

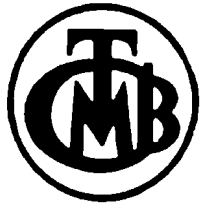
Araştırma ve Para Politikası Genel M¼d¼rl¼ę¼
Çalışma Teblięi No:08/11

**T¼rkiye’de Para Politikasının Aktarımı:
Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi**

Zelal AKTAş
Harun ALP
Refet G¼RKAYNAK
Mehtap KESRİYELİ
Musa Orak

Aralık 2008

T¼rkiye Cumhuriyet Merkez Bankası



TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASININ AKTARIMI: PARA POLİTİKASININ MALİ PİYASALARA ETKİSİ¹

Zelal AKTAŞ^a
Harun ALP^a
Refet GÜRKAYNAK^b
Mehtap KESRİYELİ^a
Musa ORAK^a

^a Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü

^b Bilkent Üniversitesi, İktisat Bölümü

ÖZET

Bu çalışmada, para politikası kararlarının piyasalar tarafından beklenen ve beklenmeyen kısımları ayrıştırılarak, Merkez Bankası’nın faiz kararlarının finansal piyasalardaki görece uzun vadeli faiz oranları ve İMKB-100, İMKB-Mali, döviz kuru, risk primi gibi değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgular, politika faizi değişikliklerinin mali piyasalarda, özellikle tahvil-bono faizleri üzerinde, etkili olduğunu göstermektedir. Öte yandan, hisse senedi fiyatlarının para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermedikleri, döviz kuru tepkisinin ise küçük olduğu bulunmaktadır. Dolayısıyla, para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalının, temel olarak, piyasa faizleri aracılığıyla etkili olduğu ortaya çıkmaktadır.

Aralık 2008

¹ Bu çalışmada sunulan görüşler yazarlara ait olup kurumların resmi görüşü olarak değerlendirilmemelidir. Makaleye katkılarından dolayı Erdem Başçı, Ali Hakan Kara ve makalenin hakemine teşekkür ederiz.

I. Giriş

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, para politikası faiz kararlarının reel ekonomiyi etkileme mekanizmalarının anlaşılması, gerek para politikası yapıcıları, gerekse mali piyasa katılımcıları açısından büyük önem taşımaktadır. 2001 yılında yaşanan finansal krizden sonra, Türkiye ekonomisi genelinde yaşanan yapısal dönüşüm sürecinin parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkilerine ilişkin belirsizliklerin devam ediyor olması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası) açısından, bu konunun araştırılmasına yönelik önemli bir gerekliliği ortaya koymaktadır.²

Bu çalışma, geleneksel aktarım mekanizmasında ilk aşama olması gereken politika faizi kararlarından mali piyasalara aktarımı incelemektedir. Mali piyasalara aktarımın ilk aşama olarak düşünülmesinin temel sebebi; gecelik faizle fonlamanın sadece bankalar tarafından yapılabilmesi, reel ekonominin ise gecelik faiz yerine daha uzun vadeli faizlere, hisse senedi fiyatlarına, döviz kuruna ve risk primine tepki vermesidir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın reel ekonomi üzerinde bir etkisi olabilmesi için, para politikası kararlarının öncelikle ekonomik birimlerin kararlarında rol oynayan piyasa faizlerini ve diğer finansal değişkenleri etkileyebilmesi gerekmektedir.

Para politikasının mali piyasalara etkisini incelemekteki temel zorluk, mali piyasalardaki fiyatlama davranışının beklentilere bağlı olması ve bu nedenle para politikası *sürprizlerini* ölçme gerekliliğinin doğmasıdır. Para politikasına ilişkin beklentilerin

² 2001 öncesi, Türkiye'de krizlerin ve yapısal kırılmaların çok yaşandığı bir dönem olduğu için, 2001 öncesindeki parasal aktarım mekanizmasının varlığı ve işleyişi hakkında kuvvetli bir veri bulunmamaktadır.

arbitraj nedeniyle fiyatlara önceden yansıtılması nedeniyle, mali piyasaların beklenen para politikası gelişmelerine, para politikası değişikliğinin gerçekleştiği anda tepki vermeleri beklenmez. Öte yandan, para politikası kararlarının beklenmeyen (sürpriz olarak algılanan) kısmının ise, kararın açıklanmasının ardından mali piyasa değişkenleri üzerinde bir etkisinin görülmesi beklenmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada, para politikası kararlarının piyasalar tarafından beklenen ve beklenmeyen kısımları ayrıştırılarak, Merkez Bankası'nın faiz kararlarının finansal piyasalardaki görece uzun vadeli faiz oranları ve İMKB-100, İMKB-Mali, döviz kuru (avro ve ABD doları), risk primi (EMBI+ ve EMBI-Türkiye) gibi değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir.

II. Metodoloji ve Veri

Para politikasının menkul kıymet fiyat ve getirileri üzerindeki etkisini ölçmek, nedenselliğin yönünü tesis etmenin güçlüğünden kaynaklanan bir zorluk taşımaktadır. Örneğin, aylık veriyle yapılan bir çalışmada gecelik faiz ile döviz kurunun aynı yönde hareket ettiğinin bulunması, para politikasından döviz kuruna doğru nedensel bir bağ olduğu anlamına gelebileceği gibi, döviz kurundaki yükselmenin para politikasını etkilemiş olması ya da siyasi riskler gibi üçüncü bir unsurun her ikisini birden etkilemiş olması şeklinde de yorumlanabilir. Oysa yüksek frekansta, örneğin günlük veriyle yapılan ölçümlerde, nedenselliğin yönünün para politikasından menkul kıymetlere doğru olduğu daha açık olup, para politikası kararlarının menkul kıymet getirileri üzerindeki etkisinin görülmesi mümkün olabilmektedir. Bu çalışma kapsamında, Türkiye açısından elde edilen en yüksek frekans olarak bir günlük bir pencere kullanılmış ve menkul kıymet getirilerinin faiz kararlarının uygulandığı gün sonundaki kapanış değerleri ile karardan bir önceki günün sonundaki kapanış değerleri karşılaştırılmıştır.

Para politikası beklentileri arbitraj nedeniyle fiyatlara önceden yansıtıldığından, menkul kıymet getirilerindeki değişikliklerin kısa vadeli faiz (para politikası faizi) değişimleri üzerine regresyonundan anlamlı sonuçlar çıkması beklenmemektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası tarafından alınan faiz kararlarının sürpriz ve beklenen kısımlarının bir şekilde ayrıştırılması gerekmektedir. Bu kapsamda yapılan bir analizde, para politikası kararlarının beklenen kısmının menkul kıymet getirileri üzerinde bir etkisi olmaması; kararların sürpriz kısmının ise söz konusu getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi olması beklenmektedir.

Bu argümanın, para politikası kararlarının yalnızca sürpriz kısımlarının etkili olduğu ve beklenen politika değişimlerinin menkul kıymet piyasalarında hiç bir etkisi olmadığı anlamına gelmediği özellikle vurgulanmalıdır. Beklenen para politikasının mali piyasalara etkisi para politikası ilan edildiğinde değil beklenti oluştuğunda ortaya çıkmaktadır.

Merkez Bankası'nın faiz kararlarını sürpriz ve beklenen kısımlarını ayrıştırılmasında, akademik yazında daha önce Kuttner (2001) tarafından ortaya atılan ve Gürkaynak ve diğ. (2007) tarafından etkinliği gösterilen bir yöntem kullanılmıştır. Bu çerçevede, 1 aylık hazine bonusu getirisinin faiz kararlarının uygulamaya konulduğu gün sonu ile karardan bir gün önceki gün sonu arasındaki farkı, faiz kararının "sürpriz" kısmı olarak tanımlanmıştır (Grafik 1).^{3,4} Burada, yukarıda bahsedilen yaklaşımdan yola çıkılarak faiz

³ Gürkaynak ve diğ. (2007), ABD'de para politikası şoklarının ölçülmesinde temel alınabilecek alternatif değişkenleri test etmiş ve bu değişkenlerden biri olan hazine bonolarının, para politikası sürprizlerini tahmin etmekte yansız sonuç verdiğini ortaya koymuştur.

kararının beklenen kısmının halihazırda menkul kıymet getirileri üzerinde etkisini zaten göstermiş olduğu, böylece kararın hemen ardından gözlenen değişimin tamamen kararın sürpriz olarak algılanan kısmından kaynaklandığı düşüncesi sürprizin ölçülmesini mümkün kılmaktadır.

Örneğin, tamamen beklentiler doğrultusunda gerçekleşen bir para politikası kararı bir aylık bono faizini değiştirmemekte, dolayısıyla bu durumda sürpriz sıfır olarak ölçülmekte; beklentilerden düşük bir faiz kararı ise bir aylık faizi, beklenen faiz ile gerçekleşen faizin farkı kadar düşürmekte ve para politikası sürprizi negatif bir büyüklük olarak ölçülmektedir. Burada, para politikasının açıklandığı gün bir aylık bononun risk priminde gözlemlenen değişimlerin para politikasından bağımsız olduğu ve aktörlerin bir sonraki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısından önce (bir ay içinde) bir gecelik faiz değişikliği beklemediği gibi önemli varsayımlarda bulunmaktadır.⁵

Yukarıda bahsi geçen çalışmalarda genellikle ABD verisi için kullanılan para politikası sürprizi hesaplama yöntemi, İnal (2006) tarafından Türkiye için uygulanmıştır. Adı geçen çalışmada 2001–2006 yılları arasındaki dönemdeki para politikası sürprizlerinin bir yıla kadar olan getiri eğrisine etkileri incelenmiş ve politika faizindeki değişimlerin bir yıllık

⁴ Türkiye’de para politikası sürprizlerini ölçmenin bir diğer olası yöntemi de beklenti anketlerini kullanmaktır. Bu yöntemle ölçülen sürprizlerle yapılan analiz, hazine bonusu bazlı sürpriz ölçüsüyle yapılan analize benzer sonuçlar vermiş, ancak anket bazlı sürprizler kullanıldığında 3. bölümde gösterilen regresyonlarda R^2 istatistikleri daha düşük olmuştur. Bu, bir aylık hazine bonusu getirisindeki değişimlerin sürprizleri daha iyi yansıttığına işaret etmektedir. Ayrıca, ankete dayalı sürpriz ölçümünün bu çalışmada kullanılan metodoloji açısından bazı sorunları bulunmaktadır. TCMB beklenti anketleri tarihleri ile para politikası karar tarihleri genelde uyuşmamakta ve bu iki tarih arasında kalan dönemdeki para politikasına ilişkin beklenti değişiklikleri anket kullanılarak tespit edilememektedir.

⁵ Burada yapılan varsayım çok kısa vadeli (bir aylık) bononun risk priminin para politikasına günlük frekansta sistematik tepki vermediğidir. Daha uzun vadeli bonolarda ya da diğer menkul kıymetlerde bu varsayımın tutup tutmadığı bu metodoloji için önemli değildir.

faizi de aynı yönde etkilediği bulunmuştur. Bu çalışmada ise, daha uzun vadeli faizleri de incelemek amacıyla, 24 ay vadeli hazine tahvillerinin olduğu 20 Aralık 2004 - 14 Ağustos 2008 tarihleri arasındaki dönem incelenmiş ve sadece tahvil-bono piyasası değil, İMKB-100, İMKB-Mali, avro, ABD doları, EMBI+ ve EMBI-Türkiye gibi önde gelen mali piyasa göstergelerinin para politikasına tepkileri de incelenmiştir.

Bu noktada, 24 aylık menkul kıymetlere ilişkin gözlemlerin çalışmada kullanılmasının önemini vurgulamakta yarar bulunmaktadır. Para politikası açısından merkez bankası için önemli olan, hanehalkının ve firmaların karşılaştığı uzun dönemli faiz oranlarını, enflasyon hedefiyle açıkça ilişkili olacak şekilde değiştirebilmektir (Batini ve diğ., 2006). Merkez bankasının politika faizi değişiklikleri, ekonomik birimlerin harcama kararlarını ancak, bu kararların uzun vadeli faiz oranları ve döviz kurları gibi mali piyasa fiyatlarını etkileyebildiği ölçüde değiştirebilmektedir (Woodford, 2003). Bu nedenle, bu çalışmada, daha uzun vadeli piyasa getirilerinin ve diğer piyasa göstergelerinin kullanılmasının, parasal aktarım mekanizmasının hangi kanallar üzerinden işlediğini daha açık bir şekilde ortaya koyacağı düşünülmektedir.

Bununla birlikte, gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalarda 24 ay kısa vadeyi temsil etmekte olup, uzun vade ile anlaşılan on yıllık menkul kıymetlerin getirileridir. Böylece, para politikası kararlarının kısa ve uzun vadedeki etkinlikleri arasındaki fark incelenebilmektedir. Ancak, ülkemiz piyasalarında likit olarak işlem gören en uzun vadeli menkul kıymetler kullanıldığında dahi ancak 24 ay vadeli faizlere ilişkin veriler elde

edilebilmektedir.⁶ Yine de, aşağıda görüleceği gibi, 12 ve 24 ay vadeli getirilerin para politikasına tepkilerinin farklılıkları öğreticidir.

Çalışma kapsamında, daha önce Kuttner (2001), Gürkaynak ve diğ. (2005) ve İnal (2006) tarafından kullanılan model esas alınmıştır. Tahmin edilen regresyon denklemi aşağıdaki gibidir:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 i_t^b + \beta_2 i_t^s + u_t$$

Burada bağımlı değişken olan ΔY_t , 6 aylık, 12 aylık ve 24 aylık⁷ getirilerdeki puan cinsinden veya İMKB-100, İMKB-Mali, avro, ABD doları, EMBI+ ve EMBI-Türkiye gibi değişkenlerdeki yüzde cinsinden değişimlerdir. Diğer taraftan i_t^b ve i_t^s açıklayıcı değişkenleri para politikası değişikliğinin sırasıyla beklenen ve sürpriz kısımlarını ifade etmekte olup, tüm regresyon analizleri için aynıdır. Son olarak, u_t ise ölçüm gününde menkul kıymet getirileri üzerinde para politikasının kontrolü dışında gözlenen etkileri içermektedir.

Çalışma kapsamında ilk olarak 16 Temmuz 2001 ile 14 Ağustos 2008 tarihleri arasındaki para politikası kararlarına ilişkin 66 veri elde edilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu kararların uygulandığı gün ve bir önceki gün sonları itibarıyla 1, 6, 12 ve 24 ay vadeli menkul kıymet getirileri arasındaki fark hesaplanmış ve bunlardan 1 ay vadeli menkul kıymetlerdeki değişim, faiz kararının sürprizi olarak kullanılmıştır. Diğer vadelerdeki

⁶ 24 aydan uzun vadeli sabit kuponlu devlet tahvilleri dar bir piyasada işlem görmektedir.

⁷ Sürprizi ölçmekte kullanılan bir aylık ve bağımlı değişkenler olan 6, 12 ve 24 aylık senetlerin getirilerini hesaplamak için her gün tam bu vadelerde senet olmadığından interpolasyon yöntemi kullanılmıştır.

menkul kıymet getirilerindeki değişim ise bu vadelerdeki menkul kıymetlerin faiz kararlarına tepkisi olarak alınmış ve regresyon analizlerinde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Ancak, vadesine 24 ay kalan menkul kıymetlere ilişkin verilerin görelî olarak az sayıda olması, her modelin farklı gözlem sayısı ile tahmin edilmesine neden olacağından, bu durumu önlemek ve farklı regresyonların karşılaştırılabilir olmasını temin etmek amacıyla, analizlerde kullanılan veri sayısı 2004 yılı sonundan başlamak üzere, 14 Ağustos 2008 tarihinde sona eren 44 gözlem ile sınırlandırılmıştır.⁸ Böylece, 24 ay vadeli menkul kıymetleri dışlayıp daha çok gözlem kullanmak yerine, gözlem sayısını kısıtlayarak 24 ay vadeli menkul kıymetleri de analize katarak, karşılaştırılabilir sonuçlar elde edilmesi amaçlanmıştır.

III. Bulgular

Yapılan regresyon analizlerinden elde edilen bulgular çalışmanın başında belirtmiş olduğumuz arbitraj imkanının olmadığı, rasyonel beklentilere sahip aktörlerin işlem yaptıkları piyasa modellerinin öngörüleleriyle uyumluluk arz etmektedir. Buna göre, vadesine yaklaşık, 6 ay, 12 ay ve 24 ay kalan menkul kıymet getirileri, para politikası kararlarının beklenen kısmına tepki vermezken, sürpriz kısmından etkilenmektedir (Tablo 1). Söz konusu etki, 6 ay ve 12 ay vadeli menkul kıymetler için yüzde 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıyken, 24 ay vadeli menkul kıymetler için yüzde 5 seviyesinde anlamlıdır. Öte yandan, faiz kararlarının beklenen kısmının etkisi 24 ay dışında kalan hiç bir vadede anlamlı sonuçlar üretmemektedir. Grafik 2, ölçülen etkilerin bir kaç gözlemin etkisi olmadığını görsel olarak da ortaya koymaktadır.

⁸ Bu dönemde yer alan 20 Aralık 2004 ve 23 Haziran 2006 tarihli para politikası hareketleri sonuçlara oransız etki eden gözlemler oldukları için analiz dışında bırakılmıştır.

Tablo 1. Menkul Kıymet Getirilerinin Gecelik Faiz Değişimlerine Tepkisi			
	6 Aylık Vadede	12 Aylık Vadede	24 Aylık Vadede
Sürpriz	0,4766 (0,0664)***	0,4752 (0,1367)***	0,3326 (0,1378)**
Beklenen	0,0785 (0,0582)	- 0,0135 (0,1017)	-0,1990 (0,0968) **
Sabit	0,0115 (0,0249)	0,0043 (0,0313)	-0,0374 (0,0290)
Gözlem	44	44	44
R2	0.37	0.24	0.21
Parantez içlerinde heteroskedastisite için düzeltilmiş standart hatalar yer almaktadır.			
* %10 seviyesinde anlamlı; ** % 5 seviyesinde anlamlı; *** % 1 seviyesinde anlamlı			

Tablo 1 incelendiğinde dikkat çeken bir diğer konu, menkul kıymetlerin vadeleri uzadıkça, para politikası sürprizlerinin etkisinin azalıyor olmasıdır. Bu durum, bir faiz kararı sonrasında getiri eğrisinin uzun ucunun daha az değişmesinde kendisini göstermektedir.⁹

Tahvil-bono piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin para politikası kararlarındaki sürprizlere verdikleri tepkinin söz konusu varlıkların vadesi uzadıkça küçülüyor olması, para politikasının etkisine duyulan güvenin bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Politika faizlerinin artması, mali piyasalardaki aktörlerce ilerleyen dönemlerde enflasyonun düşeceği şeklinde algılanırsa, alınan politika kararının uzun vadeli menkul kıymet getirileri üzerindeki etkisi kısa vadeli menkul kıymetlere nispeten daha az olacaktır. Bu şekilde bir vadeye göre tepki farklılığı enflasyon ile uzun vadeli faizler arasında Fisher etkisi (Fisher, 1930) olarak bilinen bağıın bir tezahürü olarak düşünülebilir. Bu yorum, Türkiye için yapılan regresyon analizlerinden elde edilen bulgularla uyum arz etmekte

⁹ 17 Ocak 2008 tarihli kararın ardından getiri eğrilerinde gözlemlenen değişim, bu duruma iyi bir örnek teşkil etmektedir (Grafik 3).

birlikte, “uzun” vadenin 24 ay olduğu bir dönem için yapılan çalışma sonuçlarından 10 yıl gibi çok daha uzun vadelere ilişkin çıkarımda bulunmamak gerekir.

İkinci bir analiz olarak, para politikası kararlarının İMKB-100, İMKB-Mali, avro, ABD doları, EMBI+ ve EMBI-Türkiye gibi değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 2’de özetlenmektedir.

Tablo 2. Diğer Değişkenlerin Gecelik Faiz Değişimlerine Tepkisi

	İMKB-100	İMKB-Mali	EMBI+	EMBI Türkiye	Avro	ABD Doları
Sürpriz	-1,7956 (1,4132)	-2,1710 (1,5458)	1,1813 (1,4295)	2,7699 (1,3249)**	-0,8244 (0,3660)**	-0,7621 (0,5879)
Beklenen	0,2243 (0,8033)	0,1529 (0,8975)	-1,2624 (1,0313)	-0,7872 (1,0323)	-0,3124 (0,3217)	-0,4573 (0,4266)
Sabit	-0,0999 (0,2855)	-0,0903 (0,3146)	0,1981 (0,2908)	0,4146 (0,3403)	-0,1773 (0,1088)	-0,1729 (0,1214)
Gözlem	44	44	44	44	44	44
R2	0.05	0.06	0.09	0.09	0.09	0.08

Parantez içlerinde robust standart hatalar yer almaktadır.

* %10 seviyesinde anlamlı; ** % 5 seviyesinde anlamlı; *** % 1 seviyesinde anlamlı

Görüldüğü üzere, para politikası kararlarının beklenen kısmının hiç bir değişken üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Öte yandan, para politikası kararlarının sürpriz olarak nitelendirilen kısmının EMBI-Türkiye ve avro üzerinde yüzde 5 seviyelerinde anlamlı etkileri görülmüştür. Para politikasının EMBI+ üzerine bir etkisi olmaması, bu endekste Türkiye’den başka birçok ülkenin senetlerine ilişkin bilgi olduğu için doğaldır. Beklenenden sıkı para politikasının EMBI-Türkiye *değişkenini* yükseltmesi ise, eğer istatistiksel bir kaza değilse, yüksek faizlerin Hazine’nin borç çevirmesini zorlaştırması ve/veya piyasaların PPK’nın konjonktürden endişe duyduğu için beklenenden daha sıkı

para politikası uyguladığı çıkarımında bulunmasıyla açıklanabilir. Burada beklenenden daha sıkı para politikasının (pozitif bir sürprizin) beklenmeyen bir faiz artışı olabileceği gibi beklenenden daha az bir faiz indirimi de olabileceğini hatırlamak gerekir.

Tablo 2’de dikkat çeken önemli bir konu, faiz değişimlerinin avro ve ABD doları üzerindeki etkilerin birbirine çok yakın ve mutlak değer olarak düşük olmasıdır. Değerlerin birbirlerine yakın olmaları, beklendiği gibi, Türkiye’deki para politikasının çapraz kur üzerinde etkisi olmadığını göstermektedir. Daha önemlisi, her iki durumda da ölçülen döviz kuru tepkisi küçüktür. Öte yandan, bu kuvvetli bir bulgu değildir. Örneğin, Avro kuruna ilişkin regresyon denkleminin R^2 istatistiği, bu regresyonun açıklama kuvvetinin zayıf olduğuna işaret etmektedir. Grafik 4’te de görülebileceği gibi, noktaların (gözlemlerin) regresyon doğrusu etrafındaki geniş dağılımı, para politikası sürprizleri ile döviz kuru tepkisi arasındaki ilişkinin çok düzenli olmadığını göstermektedir.

Sürpriz politika kararları ile EMBI-Türkiye değişkeni arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olması ve EMBI-Türkiye ile döviz kuru ilişkisinin de pozitif olduğunun düşünülmesi (risk primi arttığında YTL’nin değer kaybetmesi), döviz kurlarının politika faiz kararlarının sürpriz kısmına verdikleri tepkilerinin küçüklüğünün bir nedeni olabilir. Örneğin, Merkez Bankası sürpriz bir faiz artırımına gittiğinde bu, bir taraftan YTL’nin değerlendirilmesine; diğer taraftan ise, aynı zamanda risk primi de yükseldiğinden, YTL’nin değer kaybetmesine yol açıyor olabilir. Bu durumda ortaya çıkacak nihai sonuç, hangi etkinin daha baskın olduğuyla ilişkilidir. Bu nedenle, bu çalışmada, politika kararlarının döviz kurları üzerindeki etkisini ölçerken, risk primi etkisini kontrol etmek amacıyla, ilgili regresyonlara EMBI-Türkiye açıklayıcı değişkeni de eklenmiştir. Tablo 3.’te de

görüldüğü üzere, para politikası sürprizlerinin döviz kurları üzerindeki etkisi bir miktar yükselmekle birlikte hala küçüktür.

Tablo 3. Döviz Kurlarının Gecelik Faiz Değişimlerine Tepkisi

	Avro	ABD Doları
Sürpriz	-0,9084797 (0,4197)**	-1,078689 (0,5510)*
Beklenen	-0,2884997 (0,3089)	-0,3673707 (0,3852)
EMBI-Türkiye	0,0303662 (0,0602)	0,114298 (0,0524)**
Sabit	-0,1898569 (0,1082)*	-0,2203101 (0,1093)**
Gözlem	44	44
R2	0.09	0.16

Parantez içlerinde robust standart hatalar yer almaktadır.
* %10 seviyesinde anlamlı; ** % 5 seviyesinde anlamlı; *** % 1 seviyesinde anlamlı

IV. Sonuç

Para politikasının reel ekonomi üzerinde bir etkisinin olması için öncelikle politika faizinin mali piyasalar üzerinde etkili olması gerekmektedir. Türkiye’de geleneksel aktarım mekanizmasının incelendiği bu çalışmada elde edilen bulgular, politika faizi değişikliklerinin mali piyasalarda, özellikle bono-tahvil faizleri üzerinde, etkili olduğunu göstermektedir. Öte yandan, hisse senedi fiyatlarının para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermedikleri, döviz kuru tepkisinin ise küçük olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla, para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalının, temel olarak, piyasa faizleri aracılığıyla etkili olduğu ortaya çıkmaktadır.

Para politikası aktarımının döviz kurundan ziyade piyasa faizleri üzerinden olduğu bulgusu eldeki örneklem ile sınırlıdır. İncelenen dönemde, para politikası sürprizleri belli büyüklükleri aşmamış ve Türkiye ekonomisi genel bir büyüme eğilimi içinde olmuştur. Döviz kurunun para politikasına tepkisi eğer hızlı ve yavaş büyüme dönemlerinde farklı, ya da büyük sürprizlere karşı oransız ise, bunlara dair eldeki örnekleme bakarak çıkarım yapılamaz. Benzer şekilde, para politikası sürprizlerinin dışında, genel para politikası çerçevesinin döviz kuruna etkisi ve bu çerçevenin değişmesinin olası etkileri, büyük olasılıkla, bu çalışmanın bulgularından farklılık gösterebilecektir.

Dolayısıyla, bu çalışmanın sonuçlarının, döviz kuru tepkileri de dahil olmak üzere, geçtiğimiz bir kaç yılda uygulanan para politikası çerçevesinin korunduğu, para politikasının benzer büyüklüklerdeki sürprizlerle sürdürüldüğü ve mali piyasaların da para politikasına tepkilerinin bu dönemdekilerden farklılaşmadığı varsayımı altında; mali piyasaların gelecekteki para politikalarına tepkileri hakkında yol gösterici olacağı söylenebilir. Bu varsayımların tutmadığı durumlarda ise çalışmanın döviz kuru ya da diğer mali piyasa tepkileri hakkında bir öngörüsü bulunmamaktadır. Buna ilaveten, bu çalışmanın, uygulanmakta olan para politikası çerçevesinin, hisse senedi değerleri gibi mali piyasa değişkenleri üzerine olan etkisini ya da alternatif bir para politikası çerçevesi dahilinde sürprizlerin olası etkilerini ölçmediğinin altını çizmek gerekmektedir. Bu çerçeve ile sağlanan makroekonomik istikrar şirket değerlerine ve dolayısıyla hisse senetlerine olumlu etki yapmış olabilir ancak bu kendisini para politikası sürprizlerine verilen tepkide göstermeyecektir.

KAYNAKÇA

Akıncı, Ö., Gürcihan, B., Gürkaynak, R. ve Özel, Ö. (2007). “Devlet İç Borçlanma Senetleri İçin Getiri Eğrisi Tahmini”. *İktisat İşletme ve Finans*, 252, 5-25.

Batini, N., Breuer, P., Kochhar, K. ve Roger, S. (2006). “Inflation Targeting and the IMF”. *IMF Board Paper SM/06/33, Washington D.C.*

Fisher, Irving (1930). “The Theory of Interest”. *New York: Macmillan.*

Gürkaynak, R., Sack, B., Swanson, E. (2005). “The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models”. *American Economic Review*, 95, 425-36.

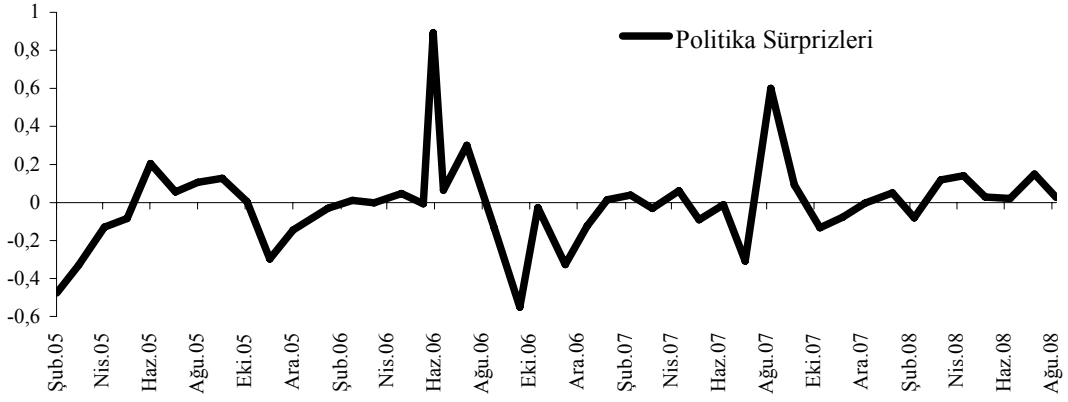
Gürkaynak, R., Sack, B., Swanson, E. (2007). “Market-Based Measures of Monetary Policy Expectations”. *Journal of Business and Economic Statistics*, 25(2), 201-212.

İnal, D. G. (2006). “Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerine Etkisi”. *TCMB Uzmanlık Tezi.*

Kuttner, K. (2001). “Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market”. *Journal of Monetary Economics*, 47(3), 523-44.

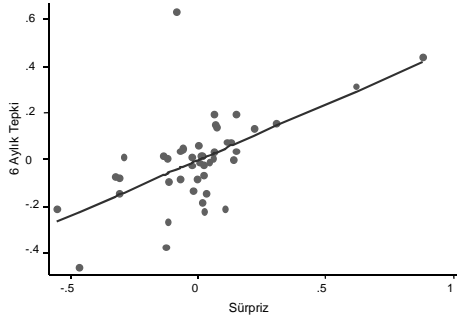
Woodford, M. (2003). “Interest and Prices”. *Princeton University Press*, Chapter 1, The Return of Monetary Policy Rules, 1-58.

Grafik 1. Ölçülen Para Politikası Sürprizleri

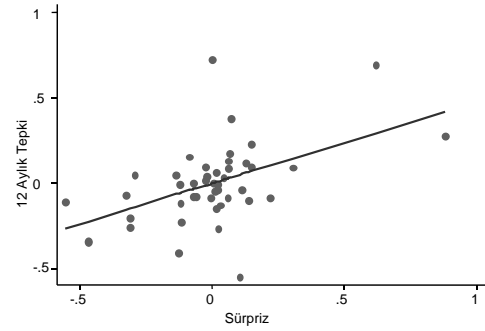


Grafik 2. Menkul Kıymet Getirileri ile Faiz Kararlarının Sürprizleri

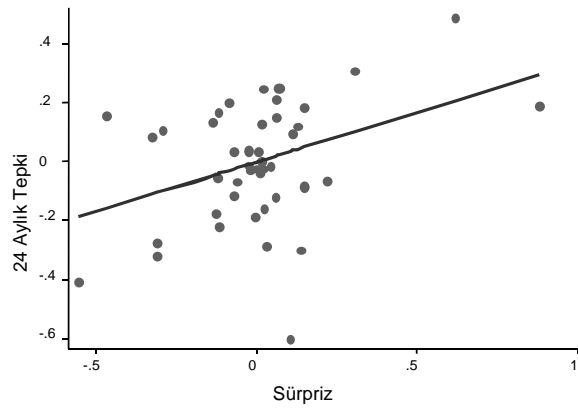
6 Aylık Menkul Kıymet Getirileri ile



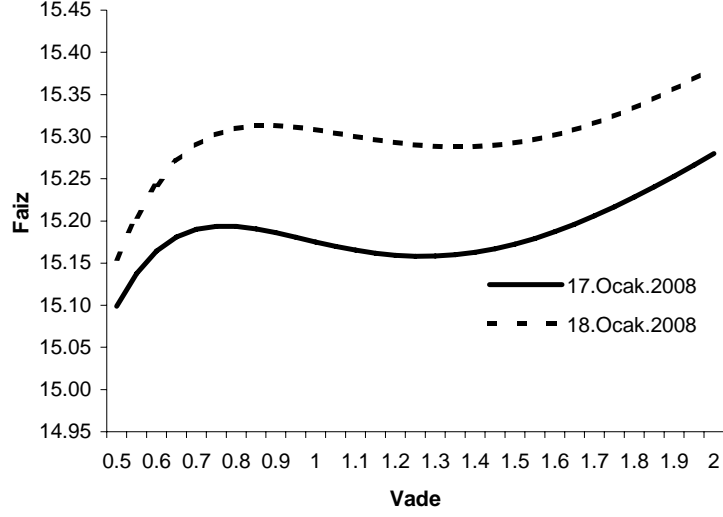
12 Aylık Menkul Kıymet Getirileri ile



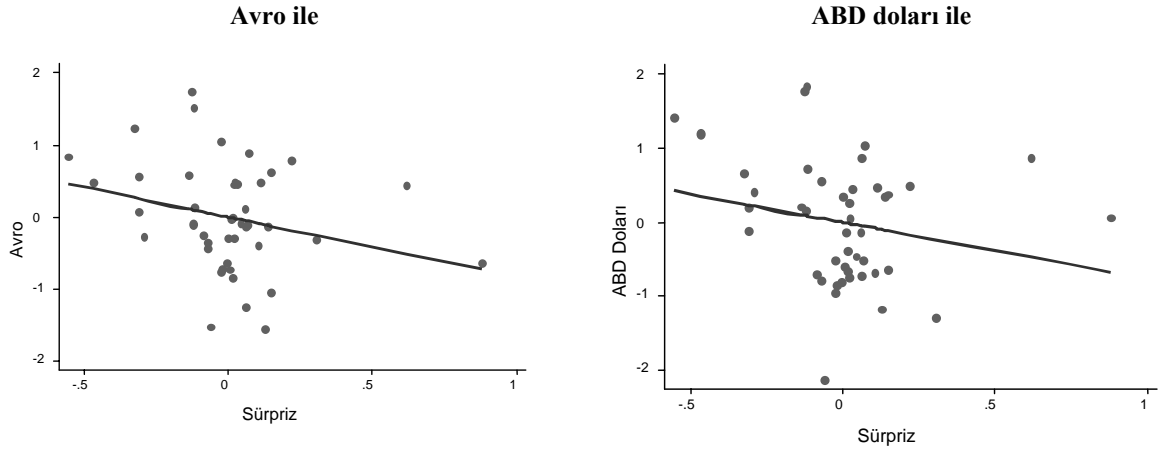
24 Aylık Menkul Kıymet Getirileri ile



Grafik 3. 17-18 Ocak 2008 Tarihlerindeki Getiri Eğrileri¹⁰



Grafik 4. Döviz Kurları ile Faiz Kararlarının Sürprizleri İlişkisi



¹⁰ Akıncı ve diğ.(2007)'de kullanılan yöntemle hesaplanmıştır.