedeflemesi rejimine bu rejimin önemli bir unsuru olan para politikası kararlarının daha öngörülebilir olmasına katkıda bulunmak amacıyla aşamalı olarak geçileceği ve bu sürecin kamuoyu ile paylaşılarak istikrar ortamının geliştirileceği belirtilmiştir.

Özetle, TCMB'nin 2001 yılından itibaren uygulamakta olduğu iletişim politikası çerçevesinde her türlü bilgi, öngörü ve risk kamuoyu ile paylaşılmakta

olup, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte bu yapının kuvvetlenerek devam etmesi öngörülmektedir.

4.2. TCMB’de İletişim Politikalarının ve Bekleyişlerin Yönetiminin Tarihsel Gelişimi: Politika Uygulamaları

Daha önce de belirtildiği üzere, ekonomilerde uygulanan para ve döviz kuru politikaları ile iletişim politikaları arasında yakın bir ilişki vardır. İktisat yazınında da tartışıldığı üzere, bazı politika uygulamaları iletişim politikalarının işlevini sınırlı düzeyde gerektirirken, bazı uygulamalar aktif bir iletişim stratejisi izlenmesini gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla, TCMB’nin iletişim politikalarının gelişiminin incelenmesi, para politikası uygulamalarının da incelenmesini gerektirmektedir. Bu çerçevede bu bölümde kısaca para politikası uygulamaları ve buna bağlı olarak iletişim politikası, kurumsal tasarımın incelendiği bölümde olduğu gibi, iki dönemde incelenmektedir: 2001 yılı öncesi ile 2001 yılı ve sonrası²².

4.2.1. Para Politikası Uygulamaları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi

Genel olarak 1980-1988 dönemi politikalarına bakıldığında, bu dönemde sermaye hareketlerine yönelik kısıtların olduğu, faiz oranları ve döviz kurunun ise kontrol altında olduğu görülmektedir, ki bu da TCMB’nin pasif bir para politikası takip ettiğine işaret etmektedir. Kesriyeli (1997)’nin belirttiği gibi, 1970’li yılların sonunda yaşanan ödemeler dengesi krizi ve artan enflasyon süreci, büyük ölçüde artan kamu kesimi açıklarının finansmanının parasal genişleme yoluyla karşılanması sonucu oluşmuştur. 1986 öncesi dönemde de para arzının kontrolü özel sektör ve kamu kesiminin harcamalarını ve portföy yapılarını etkilemeye yönelik olmuştur. Dolayısıyla para politikası, maliye politikasına

²² Bu bölümde amaçlanan, söz konusu dönemlerdeki para politikası uygulamalarını ana hatlarıyla özetlemek olup, bu uygulamalar iletişim politikaları açısından önem teşkil ettiği derecede ayrıntılandırılmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu dönemlerdeki para politikası uygulamalarına ilişkin detaylar dahil edilmemiştir; ayrıntılı bilgi için www.tcmb.gov.tr adresinden TCMB Yıllık Raporları, Para Programları ve Kesriyeli (1997) incelenebilir.

bağımlı olarak yürütülmüş, sonuç olarak para politikasına ilişkin belirli bir iletişim stratejisi izlenmemiştir.

1986 yılına gelindiğinde para politikası uygulamasına ilişkin yapılan önemli değişikliklerden birisi, toplam para ve kredi arzının rezervlerin kontrolü yoluyla yönlendirilmesi olmuş, dolayısıyla da kamu açıklarının parasallaştırılmasının engellenmesini gerektiren yeni bir rejim uygulanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede bir dizi kurumsal düzenleme de yapılmıştır. TCMB bünyesinde bankalararası para piyasalarının kurulması ve açık piyasa işlemleri uygulamasına başlanması, bu düzenlemelerden birkaçı olup, bu dönem tezgahaltı işlemlerin tezgahüstüne çıktığı ve TCMB'nin özellikle finans piyasaları ile iletişime başladığı bir dönemin başlangıcı olmuştur. Bunun yanında, 1986 yılında ilk kez bir parasal program oluşturulmuştur. Buna göre, yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde para arzı ve bazı parasal büyüklüklerin söz konusu yıl içindeki gelişmelerinin tahmin edilmesi amaçlanmıştır. Ancak oluşturulan bu program kamuoyuna duyurulmamıştır. Özetle 1980-1988 döneminde uygulanan para politikaları incelendiğinde, dünya genelinde merkez bankalarının uygulamalarında da gözlendiği gibi, TCMB'nin de belli bir iletişim stratejisi izlemediği görülmektedir.

1989 yılı, Türkiye ekonomisinde önemli bir değişime işaret etmektedir. Kambiyo rejiminde yapılan değişiklikle "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar" yürürlüğe girmiş ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik önemli bir adım atılmıştır. Dolayısıyla 1989-2000 yılları arasındaki dönem, sermaye hareketlerinin serbest, döviz kurunun kontrol altında, faiz oranlarının ise serbest olduğu bir dönem olarak tanımlanabilmektedir.

İletişim politikaları açısından değerlendirildiğinde ise, bu dönemde yaşanan önemli bir gelişme, 1990 yılında ilk kez orta vadeli bir perspektif içinde bir para programının kamuoyuna açıklanarak uygulanmaya başlaması olmuştur. "1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi" başlıklı açıklamada Türkiye ekonomisinin 1990 yılı başındaki görünümü, 1986-1989 yılları arasındaki gelişmeler ışığında verilmiş ve geleceğe yönelik öngörüler ve beklentiler de açıklamaya dahil

edilmiş, dolayısıyla para ve kur politikalarının seyrine ilişkin bir çerçeve çizilmeye çalışılmıştır. Kesriyeli (1997)'nin de ifade ettiği üzere, söz konusu yılda programda yer alan parasal hedefler büyük ölçüde tutturulmuş, faiz oranları ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar gözlenmemiş, dolayısıyla 1990 yılı para piyasalarında istikrarın sağlandığı bir dönem olmuştur. Ancak, 1990 yılı para programının başarılı olmasını programın kamuoyuna açıklanması ve bugünkü anlamda etkin bir iletişim politikası ile doğrudan ilişkilendirmek zor görünmektedir. Öncelikle, uygulanan para programı kapsamında, hesap verebilirlik ilkesi çerçevesinde program hedeflerinin tutturulamaması durumunda herhangi bir yaptırımdan söz edilmediği görülmektedir. İkinci olarak ise, programın duyurulması belirli bir iletişim stratejisi kapsamında gerçekleştirilmemiştir. Diğer bir ifadeyle programın aktif olarak kamuoyuna anlatılması ile ilgili bilgilere rastlanmamaktadır. Dolayısıyla, bu yıla özgü herhangi bir iletişim stratejisinden bahsetmek mümkün olmamakla birlikte, programın kamuoyuna açıklanması güvenilirlik sağlama yolunda bir başlangıç olarak görülebilir.

1991 yılı, Körfez Krizi'nin ve erken seçim kararının yarattığı belirsizlik nedeniyle bir para programının ilan edilmesine imkan tanımamıştır. 1992 yılında ise yeniden para programı açıklanmış, ancak Kesriyeli (1997)'ye göre, kamu açıklarının kontrol edilememesi, Hazine Müsteşarlığı'nın yılın daha ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesi ve buna paralel olarak kamuya açılan kredilerin hızla artması, TCMB'nin program hedeflerine ulaşmasını imkansız hale getirmiştir. Yine aynı çalışmada belirtildiği üzere, 1992 yılındaki bu gelişmeler; diğer bir ifadeyle kamu açıklarının kontrol altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeniyle, TCMB 1993 yılında para programını kamuoyuna açıklamamış, finansal istikrarı ön planda tutmuştur.

1995 yılında Uluslararası Para Fonu (IMF) ile bir stand-by anlaşması imzalanmış, ancak erken seçim kararı nedeniyle anlaşma sona erdirilirken, para politikasının temel amacı piyasalarda istikrarı sağlamak olarak belirlenmiştir. Sonraki iki yılda da para politikasının amacının piyasalarda istikrarı sağlamaya

yönelik olduğu açıklanmış, ancak bu çerçevede hedef ve parasal büyüklükler gibi değişkenlere ilişkin uygulamalar kamuoyuna açıklanmamıştır. 1998 yılına gelindiğinde ise, önce rezerv para büyüklüğünü hedefleyen bir para programı kamuoyuna açıklanmış, ardından IMF ile Yakın İzleme Anlaşması yapılmış ve net iç varlıklar kalemi hedef olarak duyurulmuştur.

1999 yılında, IMF ile imzalanan stand-by anlaşması ile döviz kuruna dayalı enflasyonla mücadele programı ve bu kapsamda oluşturulan kur sepetinin günlük değeri bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde kamuoyuna açıklanmıştır. Bölüm 3.3'de de bahsedildiği üzere, döviz kuruna dayalı diğer enflasyonla mücadele programlarında ve sabit veya öngörülebilir döviz kuru rejimlerinin uygulandığı durumlarda olduğu gibi, 2000 yılında uygulanan enflasyonla mücadele programı kapsamında TCMB'nin iletişim stratejisi de belirli bir döviz kuru sepetinin açıklanması ve döviz kuru seviyesinin taahhüt edilmesi ile parasal büyüklükler ve kur sepetinin değeri ile ilgili uygulama sonuçlarının belirli aralıklarla kamuoyuna ilan edilmesi çerçevesinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, programla ilgili olarak yapılan açıklamada programın ana hatları ile döviz kuru politikası üzerinde durulmuş ve önceden açıklanan döviz kurlarının ekonomik süreci hangi kanallar yoluyla etkileyebileceğine değinilmiştir. Bu kapsamda enflasyona ilişkin beklentilerin aşağıya indirilmesinin ve programa olan güvenin, geçmişe yönelik endeksleme alışkanlığının terk edilmesinde ve programın başarısında önemli unsurlar olduğu vurgulanmıştır. 17 Şubat 2000 yılında Hazine Müsteşarlığı ile ortaklaşa düzenlenen basın toplantısında da programa ilişkin uygulamaların kamuoyuna şeffaf bir şekilde açıklanmasının gerekliliği üzerinde durulmuş ve kurumsal güvenilirliğin her zaman operasyonel güvenilirlik ile desteklenmesi gerektiği belirtilmiş ve bu çerçevede Hazine Müsteşarlığı ile birlikte alınan para ve maliye politikalarına ilişkin kararlar açıklanmıştır. Dolayısıyla, bu programla birlikte TCMB'nin iletişim politikalarına ve şeffaflık ve beklentilerin yönetimi kavramlarına verdiği önemin arttığı görülmektedir.

Özetle, 1990'lı yıllarda para ve döviz kuru politikaları piyasalarda istikrarı sağlamaya odaklı olarak uygulanmış, döviz kuru büyük ölçüde kontrol altında

tutulmuştur. İletişim politikası kapsamındaki çalışmalar ise, günümüzdeki şeffaflık ve iletişim stratejilerinden farklı, ancak zamanın eğilimlerine paralel olarak, para programlarının kamuoyuna açıklanması ile sınırlı kalmış, hatta bu çalışmalar bazı yıllarda kesintiye uğramış ve para programının kamuoyuna açıklanması mümkün olmamıştır. Öte yandan, bu dönemde yapılan basın duyuruları incelendiğinde, zaman zaman uygulanmakta olan döviz kuru politikasına ilişkin açıklamaların yapıldığı görülmektedir. 2000 yılı enflasyonla mücadele programının ise döviz kuruna dayalı olup, iktisat yazınında iddia edildiği üzere sınırlı bir iletişim gerektirmesine rağmen bu dönemde yapılan duyuru ve açıklamalarda bugünkü anlamda olmasa da şeffaflık ve bekleyişlerin yönetimi kavramlarına önem verildiği görülmektedir.

4.2.2. Para Politikası Uygulamaları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı ve Sonrası

2001 yılı, pek çok açıdan politikaların farklılaştığı bir dönemin başlangıcı olmuştur. Bölüm 4.1.2'de bahsedildiği gibi, 2001 yılından itibaren TCMB'nin kurumsal tasarımındaki değişikliklerin yanında, para ve döviz kuru politikalarında, dolayısıyla da iletişim politikalarında önemli değişiklikler gözlenmekte, iletişim politikalarının uygulanan politikaların merkezine konduğu görülmektedir. Bu kapsamda, bu bölümde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde enflasyon ve değişen dinamikleri ile aktarım mekanizması ve faiz oranları, iletişim politikası ve bekleyişlerin yönetilmesi açısından incelenmektedir.

Öncelikle, 22 Şubat 2001 tarihinde yapılan açıklama ile 2000 yılı başında uygulamaya konan enflasyonla mücadele programının “mevcut şekliyle sürdürülmesinin, kaybolan güvenin tesis edilememesi nedeniyle mümkün olmadığı ve bu çerçevede istikrar programının güçlendirilerek uygulanmaya devam edilebilmesi için döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması”nın kararlaştırıldığı açıklanmıştır. Ardından 2001 yılı Mayıs ayında IMF'nin desteği ile “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adı altında yeni bir ekonomik

program uygulanmaya başlanmıştır. Mevcut programın önceki programlardan temel farkı, para politikasının dalgalı kur rejimi altında uygulanması ve bu çerçevede kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanılmasıdır. Bu kapsamda 8 Ağustos 2001 tarihli duyuru ile 2002 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği duyurulmuş, 2002 yılı başında açıklanan “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler” başlıklı duyuruda da uygulanacak para politikası rejimi de “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak tanımlanmıştır.

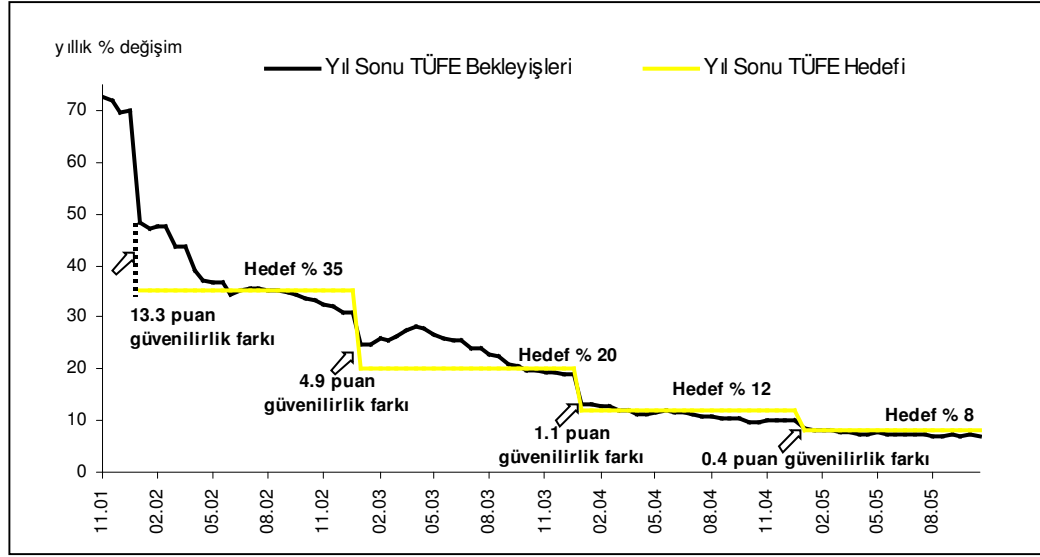
Bu kapsamda 2002 yılı başından itibaren uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin bekleyişlerin yönetiminin gelişimi çerçevesinde ön plana çıktığı görülmektedir. Benzer şekilde Cerisola ve Gelos (2005)'un Brezilya'daki enflasyon bekleyişlerini nelerin belirlediğine dair yaptığı çalışmada, ülkede 1999 yılından beri uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin, özellikle belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde bekleyişleri yönetmede büyük katkısı olduğu sonucuna ulaşmışlardır²³.

Brezilya gibi bir kriz sonrası dalgalı kur rejimine geçen ve yapılan devalüasyonun ardından enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen Türkiye'de de bu çerçevede belirlenen yıl sonu enflasyon hedefleri, para politikasının hedeflerine ve enflasyonla mücadelenin izleyeceği seyre dair verdiği bilgi ile enflasyon bekleyişlerini şekillendirmede etkin olmuştur. Bu noktada şunu belirtmek gerekmektedir ki, kriz sonrası kırılganlığı artan, kurumsal çerçevenin ve maliye politikalarının zayıf olduğu Türkiye ekonomisi için bu rejimin etkili olup olamayacağı bir tartışma konusu olmuş, ancak bu rejimin kararlı, şeffaf ve hesap verebilir bir şekilde uygulanmasıyla bu konudaki endişeler ortadan kalkmıştır.

Dolayısıyla, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde Türkiye'de son dönemde enflasyon dinamiklerindeki gözlenen değişim, bekleyişlerin yönetiminin en önemli etkisinin enflasyon üzerinde olduğuna işaret etmektedir.

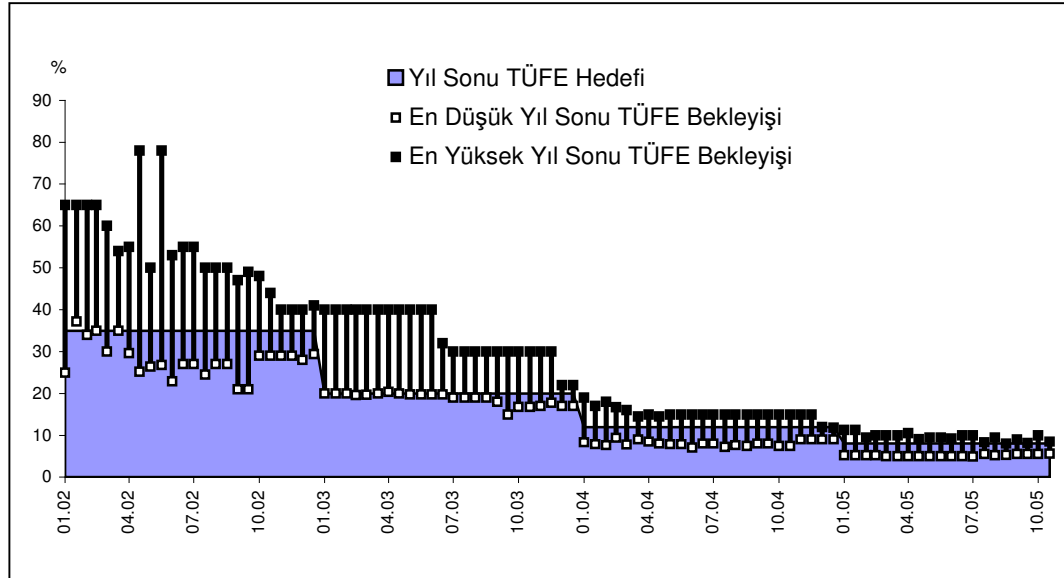
²³ Çalışma aynı zamanda maliye politikaları kapsamında faiz dışı fazla oranının da bekleyişleri yönetmede para politikasının yanında önemli katkısı bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde de yüksek faiz dışı fazla hedefinin bekleyişleri şekillendirmede etkili olduğu düşünülmekte, ancak çalışmada bekleyişlerin yönetilmesi para politikası açısından incelendiği için maliye politikası üzerinde durulmamaktadır.

Bu kapsamda ilk olarak belirtilmesi gereken husus, yaklaşık otuz yıllık yüksek ve kronik bir enflasyon geçmişine sahip Türkiye’de enflasyondaki ataletin, diğer bir ifadeyle geçmişe endeksleme alışkanlığının, bekleyişlerin yönetiminde karşılaşılan zorlu engellerden birisi olduğudur. Ekonomik birimlerin karar alırken geçmiş alışkanlıklar çerçevesinde geriye dönük enflasyonu veya döviz kuru, parasal büyüklük, faiz oranları gibi değişkenleri referans almaları enflasyonla mücadele sürecinin önünde önemli bir engel teşkil etmiştir. Ancak bugün, ekonomik birimlerin büyük bir bölümünün enflasyon hedefini yaygın bir şekilde referans olarak kullanmakta olduğu; enflasyon hedefinin giderek daha güvenilir bir nominal çapa haline geldiği görülmektedir. Enflasyona ilişkin bekleyişlerin yönetilmesinde elde edilen mesafeyi gösteren Grafik 4.3 de bunu desteklemektedir. Buna göre yıl sonu enflasyon hedefi ile yılın başındaki yıl sonu enflasyon bekleyişleri arasındaki fark olarak tanımlanan güvenilirlik farkı giderek azalmaktadır. 2002 yılı başında 13.4 puan olan fark, 2005 yılı başı itibarıyla 0.4 puana düşmüş olup, Ekim ayı itibarıyla ise hedefin altında bulunmaktadır. Ayrıca, en yüksek enflasyon bekleyişi ile en düşük enflasyon bekleyişini gösteren Grafik 4.4’den görüldüğü üzere 2002 ve 2003 yıllarında en yüksek yıl sonu enflasyon bekleyişleri yıl sonu hedefinin oldukça üzerinde seyretmiştir. 2004 yılında her iki yöndeki bekleyişin de hedefle nispeten daha uyumlu, 2005 yılı itibarıyla ise en yüksek yıl sonu enflasyon bekleyişlerinin dahi 2005 yılı hedefine oldukça yakın olduğu görülmektedir.



Grafik 4.3 : Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri ve Hedef

Kaynak: TCMB



Grafik 4.4 : En Düşük ve En Yüksek Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri ve Hedef

Kaynak: TCMB

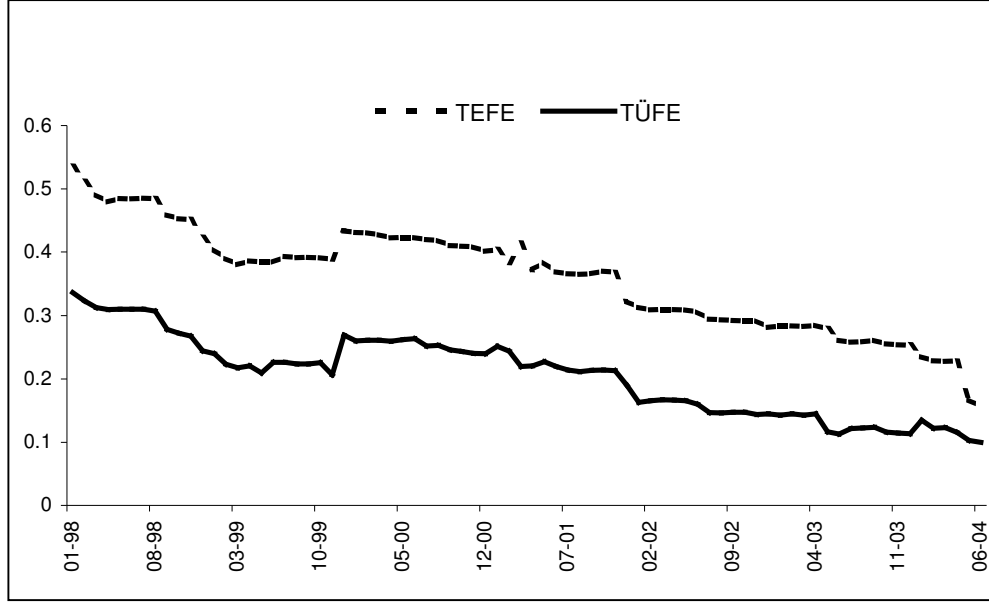
Bu kapsamda TCMB'nin sağladığı güvenilirlik artışı da enflasyonist beklentilerin başarılı bir şekilde yönetilmesi ile yakından ilişkilidir. Rossi ve Rebucci (2004) yaptıkları çalışmada, Türkiye'deki güvenilirliği ekonomik birimlerin politika yapımcıların gerçek niyetlerini öğrenme sürecini taklit eden bir

ekonometrik modellerle ölçmektedir. Diğer bir ifadeyle, güvenilirlik ölçüsü olarak enflasyon gerçekleştirmelerinin ilan edilen para politikası hedefleri ile tutarlı çıkma olasılığı ölçülmüş, bu şekilde güvenilirliğin politikalar ilan edildiğinde değil, politika uygulamaları esnasında nasıl arttığı da hesaplanmıştır. Buna göre 2001 yılı Mayıs ayında yüzde 35 olan güvenilirlik, 2004 yılı Mart ayında yüzde 85'e yükselmiştir. Güvenilirlik artışının gelişim sürecine daha ayrıntılı bakıldığında, 2001 yılının ikinci yarısında enflasyonla mücadele sürecine ilişkin şüpheler oluşması ve 11 Eylül olayları nedeniyle güvenilirliğin yüksek oranda bir azalış gösterdiği, 2002 yılı Şubat ayında IMF destekli programın uygulanması ile tekrar artışa geçtiği, ancak 2002 yılı sonunda seçimler sonrasında programın uygulanmasında yaşanan gecikmeler ve Irak Savaşı'na ilişkin belirsizliklerle 2003 yılının başlarında hafif miktarda azalış gösterdiği görülmektedir. Ancak çalışmada incelenen 1995 yılı Haziran ayından 2004 yılı Mart ayına kadar olan dönemde, özellikle 2001 yılı sonrasında güvenilirliğinin belirgin bir şekilde arttığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Enflasyon beklentilerinin yönetilmesine paralel olarak gözlenen ikinci unsur, üretici ve tüketici davranışlarında gözlenen değişimdir. Serdengeçti (2004)'nin de belirttiği gibi, bugün üreticiler fiyatlardaki artışın talep artışından mı, yoksa kronik enflasyon ortamından mı kaynaklandığını ayırt edebilme, böylece üretimlerini artırma ve yatırım yapma gibi kararlarını buna göre alabilmekte ve fiyatlama davranışları kapsamında kâr marjlarını belirlerken maliyet kontrolüne ve verimlilik artışına önem vermektedirler. Buna paralel olarak tüketicilerin de, artan rekabet ortamında fiyat kontrolü yapmaya başladıkları görülmektedir.

Beklentilerin yönetimi çerçevesinde, düşen enflasyonla beraber göze çarpan üçüncü unsur ise, üreticilerin fiyatlama davranışlarındaki değişikliğe de bağlı olarak döviz kurunun enflasyonu etkileme süreci olarak adlandırılan geçiş etkisinin zayıflamakta olduğudur (Reserve Bank of India, 2004). Bugün, 2001 yılı sonrası ortaya konulan para politikası stratejisiyle döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin geçmişe göre daha zayıf ve daha gecikmeli olarak gerçekleştiği

görülmektedir (Grafik 4.5). Bu durum, düşen enflasyon ve bu eğilimin devam edeceği beklentisiyle yerel paradaki değer kayıplarının geçici olarak algılandığına ve dolayısıyla firmaların daha az sıklıkla fiyat ayarlaması yaptıklarına işaret etmektedir. Dikkate değer bir diğer nokta, 2004 yılı dördüncü üç aylık Para Politikası Raporu'nda belirtildiği üzere, "dış ticarete konu olmayan mallarda tarihsel olarak yüksek seyreden kurdan fiyatlara geçişin zayıflamış olmasıdır. Endeksleme davranışındaki bu azalış, bir anlamda kullanılmakta olan para politikası çerçevesinin enflasyon beklentilerini yönetmedeki yetkinliğini ortaya koymaktadır".



Grafik 4.5 : Döviz Kurundan Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi

Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu, 2004-IV

Enflasyon hedeflemesi rejiminin beklentileri yönetmedeki önemi ve katkısının ileride artarak devam etmesi, Brezilya örneğinde de bahsedildiği gibi, kurumsal alanda yapılacak reformlara da bağlı olmaktadır. Bu noktada merkez bankası bağımsızlığının çeşitli açılardan pekiştirilmesi önem kazanmaktadır. Bu çerçevede Serdengeçti (2005)'nin belirttiği gibi, toplumla iletişim yollarının siyasi baskıdan uzak olması; diğer bir ifadeyle ekonominin gidişatı ve risklere ilişkin toplumun her kesiminin uyarılabilmesi, üst düzey yöneticilerin görev sürelerinin,

atanma, çalışma ve görevden ayrılma kurallarının yasalarla açıkça belirlenmesi ve siyasi baskıdan uzak olması, merkez bankalarının kendi bütçeleri ve çalışanlarının çalışma ilke ve yönetmelikleri üzerindeki kontrolü bağımsızlık tanımının bir parçası olarak kabul edilmektedir.

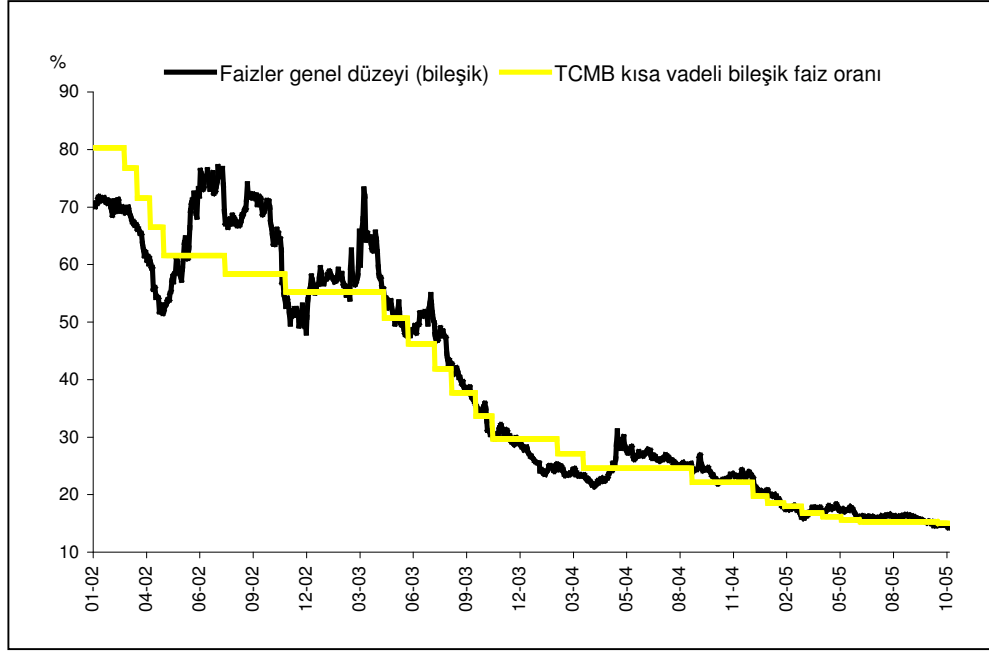
2001 yılı ve sonrasında uygulanan para politikaları kapsamında bekleyişlerin yönetiminin bir diğer önemli etkisi, TCMB tarafından 2005 yılında yayımlanan “Mayıs Ayı Enflasyonu ve Görünüm” başlıklı duyuruda da belirtildiği üzere, aktarım mekanizması üzerinde olmuştur. Duyuruda, TCMB tarafından yapılan araştırmalara göre, Türkiye ekonomisinde faizlerdeki değişimin ekonomi üzerindeki etkisinin giderek arttığı ve bu etkinin geçmişe oranla daha gecikmeli olarak ortaya çıktığı belirtilmektedir. Buna ek olarak, faizlerdeki değişiklik ile ekonomik aktivite arasındaki ilişkinin halen sağlıklı olmadığı, ancak belirginleştiği ifade edilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, faizlerdeki değişimin ekonomik aktivite üzerindeki etkisinin yaklaşık 3-9 ay arasında, enflasyon üzerindeki etkisinin ise yaklaşık 9-18 ay arasında belirginleştiği, dolayısıyla mevcut durumda gelecek dönem enflasyonuna yönelik para politikası karar alma sürecinde kısa vadeden orta vadeye doğru bir yılı aşkın bir sürecin dikkate alındığı belirtilmektedir. Bu şekilde TCMB'nin, bekleyişlerin de bu doğrultuda oluşması ve politika uygulamalarına yakınsaması yönünde çalıştığı görülmektedir.

Bu yöndeki çalışmaların önemi, Kara ve Küçük (2005)'in elde ettiği sonuçla da yakından ilişkilidir. Söz konusu çalışma, enflasyon bekleyişlerinin önemlerinden birini, çıktı ile enflasyon arasındaki ödünleşimi belirlemede etkili olmasına dayandırmaktadır. Bu çerçevede kamuoyunun enflasyon bekleyişleri hedefle ne kadar uyumlu olursa, bu durum merkez bankalarının enflasyonda kısa vadeli oynaklıkları göz ardı edip, orta vadeli bir yaklaşımla enflasyonu kontrol edebilmelerine o kadar fazla imkan tanımaktadır. Bu noktada Kara ve Küçük (2005), Türkiye'deki enflasyon bekleyişlerinin akılcı olup olmadığının hem modelleme hem de iletişim stratejileri açısından önemli olduğunu belirtmektedir. Daha açık bir ifadeyle, eğer bekleyişler akılcı değilse, merkez bankalarının

enflasyon dinamiklerinin kamuoyuna açıklanması konusunda daha fazla çaba harcaması gerektiği belirtilmektedir.

Söz konusu çalışmada TCMB'nin Beklenti Anketi ve İktisadi Yönelim Anketi ile Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin İmalat Sanayi Aylık Eğilim Anketi kullanılarak Türkiye'de ekonomik birimlerin enflasyon tahminlerini oluştururken varolan tüm bilgileri kullanıp kullanmadıkları, diğer bir ifadeyle akılcı davranıp davranmadıkları araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, ekonomik birimlerin bir ay sonraki enflasyon beklentilerini oluştururken hariç, akılcı davranmadıklarını göstermektedir. Ayrıca, ekonomik birimlerin beklentilerini oluştururken döviz kurundaki hareketlerin etkisini göz önüne almadıkları, bir başka ifadeyle döviz kurunun enflasyon üzerindeki geçiş etkisinin iyi anlaşılması sonucuna da ulaşılmıştır. Dolayısıyla söz konusu çalışma, merkez bankalarının aktarım mekanizması hakkındaki görüşlerini kamuoyuyla paylaşmasının ekonomik birimlerin ekonominin işleyişini daha iyi anlamalarını sağlayabileceği sonucuna ulaşmaktadır. TCMB'nin de son dönemde gerek "Enflasyon ve Görünüm" duyurularında gerekse yapılan konuşma ve sunumlarda aktarım mekanizmasının işleyişine giderek daha fazla önem verdiği görülmektedir.

Faiz oranlarında gözlenen değişiklik de beklentilerin yönetimi kapsamında değerlendirilmesi gereken diğer bir unsurdur. Bilindiği üzere merkez bankaları politika aracı olarak kullandıkları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek aktarım mekanizmasının kanallarından biri olan faizler genel düzeyini aynı yönde hareket ettirmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda TCMB de enflasyon hedefi ve tahminlerine uygun olarak kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmektedir. Grafik 4.6'nın da işaret ettiği üzere, 2002 yılı başından 2005 yılı Ekim ayına kadar olan dönemde TCMB kısa vadeli faiz oranları ile faizler genel düzeyi arasında olması gereken aynı yönlü ilişkinin giderek güçlenmesine rağmen henüz arzu edilen seviyede olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla TCMB faiz oranlarını düşürürken, faizler genel düzeyinin yükseldiği veya değişmediği dönemler olmuş; yine bazı dönemlerde de faizler genel düzeyi TCMB faizlerinin altında seyretmiştir.



Grafik 4.6 : Faizler*

Kaynak: TCMB

*TCMB kısa vadeli bileşik faiz oranı için gecelik alt kotasyon oranı, faizler genel düzeyi için Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) gösterge bileşik faiz oranı kullanılmıştır.

Sonuç olarak, 2001 yılı ve sonrasında uygulanan para politikaları kapsamında iletişim politikalarının rolünün önemli ölçüde arttığı, bekleyişlerin yönetiminin öneminin ön plana çıktığı, özellikle enflasyon oranlarında gözlenen düşüş ve aktarım mekanizmasının belirginleşmesi ile kendisini göstermektedir. Öte yandan, kısa vadeli faiz oranlarının bekleyişlerin yönetilmesi kapsamındaki rolü artmış, ancak etkinliği henüz tam olarak sağlanamamıştır²⁴.

4.3. İletişim Politikası Araçları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi

İletişim politikasının tasarımında kullanılan araçlar ve bu araçların etkinliği, bekleyişlerin yönetiminde önemli bir yer tutmaktadır. Bölüm 3.1.'de yer alan Tablo 3.1'de bazı ülke merkez bankalarının basın, piyasalar, hükümet ve kamuoyu ile iletişiminde kullandığı araçlar kısaca listelenmiştir. Bu kapsamda bu

²⁴ Bu konu Bölüm 5.2 ve 5.3'te yapılan istatistikî çalışma ile ayrıntılı olarak incelenmiştir.

bölümde iletişim politikası araçları TCMB tarafından para politikası kararlarının açıklanmasında etkin olan ve bu kararların ilk elden kamuoyuna duyurulmasında kullanılan basın duyuruları ile para politikasına ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgilerin aktarılmasında kullanılan diğer araçlar olmak üzere iki başlık altında ayrıntılı olarak incelenmektedir²⁵. İlk olarak, basın duyuruları; döviz kuru politikasına ve enflasyon ile faiz oranlarına ilişkin olmak üzere iki ayrı başlık altında değerlendirilmektedir. İkinci olarak da, konuşmalar ve yayınlar ile diğer araçlar - internet sayfası, konferanslar, ziyaretçi grupları ve basın toplantıları- TCMB'nin etkin olarak kullandığı diğer iletişim araçları kapsamında incelenmektedir. İncelenen dönem, 2001 yılı ile 2005 yılı Ekim ayı arasındaki dönemi kapsamaktadır.

4.3.1. İletişim Araçları: Basın Duyuruları

Merkez bankalarının kullandıkları iletişim araçlarının başında, gerek çok geniş bir kesime ulaşabilmesi gerekse bekleyişlerin şekillendirilmesinde en etkin araçlardan biri olması nedeniyle basın duyuruları gelmektedir. TCMB tarafından yapılan basın duyuruları incelendiğinde görülmektedir ki, bekleyişlerin yönetiminin önemi TCMB tarafından çeşitli zamanlarda dile getirilmiştir. Ancak, 17 Ağustos 2001 tarihinde yapılan duyuru ile konuya verilen önemin giderek artan bir şekilde kamuoyu ile paylaşıldığı görülmektedir. Bu kapsamda aynı ekonomik temellerin çok farklı sonuçlara yol açabileceği vurgulanmış ve bu noktada belirleyici unsurun ekonomik birimlerin bekleyişleri olduğu ifade edilmiştir. Benzer şekilde “2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler” başlıklı duyuru da bekleyişlerin şekillendirilmesinin önemine dair yaptığı vurgulardan dolayı üzerinde durulması gereken bir duyurudur.

2002 yılında yapılan bu duyurunun iletişim politikaları açısından bir önemli özelliği, TCMB'nin bu duyuruda şeffaflık kavramı üzerinde artan bir önemle durması olmuştur. Bu duyuruda TCMB, bekleyişlerin yönetilmesi kapsamında kendi üzerine düşen görevin şeffaflıktan geçtiğini belirtmekte ve

²⁵ TCMB'nin iletişim politikası araçlarına ilişkin detaylar Ek 3'te yer almaktadır.

şeffaflık “gelecekte uygulanacak para politikasının ana çerçevesinin ve operasyonel kurallardaki değişikliklerin şimdiden kamuoyuna açıklanması ve bu çerçevede alınacak kararların arkasındaki gerçeklerin duyurulması” olarak tanımlanmakta ve söz konusu duyurunun temel amaçlarından birinin de bu olduğu ifade edilmektedir.

Aynı duyuruda üzerinde önemle durulan bir diğer unsur da bekleyişlerin şekillendirilmesi olmuştur. Bu kapsamda para politikasının temel işlevlerinden birinin de bekleyişlerin şekillenmesine yardımcı olması olduğu belirtilerek, 2002 yılında bu amaçla kullanılabilecek üç alternatiften, ki bunlar döviz kuru çapası, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi rejimleri olarak sıralanmıştır; döviz kuru çapasının gerek güvenilirliğini yitirmesi gerekse mevcut koşullarda Türkiye ekonomisi için yararlı görülmemesi nedeniyle uygulanmayacağı, buna karşın parasal hedefleme ve gelecek dönem enflasyonuna odaklı örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanacağı, koşullar oluştuğunda ise açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği duyurulmuş ve bu uygulama seçilme nedenleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklamada parasal hedefleme ile amaçlananın, “makroekonomik hedeflere uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek, diğer bir deyişle para arzı fazlası yaratmamak ve yaratılmayacağına ilişkin bekleyiş oluşturmak” olduğu açıkça ifade edilmiştir. Ayrıca duyuruda, para tabanı çapasının yanında enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasıyla da öngörülen enflasyona bağlı olarak ek önlemler alınacağına taahhüt edildiği belirtilmektedir. Bu bağlamda TCMB, temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre göre alacağını belirtmiş, dolayısıyla fiyat istikrarı odaklı politikalarının sadece mevcut aydaki enflasyon oranlarını içeren kısa vadeli bir bakış açısı ile değerlendirilmesinin hatalı olacağını ifade etmiştir. Yakın dönemde gerek yapılan duyurular gerekse üst düzey yönetimin yaptığı sunumlar incelendiğinde bu konunun halen önemle vurgulandığı görülmektedir.

Özetle 2002 yılında yapılan bu duyuru, TCMB'nin iletişim politikalarında önemli değişiklikler olduğunu açıkça göstermektedir. Bu tarihten itibaren, bekleyişlerin yönetimine özel önem verildiği ve şeffaflık kapsamında uygulanan para politikasına ilişkin kararların ve bu kararların altında yatan nedenlerin kamuoyuyla her fırsatta paylaşıldığı görülmektedir.

Öte yandan, 2001 yılından 2005 yılı Ekim ayına kadar olan dönemde TCMB tarafından yapılan basın duyuruları incelendiğinde içeriklerin temel olarak iki konu üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir: Döviz kuru politikası ile enflasyon ve kısa vadeli faiz oranları. Dolayısıyla, sonraki iki bölümde bu konudaki duyurular ve söz konusu duyurulardaki söylemler ve vurgular bekleyişlerin yönetilmesi kapsamında ayrı başlıklar altında ele alınmaktadır.

4.3.1.1. İletişim Araçları: Basın Duyuruları – Döviz Kuru Politikası

TCMB tarafından yapılan duyurular konularına göre sınıflandırıldığında özellikle 2002 yılından itibaren döviz kuru politikasına ilişkin olanların sayısal olarak ağırlıklı olduğu görülmektedir. Bunun nedeni büyük ölçüde, dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte, bu yeni rejime ve bu yeni rejim çerçevesinde uygulanan politikalara ilişkin açıklamalarla ekonomik birimlerin ve kamuoyunun bilgi ve öngörüsünün artırılmaya çalışılmış olmasıdır. Öte yandan duyurularla, şeffaflık ilkesi çerçevesinde döviz piyasalarına yapılan müdahalelere ilişkin bilgi de sağlanmaktadır.

Bu kapsamda duyuruların bazı durumlarda, özellikle dalgalı kur rejiminin uygulanmaya başladığı ilk dönemlerde, politika uygulamalarına ilişkin basında yer alan yanlış anlamaları gidermek veya siyasi ve benzeri belirsizlik kaynaklı piyasa hareketleri sonucu aşırı oynaklığı önlemek amaçlı olduğu, ancak çoğunlukla döviz alım ve satım ihalelerinin esaslarını, ihale yöntemlerinde yapılan değişiklikleri, ihale sonuçlarını ve doğrudan müdahale yapıldığı zamanlarda ise müdahale sonrasında müdahale yapıldığına dair bir açıklamayı içerdiği görülmektedir.

TCMB'nin 29 Mart 2001 tarihli basın duyurusu ile her gün Türk lirası karşılığı döviz satım ihalesi ve gerekli görüldüğü günlerde Türk lirası karşılığı döviz alım ihalesi düzenleneceği bildirilmiştir. 15 Mayıs 2001 tarihinde 2001 yılında uygulanacak para programı çerçevesinde de döviz piyasalarına müdahalelerin ancak döviz kurundaki kısa dönemde oluşacak aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla yapılacağı, döviz kurunun uzun dönem denge değerini etkilemenin amaçlanmadığı ve yapılacak alım satımların ihale yöntemiyle olacağı açık bir şekilde belirtilmiştir. 17 Mayıs 2001 tarihli duyuru ile ise ihalelerin her gün yerine gerekli görüldüğü günlerde düzenleneceği ve ihalede satılacak tutarın ihale öncesinde açıklanmayacağı bildirilmiş, Temmuz ayı itibarıyla da döviz satış programı açıklanmaya başlamıştır. Bu şekilde bir yandan döviz kuru politikasının daha şeffaf hale getirilmesi ve daha iyi anlaşılabilmesinin sağlanması, diğer yandan para tabanının kontrolünün etkinleştirilmesi amaçlanmıştır.

2001 yılı Aralık ayından itibaren programlı döviz satış ihalelerine ara verildiğini ilan eden TCMB, 2002 yılı Nisan ayından itibaren döviz alım ihalelerine başlayacağını, bu kararların altında yatan nedenleri de açıklayarak duyurmuştur. Aynı yıl Nisan ve Haziran ayları arasında düzenlenen döviz alım ihalelerine Temmuz ayından itibaren ara verilmiş, 2003 yılı Mayıs ayından itibaren ise döviz alım ihalelerine tekrar başlanmıştır. Hem 2002 hem de 2003 yıllarında yapılan döviz alım ihalelerinde ihale programları aylık olarak önceden açıklanmıştır. Ancak, para politikası tasarımlarında önemli bir unsur olan belirsizlik kavramı da vurgulanmış; "dışsal bir şok ya da öngörülemeyen gelişmeler nedeniyle döviz piyasalarında derinliğin kaybolması, buna bağlı olarak döviz fiyatlarında ortaya çıkabilecek aşırı oynaklık veya sağlıklı fiyat oluşumlarının gözlenmesi halinde, TCMB'nin dönem sonunu beklemeden, kısa ya da uzun süreli olarak, önceden kamuoyuna duyurmak suretiyle, ihalelere ara verebileceği" belirtilmiştir. Ayrıca, ihalelere ilişkin tüm duyurularda amaçlar açıklanmış ve tüm açıklamalarda tutarlılık gözetilmiştir. Bu kapsamda duyurularda "ters para ikamesi ve ödemeler dengesi gelişmeleri sonucu döviz arz fazlası oluşması halinde, dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek ve döviz kurunun

uzun dönemli eğilimini ve doğal değerini etkilemeyi amaçlamayacak şekilde, döviz rezervlerini artırmaya yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları gerçekleştirilebileceği ve ulaşılması istenen belirli bir rezerv seviyesi saptanmadığı” sıklıkla ifade edilmiştir.

“2005 Yılı Para ve Kur Politikası” başlıklı duyuruyla ise, “döviz kurunun arz ve talep koşullarınca belirlenmesi ilkesi altında bir adım daha atılmış ve döviz alım ihalelerinin döviz piyasasına olan etkisini en aza indirebilmek amacıyla yıllık bir program açıklanmasına ve döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe bu programda bir değişikliğe gidilmemesine” karar verilmiştir. Yapılan bu açıklamaya göre, bu şekilde “önceki dönemde ihale tutarlarının değişen döviz arzına göre ayarlanmaya çalışılmasının ve bu nedenle de ihale miktarlarının zaman zaman ilan edilen süre dolmadan değiştirilmek zorunda kalmış olmasının TCMB’nin döviz kuru politikasına ilişkin yarattığı yanlış algılamaların önüne geçileceği” bildirilmiştir.

Benzer şekilde, döviz piyasasına alım veya satım yönünde yapılan doğrudan müdahalelerde, müdahale kurallarındaki değişikliklerin önceden duyurulduğu ve müdahale sonrasında, müdahalenin nedenleri ile birlikte açıklandığı görülmektedir. Her açıklamada özellikle vurgulanan ortak unsur, yapılan doğrudan müdahalenin döviz kuru seviyesinden duyulan rahatsızlığı ifade etmediği, ancak aşırı oynaklığı önlemeye yönelik olduğudur. Bu ifadelerin her duyuruda yer alması, TCMB’nin döviz kuruna yönelik uygulamalarının ekonomik birimlerin ve kamuoyunun kararların altında yatan nedenleri anlamalarında ve dolayısıyla bekleyişlerini yönlendirmede etkili olmaktadır. Ek 4’te bir mizah dergisinde yayımlanan TCMB’nin döviz piyasasında müdahalesine ilişkin karikatür, bu alandaki bilinilirlik açısından ilginç bir örnek teşkil etmektedir.

TCMB ayrıca likidite yönetimine ilişkin olarak da duyurular yapmaktadır. Bu kapsamda 2002 yılı başından itibaren artan likiditenin sterilizasyonunda etkinliğin artırılması amacıyla, ters repo ve bankalararası para piyasası işlemlerine ek olarak 28 Mart 2002 tarihinden itibaren Türk lirası depo alım ihalelerinin düzenleneceği ilan edilmiştir. Ayrıca her yıl uygulanacak para ve kur

politikası çerçevesinin açıklandığı duyurularla likidite yönetimi stratejisine ilişkin de bilgi verilmektedir. Nitekim, 2005 yılında para ve kur politikası kapsamında likiditenin sıkışması durumunda TCMB'nin likidite yönetimi stratejisinin nasıl şekilleneceği piyasalara açıklanmış, ancak koşullu öngörü çerçevesinde gerekli görüldüğünde yeni düzenlemeler de yapılabileceği bildirilmiş ve bu şekilde öngörülebilirliğin artacağı ifade edilmiştir.

Sonuç olarak, dalgalı kur rejimine geçilmesini takiben çeşitli kereler döviz kuru politikasına ilişkin olarak yapılan duyuru ve açıklamalarla ve ilk zamanlarda dönemin olumsuzluklarının temel nedenlerinden biri olarak görülen dalgalı kur rejimine yönelik açıklamalarla TCMB'nin döviz kurunun seviyesine yönelik herhangi bir taahhüdü veya hedefi olmadığı, döviz kuruna yapılan müdahalelerin aşırı oynaklığı önlemek ve rezerv biriktirmek amaçlı olduğu açıkça belirtilmiş ve bu yeni rejimin başlangıcında uyum sorunları olabileceği sıklıkla ifade edilmiştir. Döviz rezervlerini artırma biçimi şeffaf, piyasa katılımcıları ile görüşülerek oluşturulan mekanizmalara dayanan ve önceden duyurulan döviz alım ihaleleri yoluyla yapılmıştır. Ayrıca şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri çerçevesinde 28 Temmuz 2003 tarihli duyuru ile döviz rezervlerinin yönetim ilkeleri de internet sayfasında yayımlanmaya başlamıştır. Bugün bakıldığında, döviz kuru rejimine ilişkin duyuruların sayısının önceki yıllara kıyasla azalmış, kapsamının uygulamanın ilk zamanlarına kıyasla değişmiş olmasına rağmen, politika uygulamalarına dair açıklamaların halen ağırlığını koruduğu görülmektedir.

4.3.1.2. İletişim Araçları: Basın Duyuruları – Enflasyon ve Kısa Vadeli Faiz Oranları

Döviz kuru politikalarına ilişkin yapılan duyuruların yanında, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde temel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişikliklere ilişkin duyurular ile enflasyon ve görünüme ilişkin duyurularla da TCMB'nin politika uygulamaları ve bu uygulamaların altında yatan nedenler kamuoyu ile paylaşılmıştır. Bu kapsamda

gerek stratejilerdeki gelişimi ve eksiklikleri gerekse yapılması gerekenleri göstermesi açısından bu duyuruların tarihsel olarak incelenmesinde yarar görülmektedir.

2001 yılı esasen kriz yılı olup, uygulanan para politikası stratejisinin örtük enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırılması 2002 yılına rastlamaktadır. Ancak 2001 yılında da kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Bu kapsamda 2001 yılında kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin duyurular incelendiğinde, yıl boyunca dört kere değişikliğe gidildiği görülmektedir. 16 Temmuz 2001 tarihinde yapılan ilk duyuru ile faiz oranlarının artırılmasına karar verilmiştir. Bu açıklamada, ilk olması nedeniyle TCMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamak çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı, döviz kurunun seviyesine ilişkin herhangi bir taahhütte bulunulmadığı hatırlatılmakta ve alınan kararın gerekçesi de ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır. Benzer şekilde, 2001 yılındaki diğer karar duyurularında da, kararla beraber kararın gerekçesinin hem ekonomik temeller hem de bekleyişlerin önemi çerçevesinde bir açıklamayla yer aldığı görülmektedir.

2002 yılı başından itibaren ise her ay, açıklanan enflasyon oranları ve görünüme dair duyurular yayımlanmaya başlamıştır. Ancak bu duyurularla ilgili değerlendirmelere geçmeden önce, bu tarihten itibaren kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişikliklere dair kararlarının duyurulmasında farklılaşmalar olduğunun belirtilmesi gerekmektedir. Daha açık bir ifadeyle, 2002 yılında kısa vadeli faiz oranlarında altı kere yapılan değişikliğin üçü (14 Mart, 8 Nisan ve 5 Ağustos tarihlerinde) söz konusu aya ilişkin enflasyon ve görünüm raporuyla birlikte açıklanırken, diğer üçü (20 Şubat, 30 Nisan ve 11 Kasım tarihlerinde) değişikliklerin gerekçeleri niteliğinde bir açıklamayla beraber bu raporun yayım zamanından bağımsız olarak açıklanmıştır. 2003 yılında kısa vadeli faiz oranlarında yapılan altı değişikliğin ise bir tanesinin (6 Ağustos tarihinde) enflasyon ve görünüm duyurusu ile birlikte, diğerlerinin ise farklı uzunluk ve derinlikte olmakla beraber, karar gerekçeleri ile birlikte raporun

yayımlanmasından bağımsız olarak duyurulduğu görülmektedir. Benzer şekilde, 2004 yılında kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler neticesinde yapılan dört duyurunun bir tanesinin (8 Eylül tarihinde) enflasyon ve görünüm duyurusu eşliğinde ilan edildiği görülmektedir. Dolayısıyla bu dönemde kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların duyurulma şeklinde ve duyuruların zamanlamasında belirli standart bir yöntem izlenmediği görülmektedir.

Bu noktada, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş süreci olarak adlandırılan 2005 yılıyla beraber, diğer alanlarda olduğu gibi, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların açıklanmasında da kurumsallaşmanın izleri görülmektedir. Bu kapsamda 2005 yılından itibaren kararlar daha önce de belirtildiği üzere, her ayın 8'inde yapılan PPK toplantılarındaki değerlendirmelerin de ışığında toplantıyı takip eden işgünün sabahı, saat 09.00'da açıklanmaya başlamıştır. Bir diğer önemli farklılık ise, iki karar alma dönemi arasında kalan yaklaşık bir aylık süreçte, olağanüstü bir gelişme olmadığı sürece kısa vadeli faiz oranlarının sabit tutulacağı ve söz konusu faiz oranlarının seviyesinde bir değişikliğe gidilme de, değiştirme veya değiştirmeme kararının gerekçesi niteliğinde olan ve TCMB'nin ekonominin genel görünümüne dair değerlendirmelerini içeren bir açıklama yapılacağı ve her ay yayımlanan "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı basın duyurusunun da bu açıklamanın içinde yer alacağı ilan edilmesi olmuştur.

2005 yılı başından itibaren kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin yapılan duyurular incelendiğinde, alınan kararların Temmuz ayına kadar sürekli kısa vadeli faiz oranlarının indirilmesi yönünde olduğu görülmektedir. 11 Temmuz, 9 Ağustos ve 9 Eylül tarihli duyurularla ise, kısa vadeli faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmemiştir. 2005 yılından itibaren duyuruların, kullanılan ifade, söylemler ve içerik açısından da farklılaştığı görülmektedir. Daha açık bir ifadeyle, bu tarihten itibaren duyuruların en fazla yarım sayfa uzunluğunda olup, içeriğinde sadece karar sonucunun yer aldığı, karar gerekçesinin yer almadığı görülmektedir. Ancak, her karar duyurusunda kararın gerekçesini açıklayan "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı raporun PPK toplantısında yapılan

değerlendirmeleri de dikkate alacak şekilde 2 iş günü içinde yayımlanacağı belirtilmekle beraber, bugüne kadar olan uygulamalara bakıldığında bu raporun kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararın duyurulduğu aynı gün açıklandığı görülmektedir²⁶. Kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmediği durumlarda da uygulama aynı olmaktadır. 2006 yılı itibarıyla ise, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların PPK'da oylanarak alınacağı ve toplantı özetlerinin yayımlanacağı açıklanmış, ancak karar alma süreci hakkında diğer düzenlemelerin daha sonra açıklanacağı bildirilmiştir²⁷.

Öte yandan, iletişim stratejilerinin tasarımında ve bekleyişlerin yönetiminde önemli rol oynayan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin duyurularda kullanılan ifade ve söylemler incelendiğinde, 4 Eylül 2001 tarihli duyuru ile TCMB'nin kararlarında enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri dikkate aldığı vurgulanmaya başlandığı görülmektedir. Bu vurguların 2002 yılında da devam ettiği görülmekte, ayrıca kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin 20 Şubat 2002 tarihli duyuruda ilk defa gelecek dönem enflasyonuna ilişkin "temkinli iyimserlik" ifadesinin kullanıldığı görülmektedir. Bu iyimserliğin yanında, risklere, özellikle de mali disiplin ve yapısal reformların sürekliliğinin önemine de dikkat çekildiği görülmektedir.

Bekleyişlerin yönetiminde büyük önem taşıyan bir unsur da karar alma sürecinde elde edilen her yeni bilginin, alınan kararlarda ve bu kararların farklılaşmasında büyük rol oynadığı, bu çerçevede "koşullu öngörü" kavramının kamuoyu tarafından anlaşılmasının önemli olduğudur. Bu kapsamda TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarında "koşullu öngörü" kavramını açıkça ilk olarak 5 Şubat 2004 tarihli duyuruda kullandığı görülmektedir. Ancak söz konusu kavramın risklere yapılan vurgular kapsamında, mali disiplinden ve yapısal reform sürecinden sapmalar olmayacağı varsayımı altında yapılan

²⁶ 2005 yılı Ekim ayına kadar geçen sürede, sadece Ocak ayında Enflasyon ve Görünüm raporu kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararın açıklandığı günün ertesinde, diğer aylarda ise kararın açıklanmasının ardından aynı gün yayımlanmıştır.

²⁷ 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle beraber yapılacak olası değişiklik ve yenilikler çalışmanın yapıldığı dönemde henüz açıklanmamıştır.

değerlendirmelerle çok açık bir şekilde olmasa da, hemen hemen her duyuruda kullanıldığı görülmektedir.

Bu noktada dikkat çekilmesi gereken bir unsur, TCMB'nin bugüne kadar kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin ilk duyuruda (16 Temmuz 2001 tarihinde) yaptığı artırım ve 11 Temmuz, 9 Ağustos ve 9 Eylül 2005 tarihlerinde yaptığı değişiklik yapmama kararı hariç faiz oranlarını hep düşürmüş olmasıdır. Dolayısıyla, yapılan duyuru ve açıklamalar da çoğunlukla faiz indirimini açıklayan duyurular olmuştur. Bu aşamada TCMB için bundan sonraki dönemde olası faiz artırımını gerektirecek durumda faiz artırımına yönelik açıklamalarda kullanılacak ifade ve söylemler ile bu söylemlerin piyasaların ve kamuoyunun beklentilerini yönlendirebilme etkinliği TCMB için önem taşımaktadır.

Kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin duyuruların içerik, söylem ve şekil açısından değerlendirilmesinin ardından, beklentilerin yönetimi ve iletişim politikası tasarımı kapsamında "Enflasyon ve Görünüm" adıyla yayımlanmakta olan raporun da hem içerik ve söylem hem de şekil açısından incelenmesi, TCMB'nin iletişim politikasının gelişiminin değerlendirilmesi açısından gerekli görülmektedir. Bu kapsamda bugün "Enflasyon ve Görünüm" adıyla yayımlanmakta olan rapor ilk olarak 2002 yılı başında Ocak ayı enflasyonuna ilişkin olarak açıklanmıştır. İlk olması nedeniyle raporda öncelikle enflasyonist sürecin temel özelliklerinden bahsedilmiş, ardından Ocak ayı enflasyonu değerlendirilmiş ve ileriye yönelik beklentiler hakkında bilgi verilmiştir. TCMB bu ilk duyurusunda gelecek dönem enflasyonu açısından "temkinli bir iyimserlik" içinde olduğunu belirterek görüşlerini piyasalar ve kamuoyuyla açıkça paylaşmıştır. 2002 yılı Kasım ayına kadar raporların içeriği "Genel Değerlendirme" ve "İleriye Yönelik Beklentiler" olmak üzere iki başlığı kapsamış ve beklentiler ağırlıklı olarak TCMB tarafından ayda iki kere yayımlanmakta olan "Beklenti Anketi" kapsamında incelenmiştir.

11 Kasım 2002 tarihli duyurudan itibaren ise beklentilere ilişkin değerlendirmeler "İleriye Yönelik Beklentiler" yerine "Görünüm" başlığı altında yapılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda içeriğin genişlediği, riskler ve bundan

sonra yapılması gerekenlere daha fazla vurgu yapıldığı görülmektedir. Bu anlamda, bu tarihten itibaren söz konusu raporlarda standartlaşmanın daha belirgin bir hale geldiğini söylemek mümkündür. Ancak “Görünüm” başlığı altında yapılan değerlendirmelerde gerek kamuoyunun gündeminde yer alan bazı konuların daha iyi anlaşılması açısından, gerekse TCMB’nin özel bir önemle vurgulamak istediği bazı konulara dikkat çekmek istemesi açısından zaman zaman çeşitli alt başlıkların bu bölümde yer aldığı görülmektedir. Örneklendirmek gerekirse, 2003 yılı Şubat ayı enflasyonun değerlendirildiği raporda “Mali Disiplinin Büyüme ve Enflasyon Açısından Önemi” başlıklı ayrı bir bölüm yer almış, 2004 yılı Nisan ayı enflasyonuna ilişkin raporda dalgalı kur rejimi, dışsal unsurlar, cari açık ve orta vadeli bir programın önemi ve benzeri konuların yer aldığı “Genel Makroekonomik Görünüm” ile geçiş etkisi, riskler ve enflasyon dinamiklerini etkileyebilecek olası unsurların yer aldığı “Enflasyon” alt başlıkları yer almıştır. Benzer şekilde 2004 yılı Ağustos ayı enflasyonuna ilişkin değerlendirmelerin yapıldığı duyuruda da “Enflasyonu Etkileyen Genel Faktörlerin Görünümü” ve “Cari İşlemler Açığı ve Enflasyon” alt başlıkları yer almış, aynı yıl Kasım ayı enflasyonuna ilişkin raporda ise “Görünüm” başlığı altında 2005 yılında enflasyondaki düşüş eğiliminin devam edip etmeyeceği kapsamında “Enflasyon: Alt Kalemler”, “Önümüzdeki Dönemde Enflasyon ve Riskler” ve “Genel Makroekonomik Görünüm” değerlendirilmiştir. 2004 yılı Aralık ayında ise “Genel Değerlendirme” ve “Enflasyonu Belirleyen Unsurlar” alt başlıklarının yer aldığı görülmektedir. Bu açıdan “Görünüm” bölümünün standart bir yapısının olmadığı; bu bölümün içeriğinin, TCMB’nin temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu ve politika uygulamalarının enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik olduğu sürekli vurgulanmakla beraber, gündemdeki konular ve TCMB’nin özel vurgu yapmak istediği konulara göre zaman zaman farklılıklar gösterdiği görülmektedir.

Açık enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olarak ilan edilen 2005 yılının karar alma sürecinin kurumsallaşması ve bu sürecin unsurları hakkında daha fazla bilgi paylaşımını içermesi, bu yılın başından itibaren yapılan duyuruların da ayrıca incelenmesini gerektirmektedir. Bu kapsamda göze çarpan ilk unsur, para

politikasının ve para politikasını etkileyen unsurların “Görünüm” başlığı altında ayrı bir başlık halinde değerlendirilmeye başlanması olmuştur²⁸. Bunun yanında, bu ana başlık altında önceki yıllarda olduğu gibi farklı alt başlıklar da yer almaya devam etmiştir²⁹. Örneklendirmek gerekirse, 2005 yılı Şubat ayı enflasyonunun değerlendirildiği raporda “Görünüm” başlığı altında “Enflasyon ve Döviz Kuru İlişkisi”, aynı yıl Mayıs ayı değerlendirmelerinin yer aldığı raporda “Kısa Vadede Enflasyon Eğilimi” ve “Enflasyonu Orta Vadede Etkileyen Faktörlerin Görünümü” alt başlıklarının kullanıldığı görülmektedir.

Öte yandan, “Enflasyon ve Görünüm” duyurularında kullanılan ifade ve söylemler incelendiğinde, TCMB’nin 2002 yılı Ocak ayı enflasyon değerlendirmesinde enflasyonun gelecekteki seyrine ilişkin olarak “temkinli iyimserlik” kavramını kullanmaya başladığı, 2003 yılı Ocak ayından itibaren ise raporlarda “iyimser” ve “olumlu” kavramlarının yer aldığı görülmektedir. 2004 yılında ise enflasyondaki düşüş eğiliminin devam etme olasılığının yüksek olduğu, ancak bu öngörülerin koşullu bir nitelik taşıdığı belirtilmekte, dolayısıyla “koşullu öngörü” kavramının duyurularda yer almaya başladığı görülmektedir. Buna paralel olarak, 2004 yılı Nisan ayından itibaren de uygulanmakta olan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nın sonuna gelinmesi nedeniyle yeni bir orta vadeli programın önemi vurgulanmaya başlamıştır. 2004 yılı Temmuz ayına ilişkin enflasyon raporunda ise ilk defa TCMB’nin para politikası kararlarının gecikmeli etkilerini de göz önünde bulundurduğuna dikkat çekilmiştir. 2004 yılı Aralık ayında ise, orta vadeli bakış açısının önemi açıkça vurgulanmıştır. Bu doğrultuda TCMB’nin kısa dönemli dalgalanmalar veya geçici unsurlardan ziyade enflasyonun orta vadeli yapısal eğilimi üzerinde duracağı ifade edilmiştir. Ayrıca aynı duyuruda orta vadeli enflasyon tahminlerinin hedeflerle uyumsuzluk

²⁸ Ancak, 2005 yılı Haziran, Temmuz ve Ağustos ayları enflasyonunun değerlendirildiği raporda para politikası ayrı bir başlık altında incelenmemiştir. Ayrıca, Mayıs ve Ağustos ayları enflasyonunun değerlendirildiği raporda “Genel Değerlendirme” başlığı yerine “Fiyat Gelişmeleri” başlığı kullanılmıştır.

²⁹ 2005 yılı Ocak ayında “Yeni Endeksler ve Enflasyon”, “Para Politikasını Etkileyen Genel Faktörler” ve “Makroekonomik Görünüm” alt başlıkları, Şubat ayında “Enflasyon Gelişmeleri”, “Makroekonomik Görünüm”, “Enflasyon ve Döviz Kuru İlişkisi” ve “Para ve Kur Politikası” alt başlıkları, Mart ve Nisan aylarında “Enflasyon Gelişmeleri”, “Enflasyonu Etkileyen Faktörler(in Görünümü)” ve “Para Politikası” alt başlıkları, Mayıs ayında “Kısa Vadede Enflasyon Eğilimi”, “Enflasyonu Orta Vadede Etkileyen Faktörlerin Görünümü”, “Para Politikası” ve “Sonuç” alt başlıkları, Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarında “Enflasyon Gelişmeleri”, “Enflasyonu Etkileyen Faktörler(in Görünümü)” ve “Sonuç” alt başlıkları yer almıştır.

göstermesi veya fiyatlama davranışında bir bozulma gözlenmesi durumunda TCMB'nin gerekli tepkiyi vereceği de belirtilmiştir.

2005 yılında yapılan enflasyona ilişkin duyurularda, daha önce de belirtildiği gibi, para politikası kararlarının orta vade göz önüne alınarak verildiği vurgulanmaya devam edilmiştir. Ancak "ihtiyatlı iyimser" tavrını koruyan TCMB'nin 2005 yılı Mart ayı raporunda orta vadede "ihtiyatlı" olunması gerektiği görüşünü ifade etmeye başladığı görülmektedir. Aynı duyuruda "gecikmeli etki" kavramı ilk defa aktarım mekanizmasının işleyişi çerçevesinde kısaca vurgulanmış, Mayıs ayına ilişkin raporda ise hem "orta vade" hem de "gecikmeli etki" kavramlarının detaylı bir şekilde ele alındığı ve aktarım mekanizmasının ekonomik aktivite ve enflasyon üzerindeki etkisinin daha gecikmeli ve daha belirgin olduğunun ve bunun ekonominin "normalleşme" sürecinin güçlenmeye başlaması olarak açıklandığı görülmektedir. Bu şekilde, TCMB'nin bekleyişlerin oluşumunda kamuoyuna ve piyasalara orta vadeli bir bakış açısı kazandırmaya çalıştığı görülmektedir.

Orta vade kavramının ön plana çıkarılmasıyla beraber, enflasyona ilişkin yapılan değerlendirmelerde de kısa vade ve orta vade kavramlarının kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Bu kapsamda, 2005 yılı Mayıs ayı enflasyonu ve görünüm raporunda TCMB kısa vadede iyimser, orta vadede ise "temkinli" olunmasının gerekli olduğunu ifade etmektedir.

Daha önce de belirtildiği üzere, 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlanmasından itibaren TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldığı kararlar faiz oranlarının düşürülmesi yönünde olup, 11 Temmuz 2005 tarihinde açıklanan 2005 yılı Haziran ayı enflasyon ve görünüm raporunda ilk defa faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmemiştir. Söz konusu duyuru bu kapsamda incelendiğinde, enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamış olabileceğine işaret edilmiş, orta vadede temkinli olunması gerektiği belirtilmiş ve 2005 yılı hedeflerine ilişkin öngörülerin para politikası kararlarında ağırlığının azaldığı, buna karşılık 2006 yılının önem kazandığı ve bu çerçevede kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmemesine karar verildiği açıklanmıştır.

Hemen hemen her karar duyurusunda olduğu gibi, bu duyuruda da bu öngörülerin enflasyonun orta vadeli eğilimine dair her türlü yeni bilgi ve verilerin ışığında değişebileceği, diğer bir ifadeyle bunların birer koşullu öngörü olduğu, vurgulanmıştır.

Benzer şekilde, takip eden 9 Ağustos ve 9 Eylül tarihlerinde alınan kararlarda da kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidilmemiştir. Bu duyurular incelendiğinde, kararların enflasyonu etkileyen unsurların orta ve uzun dönem enflasyon bekleyişlerine etkisine göre alındığı ve olumsuz bir etki ortaya çıktığı takdirde TCMB'nin gerekli tepkiyi vereceğinin belirtildiği görölmektedir. Buna paralel olarak, TCMB'yi temkinli olmaya yönelten unsurlar açıklanmış ve bu unsurların yarattığı kaygıların azalma eğilimine girdiği açıklanmıştır. Bahsedilmesi gereken bir diğer husus da, 11 Temmuz 2005 tarihli duyuruda “önümüzdeki dönemde kısa vadeli faizlerin eğiliminin aşağı yönlü olma olasılığı bir önceki döneme kıyasla azalmıştır” ifadesinin yerini söz konusu faizlerin aşağı yönlü olma olasılığının arttığı şeklindeki ifadenin yer almış olmasıdır. Bir diğer ifadeyle, TCMB piyasalara kısa vadeli faiz oranları kararlarına ilişkin kararların gidişatına dair sinyaller vermeye devam etmiştir.

Bu noktada belirtilmesi gereken bir husus da, merkez bankalarının para politikası uygulamaları kapsamında yapabileceklerinin yanında, yapamayacaklarından veya etki alanının dışında kalan unsurlardan da bahsetmesinin bekleyişlerin yönetilmesi açısından kritik bir öneme sahip olduğudur. Bu çerçevede TCMB'nin hemen hemen her duyurusunda gerek risklere gerekse koşullu öngörü kavramı aracılığıyla yapılması gerekenlere dikkat çekmiş olması önem taşımaktadır. Bunun yanında TCMB'nin, açıklanan enflasyon ve büyüme rakamları açısından önem taşıdığı dönemlerde mevsimsellik ve baz etkisi gibi bazı kavramları da tanıttığı, bu şekilde para politikasının işleyişine ilişkin piyasaların ve kamuoyunun bilgisini artırmaya çalıştığı da görölmektedir.

Öte yandan, para politikasının ekonomiyi etkileme süresine ilişkin bilgilendirme ancak yakın zamanda yapılmıştır. Bu bilgilendirme sadece politika

kararlarının ileriye yönelik verildiği ve gerçekleşen değil, gerçekleşecek olan enflasyon oranları ile ilgilenildiğinin vurgulanması ve ekonomik birimlerin referans almaları gereken değişkenin geçmişe yönelik bir değişken olan yıllık enflasyon oranları değil, enflasyonun genel eğilimi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumu olduğu çerçevesinde yapılmıştır.

Sonuçta genel olarak değerlendirildiğinde, TCMB tarafından gerek kısa vadeli faiz oranları gerekse enflasyon ve görünüme ilişkin olarak yapılan duyurular içerik olarak Kohn ve Sack (2003)'da olduğu gibi kısa vadeli faiz oranlarının ilerideki yönüne ilişkin ve ekonomik görünüme ilişkin olmak üzere iki başlığa ayrıldığında, TCMB'nin ilk başlıkla ilgili görüşlerinin son birkaç ay hariç, duyurularda çok yer almadığı, öte yandan ikinci başlık olan ekonomik görünüme, özellikle enflasyonun görünümüne ilişkin görüşlerinin kamuoyu ve piyasalarla daha çok paylaşıldığı görülmektedir. Dolayısıyla, TCMB ekonominin görünümüne ilişkin fikirlerini daha rahat ve daha sıklıkla paylaşmakta ve bu kapsamda anahtar kelimeler de kullanmaktadır. Ancak şekil açısından incelendiğinde duyurularda belirli bir standart göze çarpmamaktadır.

4.3.2. Diğer İletişim Araçları

Para politikası kararlarının duyurulmasında etkin bir iletişim aracı olarak kullanılan basın duyurularının yanı sıra, para politikası ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgilerin aktarılması kapsamında da TCMB tarafından çeşitli iletişim araçları kullanılmaktadır. Bunlar; konuşmalar ve yayınlar ile konferansları, ziyaretçi gruplarını, basın toplantılarını ve internet sayfasını içeren diğer iletişim araçlarından oluşmaktadır.

TCMB'nin kullandığı diğer iletişim politikası araçlarından ilki üst düzey yönetimin yaptığı konuşma ve sunumlardır. Bu kapsamda sadece TCMB Başkanı'nın 2002 yılından itibaren yurtiçi ve yurtdışında yılda ortalama yirmi dokuz konuşma ve sunum yaptığı görülmektedir. Ayrıca, yine aynı dönemden itibaren yaklaşık üç ayda bir Anadolu'nun çeşitli şehirlerinde TCMB Başkanı

tarafından şehrin sanayici ve işadamlarına genel ekonomik görünüme ilişkin sunumlar yapılmaktadır.

Yapılan sunumların içeriğinin gelişimi incelendiğinde, özellikle ilk dönemlerde, uygulanmakta olan para politikasına ilişkin temel ekonomik kavramların tanıtılması ve anlaşılması açısından birkaç başlığın sunumlarda ön plana çıktığı görülmektedir: Döviz kuru politikası ve dalgalı kur rejimi ile temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları. Bunlara ek olarak sunumlarda enflasyon, büyüme ve zaman zaman kamu maliyesine ilişkin bilgilerin de yer aldığı ve her ülke merkez bankasının yaptığı gibi, TCMB'nin de duyurularında olduğu üzere, sunumlarında da risklere sürekli dikkat çektiği görülmektedir. Öte yandan TCMB'nin sunum ve konuşmalarda, para politikasının doğrudan görev alanına girmemekle birlikte, iyi yönetim, doğrudan yabancı yatırım, vadeli işlemler piyasaları, sürdürülebilir büyüme ve sürdürülebilir istihdam gibi konulara da ağırlık verdiği ve kamuoyunu bu kavramlarla tanıştırdığı görülmektedir. Dolayısıyla, yapılan sunum ve konuşmaların temel çerçevesini, yukarıda sayılanlar kapsamında genel ekonomik görünümün oluşturduğu görülmektedir.

2005 yılından itibaren ise, TCMB tarafından yapılan sunum ve konuşmaların içeriğinde farklılaşmalar gözlenmektedir. Gerek uygulanmakta olan politikalarda belirli bir geçmişin oluşmasıyla hem piyasaların hem de kamuoyunun söz konusu politikalar hakkındaki bilgisinin artması, gerekse politika değişikliklerinin altında yatan nedenlerin daha iyi anlaşılmaya başlamasıyla, genel ekonomik görünüme ilişkin kapsamlı sunumlar devam etmekle birlikte, TCMB'nin farklı konularda da görüşlerini kamuoyu ile paylaşmaya başladığı görülmektedir. Merkez bankası bağımsızlığı, vadeli işlemler piyasaları, Avrupa Birliği, finansal istikrar ve dolarizasyon bu kapsamda ele alınan konular arasındadır. Gelişen karşılıklı iletişim ile TCMB'nin bu ve benzeri özel konulardaki görüşlerini paylaşmaya devam edeceği öngörülmektedir.

TCMB'nin kullandığı diğer politika araçlarından ikincisi yayınlardır. TCMB yayınları ile para politikasına ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgiler

aktarılmakta olup, bu kapsamda yer alan yayınlar süreli yayınlar bağlamında; raporlar, istatistiki veriler, anketler ve bültenler olarak sıralanabilmektedir. Bu çerçevede yayımlanmakta olan “Para Politikası Raporları”nın açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte “Enflasyon Raporu” adını alacağı açıklanmıştır³⁰. Mevcut durumda rapor, enflasyona ilişkin gelişmeler ve görünüm ağırlıklı olmak üzere, mali piyasalarda ve kamu maliyesi alanlarındaki gelişmeleri de değerlendirmektedir. Banka politikalarının geleceğe yönelik olarak nasıl şekillenebileceğinin ifade edildiği en teknik rapor olarak tanımlanabilmektedir. Buna ek olarak, olağan genel kurul toplantısı esnasında dağıtımı yapılan “Yıllık Rapor”, ekonominin genel bir değerlendirilmesinin yapıldığı, iç ve dış ekonomik gelişmelerin incelendiği, politikaların anlatıldığı, TCMB bilançosunun ve mali tablolarının ayrıntılı bir şekilde değerlendirildiği bir diğer temel rapordur. Ayrıca, TCMB araştırmaları ve uzmanlık tezleri, öğrenci tebliğleri ile kitap ve kitapçıklar da diğer yayınlar arasında yer almaktadır. Tablo 4.1.’de TCMB’nin yayınları ayrıntılı olarak listelenmiştir.

³⁰ 28 Haziran 2000 tarihinde yapılan duyuru ile “Enflasyon Raporu” adı altında bir rapor yayımlanmaya başladığı duyurulmuş, ancak bu rapor daha sonra “Para Politikası Raporu” adı altında yayımlanmaya başlamıştır.

TABLO 4.1. TCMB YAYINLARI

Sürelili Yayınlar	Sıklık
Avrupa Ekonomik ve Para Birliği (EMU) Raporları	<i>Aylık / İki aylık</i>
Bağımsız Denetim Raporları	<i>Yıllık</i>
Banka Kredileri Eğilim Anketi	<i>Üç Aylık</i>
Beklenti Anketi	<i>Ayda 2 kere</i>
Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi	<i>Aylık</i>
BIS- Tezgahestü Döviz ve Türev Piyasaları Anketi - Türkiye	<i>Üç yılda bir kere</i>
Central Bank Review	
Finansal İstikrar Raporu	<i>Yılda 2 kere</i>
Haftalık Basın Bülteni	<i>Haftada 1 kere</i>
İktisadi Yönelim Anketi ve Reel Kesim Güven Endeksi	<i>Aylık</i>
Para Politikası Raporları	<i>Üç Aylık</i>
Reel Efektif Döviz Kuru	<i>Aylık</i>
Sektör Bilançoları	
Tüketici Eğilim Anketi	<i>Aylık</i>
Ödemeler Dengesi Gelişmeleri ve İstatistikleri	<i>Aylık</i>
Ödemeler Dengesi Raporu	<i>Aylık</i>
Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi	<i>Aylık</i>
Üç Aylık Bülten	<i>Üç Aylık</i>
Yıllık Rapor	<i>Yıllık</i>
Araştırmalar ve Uzmanlık Tezleri	
Araştırmalar	
Central Bank Review	
Kitaplar - Kitapçıklar	
Öğrenci Tebliğleri	
Uzmanlık Tezleri	
Kitaplar ve Çalışmalar	

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Öte yandan, basın duyurularında olduğu gibi, diğer yayınlarda kullanılan dil ve söylemler de oldukça önemlidir. Bu bağlamda, TCMB'nin 2004 yılı ikinci üç aylık Para Politikası Raporu'nda geçen "Ekonomik programın uygulanmasına devam edileceği, mali disiplinden ve yapısal reformlardan sapma olmayacağına

dair inanç devam etmekle birlikte, kuşkusuz enflasyon hedefine ulaşılması konusunda TCMB'nin kontrolü dışında hala bazı risk unsurları bulunmaktadır. Bu risklerin gerçekleşmesi durumunda TCMB'nin faiz artırımına gitmesi söz konusu olabilecektir" ifadesi, özellikle de söz konusu döneme kadar geçen sürede hiç faiz artırımının yapılmamış olması ve piyasaların artırım değil, indirim bekleyişi içinde oldukları bir dönemde olmasının da etkisiyle piyasalarda tedirginliğe yol açmıştır. Bu ifadenin piyasalarda yarattığı tepki, gerek haber ajansları tarafından haberin verilmiş şekli gerekse her ne kadar ifadenin genel anlamda doğru olsa da zamanlama açısından çok isabetli olmaması nedenleriyle, TCMB için bir iletişim kazası veya talihsizliği olarak yorumlanabilmektedir.

Rapor'un yayımlanmasından bir gün sonra bir açıklama yapan TCMB, Rapor'da yer alan ifadeye açıklık getirmiştir. Bu kapsamda ifadenin "Türkiye ekonomisinin normalleşme noktasına yaklaştığının ilanı" olduğu ve TCMB tarafından yayımlanan rapor ve duyuruların bir bütün olarak değerlendirilmesinin gerektiği, aksi takdirde faiz politikasının izleyeceği seyir hakkında yanlış çıkarımlar yapılabileceği vurgulanmıştır. Bu açıklama bazı basın organlarında bir "özür", bazılarında ise "düzeltme" olarak yer almış ve raporlarda kullanılan söylemlerin piyasalar üzerindeki etkisinin önemini açıkça göstermiştir.

Kurumsal tasarım çerçevesinde günümüzde yaşanan hızlı teknolojik ilerleme, şeffaflık kapsamında kurumların internet sayfalarının çok önemli ve etkin bir iletişim aracı haline gelmesini sağlamıştır. Bu kapsamda TCMB de 1994 yılında ilk internet sayfasını, ertesi yıl ise istatistiki verilere internetten ulaşılmasını sağlayan Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'ni kullanıma açmıştır. 1996 yılına gelindiğinde internet sayfası yenilenmiş, ayrıca TCMB yayınları da internet sayfasında yer almaya başlamıştır. 1998 yılında tekrar yenilenen TCMB internet sayfası, 2000 yılında yayın ve verilere üyelik sistemi uygulamasını başlatmıştır. Üyeler, güncellemelerden anlık, günlük veya haftalık periyot seçenekleriyle bilgilendirilmektedir. Ayrıca, iletisimbilgi@tcmb.gov.tr adresine gelen elektronik posta mesajlarına İletişim Genel Müdürlüğü tarafından

cevap verilmekte veya cevap verilmek üzere ilgili birimlere gönderilmektedir. Dolayısıyla, TCMB internet sayfası sürekli yenilenmiş ve iletişim politikasının önemli bir parçasını oluşturmuştur. Bu kapsamda internet sayfasının içeriği İletişim Genel Müdürlüğü'nün sorumluluğunda olmakla birlikte, sayfada yayımlanacak rapor ve benzeri araçlar hakkında ilgili birimlerle eşgüdüm içinde çalışılmaktadır.

TCMB'nin basınla iletişim faaliyetlerini yürütürken kullandığı bir diğer kanal ise basın toplantılarıdır. Yıllık basın toplantıları, her yıl para politikasının resmi olarak açıklanması amacıyla düzenlenmektedir. Öte yandan, düzenli olmayan aralıklarla yapılan basın toplantıları ile TCMB bünyesindeki olası yeni uygulamalar hakkında kamuoyunun bilgilendirilmesi (Finansal İstikrar Raporu'nun kamuoyuna tanıtımı, Yeni Türk Lirası) veya kamuoyunda TCMB ve politikaları ile ilgili yanlış kanı veya tereddütlerin oluşması halinde konuya açıklık getirilmesi ve kamuoyunun doğru ve anlaşılır bir biçimde bilgilendirilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, yine düzenli olmayan aralıklarla basını bilgilendirme toplantıları düzenlenmektedir. Bu kapsamda ekonomi yazarları, editörleri ve muhabirlerinin TCMB'nin faaliyetleri hakkındaki genel bilgi düzeylerinin yükseltilmesi amaçlanmaktadır.

Basınla iletişim kapsamında kullanılan bir diğer iletişim aracı, basın ve yayın organları kanalıyla kamuoyunun doğrudan bilgilendirilmesini içermektedir. Radyo ve televizyon kanallarında yapılan röportajlar ile basında yer alması uygun görülen makale ve yazılar bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Bunlara ek olarak, özellikle son dönemde TCMB çeşitli konularda, düzenli aralıklarla olmamakla birlikte uluslararası konferanslar da düzenlemektedir. Öte yandan, gelen talepler doğrultusunda yerli ve yabancı ziyaretçi gruplarına TCMB'yi ve politikalarını tanıtıcı temel para politikasından Yeni Türk Lirası'na ilişkin çalışmalara kadar çeşitli konularda bilgilendirmeler yapılmaktadır. Söz konusu grupların yanı sıra, TCMB'de staj yapmak isteyen öğrenciler için yazın ve kışın olmak üzere yılda iki dönem staj programları da düzenlenmektedir.

4.4. Sonuç

Bu bölümde TCMB'nin iletişim politikası geniş bir çerçeveden değerlendirilmiştir. Bu kapsamda ilk olarak incelenen kurumsal tasarım açısından TCMB'de özellikle 2001 yılı ve sonrası dönemde önemli gelişmeler olduğu görülmektedir. Fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmenin TCMB'nin temel amacı olmasının yasayla belirlenmesi başta olmak üzere, kamuya kredi verilmesinin de yasayla engellenmesi önemli dönüm noktalarını oluşturmaktadır. Bu kazanımlar ile elde edilen araç bağımsızlığı beraberinde hesap verebilirlik ve şeffaflık kavramlarını da getirmiş ve iletişim politikalarının TCMB politikalarının merkezinde yer almasını sağlamıştır.

İkinci olarak, TCMB'nin iletişim politikası ve beklentilerin yönetimi politika uygulamaları açısından incelenmiştir. Bu kapsamda da 2001 yılı öncesinde TCMB'nin genel olarak dünyadaki uygulamalar paralelinde belirgin bir iletişim stratejisi izlemediği, ancak 2000 yılı enflasyonla mücadele programı çerçevesinde bugünkü anlamda olmasa da şeffaflık ve beklentilerin yönetimi kavramlarına önem vermeye başladığı görülmektedir. 2001 yılı ve sonrasında ise özellikle örtük enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında ağırlığı giderek artan iletişim politikaları enflasyona ilişkin beklentilerin yönetiminde, değişen üretici ve tüketici davranışlarında, döviz kurunun enflasyonu etkileme sürecinde ve aktarım mekanizmasının gelişiminde kendisini göstermiştir.

Üçüncü olarak, kullanılan iletişim araçları çerçevesinde değerlendirilen TCMB'nin iletişim politikaları, öncelikle döviz kuru politikası ile enflasyon ve kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin yapılan basın duyuruları kapsamında incelenmiştir. Bu bağlamda, 2001 yılından 2005 yılı Ekim ayına kadar geçen dönemde duyuruların şekil, içerik ve söylem açısından gelişimi incelenmiştir. Ardından, diğer iletişim araçları kapsamında konuşmalar, yayınlar, basın toplantıları, internet sayfası, konferanslar ve ziyaretçi gruplarının iletişim politikası içindeki yerine kısaca değinilmiştir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NDA ŞEFFAFLIK VE İLETİŞİM POLİTİKALARI İLE BEKLEYİŞLERİN YÖNETİMİNİN ÖLÇÜLMESİ

Bu bölümde TCMB'de şeffaflık, iletişim politikaları ve bekleyişlerin yönetimi istatistiksel olarak değerlendirilmektedir. Bu kapsamda ilk olarak TCMB'nin şeffaflığı Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından oluşturulan merkez bankası şeffaflık endeksi ile ölçülmekte, TCMB'nin şeffaflığının geçmişe kıyasla ne düzeyde olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, Bölüm 2'de incelendiği üzere, bekleyişlerin yönetilmesi para politikasının etkinliği ile yakından ilişkilidir. Bu bağlamda kısa vadede bekleyişlerin yönetilmesi; kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların öngörülebilirliğinin artması, buna paralel olarak finans piyasalarında oynaklığın azalması ve kısa vadede politika değişikliklerinin maliyetinin azaltılması ile yakından ilişkilidir. Uzun vadede bekleyişlerin yönetilmesi ise, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi açısından önem taşıyan enflasyon bekleyişlerinin yönetilmesi ve aktarım mekanizmasının gelişmesi ile yakından ilişkilidir. Dolayısıyla bu bölümde ikinci olarak kısa vadede ve uzun vadede bekleyişlerin yönetilmesi kapsamında TCMB'nin şeffaflık ve iletişim politikalarının piyasalarda öngörülebilirliği sağlayıp sağlayamadığı çeşitli göstergelerle ölçülmüştür. Üçüncü olarak, elde edilen sonuçlar çerçevesinde TCMB'nin iletişim politikasına yönelik sonuç ve değerlendirmeler yer almaktadır.

5.1. TCMB'nin Şeffaflığının Ölçülmesi

Bölüm 4'de TCMB'de şeffaflık ve iletişim politikalarının gelişimi kurumsal tasarım ve politika uygulamaları açılarından incelenmiştir. Bu bölümde ise şeffaflık, Bölüm 1.4.1.'de incelenmiş olan Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından oluşturulan şeffaflık endeksi ile istatistiksel olarak ölçülmektedir. Endeks; politik şeffaflık, ekonomik şeffaflık, yöntemsel şeffaflık, politika şeffaflığı ve işlevsel

şeffaflık olmak üzere beş kısımdan oluşmaktadır. Her kısımda yer alan üçer sorudan toplam on beş soruya verilen cevapların sayısallaştırılmasıyla elde edilen verilerin toplamı, şeffaflık endeksini oluşturmakta ve şeffaflık düzeyini göstermektedir³¹. Buna göre, her bir sorudan elde edilebilecek puanlar 0, ½, 1 olarak sıralanmakta ve toplamda alınabilecek en düşük puan 0, en yüksek puan ise 15 olarak belirlenmektedir.

TCMB'nin şeffaflık düzeyi ölçülürken, bugün gelinen noktayı değerlendirmek açısından şeffaflık, 2001 yılı öncesi ve 2001 yılı sonrası olmak üzere iki dönem için ölçülmektedir³². Ayrıca, ileride yapılması gerekenleri ortaya koymak açısından yeri geldikçe 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte yapılacak değişikliklerin şeffaflık düzeyine etkisine de değinilmektedir.

Bu çerçevede ilk olarak politik şeffaflık değerlendirilmektedir. Politik şeffaflık, politika hedeflerinin açık olması anlamına gelmektedir, ki bu da hedeflerin resmi bir şekilde açıklanmasını içermektedir. Birden fazla hedef olması durumunda ise, bunun açıkça öncelik sırasına konulmuş olmasını gerektirmektedir. Politik şeffaflık ayrıca, temel hedef(ler)in sayısallaştırılmasını ve açık kurumsal düzenlemeleri de içermektedir. Bu kapsamda değerlendirildiğinde TCMB'de birinci dönemde resmi olarak sayısal bir hedef açıklanmamasına rağmen, kurumsal düzenlemelerin açıkça belirlendiği görülmektedir. Ancak, Bölüm 4'te ayrıntılı olarak belirtildiği üzere, 2001 yılı Nisan ayında yapılan yasal düzenlemelerle fiyat istikrarını sağlamanın ve sürdürmenin temel amaç haline gelmesi ve TCMB'nin araç bağımsızlığına kavuşması, 2002 yılı başında uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi ile birlikte TCMB mevcut durumda politik şeffaflıktan tam puan almıştır. Dolayısıyla, TCMB'nin en büyük ilerlemeyi kaydettiği alanlardan birinin politik şeffaflık olduğu görülmektedir.

³¹ Anket soruları Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü tarafından cevaplanmıştır. Endeksin yöntemi ile ilgili ayrıntılı bilgi Ek 5'te yer almaktadır.

³² 2001 yılı öncesi dönem, TCMB Kanunu'nda değişiklik yapılan 2001 yılı Nisan ayına kadar olan dönemi; 2001 yılı sonrası dönem ise 2001 yılı Nisan ayından 2005 yılı Ekim ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır.

İkinci olarak incelenen ekonomik şeffaflık, para politikası için kullanılan ekonomik bilgilere odaklanmaktadır, ki bu ise, ekonomik verileri, merkez bankasının tahminlerinde kullandığı veya kararlarının etkilerini değerlendirmek için kullandığı modeli ve model bazında veya yargısal olmak üzere kendi içsel tahminlerini açıklamasını içermektedir. Bu bağlamda her ne kadar para politikası uygulamasına ilişkin temel ekonomik verilere söz konusu birinci dönemde olduğu gibi, ikinci dönemde de ulaşılabilir olmasına rağmen, TCMB politika analizi için kullandığı makroekonomik model(ler)i ve enflasyon ile büyümeye ilişkin kendi içsel tahminlerini geçmişte olduğu gibi, bugün de açıklamamaktadır. Dolayısıyla ekonomik şeffaflık açısından TCMB'nin ilerleme kaydetmediği görülmektedir. Ancak, 2004 yılı Aralık ayında yapılan "2005 Yılı Para ve Kur Politikası" başlıklı duyuruda belirtildiği üzere, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildikten sonra enflasyon oranına ilişkin kendi tahminlerini açıklayacağını duyurması, önümüzdeki yıl, söz konusu endekse göre TCMB'nin ekonomik şeffaflığının artacağına işaret etmektedir.

Üçüncü olarak değerlendirilen yönetsel şeffaflık, para politikası kararlarının alınma şekliyle ilişkilidir. Bu kapsamda para politikası çerçevesini tasvir eden açık bir stratejinin veya açık bir para politikası kuralının, alınan politika kararlarının ve bu politika kararlarının nasıl alındığının, toplantı özetlerinin ve oylama kayıtlarının açıklanması gerekmektedir. Birinci dönemde TCMB, düzenli olarak para politikası çerçevesini tanımlayan açık bir strateji açıklamamakta olup, esasen söz konusu dönemde uygulanan programlar çoğunlukla ne toplantı özetleri ne de oylama kayıtlarına ilişkin verileri gerektirmektedir³³. Dolayısıyla, TCMB birinci dönemde yönetsel şeffaflık açısından en düşük puanı almaktadır. Öte yandan, 2001 yılı sonrasını kapsayan ikinci dönemde örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ve bu rejimin uygulanma çerçevesinin her fırsatta dile getirilmiş olması ile yönetsel şeffaflık derecesi bir puan artmıştır. Ayrıca, 2004 yılı Aralık ayında yapılan "2005 Yılı Para ve Kur Politikası" başlıklı duyuruda 2006 yılı başından itibaren PPK toplantı

³³ Birinci dönemde, Bölüm 4.2.1.'de ayrıntılı olarak incelendiği üzere, çeşitli yıllarda para programları açıklanmış olmakla birlikte, bu uygulama düzenli bir şekilde sürdürülmemiştir.

özetlerinin açıklanacağına duyurulması ile önümüzdeki dönemde yöntemsel şeffaflığın artacağı öngörülmektedir.

Dördüncü olarak incelenen politika şeffaflığı, politika kararlarının anında veya zamanında duyurulması anlamına gelmektedir. Ayrıca, kararın hem açıklamasına hem de politikaların gelecekteki olası eğilimine ilişkin açık ifadeleri de içermektedir. Birinci dönemle karşılaştırıldığında ikinci dönemde politika şeffaflığında önemli mesafeler alındığı görülmektedir. Esasen, TCMB'nin puanı birinci dönemde en düşükken, ikinci dönemde TCMB en yüksek puanı almaktadır. Öncelikle, temel politika aracına, diğer bir ifadeyle kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlar uygulanmaya başlandığı gün açıklanmakta, karar metninde karara ilişkin bir açıklama yer almamasına karşın, aynı gün kararın gerekçesi niteliğinde olan "Enflasyon ve Görünüm" raporu yayımlanmaktadır. Ayrıca TCMB, bu raporlarda politika eğilimini ve kısa vadeli faiz oranlarının yönüne ilişkin ifadelerle ilerideki olası politikalarına dair niyetini de belirtmektedir. Dolayısıyla TCMB, politika şeffaflığı açısından tam puan almaktadır.

Beşinci ve son olarak incelenen işlevsel şeffaflık, merkez bankasının politika uygulamalarını kapsamaktadır. İşlevsel şeffaflık, operasyonel hedeflere ulaşma çerçevesinde kontrol hatalarının ve tahmin edilemeyen makroekonomik olumsuzlukların para politikası aktarım mekanizması üzerindeki etkisinin tartışılmasını içermektedir. Ayrıca, para politikası hedefleri çerçevesinde gerçekleşen makroekonomik sonuçların değerlendirilmesi de bu kapsamda ele alınmaktadır. Buna göre birinci dönemde, TCMB'nin operasyonel hedeflerini ve bu hedeflerden sapmaları açıkladığı ve hedefi üzerinde kontrol sahibi olduğu görülmektedir³⁴. Ancak aktarım mekanizmasına, mevcut makroekonomik olumsuzluklara ve para politikası çerçevesinde politika gerçekleştirmelerine ilişkin düzenli olarak bilgi vermediği, yıllık bazda yayımladığı raporlarda ayrıntılı olmamakla birlikte birtakım açıklamalara yer verdiği görülmektedir. Öte yandan enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte TCMB, operasyonel aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını ilan etmekte, neredeyse tamamen kontrol

³⁴ TCMB'nin geçmiş dönemlerde gerek parasal gerekse döviz kuruna ilişkin hedeflerini açıkladığı ve bu hedeflere ilişkin gerçekleştirmelerin değerlendirmesini yaptığı, basın duyurularında görülmektedir.

edebilmektedir. Üç aylık dönemler itibarıyla yayımladığı Para Politikası Raporu'nda para politikası aktarım mekanizmasını etkileyen, tahmin edilemeyen makroekonomik olumsuzluklara ilişkin olarak bilgi vermektedir. Ayrıca, söz konusu raporla makroekonomik hedefler çerçevesinde politika hedeflerine ve gerçekleştirmelerine ilişkin olarak ayrıntılı incelemeler yapılmakta ve bu hedeflere ulaşmada para politikasının etkisi açıkça değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, işlevsel şeffaflık açısından da TCMB'nin görece olarak ilerleme kaydettiği görülmektedir.

Şeffaflık endeksinde TCMB'nin 2001 yılı öncesini kapsayan birinci dönemde politik ve ekonomik şeffaflıktan 1'er puan, işlevsel şeffaflıktan 2 puan aldığı, yöntemsel şeffaflık ve politika şeffaflığı açılarından ise puan alamadığı görülmektedir. Dolayısıyla birinci dönemde TCMB toplam 4 puan almaktadır. Oldukça düşük olan 2001 yılı öncesi puanı, kısmen uygulanan para politikası rejimleri, kısmen de TCMB'nin söz konusu dönemde bağımsız olmaması ile ilişkilendirilebilir.

Şeffaflık endeksinde 2001 yılı sonrasını kapsayan ikinci dönemde ise TCMB'nin politik şeffaflık ve politika şeffaflığı açılarından 3'er tam puan aldığı görülmektedir. En çok ilerleme de bu iki alanda kaydedilmiştir. İşlevsel şeffaflık alanında 2.5 puan alan TCMB, ekonomik ve yöntemsel şeffaflık alanlarında ise 1'er puan almaktadır. Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından dokuz ülke merkez bankası arasından yapılan anketteki şeffaflık ortalaması olan 10.2 ile karşılaştırıldığında TCMB'nin, toplamda 10.5 puan ile ortalama seviyede olduğu görülmektedir³⁵. Ancak 2006 yılı başında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte şeffaflık derecesinin artacağı öngörülmektedir.

³⁵ Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından yapılan çalışma Bakır (2005) tarafından da TCMB'ye uyarlanmış, ancak farklı sonuçlar elde edilmiştir.

TABLO 5.1. TCMB ŞEFFAFLIĞI

SORULAR	2001 Yılı Öncesi	2001 Yılı Sonrası
1. Politik Şeffaflık		
a.	0	1
b.	0	1
c.	1	1
Toplam	1	3
2. Ekonomik Şeffaflık		
a.	1	1
b.	0	0
c.	0	0
Toplam	1	1
3. Yöntemsel Şeffaflık		
a.	0	1
b.	0	0
c.	0	0
Toplam	0	1
4. Politika Şeffaflığı		
a.	0	1
b.	0	1
c.	0	1
Toplam	0	3
5. İşlevsel Şeffaflık		
a.	1	1
b.	½	½
c.	½	1
Toplam	2	2.5
GENEL TOPLAM	4	10.5

Kaynak: Eijffinger ve Geraats, 2003'ten TCMB'ye uyarlamıştır. Anket soruları Ek 5'te yer almaktadır.

Bütün olarak bakıldığında TCMB'nin şeffaflığının, incelenen iki dönem arasında önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Bunun bir nedeni, TCMB'nin bağımsızlığını ikinci dönemde kazanmış olmasıyla ilişkilidir. Bu bağlamda bağımsızlığın bir yansıması olan hesap verebilirlik, beraberinde artan şeffaflığı da getirmiştir. Bir diğer neden ise, uygulanan para politikası rejimi ile yakından ilgilidir. İncelenen ilk dönemde parasal hedefleme veya döviz kuruna dayalı para politikaları uygulanmakta iken, ikinci dönemde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlamıştır. Bilindiği üzere bu rejim, politikaların daha şeffaf olmasını ve etkin iletişim politikalarını beraberinde gerektirmektedir. Dolayısıyla,

ikinci dönemde artan şeffaflık, hem bağımsızlık hem de uygulanan politika rejimi ile yakından ilişkilidir.

5.2. TCMB'nin Artan Şeffaflığı ve Bekleyişlerin Yönetimi

Daha önce de belirtildiği üzere, politika aracı olarak faiz oranlarını seçen merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmeye yönelmektedir. Öte yandan, para politikası aktarım mekanizması ve dolayısıyla da bir bütün olarak ülke ekonomisi açısından en önemli unsur, uzun vadeli faiz oranlarıdır. Uzun vadeli faiz oranları ise kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte izleyeceği seyir ile yakından ilişkilidir. Dolayısıyla Wilhelmsen ve Zaghini (2005) tarafından da belirtildiği üzere, para politikasının etkinliği kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin bekleyişlerin sadece kısa vadede yönetilmesiyle değil, aynı zamanda uzun vadede de yönetilmesiyle de yakından ilişkilidir.

Bu çerçevede piyasa katılımcılarının gelecekteki politika kararlarını öngörebilmeleri şeffaflık kavramıyla doğrudan ilgilidir. Bölüm 5.1.'de görüldüğü üzere, TCMB'nin şeffaflığı 2001 yılı sonrası dönemde önemli ölçüde artmıştır. Dolayısıyla bu aşamada incelenmesi gereken, artan şeffaflığın bekleyişlerin yönetimindeki etkisidir. Bu kapsamda bu bölümde şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi para politikasının etkinliği kapsamında iki kısımda incelenmektedir. İlk olarak, artan şeffaflığın kısa vadede bekleyişlerin yönetimine etkisi, piyasalarda öngörülebilirliği sağlayıp sağlayamadığı çerçevesinde incelenmektedir. İkinci olarak ise, artan şeffaflığın uzun vadede bekleyişlerin yönetimine etkisi aktarım mekanizmasının gelişmesi ve faiz oranlarına ilişkin bekleyişlerin TCMB'nin öngörülerine yakınsayıp yakınsamaması çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Bu amaçla yapılan istatistiki çalışma, TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başladığı 2002 yılı Ocak ayından 2005 yılı Ekim ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır³⁶. Bu dönem boyunca Ek 6'dan da görüldüğü üzere, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin 26 karar açıklanmıştır. Bu

³⁶ Örneklemin başlangıç tarihi 2 Ocak 2002, bitiş tarihi ise 17 Ekim 2005'dir.

çerçeve de Wilhelmsen ve Zaghini (2005) tarafından ECB'nin politika kararlarının öngörülebilirliğini ölçmek için kullanılan göstergelerin yanı sıra, TCMB için uygun olduğu düşünülen diğer bazı göstergeler de kullanılmıştır.

5.2.1. Kısa Vadede Bekleyişlerin Yönetimi: Öngörülebilirlik

Bu bölümde TCMB'de artan şeffaflığın kısa vadede bekleyişlerin yönetimine etkisi, diğer bir ifadeyle TCMB'nin politika kararlarının öngörülebilirliğinin artıp artmadığı çeşitli göstergeler yardımıyla ölçülmektedir. İlk olarak TCMB'nin temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararın açıkladığı günlerde piyasalardaki hareketlerin farklılaşp farklılaşmadığı incelenmektedir³⁷. Ardından TCMB'nin söz konusu kararlarının piyasalar tarafından tahmin edilip edilmediği beş farklı gösterge ve iki çeşit anket ile ölçülmektedir.

Bu kapsamda, öncelikle TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını açıkladığı günlerin piyasalar tarafından önemli olarak algılanıp algılanmadığı incelenmektedir. Bu amaçla, gösterge DİBS faiz oranlarındaki oynaklık, söz konusu faiz oranlarındaki günlük yüzde değişimlerin standart sapması hesaplanmak suretiyle hem 2005 yılı öncesi hem de 2005 yılı için ölçülmüştür. Sonuçlar, Tablo 5.2.'de görülmektedir.

³⁷ TCMB temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları için TCMB gecelik alt kotasyon (borç alma) faiz oranı verileri kullanılmıştır.

TABLO 5.2. PARA PİYASALARINDA OYNAKLIK*

	2005 yılı öncesinde		2005 yılında	
	Tüm günlerde	Sadece faiz kararı açıklandığı günlerde**	Tüm günlerde	Sadece faiz kararı açıklandığı günlerde**
Gösterge DİBS faiz oranında oynaklık	2.11	1.79	1.19	1.27

* Oynaklık, gösterge DİBS ortalama faiz oranı günlük yüzde değişimlerinin standart sapması olarak hesaplanmıştır. 2005 yılı öncesindeki dönem 3 Ocak 2002'den 31 Aralık 2004'e, 2005 yılı ise 3 Ocak 2005'ten 17 Ekim 2005'e kadar olan dönemi kapsamaktadır.

** Karar sonrası

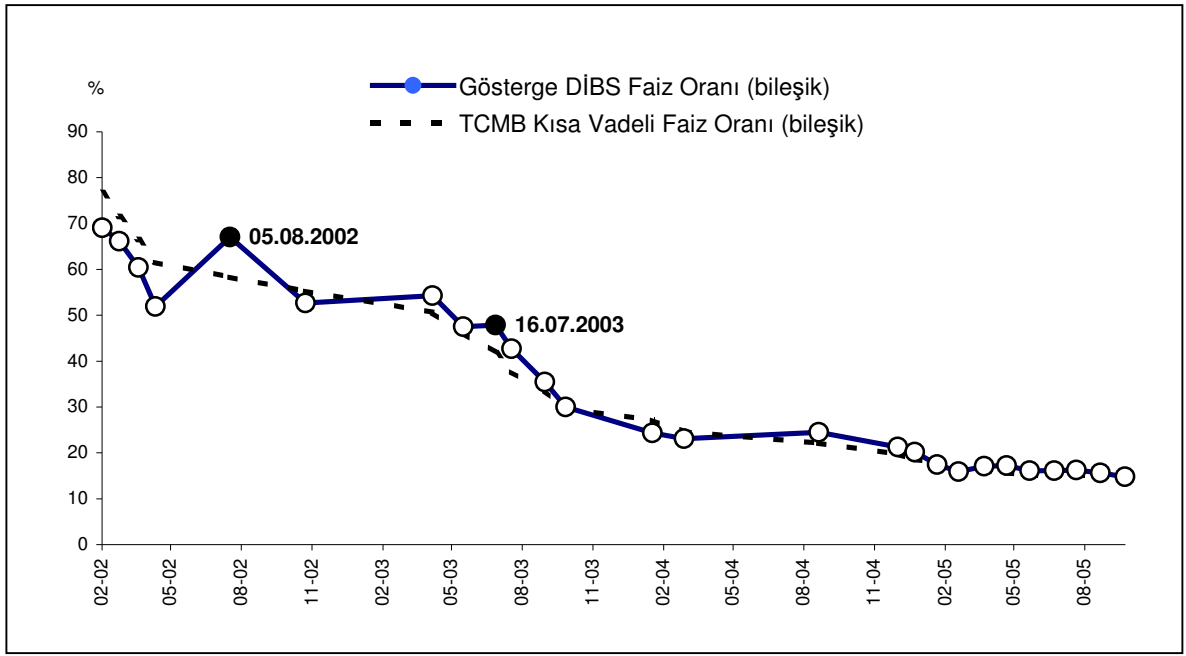
Tablo 5.2.'de oynaklık 2005 yılı öncesinde ve 2005 yılında olmak üzere iki ayrı dönem için hesaplanmıştır. Buna göre, 2005 yılı öncesindeki dönemde tüm günlerde 2.11 olan standart sapma, 2005 yılında 1.19'a düşmüş, diğer bir ifadeyle oynaklık azalmıştır. Öte yandan, 2005 yılı öncesindeki dönemde gösterge DİBS faiz oranlarında tüm günlerdeki oynaklık, TCMB'nin faiz kararının açıklandığı günlerdeki oynaklıktan daha yüksekken, 2005 yılında bu durum tersine dönmüştür. Bir başka ifadeyle, 2005 yılında TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararını açıkladığı günlerde gösterge DİBS faiz oranlarında görülen oynaklık, tüm günlerdeki oynaklığa kıyasla artmıştır.

Bu sonuçlar şunu göstermektedir ki, 2005 yılı öncesindeki dönemde TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararını açıkladığı günler piyasalar için çok önemli değilken, 2005 yılında, söz konusu günler önem kazanmıştır. Bu durum kısmen 2005 yılı başından itibaren kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların açıklanacağı tarihlerin ve saatin önceden belirlenmiş olması dolayısıyla piyasaların bu tarihlerde TCMB'den yapılacak açıklamaya duyarlı hale gelmesi, bu açıklamayı dikkatle beklemesi ile ilişkilidir. Kısmen de örneklemin kısa bir dönemi kapsamaması ve piyasa oyuncularının bu yeni rejime uyum sürecinin halen ediyor olmasıyla ilişkilidir. Ancak, şunu da belirtmek

gerekir ki, ileride kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların açıklandığı günlerin piyasalar için öneminin gittikçe artacağı rahatlıkla öngörülebilmektedir.

TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının açıklandığı tarihlerin piyasalar için önemli olması, hemen ardından söz konusu kararlarının piyasalar tarafından öngörülebip öngörülemediği sorusunu ortaya koymaktadır. Bu kapsamda öngörülebirliliği ölçmek için ise daha önce belirtildiği üzere beş farklı gösterge kullanılmaktadır. Öngörülebirlilik, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararını açıkladığı tarihteki gösterge DİBS faiz oranlarındaki günlük değişimlerin tanımlanan beş göstergeyle karşılaştırılması yoluyla ölçülmüştür. Bu kapsamda bu göstergelerin sınırları dışında gerçekleşen bir değişim, piyasaların TCMB'nin kararını öngöremediğini, diğer bir ifadeyle kararın sürpriz olarak algılandığını göstermektedir. Öte yandan, TCMB'nin kararı ne kadar iyi öngörülebiliyorsa, kararın açıklandığı gün piyasalar tarafından verilen tepki o kadar az olmakta; gösterge DİBS faiz oranlarındaki günlük değişimler, tanımlanan göstergelerin sınırları içinde kalmaktadır.

Bu kapsamda kullanılan 1. gösterge, Wilhelmsen ve Zaghini (2005)'nin çalışmasından uyarlanmıştır. Buna göre, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararını açıkladığı gün gösterge DİBS faiz oranının, söz konusu faiz oranının günlük farkının standart sapmasının iki katından fazla oranda farklılaşması, piyasa faizlerinin normal hareketinin dışına çıktığını, dolayısıyla TCMB'nin faiz kararının öngörülemediğini göstermektedir.

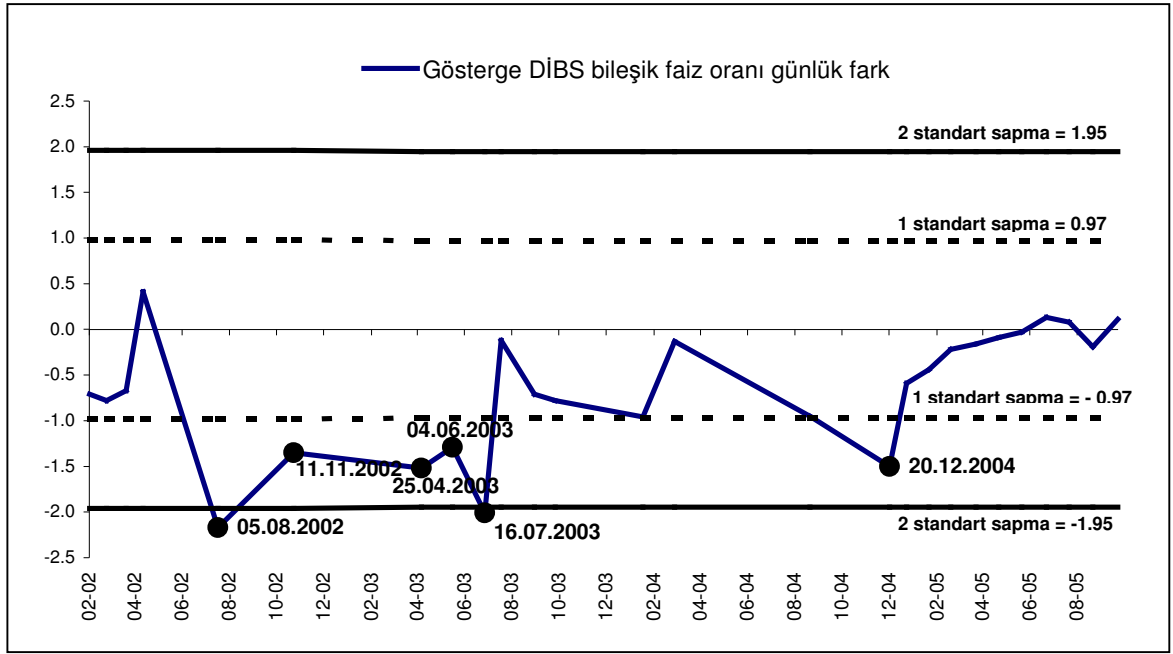


Grafik 5.1 : 1. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeden karar tarihlerini, beyaz noktalar öngörülebilir karar tarihlerini göstermektedir.

1. gösterge esas alınarak çizilen Grafik 5.1'de, gösterge DİBS faiz oranı üzerindeki siyah noktalar TCMB'nin faiz kararının piyasalar tarafından öngörülemediği; sürpriz sayıldığı, beyaz noktalar ise faiz kararının öngörüldüğü tarihleri göstermektedir. Buna göre, 2002 yılı başından itibaren kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin alınan 26 karardan sadece iki tanesi; 5 Ağustos 2002 ve 16 Temmuz 2003 tarihlerindeki kararlar öngörülememiştir. Bu da, 1. göstergeye göre, piyasaların TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını yüzde 92 oranında doğru tahmin ettiklerine işaret etmektedir. Grafik 5.2'de ise, gösterge DİBS faiz oranı üzerindeki siyah noktalar bir ve iki standart sapma ölçüsüne göre TCMB'nin faiz kararının piyasalar tarafından öngörülemediği; sürpriz sayıldığı tarihleri göstermektedir.



Grafik 5.2 : 1. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)*

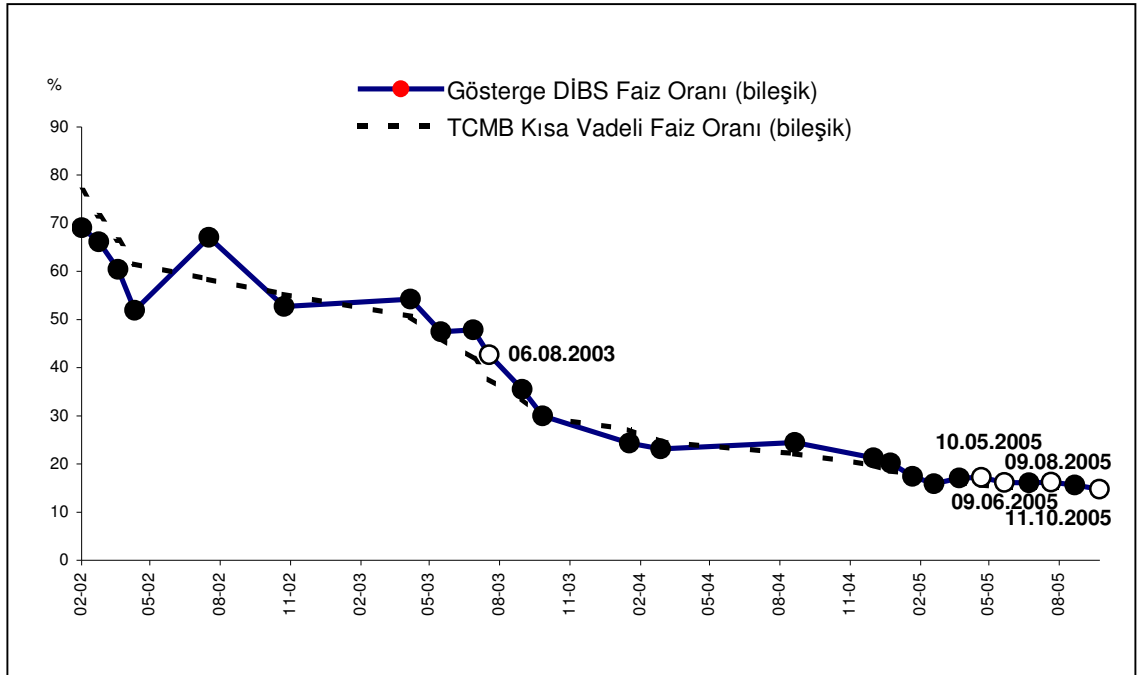
Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini göstermektedir.

Benzer şekilde, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının öngörülebilirliğini ölçmek için kullanılan 2. gösterge de Wilhelmsen ve Zaghini (2005)'nin çalışmasından uyarlanmıştır. Buna göre, standart bir para politikası faiz kararında en az 25 baz puanlık bir değişim yapıldığı varsayımı altında, gösterge DİBS faiz oranında 12.5 baz puandan fazla bir değişim, ki bu da 25 baz puanın yüzde 50 oranında farklılaşmasına karşılık gelmektedir, piyasa faizlerinin normal hareketinin dışına çıktığını, dolayısıyla TCMB'nin faiz kararının öngörülemediğini göstermektedir.

Grafik 5.3'ün gösterdiği üzere, 6 Ağustos 2003 ile 10 Mayıs, 9 Haziran, 9 Ağustos ve 11 Ekim 2005 tarihlerindeki kararlar hariç, diğer tarihlerde alınan kararlar piyasalar tarafından öngörülememiştir. Diğer bir ifadeyle, 2. göstergeye göre piyasalar 26 karardan 21 tanesini tahmin edememiş olup, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararları sadece yüzde 19 oranında doğru tahmin edilmiştir. Grafik 5.4 de 12.5 baz puanlık değişim aralığında kalan tarihleri göstermektedir. Bu noktada dikkat çeken husus, doğru olarak tahmin edilen beş

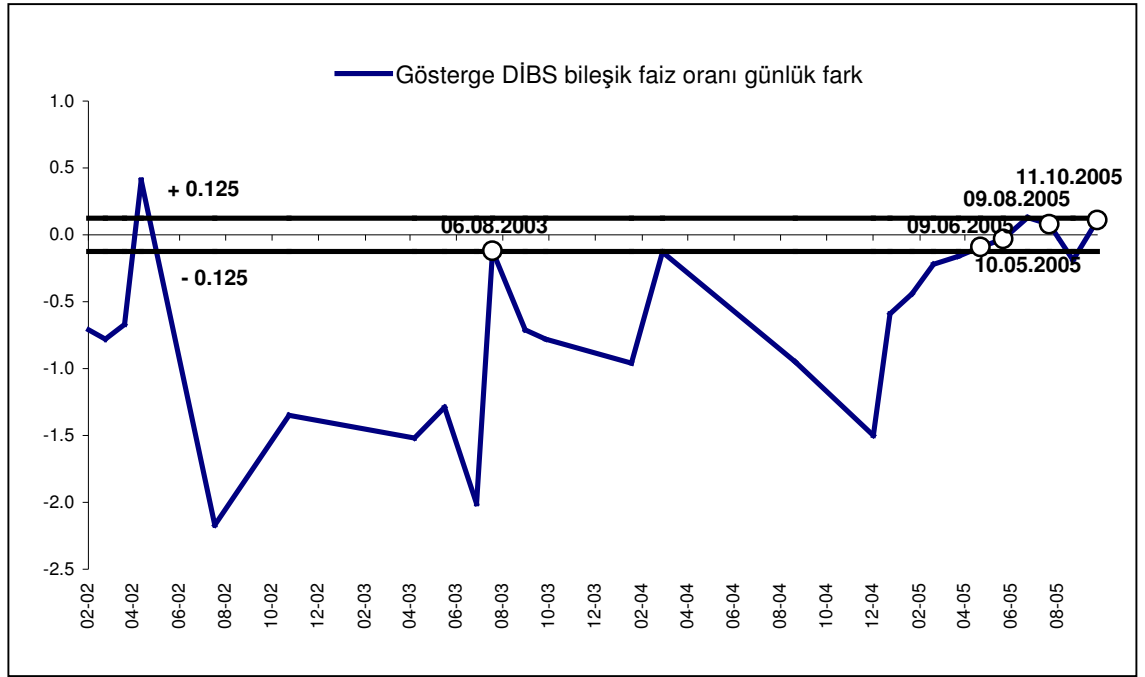
karardan dört tanesinin 2005 yılında olmasıdır. Bu durum, kısmen 2005 yılı başından itibaren karar tarihlerinin önceden duyurulmasıyla, kısmen de söz konusu yıl içinde kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin değişikliklerin önceki dönemlere kıyasla çok daha az miktarlarda yapılmasıyla ilişkilidir. Daha açık bir ifadeyle, 2002 yılı başından 2004 yılı sonuna kadar olan dönemde yapılan faiz değişiklikleri ortalama 2.56 puan iken, 2005 yılı Ocak ayından Ekim ayına kadar olan dönemde yapılan faiz değişiklikleri ortalama 0.40 puan olarak gerçekleşmiştir.



Grafik 5.3 : 2. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini, beyaz noktalar öngörülebilir karar tarihlerini göstermektedir.



Grafik 5.4 : 2. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)*

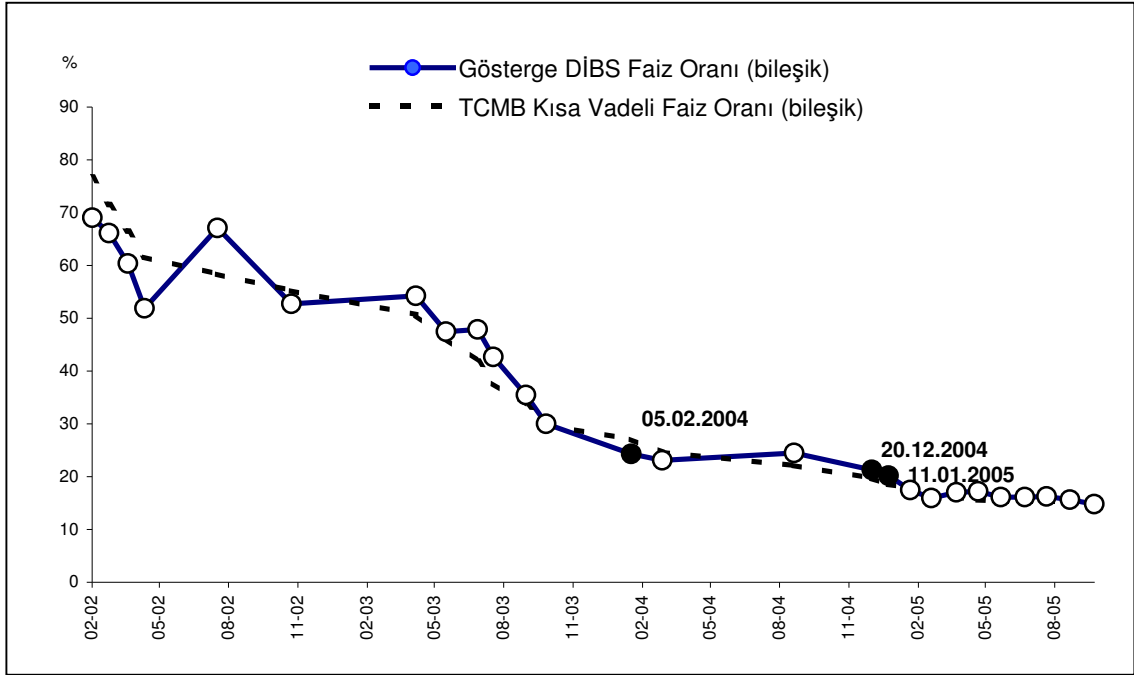
Kaynak: TCMB

* Beyaz noktalar öngörülebilir karar tarihlerini göstermektedir.

Görüldüğü üzere, Wilhelmsen ve Zaghini (2005)'nin çalışmasında kullandığı 1. ve 2. göstergelerin Türkiye'ye uyarlanmasından çıkan sonuçlar birbirinden oldukça farklıdır. 1. göstergeye göre piyasalar TCMB'nin kararlarını yüzde 92 oranında doğru tahmin ederken, 2. göstergeye göre bu oran sadece yüzde 19 olarak gerçekleşmektedir. Bu durum çeşitli açılardan açıklanabilir. İlk olarak, kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı politika uygulamasının geçmişinin uzun olmaması hem örneklemin sınırlı olmasına neden olmaktadır, hem de piyasa oyuncularının uygulanan politikaya halen uyum süreci içinde olduklarına işaret etmektedir. İkinci olarak, Türkiye'de faiz oranlarındaki özellikle örneklemin ilk dönemlerindeki görece yüksek oynaklık, standart sapmanın tüm dönem boyunca büyük oranda farklılaşmasına yol açmaktadır. Üçüncü olarak, her ne kadar Wilhelmsen ve Zaghini (2005)'nin çalışmasında değerlendirilen gelişmiş ülke örnekleri için 12.5 baz puanlık bir değişim standart olarak kabul edilebilir olsa da, Türkiye gibi faiz oranlarının seviyesinin ve dalgalanmalarının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler için bu

göstergenin oldukça katı olduğu açıktır. Dolayısıyla, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının öngörülebilirliğini ölçmek için üç gösterge daha tanımlanmıştır.

Bu çerçevede oluşturulan 3. gösterge, 1. göstergede olduğu gibi, gösterge DİBS faiz oranlarındaki günlük farkların tüm örneklem için standart sapmasını ölçmek yerine, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararının açıklandığı aydaki aylık standart sapmayı esas almaktadır. Bu şekilde zaman içinde azalan standart sapmanın, sonuçları sağlıklı bir biçimde etkilememesi amaçlanmaktadır. Buna göre gösterge DİBS faiz oranının TCMB faiz kararı açıklandığı gündeki günlük farkının bahsedilen şekilde hesaplanan standart sapmanın iki katından fazla oranda bir farklılaşması, ki bu oran her ay için farklı olmaktadır, piyasa faizlerinin normal hareketinin dışına çıktığını, dolayısıyla faiz kararının öngörülemediğini göstermektedir.

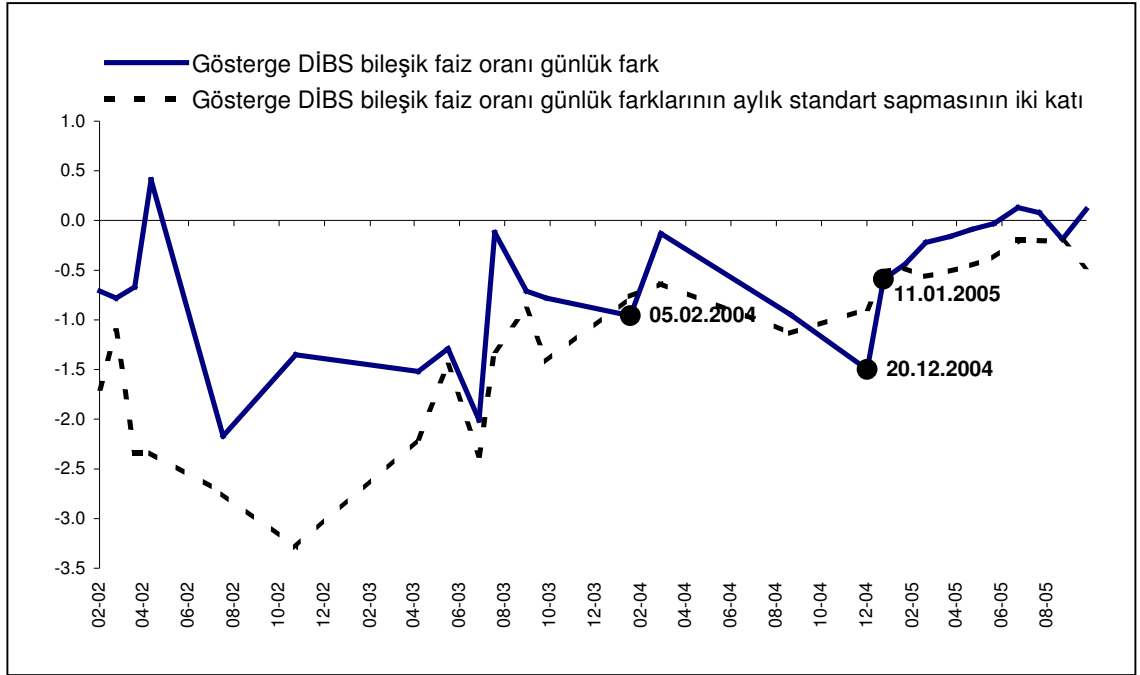


Grafik 5.5 : 3. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini, beyaz noktalar öngörülebilen karar tarihlerini göstermektedir.

Grafik 5.5'ten de görüldüğü üzere, 3. gösteregeye göre TCMB'nin 2002 yılı başından itibaren almış olduğu kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlardan üç tanesi piyasalar tarafından öngörülemedi. Daha açık bir ifadeyle, 5 Şubat ve 20 Aralık 2004 ile 11 Ocak 2005 tarihindeki kararlar hariç, tüm kararlar tahmin edilebilmiştir. Bu da 3. gösteregeye göre piyasaların TCMB'nin faiz kararını yüzde 88 oranında doğru tahmin ettiklerine işaret etmektedir. Grafik 5.6 da, gösterege DİBS faiz oranı günlük farkları ile bu farkların aylık standart sapmasının iki katını bir arada göstermekte ve hangi tarihlerde piyasaların TCMB'nin faiz kararını öngöremediğine işaret etmektedir.



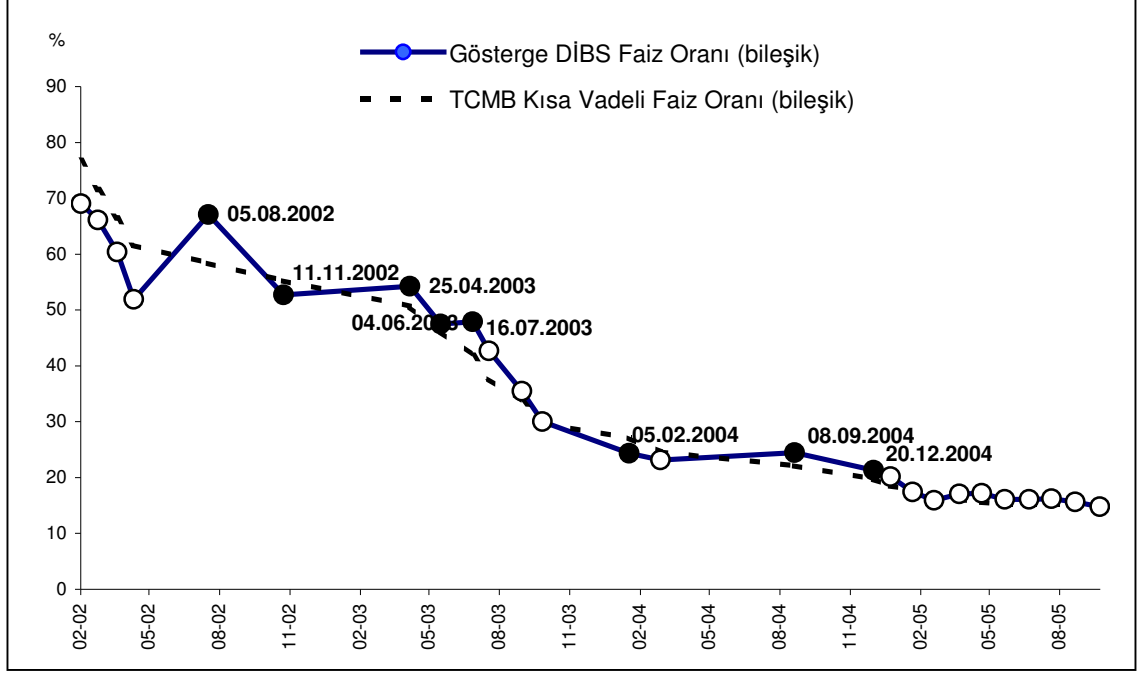
Grafik 5.6 : 3. Gösteregeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngöremeyen karar tarihlerini göstermektedir.

Oluşturulan 4. gösterege, TCMB'nin 2002 yılı başında itibaren yaptığı faiz değişikliklerinin ortalaması olan 1.73 puanı esas almaktadır. Buna göre, gösterege DİBS faiz oranlarında 0.87 puandan fazla bir değişim, ki bu da yine ortalamanın yüzde 50 oranında farklılaşmasına karşılık gelmektedir, piyasa

faizlerinin normal hareketinin dışına çıktığını, dolayısıyla TCMB'nin faiz kararının öngörülemediğini göstermektedir.

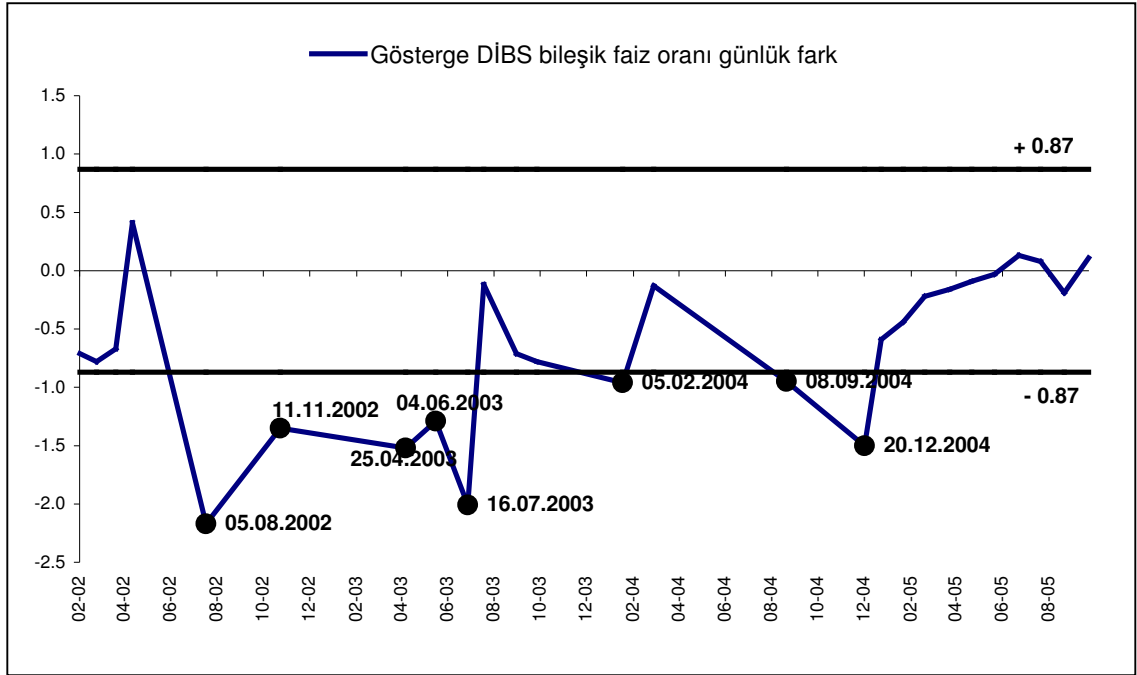


Grafik 5.7 : 4. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini, beyaz noktalar öngörülebilen karar tarihlerini göstermektedir.

Grafik 5.7'den görüldüğü üzere, 4. göstergeye göre TCMB'nin almış olduğu 26 faiz kararından sekiz tanesi piyasalar tarafından öngörülemezdir. Öngörülemeyen karar tarihlerine bakıldığında, hiçbirinin 2005 yılında olmadığı görülmektedir. Bir başka deyişle bu gösterge, TCMB'nin 2005 yılı başından itibaren kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin almış olduğu tüm kararların piyasalar tarafından doğru tahmin edildiğine işaret etmektedir. Genel olarak bakıldığında ise, 4. göstergeye göre TCMB'nin faiz kararlarının yüzde 69 oranında öngörülebilir olduğu görülmektedir. Grafik 5.8 ise hangi tarihlerde TCMB'nin faiz kararlarının tahmin edilemediğini, gösterge olarak kullanılan 0.87 puan aralığında göstermektedir.



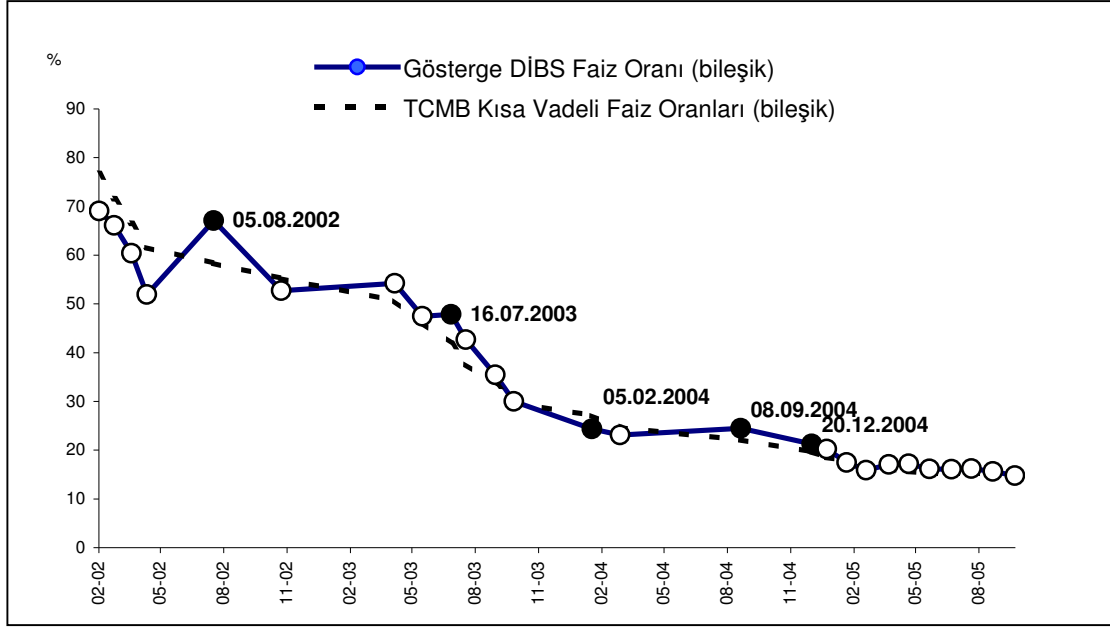
Grafik 5.8 : 4. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini göstermektedir.

Oluşturulan son gösterge olan 5. gösterge, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarının hem seviyesinin hem de bu oranlarda yaptığı değişikliklerin zaman içinde azalan miktarlarda olduğu göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur. Daha önce de belirtildiği üzere, 2002 ile 2004 arasındaki dönemde kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklik ortalama 2.56 puan iken, 2005 yılı Ekim ayı itibarıyla bu rakam sadece 0.4'tür. Dolayısıyla Wilhemsen ve Zaghini (2005)'nin standart faiz değişikliğinin 25 baz puan olduğu varsayımı ve gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının yüzde 4 oranında olduğu varsayımı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için uygun olmamaktadır. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde yüzde 4 civarında olan faiz oranlarının 25 baz puana karşılık gelen yüzde değişim oranı beşinci gösterge olarak hesaplanmıştır. Buna göre, faiz oranlarında yüzde 6.25 oranında bir değişimin standart olduğu varsayımı altında, gösterge DİBS faiz oranlarının günlük yüzde değişimlerinin yüzde 3.125'in üzerinde bir oranda farklılaşması, ki bu da yüzde 6.25'lik değişimin yüzde 50 oranında farklılaşması

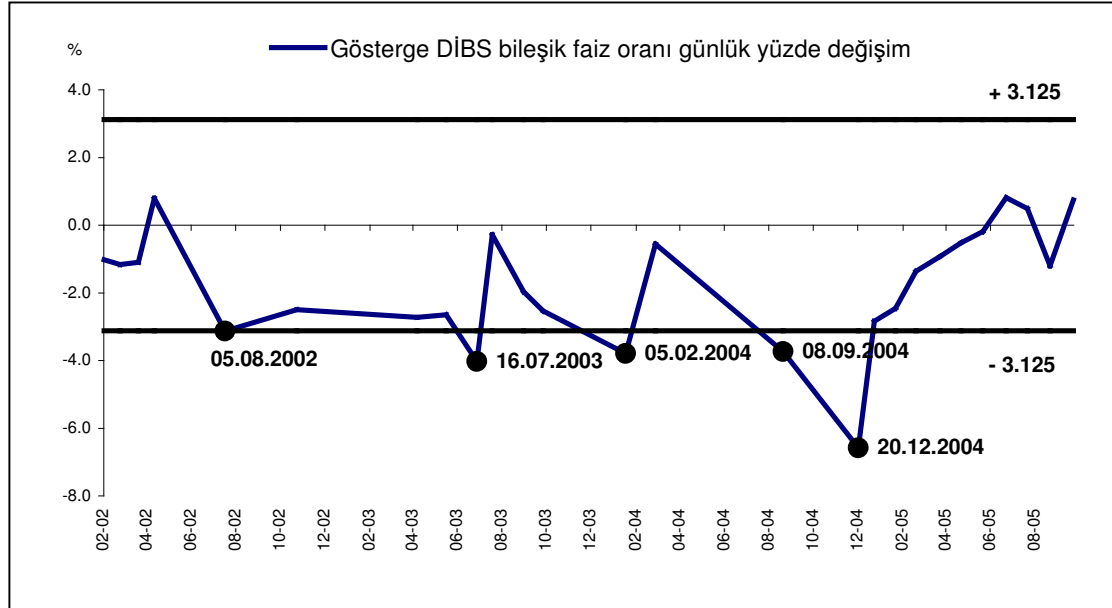
anlamına gelmektedir, piyasa faizlerinin normal hareketinin dışına çıktığını, dolayısıyla faiz kararının öngörülemediğini göstermektedir.



Grafik 5.9 : 5. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (1)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini, beyaz noktalar öngörülebilir karar tarihlerini göstermektedir.



Grafik 5.10 : 5. Göstergeye Göre Kısa Vadeli Faiz Oranlarına İlişkin Kararların Öngörülebilirliği (2)*

Kaynak: TCMB

*Siyah noktalar öngörülemeyen karar tarihlerini göstermektedir.

Grafik 5.9'dan da görüldüğü üzere, 5. göstergeye göre 2002 yılı başından itibaren TCMB'nin aldığı 26 faiz kararından beş tanesi piyasalar tarafından öngörülememiştir. Buna göre, piyasalar faiz kararlarını yüzde 81 oranında doğru tahmin etmiştir. Grafik 5.10 ise yüzde 3.125 sınırı dışında kalarak TCMB'nin faiz kararının öngörülemediği tarihleri göstermektedir. Ayrıca belirtilmesi gereken bir unsur da, 4. göstergede olduğu gibi, 5. göstergede de 2005 yılındaki tüm kararların piyasalar tarafından doğru olarak tahmin edildiğidir.

Genel olarak bakıldığında 3., 4. ve 5. göstergelere göre TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının öngörülebilirliğinin yüzde 50'nin üzerinde olduğu görülmektedir. Tablo 5.3. bu göstergelere göre piyasalar tarafından öngörülemeyen kararları göstermektedir. Bu noktada, bu göstergelere göre öngörülemeyen tarihlerde yazılı basında yer alan haberler incelenmesinin, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının neden bu tarihlerde tahmin edilemediğine dair ipuçları sağlayabileceği düşünülmektedir.

**TABLO. 5.3. PİYASALAR TARAFINDAN ÖNGÖRÜLEMİYEN KARARLAR
(3. – 4. – 5. GÖSTERGELERE GÖRE)**

	3. GÖSTERGE	4. GÖSTERGE	5. GÖSTERGE
2002 Yılı	-	5 Ağustos 2002	5 Ağustos 2002
	-	11 Kasım 2002	-
2003 Yılı	-	25 Nisan 2003	-
	-	4 Haziran 2003	-
	-	16 Temmuz 2003	16 Temmuz 2003
2004 Yılı	5 Şubat 2004	5 Şubat 2004	5 Şubat 2004
	-	8 Eylül 2004	8 Eylül 2004
	20 Aralık 2004	20 Aralık 2004	20 Aralık 2004
2005 Yılı	11 Ocak 2005	-	-

Bu kapsamda 2002 yılında TCMB'nin 5 Ağustos 2002 tarihli iki puanlık faiz indirimi kararı, hem 4. hem de 5. göstergeye göre öngörülememiştir. Bu tarihte yazılı basındaki haberler incelendiğinde, genel olarak TCMB'nin faiz kararının basında çok fazla yer almadığı görülmektedir. Aslında bu durum Tablo

5.2'deki sonuçlarla paralellik göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, 2005 yılı öncesindeki dönemde TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararını açıkladığı günlerin basın tarafından fazlaca dikkate alınmadığı ve piyasalarca fazla önemsenmediği sonucu bu incelemede de desteklenmektedir. Öte yandan bu tarihte gündemde yer alan haberler; seçim kararının alınmasının getirdiği siyasi belirsizlik, ekonomik programın geleceğine ilişkin kaygılar ve enflasyonun yüksek çıkması ile risk algılamalarının arttığını göstermektedir. Diğer yandan haberler genel seçim tarihinin kesinleşmesi ve Avrupa Birliği'ne uyum yasalarının Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde çıkmasıyla risk algılamalarının düştüğüne de işaret etmektedir. Ancak bu belirsizliklerin ortadan kalkmasının haftanın son işgününe, faiz indirimi kararının ise takip eden ilk işgününe rastlamasının piyasalarda sürpriz etkisi yapmış olabileceği düşünülebilmekle beraber, kesin bir yargıya varmanın da mümkün olmadığı görülmektedir.

2002 yılında öngörülemeyen bir diğer faiz kararı, 4. göstergeye göre 11 Kasım 2002 tarihinde yapılan iki puanlık indirim olmuştur. Söz konusu tarihteki yazılı basın haberleri incelendiğinde, aslında piyasalarda bir indirim kararının beklendiği görülmektedir. Bu kapsamda özellikle 3 Kasım seçimleri sonrası siyasi belirsizliğin ortadan kalkması ile bono faizlerinin düşmesinin, piyasalarda TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarında indirimde gideceği beklentisi yarattığı ifade edilmekte olup beklenen faiz indiriminin 3 puan olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, yazılı basından ve 4. göstergeden elde edilen sonuçlar birbirinden farklı çıkmaktadır.

2003 yılında piyasalar tarafından sürpriz olarak algılanan ilk karar, 4. göstergeye göre 25 Nisan 2003 tarihinde yapılan üç puanlık indirim olmuştur. Bu tarihteki gelişmeler incelendiğinde, Irak Savaşı'nın bitmiş olması ve söz konusu tarihten bir hafta önce IMF kredi diliminin onaylanmış olmasıyla piyasaların zaten faiz indirimi beklentisi içine girdikleri görülmektedir. Ancak faiz indirimi kararının beklenen zamanda gerçekleşmemesiyle, piyasaların bekleyişlerini enflasyon oranlarının açıklanmasından sonraya, Mayıs ayına, erteledikleri anlaşılmaktadır. Dolayısıyla incelenen haberler, TCMB'nin 25 Nisan 2003 tarihli

faiz kararının uzun zamandır beklenmesine rağmen, zamanlamasının erken olduğuna ve indirim miktarının beklenenden fazla olduğuna işaret etmektedir.

2003 yılında piyasalar tarafından sürpriz olarak algılanan bir diğer karar, yine 4. göstergeye göre 4 Haziran 2003 tarihinde yapılan üç puanlık indirim olmuştur. Bu tarihte yazılı basın, Hükümet ile TCMB arasında faiz oranları ve döviz kuru konularında yaşanan gerginliklere dikkat çekmektedir. Ayrıca, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinin de piyasalarda faiz indirimi beklentilerini ertelendiğini, dolayısıyla TCMB'nin 4 Haziran 2003 tarihli faiz indirimi kararının piyasalarda sürpriz olarak algılandığını göstermektedir.

2003 yılında piyasalar tarafından sürpriz olarak algılanan son karar hem 4. hem de 5. göstergeye göre 16 Temmuz 2003 tarihinde yapılan üç puanlık indirim olmuştur. Bu tarihte yazılı basında yer alan haberler incelendiğinde ise, Haziran ve Temmuz aylarında eksi olarak gerçekleşen aylık TÜFE enflasyonun ve IMF ile beşinci gözden geçirmenin biteceği yönündeki beklentilerin, piyasalarda faiz indirimi beklentisi yarattığı görülmektedir. Bu kapsamda yer alan haberler, TCMB'nin faiz indirimi kararının kendisinin sürpriz olmamakla beraber, zamanlamasının beklenenden erken olduğu yönünde birleşmektedir.

2004 yılında TCMB'nin 5 Şubat 2004 tarihli iki puanlık faiz indirimi kararı, her üç göstergeye göre de piyasalar tarafından öngörülememiştir. Bu tarihte yazılı basında yer alan gelişmeler, piyasalarda aslında faiz indirimi kararının beklendiğine, bununla beraber bu kararın IMF ile yedinci gözden geçirmenin tamamlanmasının ardından verilebileceğine de işaret etmektedir. Öte yandan, faiz indirimi kararının, uzun süreceği düşünülen gözden geçirmenin tamamlanmasının beklenmeden de verilebileceğine dair haberlere de rastlanmaktadır. Dolayısıyla, bu dönemde piyasalardaki beklentiler hakkında açık bir ifadeye rastlanmamakta, ancak bayram sonrasında alınan kararın piyasalarda sürpriz olarak algılandığı yer almaktadır.

TCMB'nin 8 Eylül 2004 tarihinde aldığı iki puanlık faiz indirimi kararı ise, 4. ve 5. göstergelere göre öngörülemedi. Bu tarihte yazılı basında yer alan gelişmeler incelendiğinde birkaç sebep göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki, cari açığa ilişkin endişeler, ikincisi ise beklentilerin üzerinde gerçekleşen enflasyon oranlarıdır. Bunlara ek olarak, 2004 yılı ikinci üç aylık Para Politikası Raporu'nda yer alan faiz artırımını yapılabileceği hakkındaki ifade, piyasalarda TCMB'nin faiz indiriminde acele etmeyeceği görüşünün ağırlık kazanmasına yol açmıştır. Öte yandan, Avrupa Birliği İlerleme Raporu ile ilgili olumlu beklentiler ve IMF ile ilişkilerin sorunsuz bir şekilde sonuçlanacağına dair bekleyişler, faiz indirimi beklentilerinin bir ay sonraya ertelendiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla bu dönemde faiz kararı ile ilgili bekleyişlerden yazılı basına yansıyanlar, indirim kararının uzun zamandır beklendiği, ancak zamanlama ve miktar olarak, özellikle Para Politikası Raporu'nda yer alan ifadeler kapsamında sürpriz olduğu şeklinde ortaya çıkmaktadır.

5 Şubat 2004 tarihinde olduğu gibi, her üç göstergeye göre de öngörülemeyen bir diğer karar, TCMB'nin 20 Aralık 2004 tarihinde aldığı iki puanlık indirim kararı olmuştur. Bu tarihteki önemli bir gelişme, 17 Aralık 2004 tarihinde, Avrupa Birliği'nin 3 Ekim 2005 tarihinde Türkiye ile üyelik müzakerelerine başlamaya karar vermesi olmuştur. Ayrıca, IMF ile 2005-2007 dönemini kapsayan bir anlaşma üzerinde mutabakat sağlanmasının da piyasalarda olumlu bir hava yarattığı ve bir veya iki puan civarında faiz indiriminin beklendiği görülmektedir. Ancak 20 Aralık 2004 tarihinde yapılan faiz indiriminin öngörülemediği olması, zamanlamanın sürpriz etkisi yarattığına işaret etmektedir. Bu durum bir yandan TCMB'nin faiz indirimi kararı için Aralık ayı enflasyon oranlarının açıklanmasını beklediği yönündeki beklentilerle açıklanabilir. Öte yandan, 17 Aralık 2004 tarihinde alınan olumlu kararın haftanın son işgünü piyasaların kapanmasının ardından olması dolayısıyla bekleyişlere henüz yansımamış olmasının ve faiz indirimi kararının takip eden ilk işgünü sabahı açıklanmış olmasının, bu kararın piyasalarda neden sürpriz etkisi yaratmış olduğunu kısmen açıkladığı düşünülmektedir.

Çalışma kapsamında ele alınan 2005 yılı Ekim ayına kadar olan dönemde 2005 yılında TCMB'nin öngörülemeyen tek faiz kararının 3. göstergeye göre 11 Ocak 2005 tarihinde yapılan bir puanlık indirim kararı olduğu görülmektedir. Bu kapsamda yazılı basında yer alan haberler, kararın öngörülememesinin nedenlerinden birinin son yapılan faiz indiriminin ardından henüz sadece 22 gün geçmiş olması dolayısıyla yeni bir faiz indiriminin beklenmediğini göstermektedir. Diğer taraftan cari açık ve yıl sonu enflasyon hedefine ilişkin endişeler ve ekonomik programın henüz IMF tarafından imzalanmamış olmasının diğer nedenler arasında yer aldığı görülmektedir. Ayrıca yazılı basında yer alan haberler, piyasaların faiz indirimini Şubat veya Mart ayında beklediklerine işaret etmektedir. Bunun nedenleri olarak ise vergi idaresini yeniden yapılandıracak olan kanun tasarısı ile bankacılık kanun tasarısının henüz son halini almamış olması, özel tüketim vergisi artışlarının henüz gerçekleştirilmemiş olması ve buna bağlı olarak enflasyon beklentilerine etkisinin belirsiz olması, Türk lirasından altı sıfır atılmış olmasının enflasyonist etkisinin olup olmayacağına ve yeni enflasyon endekslerinin fiyatlara nasıl yansıtacağına ilişkin belirsizlikler olarak sıralanmaktadır.

Bu noktada TCMB'nin faiz kararlarının öngörülemediği tarihlerde yazılı basında yer alan haberlerin incelenmesi, piyasalarda oluşan beklentilerin her zaman "akılcı" bir çerçevede oluşmadığı izlenimini uyandırmaktadır. Öte yandan, TCMB'nin ve piyasaların sahip olduğu bilgi setinin farklı olması, bir başka deyişle asimetrik bilgi kavramı da, TCMB'nin faiz kararlarının piyasalarda sürpriz olarak algılanmasını kısmen açıklayabilmektedir. Bu da, TCMB'nin iletişim politikaları kapsamında basınla iletişiminin önemini ve yapılması gerekenleri ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının ne derecede öngörülebildiğinin beş farklı gösterge ile ölçülmesi her ne kadar birbirinden farklı sonuçlar ortaya koysa da, her bir göstergenin ulaştığı ortak bir sonuç, hem uygulanan politikaların belirli bir geçmişinin oluşması ve ekonomik birimlerin bu politikalara uyum sürecinin gelişmesi, hem de 2005 yılı başından

itibaren, özellikle kısa vadeli faiz oranları kararlarının açıklanma tarihlerinin önceden duyurulmasının da etkisiyle, öngörülebilirliğin önemli ölçüde artmış olduğudur. Bilgiye ulaşmanın nispeten kolaylaşması, asimetrik iletişime neden olmayacak şekilde eşanlı olarak yapılan bilgilendirme stratejisi de öngörülebilirliğin artmasına katkıda bulunmuştur. Ayrıca, TCMB'nin faiz oranlarına ilişkin kararları ve bu kararların piyasalardaki yansımalarının basında giderek artan oranda yer alması ve tartışma konusu olması da, öngörülebilirliğin artış sürecini olumlu etkilemiştir. TCMB Haber Arşiv Sistemi verilerine göre bu kapsamdaki haber sayısı 2003 yılında 483 iken, 2004 yılında 918'e, 2005 yılı başından Kasım ayına kadar geçen dönemde ise 1454'e yükselmiştir.

Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken bir unsur, faiz kararlarının öngörülebilirliğinin aynı zamanda bu dönemde TCMB'nin herhangi bir belirsizlik ile karşılaşmamış olması ile de ilişkili olduğudur. Bu dönemde Irak Savaşı dışında bir ekonomik veya siyasi şok yaşanmamış olması, piyasaların TCMB'nin faiz kararlarını daha doğru tahmin edebilmelerine katkıda bulunmuştur. Dolayısıyla, ileride bu tür şokların daha yoğun yaşandığı dönemler olduğu takdirde, bu dönemlerin incelenmesinin, daha sağlıklı sonuçlar verebileceği düşünülmektedir.

TCMB'nin faiz kararlarının öngörülebilirliğini ölçmek amacıyla tanımlanan ve analiz edilen beş göstergenin haricinde, 2005 yılı başından itibaren Reuters ve Cnbc-e tarafından aylık bazda düzenlenmekte olan faiz beklenti anketleri de, birer öngörülebilirlik göstergesi olarak kullanılabilir.

TABLO 5.4. REUTERS FAİZ DEĞİŞİKLİĞİ BEKLENTİ ANKETİ (puan)

	TCMB faiz değişikliği (A)	Toplam faiz değişikliği beklentisi ¹ (ortalama) (B)	Fark (A-B)	Sadece faiz değişikliği bekleyenlerin beklentisi (ortalama) (C)	Fark (A-C)	Katılan kurum sayısı
Oca.05	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	20
Şub.05	0.50	0.41	0.09	0.95	-0.45	23
Mar.05	1.00	0.78	0.22	0.78	0.22	19
Nis.05	0.50	0.19	0.31	0.60	-0.10	16
May.05	0.50	0.15	0.35	0.46	0.04	22
Haz.05	0.25	0.47	-0.22	0.47	-0.22	22
Tem.05	0.00	0.17	-0.17	0.25	-0.25	16
Ağu.05	0.00	0.06	-0.06	0.25	-0.25	21
Eyl.05	0.00	0.09	-0.09	0.25	-0.25	17
Eki.05	0.25	0.38	-0.13	0.38	-0.13	19

Kaynak: Reuters, TCMB

¹ Faiz değişikliği beklemeyenler de ortalamaya dahil edilmiştir.

"Fark"ın pozitif olması TCMB faiz değişikliğinin beklenenden fazla olduğunu, negatif olması ise TCMB faiz değişikliğinin beklenenden az olduğunu göstermektedir.

TABLO 5.5. CNBC-E FAİZ DEĞİŞİKLİĞİ BEKLENTİ ANKETİ (puan)

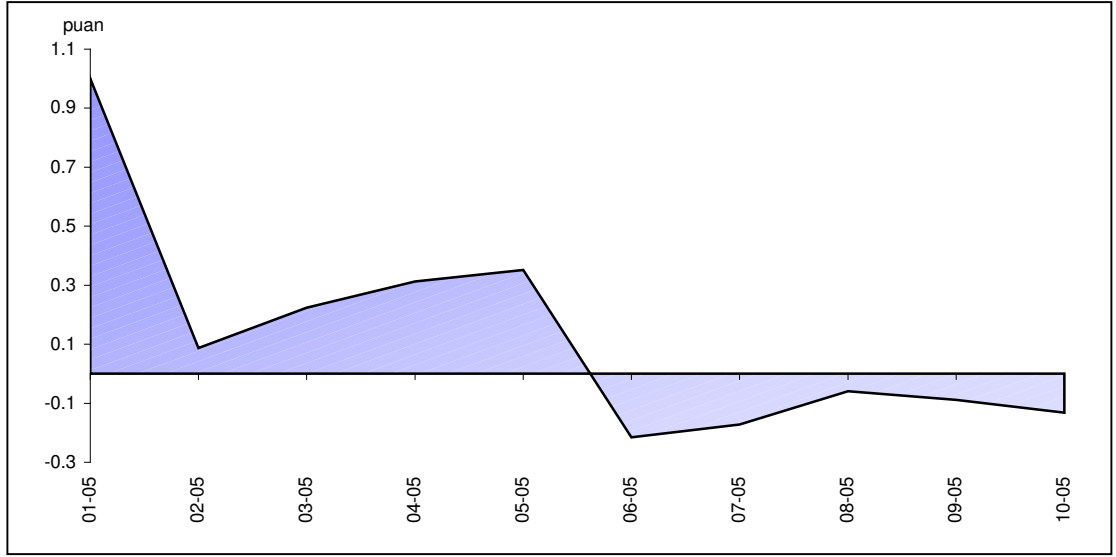
	TCMB faiz değişikliği (A)	Toplam faiz değişikliği beklentisi ¹ (ortalama) (B)	Fark (A-B)	Sadece faiz değişikliği bekleyenlerin beklentisi (ortalama) (C)	Fark (A-C)	Katılan kurum sayısı
Oca.05	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	16
Şub.05	0.50	0.25	0.25	1.00	-0.50	8
Mar.05	1.00	0.77	0.23	0.77	0.23	13
Nis.05	0.50	0.21	0.29	0.46	0.04	13
May.05	0.50	0.19	0.31	0.39	0.11	12
Haz.05	0.25	0.46	-0.21	0.46	-0.21	13
Tem.05	0.00	0.23	-0.23	0.25	-0.25	11
Ağu.05	0.00	0.02	-0.02	0.25	-0.25	11
Eyl.05	0.00	0.14	-0.14	0.30	-0.30	11
Eki.05	0.25	0.30	-0.05	0.34	-0.09	16

Kaynak: Cnbc-e, TCMB

¹ Faiz değişikliği beklemeyenler de ortalamaya dahil edilmiştir.

"Fark"ın pozitif olması TCMB faiz değişikliğinin beklenenden fazla olduğunu, negatif olması ise TCMB faiz değişikliğinin beklenenden az olduğunu göstermektedir.

Tablo 5.4. ve Tablo 5.5.'ten görüldüğü üzere, her iki ankette de 2005 yılı Ocak ayından Haziran ayına kadar geçen beş ay boyunca TCMB'nin gerçekleştirdiği faiz oranı değişikliği piyasaların beklediği değişiklikten daha fazla olmuştur. Öte yandan, Haziran ve Ekim ayları arasındaki beş aylık dönemde TCMB'nin gerçekleştirdiği faiz oranı değişikliğinin piyasaların beklediği değişikliğin altında olduğu görülmektedir. Ayrıca, Grafik 5.11'deki alanın giderek küçülmesi, piyasaların beklentilerinin gerçekleşmeye yakınlaşmaya başladığını göstermektedir.



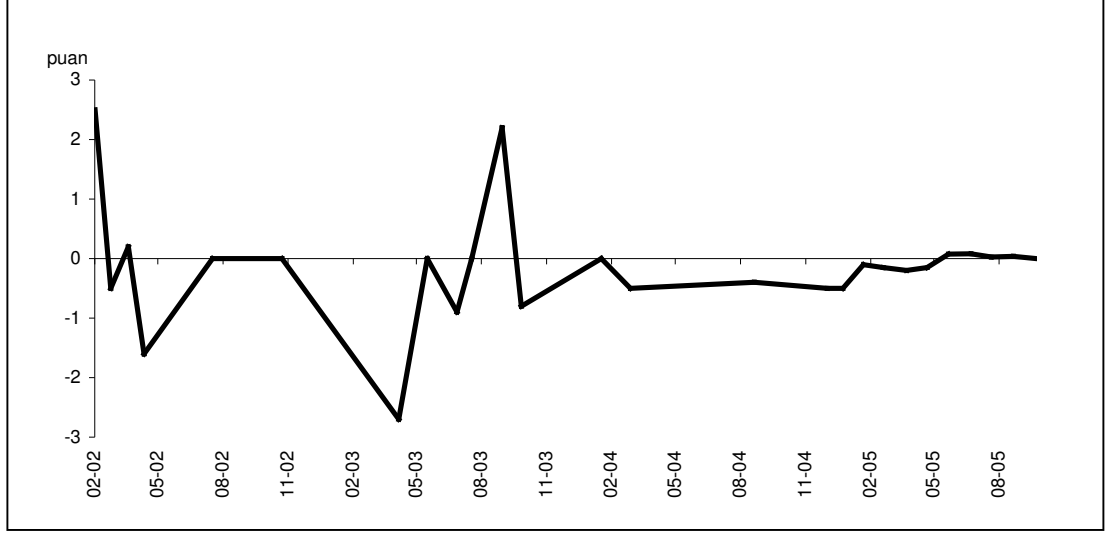
Grafik 5.11 : TCMB'nin Faiz Değişiklikleri ile Faiz Değişikliklerine İlişkin Beklemler Arasındaki Fark*

Kaynak: Reuters, TCMB

* Faiz değişikliğine ilişkin beklentiler Reuters anketi kullanılarak hesaplanmıştır. Alanın pozitif bölgede olması, TCMB'nin faiz değişikliğinin beklenenden fazla olduğunu göstermektedir. Alanın küçülmesi ise, beklentilerin gerçekleşmeye yakınlaştığını göstermektedir.

TCMB tarafından ayda iki defa düzenlenen Beklenti Anketi de, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilirliğini değerlendirmek için kullanılacak bir diğer araçtır. Bu kapsamda Beklenti Anketi'nde yer alan "cari ay sonu para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranı beklentisi" ile TCMB kısa vadeli faiz oranları arasındaki farkı gösteren Grafik 5.12'de farkın sıfırdan fazla olması, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarının beklenenden yüksek, sıfırdan az

olması ise, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarının beklenenden düşük olduğunu göstermektedir. Buna göre Grafik 5.12, farkın giderek azalmakta olduğuna işaret etmektedir. 2004 yılına kadar oldukça dalgalı bir seyir izleyen farkın, özellikle 2005 yılından itibaren daha istikrarlı bir seyir izlediği ve yılın ortasından itibaren ise farkın neredeyse kapandığı görülmektedir.



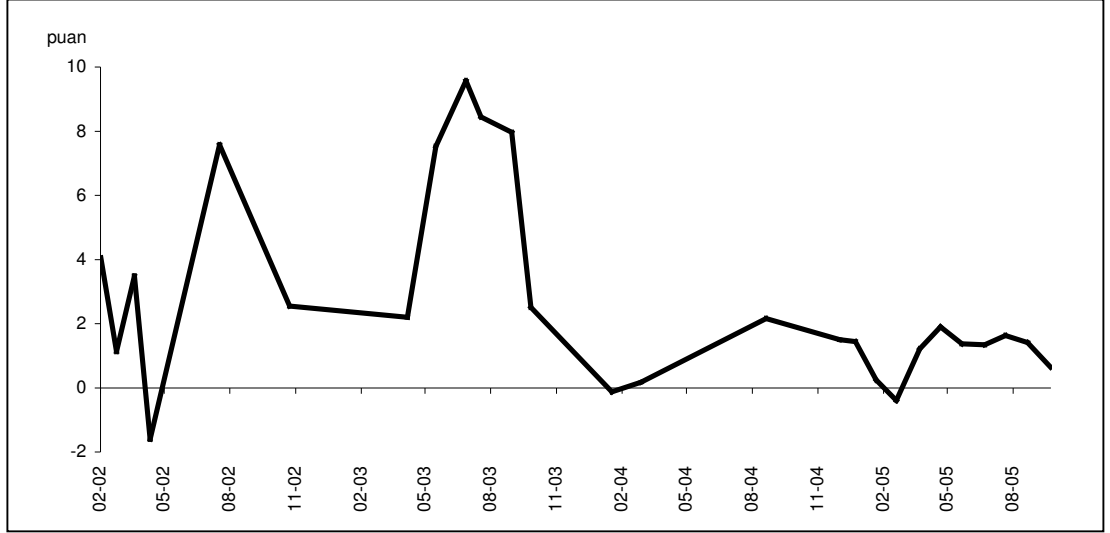
Grafik 5.12 : TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları ile Beklenen Faiz Oranları Arasındaki Fark* (basit)

Kaynak: TCMB

* Beklenen Faiz Oranları: TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan "cari ay sonu para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranı beklentisi". Farkın sıfırdan fazla olması, TCMB faiz oranlarının beklenenden yüksek olduğunu göstermektedir.

Beklenti Anketi'nde yer alan bir diğer soru, "cari ay sonu üç aylık Hazine ihalesi yıllık bileşik faiz oranı beklentisi"ne yöneliktir. Bu beklentinin gösterge DİBS bileşik faiz oranı ile arasındaki fark ise Grafik 5.13'te görülmektedir. Farkın sıfırdan fazla olması, gösterge DİBS bileşik faiz oranlarının beklenenden yüksek, sıfırdan az olması ise, gösterge DİBS bileşik faiz oranlarının beklenenden düşük gerçekleştiğine işaret etmektedir. Grafik 5.12'deki eğilimlere benzer şekilde Grafik 5.13'te de 2004 yılından itibaren bekleyişlerin gerçekleşmeye daha fazla yakınsadığı görülmektedir. Ancak, Grafik 5.13'deki gerçekleşme ile bekleyiş arasındaki fark, Grafik 5.12'dekinden daha fazladır. Bu da TCMB'nin kısa vadeli

faiz oranlarının öngörülebilirliğinin, gösterge DİBS bileşik faiz oranlarının öngörülebilirliğinden daha iyi olduğunu, diğer bir ifadeyle piyasaların kısa vadeli faiz oranlarını piyasa faiz oranlarına kıyasla daha doğru tahmin ettiklerini göstermektedir.



Grafik 5.13 : Gösterge DİBS Faiz Oranları ile Beklenen Faiz Oranları Arasındaki Fark* (bileşik)

Kaynak: TCMB

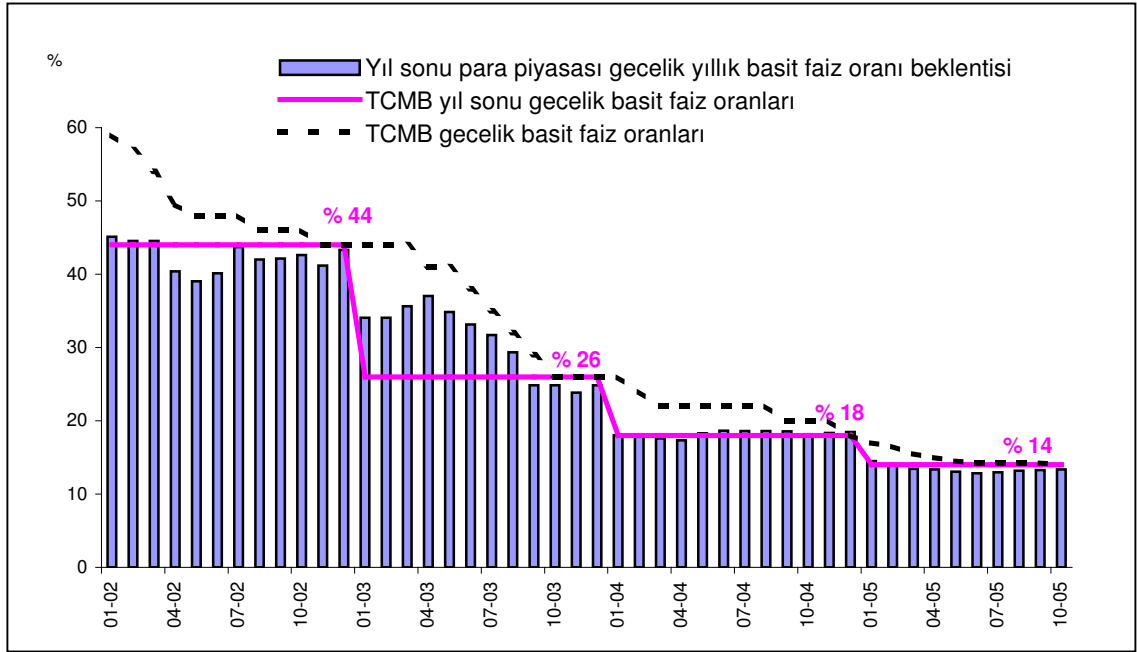
* Beklenen Faiz Oranları: TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan "cari ay sonu üç aylık Hazine ihalesi yıllık bileşik faiz oranı beklentisi". Farkın sıfırdan fazla olması, gösterge DİBS faiz oranlarının beklenenden yüksek olduğunu göstermektedir.

5.2.2. Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi

Bu bölümde TCMB'de artan şeffaflığın uzun vadede bekleyişlerin yönetimine etkisi ölçülmektedir. İktisat yazınında bu konuda yapılmış çalışmalar incelendiğinde, bu etkinin çoğunlukla vadeli işlemler piyasalarında kullanılan "futures" faiz oranları ile ölçüldüğü görülmektedir. Türkiye'de ise vadeli işlemler piyasalarının geçmişinin çok yeni olması, bu şekilde bir yöntemin kullanılmasına imkan vermemektedir. Ancak vadeli işlemlerin yaygınlaşması ve geçmişe yönelik daha geniş bir veri setinin oluşmasıyla, bu verilerin ileride TCMB'nin

bekleyişlerin yönetiminin ölçülmesinde kullanılacak temel veri setini oluşturacağı öngörülmektedir.

Mevcut durumda ise Beklenti Anketi verileri kullanılmaktadır. Bu kapsamda ilk olarak, “yıl sonu para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranı beklentisi” ile TCMB yıl sonu kısa vadeli faiz oranları arasındaki fark ölçülmüştür. Grafik 5.14’ten de görüldüğü üzere, yıl sonu kısa vadeli faiz oranları beklentileri, gerçekleşen oranlarla büyük ölçüde tutarlılık göstermektedir. Yalnızca 2003 yılında Irak Savaşı nedeniyle beklentilerle gerçekleşme arasındaki fark diğer yıllara kıyasla daha fazla gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ekim ayı itibarıyla ise yıl sonunda gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranı yüzde 13.37’dir.



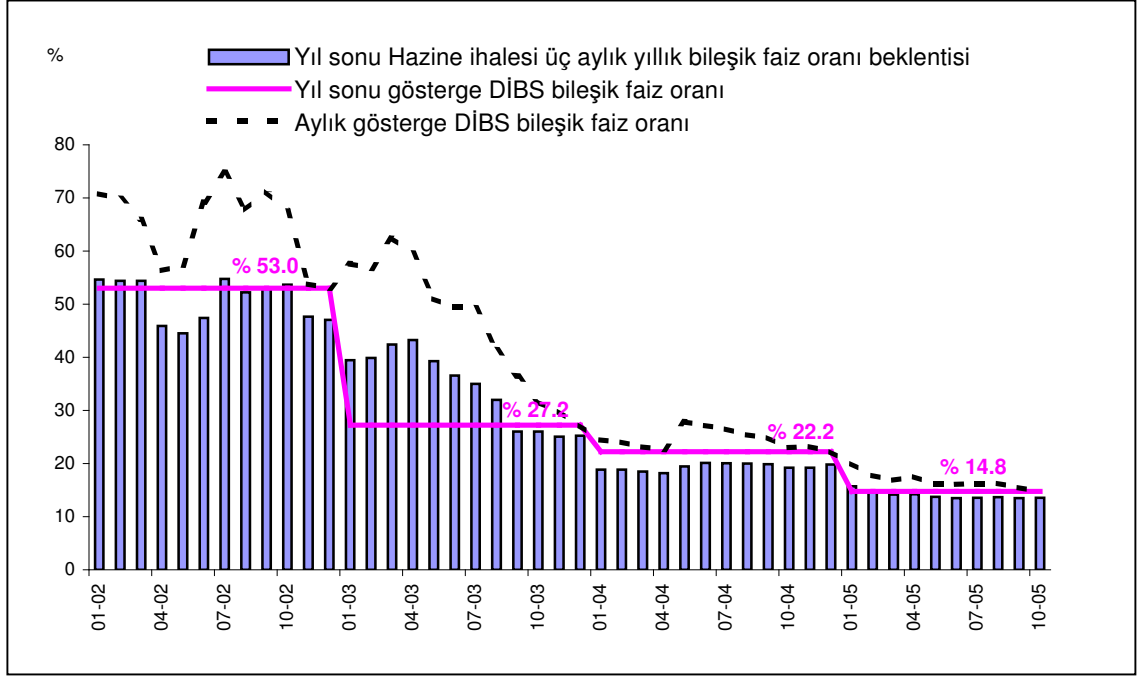
Grafik 5.14 : Yıl Sonu Para Piyasası Gecelik Yıllık Basit Faiz Oranı Beklentisi ve TCMB Faiz Oranları*

Kaynak: TCMB

* Yıl sonu para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranı beklentisi, Beklenti Anketi verilerinin ortalamasından elde edilmiştir. 2005 TCMB yıl sonu gecelik faiz oranı, Ekim ayı itibarıyla.

Beklenti Anketi’nde ayrıca, “yıl sonu Hazine ihalesi üç aylık yıllık bileşik faiz oranı beklentisi” de ölçülmektedir. Bu bekleyişlerle yıl sonu göstere DİBS

bileşik faiz oranı arasındaki farkı gösteren Grafik 5.15’de de benzer şekilde 2003 yılında beklentiler, gerçekleştirmelerin oldukça üzerinde seyrederken, 2004 yılında altında oluşmuştur. 2005 yılında ise, Ekim ayı itibarıyla beklentilerle gerçekleştirmelerin daha uyumlu bir seyir izlediği görülmektedir.



Grafik 5.15 : Yıl Sonu Hazine İhalesi Üç Aylık Yıllık Faiz Oranı Beklentisi ve Gösterge DİBS Faiz Oranları*

Kaynak: TCMB

* Yıl sonu Hazine ihalesi üç aylık yıllık bileşik faiz oranı beklentisi, Beklenti Anketi verilerinin ortalamasından elde edilmiştir. Yıl sonu gösterge DİBS bileşik faiz oranı, günlük verilerin Aralık ayı ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Aylık gösterge DİBS faiz oranı, günlük verilerin ortalaması alınarak hesaplanmıştır. 2005 yıl sonu gösterge DİBS faiz oranı, 17 Ekim itibarıyla.

Sonuç olarak, uzun vadede bekleyişlerin yönetimi ölçüldüğünde görülmektedir ki; Irak Savaşı'nın yaşandığı 2003 yılı haricinde bekleyişler ile gerçekleştirmeler oldukça uyumlu bir seyir izlemektedir.

5.3. Sonuç ve Değerlendirmeler

Beşinci bölümde önceki bölümde incelenenlere paralel olarak, TCMB'nin şeffaflık ve iletişim politikaları ile bekleyişlerin yönetimi istatistiksel olarak incelenmiştir. Bu kapsamda ilk olarak Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından oluşturulan endeks ile TCMB'nin şeffaflığı ölçülmüştür. Bölüm 4'te de ifade edildiği üzere, 2001 yılı gerek kurumsal tasarım gerekse uygulanan politikalar açısından bir dönüm noktası olmuştur. Bu kapsamda TCMB'nin şeffaflığı da 2001 yılı öncesi ve 2001 yılı sonrası olmak üzere, iki ayrı dönem için ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlar, TCMB'nin şeffaflığının ikinci dönemde önemli ölçüde artmış olduğunu göstermektedir.

Buna paralel, ikinci olarak, artan şeffaflığın bekleyişlerin yönetimindeki etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi, bekleyişlerin yönetimi yoluyla para politikasının etkinliğini artırması kapsamında iki kısımda değerlendirilmiştir. İlk olarak, artan şeffaflığın kısa vadedeki etkisi TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliği çerçevesinde ölçülmüştür. Bu amaçla Wilhelmsen ve Zaghini (2005)'nin çalışmasına paralel olarak beş gösterge tanımlanmış ve bu göstergelerin dışına çıkan faiz hareketlerinin, piyasalarda sürpriz etkisi yarattığı, diğer bir ifadeyle öngörülemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Elde edilen sonuçlar, göstergelerin tanımlarına göre farklılıklar gösterse de, genel olarak bakıldığında hem uygulanan politikaların belirli bir geçmişinin oluşması ve ekonomik birimlerin bu politikalara uyum sürecinin gelişmesi, hem de TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının açıklanma tarihlerinin 2005 yılından itibaren önceden duyurulmasının etkisiyle, 2005 yılı başından itibaren öngörülebilirliğin önemli ölçüde artmış olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, gerek Reuters ve Cnbc-e tarafından yapılan anketler gerekse TCMB Beklenti Anketi sonuçları da TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının öngörülebilirliğinin arttığı, bekleyişlerin gerçekleştirmelere yakınsadığı sonucunu desteklemektedir.

Artan şeffaflığın bekleyişlerin yönetimindeki etkisi ikinci olarak uzun vadedeki etkisi çerçevesinde ölçülmüştür. Bu noktada şunu belirtmek gerekir ki, uzun vadeli bekleyişlerin yönetiminin ölçülmesinde iktisat yazınında ağırlıklı olarak “futures” faiz oranları kullanılmaktadır. Ancak Türkiye’de vadeli piyasaların geçmişinin çok yeni olması, mevcut durumda bunu mümkün kılmamıştır. Bu kapsamda kullanılan Beklenti Anketi verilerine göre ise, Irak Savaşı’nın yaşandığı 2003 yılı hariç, beklentilerle gerçekleştirmelerin oldukça uyumlu bir seyir izlediği görülmektedir.

ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Merkez bankalarının para politikalarının tasarımlarında iletişim politikalarının önemini ve beklentilerin yönetimini konu alan bu çalışma, iletişim politikalarının önemli olduğu gerçeğini çeşitli açılardan ortaya koymaktadır.

Bunlardan ilki, kurumsal politika çerçevesiyle ilgilidir. Demokratik toplumlarda kurumsal politika çerçevesinin tasarımında merkez bankası bağımsızlığı kavramının toplumun yaşam standardının yükseltilmesiyle yakından ilişkili olduğu görülmektedir. Bağımsızlık ise beraberinde çeşitli sorumluluklar getirmektedir. Bu sorumluluğun bir sonucu hesap verebilirlik olarak ortaya çıkmaktadır. Hesap verebilirlik ise, bir yandan şeffaflığı ve etkin bir iletişim politikasını gerekli kılarken, diğer yandan şeffaflık ve etkin bir iletişim politikası da, merkez bankasının bağımsızlığını kuvvetlendiren bir özelliğe sahiptir. Dolayısıyla bağımsızlık, hesap verebilirlik, şeffaflık, güvenilirlik ve iletişim kavramları birbiriyle sıkı bir ilişki içinde olup, her biri diğerini desteklemektedir.

Merkez bankalarının politika tasarımlarında iletişim politikasının önemli olduğu gerçeğinin bir diğer boyutu para politikalarının etkinliğini artırmasıdır. Şeffaf ve etkin iletişim politikaları ile uygulanan politikaların altında yatan nedenlerin kamuoyuna açıklanması, kamuoyunun bu politikaları ve alınan kararları anlamasına ve daha da önemlisi içselleştirmesine yardımcı olmaktadır. Bu şekilde, uygulanan politikaların ekonomik birimler tarafından da desteklenmesi sağlanmaktadır. Bu noktada beklentilerin yönetimi ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda, şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi, para politikasının beklentileri ne derece iyi yönettiği, diğer bir ifadeyle beklentileri ne derece kendi hedefleriyle tutarlı kılabildiği ile yakından ilişkilidir.

Ancak, para politikası aracı olarak faiz oranını seçen merkez bankaları aslında piyasada borçlanma ve yatırım kararları alınırken dikkate alınan faiz

oranlarını değil, sadece kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, merkez bankaları sadece kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilmekte iken, para politikası aktarım mekanizması ve dolayısıyla da bir bütün olarak ülke ekonomisi açısından önemli olan unsur, uzun vadeli faiz oranlarıdır. Dolayısıyla kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki çerçevesinde, etkin bir iletişim politikası finans piyasalarının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin daha doğru tahminler yapabilmesine imkan tanıyarak hem piyasalardaki riskin azalmasını hem de para politikasının daha öngörülebilir, dolayısıyla da daha etkin olmasını sağlamaktadır.

Dolayısıyla, etkin bir iletişim politikasının önemi açıktır. Ancak etkin bir iletişim politikasının nasıl olması gerektiği o derece açık değildir. Diğer bir ifadeyle, her merkez bankasına uygun tek bir iletişim politikası yoktur. Her merkez bankasının önünde farklı kısıtlar, farklı hedefler, farklı hedef kitleler olabilmekte; buna paralel olarak iletişim stratejileri farklılaşabilmektedir. Bu noktada belirtilmesi gereken bir diğer unsur da, etkin bir iletişim politikasının öneminin anlaşılması olmasının, etkin bir iletişim politikası oluşturmanın kolay olduğu anlamına gelmediğidir. Bu kapsamda merkez bankaları çok çeşitli zorluklarla karşılaşmakta olup, önemli olan bu zorlukların etkin iletişim stratejileri tasarlanması yoluyla merkez bankalarının politikalarının kamuoyunda anlaşılmasını ve dolayısıyla desteklenmesini sağlayarak bir fırsata dönüştürülmesidir.

Etkin iletişim politikalarının önemi çerçevesinde bir istisna, döviz kuru politikaları kapsamında ortaya çıkmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, döviz kuru politikası söz konusu olduğunda, merkez bankalarının iletişim politikalarının, özellikle döviz piyasalarına müdahale edildiği durumlarda özel bir önem taşıdığı kabul edilmektedir.

İletişim politikaları ve bekleyişlerin yönetiminin genel olarak değerlendirilmesinin yanında, TCMB'nin iletişim politikaları ve bu kapsamda bekleyişlerin yönetimi de değerlendirilmiştir. Öncelikle iletişim politikalarının tarihsel gelişimi hem kurumsal tasarım çerçevesinden hem de uygulanan para

politikaları çerçevesinden incelenmiştir. 2001 yılı her iki açıdan da bir dönüm noktası olmuştur. 2001 yılı öncesinde TCMB'deki kurumsal tasarım, dünya genelindeki uygulamalarla paralellik göstermiştir. O dönemde bağımsızlık kavramı ve bu kavram kapsamında ön plana çıkan unsurlar, bugünkü anlamda merkez bankası bağımsızlığından oldukça farklıdır. 2001 yılı sonrasında ise TCMB'nin yasal olarak bağımsızlığını kazanmasıyla hesap verebilirlik ve şeffaflık kavramları ön plana çıkmış ve iletişim politikaları uygulanan politikaların merkezinde yer almaya başlamıştır.

TCMB'nin iletişim politikaları, uyguladığı para politikaları çerçevesinden de incelenmiştir. 2001 yılı öncesindeki dönemde iletişim politikası kapsamındaki çalışmalar günümüzdeki şeffaflık ve iletişim stratejilerinde farklı, ancak zamanın eğilimlerine paralel olarak para programlarının kamuoyuna açıklanması ile sınırlı kalmış, hatta bu çalışmalar bazı yıllarda kesintiye uğramıştır. 2000 yılı enflasyonla mücadele programıyla ise bugünkü anlamda olmasa da, şeffaflık ve bekleyişlerin yönetimi kavramlarına önem verilmeye başlandığı görülmektedir. 2001 yılı ve sonrasında ise, özellikle örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlamasıyla iletişim politikalarının rolü önemli ölçüde artmıştır.

TCMB'nin kullandığı iletişim araçları da bekleyişlerin yönetimi çerçevesinde önemli bir rol oynamıştır. Bu kapsamda, para politikası kararlarının açıklanmasında etkin olan ve bu kararların ilk elden kamuoyuna duyurulmasında kullanılan basın duyuruları ile para politikasına ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgilerin aktarılmasında kullanılan diğer iletişim araçları incelenmiştir. 2001 yılından 2005 yılı Ekim ayına kadar olan dönemde TCMB tarafından yapılan basın duyuruları döviz kuru politikası ile enflasyon ve kısa vadeli faiz oranları konularında yoğunlaşmıştır.

Döviz kuru politikasına ilişkin duyurularla dalgalı kur rejimi altında TCMB'nin döviz kurunun seviyesine yönelik herhangi bir taahhüdü veya hedefi olmadığı, döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin aşırı oynaklığı önlemek ve rezerv biriktirmek olmak üzere iki amaçla yapıldığı tutarlı bir şekilde sürekli her duyuruda belirtilmiştir. Ayrıca, döviz rezervlerini artırma biçimi şeffaf, piyasa

katılımcıları ile görüşülerek oluşturulan mekanizmalara dayanan ve önceden duyurulan döviz alım ihaleleri yoluyla yapılmıştır.

Döviz kuru politikalarına ilişkin yapılan duyuruların yanı sıra, 2002 yılı başından itibaren uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde temel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler ile enflasyon ve görünüme ilişkin yapılan duyurularla da TCMB'nin politika uygulamaları ve bu uygulamaların altında yatan nedenler kamuoyu ile paylaşılmıştır. 2001 yılında kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler hakkındaki kararlar, kararın gerekçesiyle beraber açıklanmıştır. 2002 yılı başından itibaren ise her ay açıklanan enflasyon oranlarına ve görünüme dair raporlar yayımlanmaya başlamıştır. Bununla birlikte, 2002'den 2005 yılı başına kadar geçen zamanda, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların duyurulma biçimleri farklılıklar göstermiştir. Bir kısım duyurular raporla birlikte, bir kısım duyurular ise rapordan bağımsız bir şekilde yapılmıştır. Dolayısıyla bu dönemde kararların duyurulma biçimlerinde ve duyuruların zamanlamasında herhangi bir standart izlenmemiştir. Benzer şekilde raporlarda da şekil açısından belirli bir standart göze çarpmamaktadır. Öte yandan, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yılı olarak ilan edilen 2005 yılı başından itibaren kurumsallaşmanın bir yansıması olarak kısa vadeli faiz oranları PPK toplantılarının ertesi günü saat 9.00'da açıklanmaya başlamıştır. Enflasyon ve görünüme dair raporlar da kararın açıklanmasının ardından yayımlanmaya başlamıştır.

Bekleyişlerin yönetiminde önemli rol oynayan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin duyurularda kullanılan söylem ve ifadeler, kararların enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre göre alındığını sürekli vurgulamış ve risklere de dikkat çekmiştir. Karar alma sürecinde elde edilen her yeni bilginin alınan kararlarda ve bu kararların farklılaşmasındaki önemi belirtilmiş, ancak "koşullu öngörü" kavramı açıkça ilk kez 5 Şubat 2004 tarihli duyuruda kullanılmıştır. Para politikası kararlarında "orta vade" ve "gecikmeli etki" kavramlarından ise ilk kez 2005 yılı Mayıs ayı enflasyon ve görünüm raporunda bahsedilmiştir. Genel

olarak TCMB, ekonomik görünüme, özellikle enflasyonun görünümüne ilişkin görüşlerini kamuoyuyla daha sıklıkla paylaşırken, kısa vadeli faiz oranlarının ilerideki yönüne ilişkin görüşlerini ancak yakın zamanda paylaşmaya başlamıştır.

Para politikası kararlarının duyurulmasında etkin bir iletişim aracı olarak kullanılan basın duyurularının yanı sıra, para politikası ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgilerin aktarılması kapsamında TCMB tarafından kullanılan diğer iletişim araçları ise, konuşmalar ve yayınlar ile konferanslar, basın toplantıları, ziyaretçi grupları ve internet sayfasıdır.

TCMB'nin iletişim politikalarının ayrıntılı bir şekilde değerlendirilmesine ek olarak şeffaflık ve bekleyişlerin yönetimi istatistiksel olarak da ölçülmüştür. Bu kapsamda TCMB'nin şeffaflığı 2001 yılı öncesi ve 2001 yılı sonrası olmak üzere, iki ayrı dönem için Eijffinger ve Geraats (2003) tarafından oluşturulan şeffaflık endeksi ile ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlar, TCMB'nin şeffaflığının ikinci dönemde önemli ölçüde artmış olduğunu göstermiştir.

Buna paralel olarak, artan şeffaflığın bekleyişlerin yönetimindeki etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi bekleyişlerin yönetimi yoluyla para politikasının etkinliğini artırması kapsamında iki kısımda değerlendirilmiştir. İlk olarak, artan şeffaflığın kısa vadedeki etkisi TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliği çerçevesinde ölçülmüştür. Bu amaçla Wilhelmsen ve Zaghini (2005)'nin çalışmasına paralel olarak beş gösterge tanımlanmış ve bu göstergelerin dışına çıkan faiz hareketlerinin, piyasalarda sürpriz etkisi yarattığı, diğer bir ifadeyle öngörülemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Elde edilen sonuçlar, göstergelerin tanımlarına göre farklılıklar gösterse de, genel olarak bakıldığında hem uygulanan politikaların belirli bir geçmişinin oluşması ve ekonomik birimlerin bu politikalara uyum sürecinin gelişmesi, hem de TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının açıklanma tarihlerinin 2005 yılından itibaren önceden duyurulmasının etkisiyle, 2005 yılı başından itibaren öngörülebilirliğin önemli ölçüde artmış olduğunu göstermektedir. Buna

ek olarak, gerek Reuters ve Cnbc-e tarafından yapılan anketler gerekse TCMB Beklenti Anketi sonuçları da TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarının öngörülebilirliğinin arttığını; bekleyişlerin gerçekleşmelere yakınsadığını göstermektedir.

Artan şeffaflığın bekleyişlerin yönetimindeki etkisi ikinci olarak uzun vadedeki etkisi çerçevesinde ölçülmüştür. Bu noktada şunu belirtmek gerekir ki, uzun vadeli bekleyişlerin yönetiminin ölçülmesinde iktisat yazınında ağırlıklı olarak "futures" faiz oranları kullanılmaktadır. Ancak Türkiye'de vadeli piyasaların geçmişinin çok yeni olması, mevcut durumda bunu mümkün kılmamıştır. Bu kapsamda kullanılan Beklenti Anketi verilerine göre de, Irak Savaşı'nın yaşandığı 2003 yılı hariç, beklentilerle gerçekleştirmelerin oldukça uyumlu bir seyir izlediği görülmektedir.

TCMB'nin iletişim politikasının ve bu politika çerçevesinde şeffaflığa yönelik uygulamalarının gerek kurumsal ve politika uygulamaları gerekse kullanılan iletişim kanalları yoluyla değerlendirilmesi ve ölçülmesi, TCMB'nin bu alanda kaydettiği ilerlemeyi göstermesi açısından önemlidir. Ancak bunun yanı sıra, iletişim politikalarının sürekli bir gelişim içinde olduğu da göz önüne alındığında, ileriye yönelik olarak yapılması gerekenlerin de üzerinde durulmasının gerektiği düşünülmektedir. Bu kapsamda yapılacak öneriler üç başlık altında toplanabilir: Kurumsal çerçeve, politika uygulamaları, ve iletişim araçları.

İlk olarak kurumsal açıdan bakıldığında en önemli unsur bağımsızlıktır. Bu kapsamda merkez bankası bağımsızlığı, içselleştirilmesi; toplumun tüm kesimleri tarafından sahip çıkılması gereken bir kavramdır. Bu da beraberinde daha şeffaf ve daha etkin iletişim stratejilerinin oluşturulmasını gerektirmektedir. Bu şekilde uygulanan politikalara güvenin daha da artması sağlanacaktır. Bu noktada bugüne kadar uygulanan iletişim stratejisinin, TCMB'nin güvenilir bir geçmiş oluşturmasına olan katkısı altı çizilmesi gereken bir husustur. Dolayısıyla TCMB'nin etkin iletişim politikaları ile bağımsızlık kavramının içselleştirilmesine ve güvenilirlik artışına olan katkısının devam etmesi önem taşımaktadır.

Buna ek olarak, iletişim politikalarının ön plana çıkmasıyla birlikte bu politikaların kurum yapısındaki bir yansıması olarak kurulan Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü'nün ağırlıklı olarak operasyonel çerçevedeki rolünün, etkin iletişim politikalarının tasarımını da içermesinin ve buna bağlı olarak bir iletişim stratejisinin oluşturularak kamuoyu ve piyasalarla iletişimde sağlanacak ortak bir dil oluşturulmasının ve iletişimin tek bir kanaldan yapılmasının uygulanan para politikalarının etkinliğini artırmada önemli bir katkısı olacağı düşünülmektedir.

Politika uygulamaları açısından bakıldığında ise, TCMB'nin ekonomik, yönetsel ve işlevsel şeffaflık alanlarında ilerleme kaydedeceği öngörülmektedir. Özellikle 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle beraber, bu alanlarda sağlanacak ilerlemenin TCMB'nin politikalarının etkinliğini olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir. Buna paralel olarak, kısa vadeli faiz oranlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliğinin artacağı ve daha istikrarlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Ayrıca, bu alanda sağlanacak ilerlemenin fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi açısından büyük önem taşıyan enflasyon beklentilerinin hedefle uyumuna ve aktarım mekanizmasının gelişimine de olumlu katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Tüm bu sayılanların etkin bir iletişim politikası oluşturulmasındaki rolünde iletişim araçları önemli birer unsurdur. Bu kapsamda TCMB'nin etkin bir iletişim aracı olarak kullandığı basın duyurularının yanı sıra, mevcut durumda kullanılan iletişim araçlarının yelpazesinin genişletilmesi ve bu araçların daha etkin bir şekilde kullanılmasının önemli olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, özellikle eğitim faaliyetlerine ve eğitim amaçlı yayınlara daha fazla ağırlık verilmesinin ilerideki dönemlerde hem kurumsal hem de politika uygulamaları açısından TCMB'nin para politikalarının etkinliğinin artmasında anahtar rol oynayacağı öngörülmektedir.

Ayrıca, TCMB'nin iletişim politikasının sadece ulusal çerçevede değil, aynı zamanda uluslararası çerçevede ele alınmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda diğer ülke merkez bankaları ile olan iletişimin de artırılması ve geliştirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Sonuç olarak, etkin bir iletişim politikası oluşturmanın, etkin bir iletişim politikasının önemini kavramaktan çok daha zor olduğu açıktır. İletişimin, kavram olarak da sürekli gelişim içinde olması, merkez bankalarının iletişim stratejilerinde de sürekli bir gelişmeyi gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla etkin bir iletişim stratejisi oluşturmak sadece zor değil, aynı zamanda sürekli yenilenen bir süreçtir. Bu kapsamda TCMB de önemli bir mesafe kaydetmiştir, ancak bu dinamik süreç, ileride daha yapılması gerekenler olduğunu da açıkça ortaya koymaktadır.

KAYNAKÇA

- Amato, J.D., Morris, S., Shin, H.S. (Ocak 2003). *Communication and Monetary Policy*. Erişim: Aralık 2004, Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/work123.pdf>
- Ball, L., Sheridan, N. (Mart 2003). *Does Inflation Targeting Matter?*. Erişim: şubat 2005, National Bureau of Economic Research, <http://nber.org/papers/w9577>.
- Bakır, C. (Ağustos 2005). Merkez Bankası Bağımsızlığı, Hesapverebilirliği ve Saydamlığı: TCMB Uygulaması ve Uluslararası Bir Karşılaştırma. *İktisat, İşletme ve Finans*, 233, 20-36.
- Bank for International Settlements. (2004). 74th Annual Report. Geneva.
- Bernanke, B.S. (2004a). Central Bank Talk and Monetary Policy. *BIS Review*, 57, 1-7.
- Bernanke, B.S. (2004b). Fed speak. *BIS Review*, 2, 1-7.
- Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S. ve Posen, A.S. (1999). Inflation Targeting Lessons from the International Experience. Amerika Birleşik Devletleri: Princeton University Press.
- Blinder, A.S. (1999). *Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?*. Erişim: Ekim 2004, National Bureau of Economic Research, <http://nber.org/papers/w7161>.
- Blinder, A., Goodhart, C., Hildebrand, P., Lipton, D. ve Wyplosz, C. (2001). How Do Central Banks Talk?. International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, Oxford: Information Press.
- Buiter, W.H. (Haziran 1999). Alice in Euroland. *Journal of Common Market Studies*, 37, 2, 181-209.
- Carpenter, S.B. (Nisan 2004). *Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?*. Erişim: Ocak 2005, The Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200435/200435pap.pdf>

- Castelnuovo, E., Nicoletti-Altimari, S., Rodriguez-Palenzuela, D. (Eylül 2003). *Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations*. Erişim: Şubat 2005, European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp273.pdf>
- Cerisola, M., Gelos, R.G. (Haziran 2005). *What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Empirical Analysis*. Erişim: Haziran 2005, International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05109.pdf>
- Chiu, P. (Ekim 2003). *Transparency versus Constructive Ambiguity in Foreign Exchange Intervention*. Erişim: Haziran 2005, Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/work144.pdf>
- Chortareas, G., Stasavage, D., Sterne, G. (Temmuz/Ağustos 2002). Does It Pay To Be Transparent? International Evidence From Central Bank Forecasts. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84, 4, 99-118.
- Clare, A., Courtenay, R. (Şubat 2001). *What Can We Learn About Monetary Policy Transparency From Financial Market Data?*. Erişim: Ekim 2004, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2001/200106dkp.pdf>
- Connolly, E., Coppel, J. (Mayıs 2003). *What Do Financial Market Data Tell Us About Monetary Policy Transparency?*. Erişim: Kasım 2004, Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2003-05.pdf>.
- Connolly, E., Kohler, M. (Kasım 2004). *News and Interest Rate Expectations: A Study of Six Central Banks*. Erişim: Haziran 2004, Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2003-05.pdf>
- Cukierman, A. (Temmuz/Ağustos 2002). Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does It Make?. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84, 4, 15-36.
- Cukierman, A., Meltzer, A.H. (Eylül 1986). A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation Under Discretion and Asymmetric Information. *Econometrica*, 54, 5, 1099-1128.
- Demertzis, M., Hughes Hallet, A. (Kasım 2002). *Central Bank Transparency in Theory and Practice*. Erişim: Mart 2004, Centre for Economic Policy Research, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3639.asp>

- Demiralp, S. (Aralık 2001). *Monetary Policy in a Changing World: Rising Role of Expectations and the Anticipation Effect*. Erişim: Mart 2005, Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200155/200155pap.pdf>
- Dominguez, K.M., Frankel, J.A. (Eylül 1993). Does Foreign Exchange Intervention Work?. Washington: Institute for International Economics.
- Duyurular, Basın Duyuruları Sayfası*. (2005). Erişim: 13 Haziran 2005, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/basinduyuru.html>.
- Edey, M., Stone, A. (9-10 Ağustos 2004). A Perspective on Monetary Policy Transparency and Communication. *The Future of Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia, Kirribilli.
- Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2003). Monetary Policy Announcements and Money Markets: A Transatlantic Perspective. *International Finance*, 6,3, 309-328.
- Ehrmann, M., Fratzscher, M. (Kasım 2004). *Central Bank Communication: Different Strategies, Same Effectiveness?* Erişim: Haziran 2005, European Central Bank, http://www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2005/0109_1015_0704.pdf.
- Eijffinger, S.C.W., Geraats, P.M. (Temmuz 2003). *How Transparent Are Central Banks?* Erişim: Haziran 2005, http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=eijffinger_geraats_paper
- Eijffinger, S.C.W., Hoerberichts, M. M., Tesfaselassie, M.F. (Haziran 2004). *Central Bank Communication and Output Stabilization*. Erişim: Şubat 2005, Centre for Economic Policy Research, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP4408.asp>
- Evans, G.W., Honkapohja, S. (Temmuz 2003). *Adaptive Learning and Monetary Policy Design*. Erişim: Şubat 2005, Centre for Economic Policy Research, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3962.asp>
- Faust, J., Svensson, L.E.O. (Mayıs 2002). The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34, 2, 520-39.
- Ferguson, R.W. (2002). *Why Central Banks Should Talk*. Erişim: Eylül 2004, Federal Reserve Board of Governors, <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20020108/default.htm>.

- Fracasso, A., Genberg, H., Wyplosz, C. (2003). How Do Central Banks Write?. International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research.
- Fratzscher, M. (Mayıs 2004). *Communication and Exchange Rate Policy*. Erişim: Haziran 2005, European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp363.pdf>
- Garfinkel, M.R., Oh, S. (1995). When and How Much to Talk: Credibility and Flexibility in Monetary Policy with Private Information. *Journal of Monetary Economics*, 35, 341-57.
- Gaspar, V., Quiros, G.P., Sicilia, J. (Temmuz 2001). *The ECB Monetary Policy Strategy and The Money Market*. Erişim: Aralık 2004, European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp69.pdf>
- Geraats, P.M. (Temmuz 2002). *Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts*. Erişim: Nisan 2004, University of Cambridge, <http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/geraats/whytp.pdf>
- Gersbach, H. (2003). On the Negative Social Value of Central Banks' Knowledge Transparency. *Economics of Governance*, 4, 91-102.
- Goodhart, C. (1999). Central Bankers and Uncertainty. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 39,1, 102-121.
- Gravelle, T., Moessner, R. (Nisan 2001). *Reactions of Canadian Interest Rates to Macroeconomic Announcements: Implications for Monetary Policy Transparency*. Erişim: Aralık 2004, Bank of Canada, <http://www.banqueducanada.ca/publications/working.papers/2001/wp01-5.pdf>
- Grüner, H.P. (Şubat 2002). *How Much Should Central Banks Talk? A New Argument*. Erişim: Kasım 2004, Centre for Economic Policy Research, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3194.asp>
- Haan, J., Amtenbrink, F. (Nisan 2003). A Non-transparent European Central Bank? Who is to Blame?. *The Money, Macro and Finance Conference on Monetary Policy Transparency, 10 Mayıs 2002*, Bank of England.
- Hahn, V. (2002). Transparency in Monetary Policy: A Survey. *Ifo Studien*, 48, 3, 429-55.
- Haldane, A.G., Read, V. (2000). *Monetary Policy Surprises and The Yield Curve*. Erişim: Şubat 2005, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/workingpapers/wp106.pdf>

- Hoeberichts, M. (Nisan 2003). *Central Bank Communication and Interest Rate Rules*. Erişim: şubat 2005, De Nederlandsche Bank NV, http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/wo0729_tcm13-35908.pdf
- International Monetary Fund. (1999). Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. Erişim: Haziran 2005, <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/>
- Issing, O. (Eylül 1999). The Eurosystem: Transparent and Accountable or Willem in Eurolland. *Journal of Common Market Studies*, 37, 3, 503-19.
- Issing, O. (Ekim 2001). The Euro Area and The Single Monetary Policy. *International Journal of Finance and Economics*, 6, 277-288.
- Issing, O. (Mart/Nisan 2005). Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87, 2, 65-83.
- Jenkins, P. (2001). Communicating Canadian Monetary Policy: Towards Greater Transparency. *BIS Review*, 46, 1-5.
- Jensen, H. (Ocak 2001). *Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking*. Erişim: şubat 2005, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2001/200104dkp.pdf>
- Kara, A. H. ve Küçük, H.T. (Ağustos 2005). *Some Evidence on the (Ir)rationality of Inflation Expectations in Turkey*. Erişim: Ağustos 2005, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0512ENG.pdf>
- Kesriyeli, M. (1997). *1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*. Erişim: Nisan 2005, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/mehtap.pdf>
- King, M. (1997). Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice. *Journal of Monetary Economics*, 39, 81-97.
- Kohn, D.L., Sack, B.P. (Ağustos 2003). *Central Bank Talk: Does It Matter and Why?*. Erişim: Haziran 2005, Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200355/200355pap.pdf>

- Kuttner, K. N. (Şubat 2000). *Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market*. Erişim: Şubat 2005, Federal Reserve Bank of New York, http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr99.pdf
- Kuttner, K., Posen, A.S. (1999). *Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior*. Erişim: Ocak 2005, Institute for International Economics, <http://www.iie.com/publications/wp/1999/99-10.pdf>
- Kydland, F.E., Prescott, E.C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, 3, 473-91.
- Lasaosa, A. (2005). Learning the Rules of the New Game? *Comparing the Reactions in Financial Markets to Announcements Before and After the Bank of England's Operational Independence*. Erişim: Mart 2005, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp255.pdf>
- Lucas, R.E. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46.
- Mahadeva, L., Sterne, G. (Ed.). (2000). Monetary Policy Frameworks in a Global Context. London: Routledge.
- Mishkin, F.S. (2001). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Amerika Birleşik Devletleri: Addison Wesley.
- Mishkin, F.S. (Temmuz 2004). Can Central Bank Transparency Go Too Far?. *The Future of Inflation Targeting Conference, 9-10 Ağustos 2004*, Reserve Bank of Australia, Sydney.
- Moser-Boehm, P. (Mayıs 2005). Governance Aspects of Foreign Exchange Interventions. Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications. Basel: Bank for International Settlements, 19-39.
- Mussa, M. (1981). The Role of Official Intervention. New York: The Group of Thirty.
- Muth, J. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, 29, 315-35.
- Orphanides, A., Williams, J.C. (Temmuz 2003). *Imperfect Knowledge, Inflation Expectations, and Monetary Policy*. Erişim: Ocak 2005, National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w9884>.

- Orphanides, A., Williams, J.C. (Nisan 2004). *The Decline of Activist Stabilization Policy: Natural Rate Misperceptions, Learning, and Expectations*. Erişim: Mart 2005, European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp337.pdf>
- Para Politikası ile İlgili Metinler. Para Politikası Raporları.* (2005). Erişim: 13 Haziran 2005, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm
- Pianalto, S. (Nisan 2005). *Expectations, Communications, and Monetary Policy*. Erişim: Temmuz 2005, Federal Reserve Bank of Cleveland, <http://www.clevelandfed.org/Research/Com2005/0415.pdf>
- Poole, W. (Kasım/Aralık 2003). Fed Transparency: How, Not Whether. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85, 6, 1-8.
- Poole, W. (2005). *How Should the Fed Communicate?*. Erişim: Nisan 2005, The Federal Reserve Bank of St. Louis, http://www.stlouis.org/news/speeches/2005/4_02_05.htm
- Poole, W., Rasche, R.H. (Aralık 2000). *Perfecting the Market's Knowledge of Monetary Policy*. Erişim: Aralık 2004, Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://research.stlouisfed.org/wp/2000/2000-010.pdf>.
- Reserve Bank of India. (2004). Report on Currency and Finance 2003-04. Mumbai.
- Rossi, M., Rebucci, A. (Kasım 2004). *Measuring Disinflation Credibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey*. Erişim: Ocak 2005. International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04208.pdf>
- Serdengeçti, S. (Şubat 2003). Bağımsızlık. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/bagimsizlik.php>
- Serdengeçti, S. (Eylül 2004). Düşen Enflasyon. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/sunumsubat2005.php>
- Serdengeçti, S. (Şubat 2005). Merkez Bankası Bağımsızlığı. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/sunumsubat2005.php>
- Siklos, P.L., Bohl, M.T. (Mart 2004). *Do Words Speak Louder Than Actions? The Conduct of Monetary Policy at the Bundesbank*. Erişim: Şubat 2005, <http://viadrina.eu-frankfurt-o.de/~w3fwkmt/papers/Siklos-Bohl-Words.pdf>

- Swanson, E.T. (Şubat 2004). *Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecast of Short-Term Interest Rates*. Erişim: Şubat 2005, Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200406/200406pap.pdf>
- Taylor, J. (1982). The Role of Expectations in the Choice of Monetary Policy. Monetary Policy Issues in 1980s. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 47-76.
- Tekeli, İ. ve İlkin, S. (1997). Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Waller, S., Haan, J. (Mayıs 2004). *Credibility and Transparency of Central Banks: New Results Based on IFO's World Economic Survey*. Erişim: Kasım 2004, CESifo, http://www.cesifo.de/pls/guestci/download/CESifo%20Working%20Papers%202004/CESifo%20Working%20Papers%20May%202004/cesifo1_wp1199.pdf
- Walsh, C.E. (1999). Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives. *Economica*, 66, 255-69.
- Wilhelmsen, B-R., Zaghini, A. (Eylül 2005). *Monetary Policy Predictability in the Euro Area: An International Comparison*. Erişim: Temmuz 2005, Norges Bank Economics Department, <http://www.norges-bank.no/publikasjoner/arbeidsnotater/pdf/arb-2005-07.pdf>
- Winkler, B. (2002). Which Kind of Transparency? On the Need for Effective Communication in Monetary Policy-Making. *Ifo Studien*, 48, 3, 401-27.
- Woodford, M. (Aralık 2001). *Monetary Policy in the Information Economy*. Erişim: Şubat 2005, National Bureau of Economic Research, <http://nber.org/papers/w8674>.

EKLER

BAZI MERKEZ BANKALARININ POLİTİKA KARARLARININ İLETİŞİMİ

MERKEZ BANKALARI / ÜLKELER	ECB	ÇEK CUM.	NORVEÇ	POLONYA
<u>POLİTİKA KARARLARININ İLK AŞAMADA İLETİŞİMİ</u>				
Politika kararının duyurulması				
<i>Basın duyurusu</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Yılda kaç kere yapılıyor?</i>	12	12	9	12
<i>Her toplantı sonrası mı yapılıyor?</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
Politika kararının açıklanması - Basın Duyurusu				
<i>Karıdan daha fazla bilgi mi içeriyor?</i>	Hayır	Hayır	Evet	Hayır
<i>Sayfa sayısı</i>	Hayır	Hayır	3	Hayır
Politika kararının açıklanması - Basın Konferansı				
<i>Basın konferansı ne zaman yapılıyor?</i>				
<i>Yılda kaç kere yapılıyor?</i>	11	12	9	12
<i>Her toplantı sonrası mı yapılıyor?</i>	Evet (Ağustos ayı hariç)	Evet	Evet	Evet
<i>Ne zamandan beri yapılıyor?</i>	1998 Aralık	2000	1999 Haziran	2001 Ocak
<i>Duyurudan sonraki gecikme süresi</i>	45 dakika	2-3 saat	45 dakika	2-4 saat
<i>Tüm basın konferanslarındaki uygulama nasıl?</i>				
<i>Kullanılan destek:</i>				
<i>Basın</i>	"Giriş değerlendirmesi"	Grafiklerle sunum	Basın duyurusunun özeti ve grafiklerle sunum	"Para Politikası Kurulu toplantısından bilgiler" ile grafik ve tablolarla sunum
<i>Uzunluk</i>	3 sayfa	5-10 yansı	5 yansı (daha fazlası internette)	2-3 sayfa ve 20 yansı civarında
<i>Yayımlanıyor mu?</i>	Evet	Hayır	Evet	Evet (sadece değerlendirme, yansılar değil)

BAZI MERKEZ BANKALARININ POLİTİKA KARARLARININ İLETİŞİMİ

MERKEZ BANKALARI / ÜLKELER	İNGİLTERE	AVUSTRALYA	KANADA	JAPONYA
----------------------------	-----------	------------	--------	---------

POLİTİKA KARARLARININ İLK AŞAMADA İLETİŞİMİ

Politika kararının duyurulması

<i>Basın duyurusu</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Yılda kaç kere yapılıyor?</i>	12	11	8	15-19
<i>Her toplantı sonrası mı yapılıyor?</i>	Evet	Evet	Evet ¹	Evet

Politika kararının açıklanması - Basın Duyurusu

<i>Karardan daha fazla bilgi mi içeriyor?</i>	Evet (fakat para politikası kurulunun isteğine bağlı olarak)	Evet (fakat sadece oranlar değiştiği zaman)	Evet	Evet
<i>Sayfa sayısı</i>	1/4	1	1/2-1	1/2 ²

Politika kararının açıklanması - Basın Konferansı

<i>Basın konferansı ne zaman yapılıyor?</i>				
<i>Yılda kaç kere yapılıyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	16 (2004 yılında)
<i>Her toplantı sonrası mı yapılıyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Evet
<i>Ne zamandan beri yapılıyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	2003 Ekim
<i>Duyurudan sonraki gecikme süresi</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Birkaç saat
<i>Tüm basın konferanslarındaki uygulama nasıl?</i>				
<i>Kullanılan destek:</i>				
<i>Basın</i>	Hayır	Hayır	Hayır	"Aylık Ekonomik ve Finansal Gelişmeler" raporunun "Banka'nın Görüşü" bölümü (ayın ilk toplantısından sonra)
<i>Uzunluk</i>	Hayır	Hayır	Hayır	2 sayfa
<i>Yayımlanıyor mu?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Evet

BAZI MERKEZ BANKALARININ POLİTİKA KARARLARININ İLETİŞİMİ

MERKEZ BANKALARI / ÜLKELER	İSVEÇ	İSVİÇRE	Y. ZELANDA	ABD
----------------------------	-------	---------	------------	-----

POLİTİKA KARARLARININ İLK AŞAMADA İLETİŞİMİ

Politika kararının duyurulması

<i>Basın duyurusu</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Yılda kaç kere yapılıyor?</i>	8	4	8	8
<i>Her toplantı sonrası mı yapılıyor?</i>	Evet	Evet ¹	Evet ¹	Evet

Politika kararının açıklanması - Basın Duyurusu

<i>Karardan daha fazla bilgi mi içeriyor?</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Sayfa sayısı</i>	1 1/2	3 ²	1/2-1	1/2

Politika kararının açıklanması - Basın Konferansı

<i>Basın konferansı ne zaman yapılıyor?</i>				
<i>Yılda kaç kere yapılıyor?</i>	3 ayda bir ve oranlar değiştiği zaman	6 ayda bir	3 ayda bir	Hayır
<i>Her toplantı sonrası mı yapılıyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır
<i>Ne zamandan beri yapılıyor?</i>	1990'ların başları	1974	1999'un sonları	Hayır
<i>Duyurudan sonraki gecikme süresi</i>	90 dakika veya 4 saat ³	Hayır	Hayır	Hayır

Tüm basın konferanslarındaki uygulama nasıl?

Kullanılan destek:

<i>Basın</i>	Yansılarla sunum	"Giriş değerlendirmesi" (introductory remarks)	"Para Politikası Değerlendirmesi" (rapor)'nin 1. Bölümü ("Politika Değerlendirmesi") ⁴	Hayır
<i>Uzunluk</i>	Ortalama 10 yansı	3 sayfa	1/2-1 sayfa ve rapor	Hayır
<i>Yayımlanıyor mu?</i>	Evet	Evet	Evet	Hayır

BAZI MERKEZ BANKALARININ POLİTİKA KARARLARININ İLETİŞİMİ (devam)

MERKEZ BANKALARI / ÜLKELER	ECB	ÇEK CUM.	NORVEÇ	POLONYA
<i>Soru-Cevap:</i>				
<i>Soru-cevap bölümü var mı?</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Deşifresi yayımlanıyor mu?</i>	Evet	Hayır	Hayır	Hayır
<i>Hangi biçimde yayımlanıyor?</i>	İnternet	Hayır	Hayır	Hayır
<i>Basın konferanslarının yayımlanması:</i>				
<i>Basın konferansı TV'den yayınlanıyor mu?</i>	Evet, canlı	Hayır	Evet, canlı	Evet, ama her zaman değil
<i>Hangi biçimde yayınlanıyor?</i>	Bloomberg TV	Hayır	İnternet	TVNZ
<i>Bazı basın konferanslarında kullanılan destek:</i>				
<i>Belgeler</i>	Tahminlere ilişkin bölüm		"Enflasyon Raporu"	
<i>Sıklık</i>	3 ayda bir		Yılda 3 kere	
<i>Sayfa sayısı</i>	5		70	
<i>Ne zaman hazır oluyor?</i>	Konferansın sonunda		Karar duyurulduğu zaman	
<u>POLİTİKA KARARLARININ SONRAKİ AŞAMADA İLETİŞİMİ (KONUŞMALAR HARİCİ)</u>				
Özetler				
<i>Özetler yayımlanıyor mu?</i>	Hayır	Evet	Hayır	Hayır
<i>Sayfa sayısı</i>	Hayır	1-2	Hayır	Hayır
<i>Gecikme</i>	Hayır	12 gün	Hayır	Hayır
Diğer yayınlar				
<i>Yayın ya da basın</i>	"Aylık Bülten"	"Enflasyon Raporu"		"Enflasyon Raporu"
<i>Her toplantıdan sonra mı?</i>	Evet	Hayır, 3 ayda bir		Hayır, yılda 4 kere
<i>Zamanlaması</i>	1 hafta sonra	1 hafta sonra		1 hafta sonra

BAZI MERKEZ BANKALARININ POLİTİKA KARARLARININ İLETİŞİMİ (devam)

MERKEZ BANKALARI / ÜLKELER	İNGİLTERE	AVUSTRALYA	KANADA	JAPONYA
<i>Soru-Cevap:</i>				
<i>Soru-cevap bölümü var mı?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Evet
<i>Deşifresi yayımlanıyor mu?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır ⁵
<i>Hangi biçimde yayımlanıyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır ⁵
<i>Basın konferanslarının yayımlanması:</i>				
<i>Basın konferansı TV'den yayınlanıyor mu?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Evet, konferansın hemen ardından
<i>Hangi biçimde yayınlanıyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Bloomberg TV
<i>Bazı basın konferanslarında kullanılan destek:</i>				
<i>Belgeler</i>	Hayır	Hayır	Hayır	"Ekonomik Aktivite ve Fiyatların Görünümü" raporunun "Banka'nın Görüşü" bölümü
<i>Sıklık</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Yılda 2 kere
<i>Sayfa sayısı</i>	Hayır	Hayır	Hayır	3-4
<i>Ne zaman hazır oluyor?</i>	Hayır	Hayır	Hayır	Basın konferansı başlamadan önce
<u>POLİTİKA KARARLARININ SONRAKİ AŞAMADA İLETİŞİMİ (KONUŞMALAR HARİCİ)</u>				
Özetler				
<i>Özetler yayımlanıyor mu?</i>	Evet	Hayır	Hayır	Evet
<i>Sayfa sayısı</i>	20	Hayır	Hayır	15-30
<i>Gecikme</i>	13 gün	Hayır	Hayır	4-6 hafta
Diğer yayınlar				
<i>Yayın ya da basın</i>	"Enflasyon Raporu" basın konferansı	ve "Para Politikası Değerlendirmesi" (rapor)	"Para Politikası Raporu "	"Ekonomik ve Finansal Gelişmeler Aylık Raporu" b) Ekonomik Aktivite ve Fiyatların Görünümü"
<i>Her toplantıdan sonra mı?</i>	Evet	Hayır, 3 ayda bir	Hayır, yılda iki kere ve iki kere güncelleme	a) Hayır, aylık b) Yılda iki kere (Nisan ve Ekim aylarındaki ikinci toplantılar için)
<i>Zamanlaması</i>	6 gün sonra	Toplantılar arasında	Duyurudan 2 gün sonra	1 işgünü sonra a) ayın ilk toplantısı veya b) yılda iki kere ayın ikinci toplantısı

BAZI MERKEZ BANKALARININ POLİTİKA KARARLARININ İLETİŞİMİ (devam)

MERKEZ BANKALARI / ÜLKELER	İSVEÇ	İSVİÇRE	Y. ZELANDA	ABD
----------------------------	-------	---------	------------	-----

Soru-Cevap:

Soru-cevap bölümü var mı?

Evet

Evet

Evet

Hayır

Deşifresi yayımlanıyor mu?

Hayır

Hayır

Hayır

Hayır

Hangi biçimde yayımlanıyor?

Hayır

Hayır

Hayır

Hayır

Basın konferanslarının yayımlanması:

Basın konferansı TV'den yayınlanıyor mu?

Evet, canlı

Evet, bazen canlı

Evet, canlı

Hayır

Hangi biçimde yayınlanıyor?

İnternet

Bloomberg TV

Telesky TV

Hayır

Bazı basın konferanslarında kullanılan destek:

Belgeler

"Enflasyon Raporu"

"Enflasyon Raporu"

Hayır

Sıklık

3 ayda bir

Hayır

Sayfa sayısı

60

Hayır

Ne zaman hazır oluyor?

Karar duyurulduğu zaman

Hayır

POLİTİKA KARARLARININ SONRAKİ AŞAMADA İLETİŞİMİ (KONUŞMALAR HARİÇ)

Özetler

Özetler yayımlanıyor mu?

Evet

Hayır

Hayır

Evet

Sayfa sayısı

5-9

Hayır

Hayır

7-10

Gecikme

2 hafta

Hayır

Hayır

5-8 hafta

Diğer yayınlar

Yayın ya da basın

"3 Aylık Bülten"

Kongre'ye rapor ⁶

Her toplantıdan sonra mı?

Evet

Hayır, yılda iki kere

Zamanlaması

Yaklaşık 5 hafta sonra

NOT: Tablo, aksi belirtilmediği takdirde tarihleri önceden belirlenen para politikası toplantılarını değerlendirmiştir.

Belgelerin sıklığı ve uzunluğu (ECB'nin Giriş Değerlendirmesi'ndeki benzer sayfalar doğrultusunda) yaklaşık olarak verilmiştir.

Belgelerin rapor olması durumunda karşılaştırılması kolay olmadığı için uzunlukları belirtilmemiştir.

Ülke Notları:

¹ İsviçre, Kanada ve Yeni Zelanda örneklerinde toplantı tarihleri yerine politika kararının duyurulma tarihleri önceden bildirilmektedir.

² İsviçre: 6 ayda bir yapılan toplantılar için yarım sayfalık bir duyuru ile basın konferansında ayrıntılı açıklama yapılmakta; diğer iki toplantı için 3 sayfalık bir duyuru yapılmaktadır. Japonya: Politika değişikliğine gidilmediği zaman yarım sayfalık, aksi takdirde daha uzun bir duyuru yapılmaktadır.

³ İsveç: Yılda iki kere Başkan Riskdag Finans Komitesi'nin huzuruna çıkmaktadır. Bu zamanlarda basın duyurusu saat 9.00'da, basın toplantısı saat 13.00'de yapılmaktadır.

⁴ Yeni Zelanda: Yıl boyunca yapılan 8 faiz oranı kararından dördünde yayımlanmıştır.

⁵ Japonya: Konferans tutanakları ertesi gün internette yayımlanmaktadır.

⁶ ABD: ABD Merkez Bankası, yılda iki kere Kongre'ye yapılan para politikası raporu da dahil olmak üzere, para politikası kararlarına dair temel bilgiler içeren bir dizi rapor yayımlamaktadır.

TCMB TEŞKİLAT VE GÖREVLERİ ESAS YÖNETMELİĞİ**İletişim Genel Müdürlüğü³⁸****Görev³⁹****Madde 67-** İletişim Genel Müdürlüğü;

Doğrudan Başkan ve Yönetim Komitesi tarafından verilecek görevleri yapmak, bu çerçevede Banka birimleri arasındaki işbirliğini, çalışma organizasyon ve eşgüdümünü sağlamak,

Banka Meclisi ve Yönetim Komitesi toplantılarının sekreteryaya işlerini yürütmek,

Bankanın temel hedefi olan fiyat istikrarına ulaşmada kamuoyu oluşturmak ve Banka politikalarının doğru algılanmasını sağlamak üzere, doğrudan veya medya aracılığı ile para politikasını destekleyici halkla ilişkiler faaliyetleri yürütmek,

Bankanın medya ile ilişkilerini, Bankanın itibarı ve güvenilirliğini sarsmayacak biçimde ve eşitlik ilkesi doğrultusunda yürütmek,

Banka yönetimince oluşturulan politikaları Banka teşkilatına ve kamuoyuna tek elden duyurmak, Banka'nın Basın Sözcülüğü görevini, Bankanın kurumsal hedefleri ve kimliği açısından şeffaflık, iletişimde netlik, doğruluk ve dürüstlük temel ilkeleri çerçevesinde, temel hedef olan fiyat istikrarına ulaşmada toplumun desteğinin sağlanması amacıyla yönelik olarak yerine getirmek, Banka'nın iç ve dış iletişim ve bilgi sunumu işlerini yürütmek,

³⁸ 10 Ekim 2002 tarih ve 8339/17938 sayılı Banka Meclisi Kararı ile değiştirilen şeklidir.

³⁹ 19 Temmuz 2005 tarih ve 8661/18260 sayılı Banka Meclisi Kararları ile değiştirilmiş ve Bankamızın intranet ortamında yayımlandığı 29 Temmuz 2005 tarihinden geçerli olmak üzere yürürlüğe konulmuştur.

Ulusal ve uluslararası medyayı izlemek ve gelişmeler konusunda Banka yönetimini bilgilendirmenin yanı sıra, basın ve kamuoyu ilişkilerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar yapmak,

Banka politikalarına katkı sağlamak amacıyla Türkçe ve yabancı dillerde hazırlanan çalışmaların çevirilerini yapmak ve gerektiğinde yaptırmak,

Bankanın dokümantasyon hizmetlerini yürütmek,

Banka Hissedarlar Genel Kurul Toplantısı'nın yapılması ile ilgili işleri yürütmek,

ile görevlidir.

Teşkilat⁴⁰

Madde 68- İletişim Genel Müdürlüğü; Genel Müdür, Genel Müdür Yardımcıları ile aşağıdaki Müdürlüklerden oluşur:

- 1- Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü
- 2- Banka Meclisi ve Denetleme Kurulu Hizmetleri Müdürlüğü⁴¹
- 3- Çeviri Müdürlüğü
- 4- Haberleşme Müdürlüğü
- 5- Özel Kalem Müdürlüğü

Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü

Madde 69- Kamuoyu ile İlişkiler Müdürlüğü;

⁴⁰ 15 Mart 2001-8086/17685, 12 Eylül 2001-8166/17765 tarih ve sayılı Banka Meclisi Kararları ile değiştirilen şeklidir.

⁴¹ 19 Temmuz 2005 tarih ve 8661/18260 sayılı Banka Meclisi Kararları ile değiştirilmiş ve Bankamızın intranet ortamında yayımlandığı 29 Temmuz 2005 tarihinden geçerli olmak üzere yürürlüğe konulmuştur.

Konuşma ve görüş bildiren metinlerin hazırlanması ve benzeri hizmetleri, gerektiğinde Banka'nın diğer birimleriyle işbirliği içinde yerine getirmek,

Banka'nın basın sözcüsüne tüm altyapı desteğini sağlamak,

Basın ve kamuoyu ilişkilerinin kurumsal altyapısını oluşturmak ve bu faaliyetleri belirlenen kriterler çerçevesinde yürütmek,

Başkanlığın kamuoyu ve medya ilişkilerini organize etmek ve bu alandaki faaliyetlerin daha etkin bir biçimde gerçekleştirilmesine yönelik çalışmalar yapmak,

Banka'da gerçekleştirilen teknik yeniliklerin, piyasaya çıkartılacak yeni banknotların, piyasalarda oluşan gelişme ve olası beklentiler karşısında oluşturulacak Banka politikalarının, genel ekonomik konu ve gelişmelerle ilgili Banka görüşlerinin, para politikaları ve para programı ve özellikle para piyasalarında oluşan gelişmelerin, sektör açısından konjonktürel olarak ortaya çıkabilecek ve kamuoyunda yanlışlığa mahal verebileceği düşünülen konularda Banka görüşlerinin ilgili sektörler ve özellikle basın mensupları tarafından doğru ve Banka'nın kamuoyundaki itibarını sarsmayacak şekilde algılanması yolunda çalışmaları ilgili birimlerle eşgüdüm içinde yapmak,

Banka-kamuoyu ilişkilerini Banka'ya yaraşır üslup ve bir düzen içerisinde yürütmek,

İç ve dış basını izleyerek oluşturduğu bültenleri günlük olarak Banka yönetiminin bilgisine sunmak,

Banka'nın yapısı ve genel anlamda işlevlerine ilişkin bilgi taleplerini karşılamak, kamuoyunu aydınlatıcı broşür, kitap, dergi ve benzeri araçları hazırlayarak kullanıma sunmak, gerekli hallerde kamuoyu yoklamaları yapmak, bilgilendirme toplantıları ve seminerler düzenlemek,

Toplum yararına faaliyette bulunan dernek ve benzeri örgütler ile bireylerin çeşitli destek ve yardım taleplerini incelemek ve mevcut idari düzenlemelere göre sonuçlandırmak veya ilgili karar organlarınca sonuçlandırılmasını sağlamak,

Bankanın internet sitesi üzerinde gerekli düzenlemeleri yapmak,

Başkanlıkça Ankara dışındaki illerde yapılacak toplantıları ilgili birimlerle işbirliği içerisinde düzenlemek,

Banka çalışanlarının verimini artırmaya yönelik olarak, Banka politikalarını anlatmak üzere bilgilendirme toplantıları ve konferanslar organize etmek ve Başkanlığın çalışanlarla olan ilişkilerini düzenlemek üzere program hazırlamak ve uygulamak,

ile görevlidir.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI İLETİŞİM POLİTİKASI ARAÇLARI (2005)

ARAÇLAR	BİÇİM	KANALLAR	ZAMANLAMA	SIKLIK	DETAY	İÇERİK	HEDEF KİTLE
Para politikası kararlarının açıklanması							
<i>Basın duyuruları</i>	Yazılı	İnternet sayfası	PPK toplantısının ertesi günü	Düzenli olarak	Sadece karar	Kararın açıklanmasının ardından kararın gerekçesi niteliğindeki "Enflasyon ve Görünüm" raporu	Genel kamuoyu, basın ve piyasalar
Para politikası ve ekonomik gelişmelere dair ek bilgiler							
<i>Konuşmalar</i>	Sözlü	Doğrudan iletişim; TV, basın haberleri (çoğunlukla internet sayfası ve basılı kopya)			Yoğun	Temel para politikası konuları (strateji, kararlar), özel konular, ekonomi politikasına dair mevcut sorunlar (maliye politikası, yapısal sorunlar), bölgesel konular vb.	Özel
<i>Yayınlar (Sürelili yayınlar, raporlar, istatistiki veriler, anketler, bültenler)</i>	Yazılı	İnternet sayfası/ basılı kopya		Düzenli olarak	Yoğun	Para politikası konularının analizi, mevcut ekonomik ortamın değerlendirilmesi, özel konular vb.	Genel kamuoyu, basın ve piyasalar
<i>Araştırmalar</i>	Yazılı	İnternet sayfası/ basılı kopya			Uzmanlık gerektiren, bazen oldukça karmaşık	Uzmanlık alanları, akademik bir çerçeveden para politikası çalışmaları	Akademisyenler, kamuoyundan ilgilenenler
<i>İnternet sayfası</i>		İnternet	Sürekli	Düzenli olarak	Yoğun	TCMB hakkında genel bilgiler, Başkan'ın konuşmaları, işçi döviz hesapları, mevzuat, para politikası ile ilgili metinler, istatistiki veriler, sürelili yayınlar, araştırmalar ve uzmanlık tezleri, kitaplar, konferanslar, ödeme sistemleri, kütüphane	Genel kamuoyu, basın ve piyasalar

ARAÇLAR	BİÇİM	KANALLAR	ZAMANLAMA	SIKLIK	DETAY	İÇERİK	HEDEF KİTLE
<i>Basın toplantıları</i>	Sözlü	TV, basın haberleri			Özet - Yoğun	Para politikasının resmi olarak açıklanması (düzenli olarak her yıl), yeni uygulamalar hakkında bilgilendirme, TCMB ve politikaları hakkında yanlış kanı veya tereddütlerin giderilmesi	Genel kamuoyu, basın ve piyasalar
<i>Röportajlar</i>	Sözlü/yazılı	TV, radyo ve/veya yazılı basın			Özet - Yoğun	Temel para politikası konuları (strateji, kararlar), özel konular, ekonomi politikasına dair mevcut sorunlar (maliye politikası, yapısal sorunlar), bölgesel konular vb.	Ulusal veya yerel kamuoyu, basın, piyasalar
<i>Basını bilgilendirme toplantıları</i>	Sözlü	TCMB yetkililerinin gazetecilerle karşılıklı görüşmesi			Yoğun	Para politikasını daha anlaşılabilir yapmak için TCMB'nin değerlendirmeleri, görüşleri ve tepkilerinin açıklanması	Basın mensupları
<i>Konferanslar</i>	Sözlü/yazılı	Doğrudan katılım ve açık iletişim, bazen basına açık, ardından internet sayfası/ basılı kopya			Özet - Yoğun	Basit sunumlardan temel para politikası konularının detaylı açıklanmasına kadar değişen arada	Öğrenciler, üst düzey yöneticiler, kamuoyundan ilgilenenler
<i>Sunumlar/ziyaretçi grupları</i>	Sözlü	Doğrudan iletişim			Özet - Yoğun	Basit sunumlardan temel para politikası konularının detaylı açıklanmasına kadar değişen arada	Çocuklar, gençler, öğretmenler, öğrenciler, kamuoyundan ilgilenenler
<i>Broşürler</i>	Yazılı	İnternet sayfası/ basılı kopya			Özet - Yoğun	Basit sunumlardan temel para politikası konularının detaylı açıklanmasına kadar değişen arada	Çocuklar, gençler, öğretmenler, öğrenciler, kamuoyundan ilgilenenler

Kaynak: Issing (2005)'ten uyarlanmıştır.

TCMB'NİN DÖVİZ PİYASALARINA MÜDAHALESİNE İLİŞKİN BİR KARİKATÜR



Kaynak: Penguen Haftalık Mizah Dergisi – Bahadır Baruter ve Fatih Solmaz

MERKEZ BANKALARININ ŞEFFAFLIĞININ ÖLÇÜLME YÖNTEMİ

Eijffinger and Geraats (2003) tarafından oluşturulan merkez bankası şeffaflık endeksi, aşağıda yer alan 15 soruya verilen cevapların sayısallaştırılarak (en az=0, en çok= 15) sonuçların toplanması ile oluşturulmuştur.

1. Politik Şeffaflık (resmi hedefler, sayısal hedefler, kurumsal düzenlemeler)

Politik şeffaflık, politika hedeflerinin açık olması anlamına gelmektedir ki bu da, hedeflerin resmi bir şekilde açıklanmasını içermektedir. Politik şeffaflık, birden fazla hedef olması durumunda bunun açıkça öncelik sırasına konulmuş olmasını, temel hedef(ler)in sayısallaştırılmasını ve açık kurumsal düzenlemeleri içermektedir.

(a) Para politikası hedefleri resmi bir şekilde ve birden fazla hedef olması durumunda açıkça öncelik sırasına konulmuş bir şekilde açıklanıyor mu?

Resmi bir hedef(ler) açıklanmıyor = 0

Birden fazla hedef öncelik sırasına konulmadan açıklanıyor = 1/2

Tek bir hedef veya birden fazla hedef öncelik sırasına konularak açıklanıyor = 1

(b) Temel hedef(ler) sayısallaştırılıyor mu?

Hayır = 0

Evet = 1

(c) Para otoriteleri ile hükümet arasında açık bir anlaşma veya açık bir kurumsal düzenleme var mı?

Anlaşma veya kurumsal bir düzenleme yok = 0

Açık bir araç bağımsızlığı veya bir anlaşma yok = 1/2

Açık bir araç bağımsızlığı veya bir anlaşma var = 1

2. Ekonomik Şeffaflık (ekonomik veri, politika modelleri, merkez bankalarının içsel tahminleri)

Ekonomik şeffaflık, para politikası için kullanılan ekonomik bilgilere odaklanmaktadır. Bu, ekonomik verileri, merkez bankasının tahminlerinde kullandığı veya kararlarının etkilerini değerlendirmek için kullandığı modeli ve kendi içsel tahminlerini (model bazında veya yargısal) içermektedir.

(a) Para politikası uygulamasına ilişkin temel ekonomik verilere kamuoyunca ulaşılabilir mi?

Temel alınan veriler: Para arzı, enflasyon, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, işsizlik oranı ve kapasite kullanım oranıdır.

Üçer aylık dönemler itibarıyla beş değişkenden en fazla iki tanesinin zaman serisine ulaşılabilir = 0

Üçer aylık dönemler itibarıyla beş değişkenden üç veya dört tanesinin zaman serisine ulaşılabilir = $\frac{1}{2}$

Üçer aylık dönemler itibarıyla beş değişkenin hepsinin zaman serisine ulaşılabilir = 1

(b) Merkez bankası politika analizi için kullandığı resmi makroekonomik model(ler)i açıklıyor mu?

Hayır = 0

Evet = 1

(c) Merkez bankası kendi içsel makroekonomik tahminlerini düzenli olarak yayımlıyor mu?

Merkez bankası enflasyon ve büyümeye ilişkin sayısal tahminlerini yayımlamıyor = 0

Merkez bankası enflasyon ve/veya büyümeye ilişkin sayısal tahminlerini üçer aylık dönemlerden daha az bir sıklıkta yayımlıyor = $\frac{1}{2}$

Merkez bankası orta vadeli (bir veya iki yıl öncesinden) enflasyon ve büyümeye ilişkin sayısal tahminlerini politika araçlarına ilişkin varsayımlarıyla birlikte (koşullu veya koşulsuz tahminlerini) üçer aylık dönemler itibarıyla yayımlıyor = 1

3. Yöntemsel Şeffaflık (belirgin strateji, toplantı özetleri, oylama kayıtları)

Yöntemsel şeffaflık, para politikası kararlarının alınma şekliyle ilişkilidir. Para politikası çerçevesini tasvir eden açık bir stratejiyi veya açık bir para politikası kuralını, alınan politika kararlarının ve bu politika kararlarının nasıl alındığının açıklanmasını içermektedir.

(a) Merkez bankası para politikası çerçevesini tanımlayan açık bir strateji veya politika kuralı açıklıyor mu?

Hayır = 0

Evet = 1

(b) Merkez bankası makul bir zaman zarfında aldığı kararları geniş bir şekilde (veya karar tek bir kişi tarafından alınıyorsa açıklama şeklinde) açıklıyor mu? (toplantı özetleri)

Hayır, uzun bir gecikmeyle (sekiz haftadan daha uzun bir zaman zarfında) açıklanıyor = 0

Evet, geçmişe ve ileriye yönelik tezler eşliğinde geniş toplantı özetleri (kelimesi kelimesine veya bireysel bazda olmasa da) veya bir açıklama (karar tek bir merkez bankacı tarafından alınıyorsa) şeklinde yayımlanıyor = 1

(c) Merkez bankası aldığı her kararı temel operasyonel aracı veya ulaşılan hedefler çerçevesinde açıklıyor mu? (oylama kayıtları)

Oylama kayıtları açıklanmıyor, veya uzun bir gecikme sonrasında (sekiz haftadan daha uzun bir süre sonra) açıklanıyor = 0

Oylama kayıtları bireysel bazda olmamakla birlikte, açıklanıyor = 1/2

Oylama kayıtları bireysel bazda veya karar tek bir kişi tarafından alınıyorsa o kişi tarafından verilen karar açıklanıyor = 1

4. Politika Şeffaflığı (kararın çabuk duyurulması, kararın açıklamasının yayımlanması, politika eğilimi)

Politika şeffaflığı, politika kararlarının anında / zamanında duyurulması anlamına gelmektedir. Ayrıca, kararın hem açıklamasına hem de politikaların gelecekteki olası eğilimine ilişkin açık ifadeleri içermektedir.

(a) Temel politika aracına veya hedeflere ilişkin kararlar anında / zamanında açıklanıyor mu?

Hayır açıklanmıyor veya uzun bir gecikmeyle açıklanıyor = 0

Evet, en geç uygulanmaya başlandığı gün açıklanıyor = 1

(b) Merkez bankası politika kararını duyururken bir açıklama da yapıyor mu?

Hayır = 0

Evet, politika kararı değiştiği zaman veya sadece yüzeysel = 1/2

Evet, daima ve ileriye yönelik bir değerlendirme eşliğinde = 1

(c) Merkez bankası her toplantı sonrası politika eğilimini veya (en azından üç aylık dönemler itibarıyla) ilerideki olası politikalarına ilişkin niyetini açıkça belirtiyor mu?

Hayır = 0

Evet = 1

5. İşlevsel şeffaflık (kontrol hatası, aktarım mekanizmasındaki aksaklıklar, politika gerçekleştirmelerinin değerlendirilmesi)

İşlevsel şeffaflık, merkez bankasının politika uygulamalarını kapsamaktadır. Operasyonel hedeflere ulaşma çerçevesinde kontrol hatalarının ve tahmin edilemeyen makroekonomik olumsuzlukların para politikası aktarım mekanizması üzerindeki etkisinin tartışılmasını içermektedir. Ayrıca, para politikası hedefleri çerçevesinde gerçekleşen makroekonomik sonuçların değerlendirmesi de bu kapsamda ele alınmaktadır.

(a) Merkez bankası düzenli olarak operasyonel hedeflerinin (eğer varsa) ne dereceye kadar tutturulduğunu değerlendiriyor mu?

Hayır değerlendirmiyor veya çok nadir değerlendiriyor (yıllık bazdan daha uzun bir süre içinde) = 0

Evet, ancak hedeften önemli derecede sapmaları açıklamıyor = $\frac{1}{2}$

Evet, hedeften önemli derecede sapmalar olursa onları da açıklıyor veya operasyonel aracını / hedefini neredeyse tamamen mükemmel bir şekilde kontrol edebiliyor = 1

(b) Merkez bankası para politikası aktarım mekanizmasını etkileyen tahmin edilemeyen makroekonomik olumsuzluklara ilişkin düzenli olarak bilgi veriyor mu?

Hayır vermiyor veya çok nadir veriyor = 0

Evet, ancak sadece kısa vadeli tahminlere veya (en azından üçer aylık dönemler itibarıyla) mevcut makroekonomik gelişmelerin analizine ilişkin bilgi veriyor = $\frac{1}{2}$

Evet, (en azından yıllık bazda) geçmişteki tahmin hatalarına ilişkin bir değerlendirme eşliğinde bilgi veriyor = 1

(c) Merkez bankası makroekonomik hedefleri çerçevesinde politika gerçekleştirmelerine ilişkin düzenli olarak bir değerlendirme veriyor mu?

Hayır vermiyor veya çok nadir veriyor (yıllık bazdan daha uzun bir süre içinde) = 0

Evet, ancak yüzeysel = $\frac{1}{2}$

Evet, hedeflere ulaşmada para politikasının katkısının açıkça değerlendirildiği bir çerçevede veriyor = 1

TCMB FAİZ ORANLARI
(Gecelik, yüzde)

Tarih	Borç Alma	Borç Verme
20.02.2002	57.00	62.00
14.03.2002	54.00	61.00
08.04.2002	51.00	58.00
30.04.2002	48.00	55.00
05.08.2002	46.00	53.00
11.11.2002	44.00	51.00
25.04.2003	41.00	48.00
04.06.2003	38.00	45.00
16.07.2003	35.00	41.00
06.08.2003	32.00	38.00
18.09.2003	29.00	35.00
15.10.2003	26.00	31.00
05.02.2004	24.00	29.00
17.03.2004	22.00	27.00
08.09.2004	20.00	24.00
20.12.2004	18.00	22.00
11.01.2005	17.00	21.00
09.02.2005	16.50	20.50
09.03.2005	15.50	19.50
11.04.2005	15.00	19.00
10.05.2005	14.50	18.50
09.06.2005	14.25	18.25
11.07.2005	14.25	18.25
09.08.2005	14.25	18.25
09.09.2005	14.25	18.25
11.10.2005	14.00	18.00

Kaynak: www.tcmb.gov.tr