



T.C.

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

**PARA POLİTİKASI DUYURULARININ FİNANSAL
GÖSTERGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: ARDL
YAKLAŞIMIYLA ABD ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Cemalettin DANACI

185021003

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Burak DARICI

Bandırma 2025



T.C.

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

**PARA POLİTİKASI DUYURULARININ FİNANSAL
GÖSTERGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: ARDL
YAKLAŞIMIYLA ABD ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Cemalettin DANACI

185021003

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Burak DARICI

Bandırma 2025

	T.C. BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ TEZ ONAY FORMU	Dök. No: DR016 Sayfa No: 1
---	---	---

Bu çalışma 27.06.2025 Tarihinde aşağıdaki jüri tarafından [İktisat], [Doktora] Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

TEZ JÜRİSİ

Prof. Dr. Burak DARICI
Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Prof. Dr. Alpaslan SEREL
Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Prof. Dr. Çağatay BAŞARIR
Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Prof. Dr. Murat ERTUĞRUL
Anadolu Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Prof. Dr. Meltem İnce YENİLMEZ
Anadolu Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

ETİK BEYAN SAYFASI
TÜRKİYE CUMHURİYETİ
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, söz konusu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (14.07.2025)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı Soyadı

Cemalettin DANACI

İmzası

ÖZET

Bu çalışma, FED para politikası duyurularının çeşitli finansal göstergeler üzerindeki etkilerini incelemeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda, ilk olarak para politikası duyuru kavramı, merkez bankalarının iletişim stratejileri ve şeffaflık politikaları ayrıntılı şekilde ele alınmıştır. Ardından merkez bankalarının duyuru kanalları, ileriye dönük yönlendirme stratejileri, kukla değişkenler aracılığıyla piyasalara iletilen mesajların gücü ve bu araçların finansal piyasalar üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. 2011–2024 dönemi aylık verileri kullanılarak üç farklı ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli tahmin edilmiştir. Her bir modelde kukla değişken olarak kullanılan FED basın toplantısı açıklamaları (KKLA), para politikası duyurusunu temsil eden temel değişken olarak dâhil edilmiştir. Elde edilen bulgular, FED’in basın toplantıları aracılığıyla yapılan para politikası duyurularının, finansal göstergeler üzerinde hem kısa hem de uzun vadeli etkiler yarattığını göstermektedir. SP500 endeksi, dolar endeksi ve para arzı üzerindeki etkiler incelendiğinde; duyuruların piyasa aktörlerinin risk algısı, yatırım davranışı ve likidite tercihi üzerinde yönlendirici olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, yalnızca faiz oranı düzeyinin değil, aynı zamanda bu oranın nasıl ve ne şekilde duyurulduğunun da piyasa tepkileri üzerinde belirleyici olduğunu göstermektedir. Çalışma, merkez bankası iletişiminin yatırımcı güveni, piyasa istikrarı ve ekonomik beklentiler üzerinde güçlü bir araç olduğunu ortaya koyarak, politika tasarımı açısından önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Politika Faizi, ARDL, Finansal Göstergeler

ABSTRACT

This study aims to examine the effects of monetary policy announcements on various financial indicators in the United States. In this context, the concept of monetary policy announcements, central banks' communication strategies, and transparency policies are first examined in detail. Then, central banks' announcement channels, forward-looking guidance strategies, the strength of messages conveyed to the markets through dummy variables, and the impact of these tools on financial markets are evaluated. Three different ARDL (Autoregressive Distributed Lag) models are estimated using monthly data for the period 2011–2024. In each model, Fed press conference announcements (FED) are included as the main variable representing the monetary policy announcement. The findings indicate that the FED's monetary policy announcements made through press conferences have both short- and long-term effects on financial indicators. An examination of the effects on the SP500 index, the dollar index, and the money supply reveals that the announcements influence market actors' risk perception, investment behavior, and liquidity preferences. These results demonstrate that not only the level of interest rates but also how and in what format they are announced influences market reactions. The study demonstrates that central bank communication is a powerful tool for influencing investor confidence, market stability, and economic expectations, offering important implications for policy design.

Keywords: Monetary Policy, Policy Rate, ARDL, Financial Indicators, Announcement Effect, U.S. Economy.

ÖNSÖZ

Bu tez çalışması, para politikası duyurularının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır. Günümüzde merkez bankalarının sadece uyguladıkları politika araçlarıyla değil, aynı zamanda iletişim stratejileriyle de ekonomik karar alma süreçlerini yönlendirdiği bir ortamda, bu duyuruların piyasa üzerindeki etkilerini anlamak giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve - Fed) gibi küresel ölçekte etkili merkez bankalarının aldığı kararlar ve bu kararların duyurulma biçimi, yalnızca ülke içi finansal koşulları değil, aynı zamanda uluslararası sermaye akımlarını ve yatırım tercihlerini de doğrudan etkilemektedir.

Bu bağlamda çalışmada, politika faizinin temsili bir değişken olarak kullanıldığı bir modelleme çerçevesinde, Fed'in para politikası duyurularının çeşitli finansal göstergeler üzerindeki etkileri ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yöntemi ile incelenmiştir. Hem kısa dönemli piyasa tepkilerini hem de uzun dönemli ilişki yapılarını değerlendirme imkânı sunan bu yaklaşım, para politikası aktarım mekanizmasının işleyişine dair daha bütüncül bir bakış açısı sağlamaktadır.

Tez sürecinde edindiğim bilgi ve deneyimler, sadece akademik gelişimime katkı sağlamakla kalmamış, aynı zamanda ekonomi politikalarının etkinliğini daha derinlikli bir şekilde kavramama da olanak tanımıştır.

Öncelikle, bilimsel rehberliği, yönlendirmeleri ve değerli katkılarıyla çalışmamın her aşamasında yanımda olan saygıdeğer danışmanım Prof. Dr. Burak DARICI'ya en içten teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, akademik gelişimime katkıda bulunan tüm hocalarıma, desteklerini esirgemeyen aileme ve sabırla yanımda olan dostlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Öncelikle, hayatımın her anında olduğu gibi bu zorlu süreçte de sabırla, sevgiyle ve sonsuz desteğiyle yanımda olan kıymetli eşim Emine ERDAL DANACI'ya en derin teşekkürlerimi sunuyorum. Varlığı, bu sürecin her anını daha anlamlı ve dayanılır kıldı.

Sevgili çocuklarım Hüseyin Asaf DANACI ve Şani Tuğra DANACI, sizin varlığınız, bu yolculukta bana güç veren en büyük ilham kaynağı oldu. Sabrınız, neşeniz ve masumiyetiniz sayesinde her zorlukta yeniden motive oldum.

Ayrıca, akademik yolculuğum boyunca her zaman yanımda olan, bilgi ve tecrübesiyle beni yönlendiren, kıymetli dostum Emre GÖKÇELİ'ye ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli arkadaşım Nevzat ÇALIŞ'a gönülden teşekkür ederim.

Bu çalışmanın, para politikası literatürüne ve uygulayıcılarına katkı sunması en büyük temennimdir.



İÇİNDEKİLER

ETİK BEYAN SAYFASI.....	ii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vi
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	3
1. PARA POLİTİKASI DUYURULARI.....	3
1.1. Para Politikasında Duyuru Kavramı	4
1.2. Para Politikası Duyurularının Önemi	5
1.3. Para Politikası Etkilerine Yönelik Teorik Yaklaşımlar	9
2. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINDA İLETİŞİM.....	12
2.1. Para Politikası Uygulamalarında İletişim Kavramının Önemi	12
2.2. Para Politikasında İletişim Stratejileri.....	16
2.2.1. Şeffaflık ve İletişim Politikaları.....	16
2.2.2. İleriye Dönük Rehberlik (Forward Guidance)	20
2.2.3. Açıklık ve Hesap Verilebilirlik.....	22
2.2.4. Merkez Bankaları Bağımsızlığı ve Güven İnşası.....	27
2.2.5. Piyasa Beklentilerinin Yönetimi	30
3. PARA POLİTİKASINDA MERKEZ BANKALARININ İLETİŞİM KANALLARI VE STRATEJİLERİ.....	32
3.1. TCMB Para Politikası Duyurularında İletişim Araçları	34
3.2. FED Para Politikası İletişim Araçları	44
3.2.1. FED Para Politikası.....	45
3.2.2. Bej Kitap	46
3.2.3. Para Politikası Raporu.....	48
3.2.4. Federal Rezerv Bilanço Gelişmeleri	49

3.2.5.	Fed Notları	50
3.2.6.	Fed Politika Kararlarının Uluslararası Finans Piyasalarına Etkileri ve Geçişkenliği.....	51
3.3.	ECB Para Politikası Duyurularında İletişim Araçları	53
3.4.	BRİCS Para Politikası Duyurularında İletişim Araçları	56

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI DUYURULARINDA İLETİŞİM ARAÇLARININ EKONOMİDEKİ ROLÜ		62
1.	PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	62
1.1.	Geleneksel Para Politikası Araçları.....	63
1.1.1.	Açık Piyasa İşlemleri.....	63
1.1.2.	Zorunlu Karşılık Oranı.....	64
1.1.3.	İskonto Oranı.....	64
1.2.	Faiz Oranları Üzerinden Uygulanan Politika Araçları.....	64
1.2.1.	FED Politika Faiz Oranı	64
1.2.2.	Faiz Koridoru Uygulaması ve Hedefleme	66
1.2.3.	Faiz Yönlendirmeleri (Forward Guidance)	66
3.4.1.	Niceliksel Genişleme (QE)	67
1.3.2.	Operasyon Twist.....	67
1.3.3.	Ters Repo	67
1.4.	İletişim Temelli Araçlar	68
1.4.1.	Forward Guidance (İleriye Yönlük Yönlendirme).....	68
1.4.2.	Nokta Grafiği Kullanımı (Dot Plot).....	69
1.4.3.	FED Açıklamaları, Basın Toplantıları ve FOMC Tutanakları.....	69
1.4.4.	Beklenti Yönetimi ve Şeffaflık Politikaları.....	70
1.5.	Pandemi ve Sonrası (Araçlarda Yapısal Dönüşüm)	70
1.5.1.	Pandemi Dönemi Politika Araçları.....	72
1.5.3.	Yeni Dönemde Politika İnovasyonları ve Dijitalleşme.....	72
2.	PARA POLİTİKASI VE PASARAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	74
2.2.	Parasal Aktarım Mekanizması Kavramı (PAM)	76
2.3.	Parasal Aktarım Mekanizmasına Yönelik Teorik Yaklaşımlar	78

2.4.	Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler	81
2.5.	Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları	83
2.5.1.	Faiz Kanalı	83
2.5.2.	Varlık Fiyatları Kanalı	85
2.5.3.	Döviz Kuru Kanalı	88
2.5.4.	Kredi Kanalı	90
2.5.5.	Beklentiler Kanalı	93
3.	PARA POLİTİKASI DUYURULARININ FİNANSAL PİYASALARLA ETKİLEŞİMİ	97
3.1.	Hisse Senedi Piyasalarına Etkisi	99
3.2.	Döviz Piyasalarına Etkisi	100
3.3.	Emtia Piyasalarına Etkisi	102
3.4.	Tahvil ve Bono Piyasaları ile Etkileşimi	105
3.5.	Türev Piyasalar	106
4.	PARA POLİTİKASI DUYURULARI ve MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER İLİŞKİSİ	108
4.1.	Enflasyon Beklentileri	108
4.2.	Faiz Oranları	110
4.3.	Büyüme ve İşsizlik	112
5.	LİTERATÜR TARAMASI VE KURAMSAL ÇERÇEVE	113

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

	PARA POLİTİKASI DUYURULARININ FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ: FED PARA POLİTİKASI ÜZERİNE BİR UYGULAMA	118
1.	YÖNTEM VE MODELLEME	120
1.1.	Veri Seti ve Değişkenlerin Tanıtımı	121
2.	EKONOMETRİK YÖNTEM: ARDL MODELİ	124
2.1.	Ardl Modelinin Temel Yapısı	124
2.2.	Ardl Modelinin Avantajları	128
3.	ÖNCÜ TESTLER	130
3.2.	Sınır Testleri (Bound Test)	133
4.	ARDL UZUN DÖNEM İLİŞKİ VE HATA DÜZELTME TERİMİNİN (ECT)	

YORUMLANMASI.....	135
5. MODELİN DİAGNOSTİK TESTLERİ	147
6. SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ	155
KAYNAKÇA	155



KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ADF: Augmented Dickey-Fuller

AMBS: Avrupa Merkez Bankası Sistemi

ARCH: Autoregressive Conditional Heteroskedasticity

ARDL: Autoregressive Distributed Lag

BOJ: Jağponya Merkez Bankası (Bank of Japan)

BRICS: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika

BCB: Brezilya Merkez Bankası (Banco central do Brasil)

CBR: Rusya Merkez Bankası

ECB: Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)

ECM: Hata Düzeltme Modeli

ECT: Hata Terimleri (Error Correction Term)

EVDS: Elektronik Veri Dağırım Sistemi

FED: ABD Merkez Bankası (Federal Reserve System)

FOMC: Federal Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (Federal Open Market Committee)

FRED: Fed Ekonomik Araştırma Departmanı (Federal Reserve Bank Data)

IMF: International Monetary Fund

IPCA: Ulusal Tüketici Fiyat Endeksi

İMKB: İstanbul Menkul Kıtmetler Borsası

OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)

PCB: Çin Merkez Bankası

RESET: Regression Equation Specification Error Test

SPK: Sermaye Piyasaları Kurulu

SARB: Güney Afrika Merkez Bankası

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası



GİRİŞ

Küresel düzeyde finansal entegrasyonun artması, para politikası uygulamalarının ve bu politikaların duyurulma biçimlerinin finansal piyasalar üzerindeki etkisini daha da önemli hâle getirmiştir. Özellikle 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında merkez bankalarının politika araçlarını çeşitlendirmesi ve iletişim stratejilerini dönüştürmesiyle birlikte, piyasaların para politikası duyurularına verdiği tepkiler derinleşmiş ve karmaşıklaşmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, para politikası yalnızca faiz oranı gibi geleneksel araçlarla değil, aynı zamanda beklenti yönetimi ve şeffaflık temelli iletişim yöntemleriyle de ekonomi üzerinde yönlendirici bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda, para politikası duyurularının finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin anlaşılması, hem teorik hem de uygulamalı iktisat literatürü açısından önem arz eden bir araştırma konusudur.

Para politikası duyuruları; merkez bankalarının para arzı, faiz oranları ve likidite koşullarına ilişkin kararlarını piyasa aktörleriyle paylaşma sürecidir. Bu duyurular, ekonomi politikalarının yönü hakkında bilgi verirken aynı zamanda finansal piyasalarda oluşan beklentileri yönlendirme işlevi görmektedir. Duyuruların zamanlaması, içeriği ve iletim araçları, yatırımcıların karar alma süreçleri ve piyasa volatilitesi üzerinde doğrudan etkiye sahiptir. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve - Fed) gibi küresel ölçekte etkili merkez bankalarının kararları, yalnızca ulusal düzeyde değil, aynı zamanda uluslararası sermaye akımları ve döviz kuru hareketleri üzerinde de belirleyici olmaktadır.

Bu çerçevede çalışmanın temel amacı, ABD'de para politikası duyurularının SP500 endeksi, dolar endeksi ve para arzı gibi finansal göstergeler üzerindeki etkilerini ekonometrik yöntemlerle ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda, 2011–2024 dönemine ait aylık veriler kullanılarak üç farklı ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli tahmin edilmiştir. Çalışmada, para politikası duyurusunu temsil eden FED basın toplantı açıklamaları (KKLA) kukla değişken olarak modellenmiş, böylece iletişim temelli duyuruların etkileri nicel olarak analiz edilmiştir. ARDL modeli, kısa ve uzun dönemli ilişkilerin birlikte analiz edilmesine olanak sağladığı için özellikle politika etkilerinin zamanlamasını değerlendirmek açısından uygun bir yöntem sunmaktadır.

Tezin birinci bölümünde, çalışmanın kuramsal çerçevesi oluşturulmuş; para politikası duyurularının tarihsel gelişimi, merkez bankalarının iletişim stratejileri,

şeffaflık politikaları ve beklenti yönetimi konuları kapsamlı şekilde ele alınmıştır. Bu bağlamda; Fed, Avrupa Merkez Bankası (ECB), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve BRICS ülkelerine ilişkin duyuru pratikleri karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve merkez bankası iletişiminin ekonomi üzerindeki etkisi teorik bir temel ile ortaya konmuştur.

İkinci bölümde ise, para politikası araçları detaylandırılmış ve para politikası ile finansal piyasalar arasındaki etkileşimi açıklayan parasal aktarım mekanizması teorik perspektiften değerlendirilmiştir. Bu bölümde, faiz kanalı, döviz kuru kanalı, beklentiler kanalı, varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalı gibi temel aktarım yolları açıklanmış; bu yollar aracılığıyla para politikasının hisse senedi fiyatları, döviz kuru, para arzı gibi göstergelerle nasıl ilişki kurduğu tartışılmıştır. Ayrıca bu bölümde, duyuruların finansal piyasalar üzerindeki kısa vadeli şok etkileri ve uzun vadeli yönlendirici etkileri ayrıştırılarak açıklanmıştır.

Tezin üçüncü bölümünde ise uygulama kısmına yer verilmiş; ARDL modelinin yapısı, varsayımları ve uygulama mantığı açıklanarak model tahminleri sunulmuştur. Bound testi ile uzun dönemli ilişkilerin varlığı araştırılmış, hata düzeltme modelleriyle kısa dönemden uzun döneme geçişin olup olmadığı test edilmiştir. Ayrıca otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model spesifikasyonuna ilişkin tanılayıcı testler aracılığıyla modelin istatistiksel tutarlılığı sınanmıştır. Elde edilen bulgular, para politikası duyurularının SP500 endeksi, dolar endeksi ve M2 para arzı gibi göstergeler üzerinde anlamlı ve yönlü etkiler yarattığını ortaya koymuştur.

Sonuç olarak bu tez, merkez bankası iletişiminin finansal piyasalar üzerindeki etkisini ortaya koyarak, para politikası duyurularının yalnızca teknik değil aynı zamanda stratejik bir araç olduğunu göstermektedir. Faiz oranlarındaki değişikliklerin ötesinde, bu değişikliklerin nasıl duyurulduğu, hangi kanallar aracılığıyla iletildiği ve yatırımcılar tarafından nasıl algılandığı da piyasa tepkilerinin belirlenmesinde kritik bir rol oynamaktadır. Bu nedenle çalışma, para politikası iletişiminin etkinliğini analiz eden literatüre özgün bir katkı sunmakta; hem akademik çevreler hem de politika yapıcılar için yol gösterici nitelikte çıkarımlar sağlamaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Bu bölümde ilk olarak para politikası duyuru kavramı ve önemi incelenmektedir. Ardından para politikası uygulamasında iletişim kavramı açıklanacak ve para politikası duyurularında iletişim konusunda ne gibi stratejilerin uygulandığı ele alınmaktadır. Bölümün son kısmında merkez bankalarının iletişimde kullanmış olduğu iletişim araçlarının çeşitliliği üzerinde durulmuş ve incelenmiştir. Ardından TCMB, FED, ECB ve BRİCS ülke gruplarına ilişkin para politikası iletişiminde kullanılan stratejilere yer verilmiştir. Para politikasının karar alma sürecinden sonra piyasadaki uygulanabilirliği, politikaların piyasadaki etkilerinin incelenmesi ile mümkündür. Karar verici birimlerin piyasa ile iletişiminin güçlü olması gerekmektedir. Güçlü bir iletişimin kurulması, sonuçların olumlu etkiye bulunmasına yardımcı olmaktadır. Para politikası duyurularına ilişkin teorik ve kavramsal çerçevesi bu yönleri ile bölümde ele alınmaktadır.

1. PARA POLİTİKASI DUYURULARI

Ekonominin temel politikalarından biri olan para politikası, ekonomideki etkileri nedeni ile üzerinde durulan konulardan biri olmuştur. Uygulanan ve uygulanması planlanan para politikalarında dönem dönem piyasadaki şartlara bağlı olarak farklı yöntemler ortaya çıkmaktadır. Para politikası karar mekanizmaları, her zaman modeldeki amaçların gerçekleştirmelerini düşünerek hareket etmekte ve bu doğrultuda karar almaktadır. Bu nedenle bazen geleneksel bazen modern para politikası araçları kullanılabilmektedir. Geçmişte yaşanan ekonomik krizler farklı yaklaşımların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Nitekim 1990'lı yıllardan sonra merkez bankaları daha tutucu olan iletişim tarzını terk ederek bunun yerine piyasa ile daha fazla iletişimde bulunmaya başlamışlardır.

Merkez bankaları ileriye dönük olarak planladıkları toplantılarına ilişkin takvim yayınlamaktadırlar. Bununla beraber ayrıca uyguladıkları veya uygulayacakları para politikalarına ilişkin olarak piyasaya duyuru metinleri yayınlamaktadırlar. Nitekim yayınlanan bu duyuruların piyasada karşılıkları olmakta ve ekonomi doğrudan bu duyurular ile etkilenmektedir.

Ekonomiyi doğrudan ilgilendiren para politikası duyuruları son dönemde daha da önemli hale gelmiş ve yakından takip edilmeye başlanmıştır. Bu nedenle çalışmanın başında ilk olarak para politikası duyuru kavramını inceleyecektir.

1.1. Para Politikasında Duyuru Kavramı

Para politikası, ülkelerin para otoritelerinin o ülke parasının istikrarını korumak ve ekonomide istenen bazı amaçlara ulaşmak için uygulamaya koyduğu birtakım politikalarlardır. Her ülkenin aynı olmamakla birlikte çoğu ülkenin para politikası uygulamasındaki ana hedef fiyat istikrarı ve ekonomik istikrardır. Önceleri sadece fiyat istikrarına odaklanan merkez bankaları son dönemlerde fiyat istikrarının yanında ekonomik istikrarın sağlanmasını da hedef olarak benimsemiştir.

Para politikası duyuruları, merkez bankaları tarafından uygulanan veya uygulanması planlanan politikaların ekonomik birimler ile doğrudan veya dolaylı olarak paylaşmasıdır. Para politikası duyuruları çeşitli enstrümanlar ile sağlanabilmektedir. Söz konusu duyurular bazen bir metnin yayınlanması bazen ise para politikası kurulu toplantılarına katılım sağlayan üyelerin verdikleri birtakım demeçler olabilmektedir. Para politikası duyurularının yayınlanmasında söz konusu ulaşılmak istenilen etkinin, piyasaya hangi finansal veriler veya yöntemlerle aktarıldığı önem arz etmektedir.

2008 krizinden sonra merkez bankaları, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da temel hedefleri arasına almıştır. Finansal istikrar, sistemin beklenmedik şoklara karşı dirençli olması ve finansal işlemlerin sağlıklı şekilde sürdürülmesiyle ilişkilidir. Etkin denetim, güçlü kurumlar ve işleyen piyasalar bu yapının temelini oluşturmaktadır (Darıcı, 2012: 3–4). Finansal istikrarın sağlanması konusu da merkez bankaları için vazgeçilemez bir hedef durumundadır. Nitekim uygulanacak para politikalarının açıklanmasında, finansal istikrara ilişkin alınan kararların piyasayı doğrudan etkileme durumu bulunmaktadır.

Para politikası kararları, finansal piyasalar üzerinde oldukça kısa sürede etkisini gösterebilmektedir. Bu bağlamda, finansal verilere ilişkin duyurular, para politikasının piyasalardaki anlık etkilerini analiz edebilmek açısından büyük önem arz etmektedir. (Gökalp, 2017:2). Çünkü uygulanan politika etkisinin neler olduğuna ilişkin analiz yapamayan merkez bankalarının hedeflerine ulaşması mümkün değildir. Bu nedenle

uygulanan para politikasının etkilerinin neler olduğu, söz konusu etkilerin hangi duyuru kanalı ile daha sağlıklı iletildiği gibi konular önem arz etmektedir.

Para politikasında merkez bankalarının temel hedeflerinden biri, güvenilirliklerini artırmak ve politika etkinliğini sağlamaktır. Bu doğrultuda iletişim stratejilerinin etkili ve planlı biçimde yürütölmesi büyük önem taşır. Kamuoyuyla kurulan açık ve güvene dayalı iletişim, merkez bankalarının hem politikalarını doğru aktarmasını hem de toplumsal katılımı güçlendirmesini sağlamaktadır (TCMB, 2011).

Para politikası duyuruları, bir başka ifadeyle, merkez bankasının para politikası kurulu aracılığıyla ekonomik aktörlerle ve piyasa paydaşlarıyla kurduğu iletişim sürecini ifade etmektedir. Çünkü para politikası duyurularında kararı alan merkez bankaları söz konusu amaca ulaşmak için kararlarını etkin bir yöntemle ekonomik birimler ile paylaşmaktadır. Yani merkez bankası piyasadaki ekonomik aktörler ile sürekli bir iletişim halindedir. Nitekim merkez bankaları finans piyasalarını etkileyen kurumların başında gelmektedir. Bu yönü ile finansal piyasalar açısından merkez bankalarının rolü büyük önem arz etmektedir.

1.2. Para Politikası Duyurularının Önemi

Ülkelerin para politikalarını merkez bankaları yürütmektedir. Para politikası duyuruları, günümüzde etkili iletişim araçlarının bulunması sebebi ile önem kazanmıştır. Bu nedenle etkin bir para politikası duyuru kanalının seçilmesi ve uygulanması da uygulanacak politikaların içeriği kadar önemlidir. Para politikası duyurusu aynı zamanda uygulanacak olan politika faiz kararının açıklanması anlamına gelmektedir. Nitekim para politikalarını günümüzde temsil eden temel değişkenin politika faizleri olduğunu söylemek mümkündür.

1990'lı yıllardan itibaren merkez bankaları, gizliliğe dayalı geleneksel anlayışı terk ederek daha şeffaf bir iletişim yaklaşımını benimsemiştir. Artık para politikasının etkili olabilmesi için sürprizlerden çok, kararların ve hedeflerin kamuoyuna açık ve anlaşılır biçimde aktarılması ön plandadır. Bu kapsamda merkez bankaları, belirsizlikleri azaltmak ve piyasa istikrarını korumak amacıyla çeşitli iletişim stratejileri kullanmaktadır (TCMB, 2011).

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve), açıklık ve şeffaflık ilkelerini benimseyen merkez bankaları arasında öncü bir rol üstlenmiştir. Özellikle 1994 yılı itibarıyla, faiz kararlarının hemen ardından kamuoyuna duyurulmasıyla birlikte iletişim politikasında önemli bir dönüşüm yaşanmıştır. Bu süreçte Fed, politika kararlarını açıklama, geleceğe yönelik yönlendirme sunma ve toplantı tutanaklarını zamanında paylaşma gibi uygulamalarla şeffaflığını artırarak diğer merkez bankalarına örnek olmaktadır (Demiralp ve Yılmaz, 2010:44).

Finansal piyasaların yalnızca bir sonraki para politikası toplantısına ilişkin beklentilere ya da olası sürprizlere değil, aynı zamanda daha uzun vadeli toplantılara dair öngörülere de duyarlılık gösterdiği ileri sürülmektedir. ABD finansal piyasaları özelinde yapılan analizlerde, hem getiri eğrisinde hem de hisse senedi piyasalarında bu türden uzun vadeye yayılan beklenti etkilerinin belirgin biçimde gözlemlendiği ifade edilmektedir (Gürkaynak, Sack, ve Swanson, 2005:21). 1990'lı yıllardan sonra FED'in başlatmış olduğu şeffaflık kavramı neticesinde birçok merkez bankası da bu konuyu benimsemiş ve gizlilik politikasından vazgeçerek iletişimin önemli olduğu vurgusu yapılarak para politikaları oluşturulmaya başlanmıştır.

Fed'in para politikası kararları, finansal piyasaların bu kararlara yönelik daha isabetli tahminler geliştirmesi gerektiğine işaret etmektedir (Carpenter ve Demiralp, 2009:38).

Para politikası değişimlerinin zamanla daha öngörülebilir hale gelmesiyle birlikte, piyasaların merkez bankasından gelen resmi açıklamaları beklemek yerine, bu açıklamaları önceden tahmin ederek harekete geçmeye başladığı gözlemlenmektedir. Özellikle Hazine bonoları ve devlet tahvilleri piyasasında, söz konusu para politikası yönelimlerine ilişkin beklentilerin, resmi duyurulardan birkaç ay önce fiyatlamalara yansımaya başladığını ortaya koyan kanıtlar bulunmaktadır (Lange, Sack, ve Whitesell, 2003:18).

Para politikasına ilişkin iletişimin, piyasaların merkez bankası kararlarını önceden tahmin edebilmesine katkı sağladığı ve aynı zamanda piyasalardaki belirsizlik düzeyini azalttığı ortaya konulmaktadır. Bununla birlikte, tutarsız ya da komite üyeleri arasındaki görüş ayrılıklarını açıkça yansıtan iletişim biçimleri, para politikası

kararlarının öngörülebilirliğini azaltarak piyasalarda dalgalanmayı artırma riskini beraberinde getirmektedir. Öte yandan, ekonomik görünüm ve bu görünüme ilişkin riskler konusunda çeşitli bakış açılarına yer veren bir iletişim stratejisinin, finansal piyasaların genel ekonomik koşulları daha sağlıklı değerlendirmesine ve böylece para politikasının gelecekte izlemesi muhtemel yönü daha iyi kavramasına yardımcı olabileceği vurgulanmaktadır.

Bu çerçevede, merkez bankalarının para politikası kararlarıyla ilgili iletişim ile ekonomik görünüm değerlendirmelerine ilişkin bilgilendirmeyi birbirinden ayrı tutmalarının önemli olduğu belirtilmektedir (Ehrmann ve Fratzscher, 2005:6).

Politika faiz oranı, günümüzde pek çok gelişmiş ülkenin merkez bankalarının kullandığı en önemli araçtır. Merkez bankaları, kısa vadeli bir nominal faiz oranını hedeflemeyi tercih etmektedir. Şeffaflıkları ve güvenilirlikleri ile birlikte, merkez bankaları gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentileri etkiler ve dolayısıyla uzun vadeli reel faiz oranlarını da etkileyebilmektedir. Tüm bunlar da ekonomideki kararları; örneğin tüketim, tasarruf ve yatırım ile ilgili kararları daha geniş bir şekilde etkilemektedir (Mishkin, 2013: 66-75). Politika faiz kararlarının duyurulması ile birlikte piyasada her kesimin etkilendiğini söylemek mümkündür. Çünkü finansal piyasalar günümüzde çok entegre şekilde çalışmaktadır. Bu nedenle duyurulacak olan para politikaları finansal sistem içerisindeki tüm kesimleri kısa vadede veya uzun vadede etkileyecektir.

Merkez bankaları, para politikası araçlarını etkin kullanarak politika yönünü belirlemektedir. Teorik olarak yalnızca para arzının kontrolü yeterli görünse de, günümüz ekonomik koşulları bu yaklaşımın yetersizliğini ortaya koymuştur. Bu nedenle, merkez bankaları daha kapsamlı ve çok boyutlu politika araçları kullanmak durumundadır (Eğilmez, 2012:18).

Merkez bankalarının aldığı faiz kararları, büyük ölçüde politika faizi etrafında şekillenmektedir. Bu faiz oranı aracılığıyla, piyasadaki kredi faiz oranlarına yön verilmekte; kredi kullanım vadeleri üzerinde etkide bulunulmakta ve aynı zamanda tasarruf eğilimleri üzerinden toplumun tüketim davranışları yönlendirilmektedir. Ayrıca, politika faizine ilişkin kararlar finansal piyasalarda geleceğe dönük çeşitli beklentilerin

oluşmasına da olanak tanımakta ve yatırımcı algılarını şekillendirmektedir (Eren ve Demireli, 2022:348).

Para politikası duyuruları, ekonomik yönetim ve finansal piyasalar için büyük bir öneme sahiptir. Merkez bankaları tarafından yapılan bu duyurular, genellikle faiz oranları, para arzı ve diğer para politikası araçları ile ilgili kararları içermektedir. Para politikası duyuruları, yatırımcılar ve finansal kuruluşlar için kritik bilgiler sağlamaktadır. Merkez bankalarının alacağı kararlar, faiz oranları, döviz kurları ve borsa endeksleri üzerinde doğrudan etkili olabilir. Bu nedenle, duyurular piyasaların gelecekteki hareketlerini tahmin etmelerine yardımcı olmaktadır.

Merkez bankalarının faiz politikalarının temel amacı, enflasyonu kontrol altına alarak fiyat istikrarını sağlamaktır. İstikrarlı bir fiyat düzeyi, ekonomik güveni artırarak beklentilerin olumlu yönde şekillenmesine katkı sağlar. Bu durum, belirsizlikleri azaltarak uzun vadeli yatırım ve planlama kararlarını destekler. Bu bağlamda merkez bankaları, yüksek enflasyon dönemlerinde faiz oranlarını artırarak talebi sınırlarken, düşük enflasyon dönemlerinde ise faiz indirimleriyle toplam talebi canlandırmayı hedeflemektedir (Eren ve Demireli, 2022).

Küresel düzeyde para politikası amaç ve araçları, ekonomik gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan ihtiyaçlar doğrultusunda zaman içinde evrilmiş ve yeniden şekillenmiştir. Genel bir çerçevede ele alındığında, para politikasının temel hedefleri arasında fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi, ekonomik büyümenin potansiyel seviyesine yakın seyretmesinin desteklenmesi ve finansal istikrarın korunması ön plana çıkmaktadır (Çetin, 2016:68).

Söz konusu amaçlara ulaşmada merkez bankaları piyasayı bilgilendirmek üzere enstrümanlar kullanmaktadır. Hangi enstrümanlar ile piyasaya duyurulduğu ise dönem dönem değişmektedir. En etkin duyuru yöntemlerinden bir tanesi ise merkez bankalarının resmi internet sitesinden yapmış oldukları bilgilendirmelerdir. Bunun yanında basın ile yapılan toplantılar, röportajlar, merkez bankası başkanı ve üyelerinin açıklamaları gibi birçok para politikası duyuru yöntemlerinden bahsetmek mümkündür. Temelde para politikası kurullarının yapmış oldukları toplantılarının ardından

yayınlanan para politikası özet metinleri bulunmaktadır. Kurulun toplantı da almış olduğu ve uygulamayı düşündüğü kararlar bu metinler ile piyasaya iletilmektedir.

1.3. Para Politikası Etkilerine Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Para politikasının ekonomik sistem üzerindeki etkileri oldukça kapsamlıdır. Bu etkinin hangi mekanizmalar aracılığıyla gerçekleştiği ve hangi değişkenler üzerinden ekonomiye yansıdığı konusunda literatürde çeşitli teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Modern makroekonomik analiz çerçevesinde, para politikası en temel politika araçlarından biri olarak konumlanmaktadır. Merkez bankaları, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra toplam talep, üretim ve istihdam gibi makroekonomik değişkenleri yönlendirmek amacıyla genellikle kısa vadeli faiz oranlarını hedefleyerek para politikası uygular. Bu doğrultuda, para politikasının hem reel ekonomi hem de finansal piyasalar üzerindeki etkilerini açıklamaya yönelik çeşitli teorik çerçeveler literatürde yer almaktadır. Bu bölümde, söz konusu yaklaşımlar sistematik biçimde ele alınmaktadır.

Para politikasının etkilerine yönelik farklı yaklaşımların en çok öne çıkan iki yaklaşımdan biri Klasik Yaklaşım, diğeri ise Monetarist Yaklaşımdır. Bunların haricinde para politikasının etkilerine yönelik Yeni Klasik Yaklaşım, Yeni Keynesyen Yaklaşım, Reel İş Döngüsü Teorisi, Post-Keynesyen Yaklaşım ve Avusturya Modeli gibi yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar arasında farklı savunulan durumlar söz konusu da ortak oldukları nokta piyasanın para politikalarından etkilendiği hususudur. Merkez bankalarının para politikalarını açıklaması ve piyasayı etkilemesine yönelik, çalışmanın bu bölümünde para politikasının etkilerini savunan yaklaşımlar ele alınacaktır. Söz konusu yaklaşımların para politikalarının hangi enstrümanlar vasıtasıyla piyasayı etkilediğinin bilinmesi çalışmanın amacına ulaşmasında yardımcı olacaktır.

Klasik iktisatçılar, özellikle para miktarı teorisi çerçevesinde, paranın yalnızca nominal değişkenler üzerinde etkili olduğunu savunurlar. Klasik görüşe göre, piyasalar tam rekabetçi ve esnektir; dolayısıyla para arzındaki değişiklikler sadece fiyatlar genel düzeyini etkilerken reel üretim ve istihdam düzeyleri üzerinde etkisiz kalır (Friedman, 1968:72).

Monetarist yaklaşım ise klasik görüşü modernleştirerek parasal büyüklüklerin kontrol edilmesini savunur. Milton Friedman'ın öncülüğünü yaptığı bu yaklaşım, kısa

dönemde para arzındaki değişimlerin üretim ve istihdam üzerinde etkili olabileceğini, ancak uzun vadede bu etkinin ortadan kalkarak sadece fiyatlara yansıtacağını ileri sürer. Monetarist yaklaşım, para politikası gecikmeli etkiler gösterdiği için zamanlamasının çok önemli olduğunu vurgulamaktadır (Friedman & Schwartz, 1963:14).

Keynesyen iktisatçılara göre para politikası, özellikle eksik istihdam koşullarında toplam talep üzerindeki etkisi yoluyla reel üretim ve istihdamı etkileyebilir. IS-LM modeli çerçevesinde, para arzında bir artış faiz oranlarını düşürür, bu da yatırım harcamalarını artırarak toplam talebi ve üretimi yükseltir. Bu yaklaşıma göre, faiz oranları ile reel değişkenler arasındaki geçiş mekanizması güçlüdür.

Keynesyen yaklaşımda, parasal aktarım mekanizması yapısal kanıt modeli üzerine kurulmuştur (Mishkin, 2001b:265). Bu yaklaşıma göre, para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisi büyük ölçüde faiz oranları aracılığıyla gerçekleşmektedir. Para arzındaki değişim, faiz oranlarını etkilerken; faiz oranlarındaki hareketler yatırım kararlarını, dolayısıyla üretim düzeyini şekillendirmektedir. Bu nedenle, parasal aktarım mekanizmasının etkinliği, politika uygulamalarının faizler üzerindeki etkisine bağlı olmaktadır (Hatipoğlu, 2007:5).

Ancak Keynesyenler, özellikle likidite tuzağı durumunda para politikasının etkinliğinin zayıflayabileceğini belirtmişlerdir. Faiz oranlarının sıfıra yakın olduğu durumlarda, para arzı artışının ekonomide reel etkiler yaratmama ihtimali ortaya çıkmaktadır (Keynes, 1936:39).

1970'lerin stagflasyon dönemi sonrası ortaya çıkan yeni klasik yaklaşım, rasyonel beklentiler hipotezine dayanır. Bu yaklaşıma göre, bireyler tüm mevcut bilgileri kullanarak geleceğe dair beklentiler geliştirir. Dolayısıyla beklenen para politikası değişiklikleri ekonomik ajanlar tarafından önceden öngörülebilir ve bu nedenle politika etkisiz olmaktadır (Lucas, 1972:42).

Yeni klasik okul, para politikasının ancak beklenmeyen ve sürpriz nitelikli olması durumunda reel değişkenleri etkileyebileceğini savunur. Aksi takdirde, ekonomik ajanlar fiyat ve ücret sözleşmelerini önceden ayarlayarak politika etkisini nötralize ettiğini savunmaktadır.

Yeni Keynesyen yaklaşım, rasyonel beklentiler varsayımını kabul etmekle birlikte, piyasaların kısa vadede eksik rekabet ve katılıklardan dolayı tam esnek olmadığını savunur. Bu okul, özellikle fiyat ve ücret katılıkları, menü maliyetleri, nominal sözleşmeler gibi mikro temellere dayalı friksiyonlar aracılığıyla para politikasının kısa vadeli reel etkilerini açıklamaktadır (Mankiw, 1985:96).

Modern teorik yaklaşımlar, para politikasının etkinliğinin sadece kendi sınırlarıyla değil, aynı zamanda maliye politikasıyla olan etkileşimiyle de şekillendiğini kabul etmektedir. Özellikle düşük faiz ortamında maliye politikasıyla birlikte uygulanan genişleyici politikaların ekonomik büyümeye katkısı daha yüksek olabilir. Bu çerçevede, politikalar arası koordinasyon, beklenti yönetimi ve uzun dönem borç dinamikleri açısından önem kazanmaktadır (Blanchard, 2001:45).

Monetarist yaklaşımda ise Keynesyen yapısalcı modelin zayıf yönlerinin olduğu ileri sürülmüş ve parasal aktarım mekanizması, indirgenmiş kanıt modeli üzerine kurulmuştur (Mishkin, 2000a: 265).

Monetarist yaklaşımın öncüsü Friedman, para politikasının etkisinin yalnızca faiz ve yatırım kanalıyla sınırlı olmadığını, farklı yollarla da ekonomik faaliyetleri etkileyebileceğini belirtmiştir. Bu görüş, indirgenmiş kanıt modelini esas alarak ekonomiyi yapısal ayrıntılardan bağımsız, “kara kutu” şeklinde ele alır. Modelde faiz-yatırım ilişkisi zayıf kabul edilir; çünkü kararlar reel faizlere bağlıdır, nominal faizler ise enflasyon primi nedeniyle yanıltıcı olabilir. Bu nedenle monetarist bakış açısında faiz oranları, para politikasının reel etkilerini aktaran temel araç olarak görülmemektedir (Goodfriend ve King, 1997).

Para politikasındaki değişiklikler, varlıkların görece getirisini etkileyerek ekonomik birimlerin portföy tercihlerini yeniden şekillendirmektedir. Özellikle genişletici politikalarla artan para arzı, paranın getirisini azaltarak bireyleri daha yüksek getirili varlıklara yönlendirmeye teşvik eder. Bu durum, portföylerin yeniden dengelenmesine yol açar ve merkez bankası kararlarının portföy bileşimi üzerinde doğrudan etkili olmasını sağlamaktadır (Kuttner ve Mosser, 2002: 17).

2. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINDA İLETİŞİM

Merkez bankaları tarafından icra edilen para politikası konusunun incelenmesinde iletişim kavramı çok önemli bir yere sahiptir. İletişim burada merkez bankaları ve para politikası uygulamalarından etkilenen kesimlerin birbirleri ile olan etkileşim anlamına gelmektedir. Para politikalarının uygulanmasında ve duyurulmasında teknolojik gelişmelere paralel olarak birçok değişikliğe gidildiğini söylemek mümkündür. Çalışmanın bu kısmında para politikası uygulanmasında iletişim kavramı, önemi ve gelişimi detayları ile ele alınacaktır.

2.1. Para Politikası Uygulamalarında İletişim Kavramının Önemi

İletişim, insan yaşamının her yönünü etkileyen temel bir süreç olup, en basit tanımıyla duygu, düşünce ve bilgilerin çeşitli yollarla başkalarına aktarılması olarak ifade edilebilir. İletişim, kimi zaman tek yönlü bir bilgilendirme ya da etkileme aracı olarak kullanılırken, kimi zaman da karşılıklı etkileşime dayalı dinamik bir süreç olarak ortaya çıkmaktadır. Toplum yapısındaki dönüşümler ve dönemsel koşullardaki değişimlere bağlı olarak, iletişimde kullanılan yöntem ve araçlar da çeşitlenmiş; bu çeşitlilik, iletişim sürecinin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir (Tcmb, 2011).

Para politikası farklı zamanlarda piyasanın durumuna göre farklı politikalar ile uygulanmakta ve bu politikalar çerçevesinde piyasa etkilenmektedir. Burada zaman içerisindeki piyasa beklentileri de göz önünde bulundurularak ilgili politikaya ilişkin açıklamalar yapılmaktadır. Açıklanan para politikaları ile piyasaya mesaj verilmekte ve alınacak ileriye dönük kararların neler olabileceğine ilişkin projeksiyonlar yapılmakta ve açıklanmaktadır. Bu para politikası kararlarının piyasaya açıklanması aşamasında politika yapıcı konumunda bulunan merkez bankalarının piyasa ile iletişiminin önemi büyüktür.

İletişim, 20. yüzyılın başlarından itibaren çok disiplinli bir alan olarak gelişim göstermiş; özellikle ekonomik, siyasal ve teknolojik alanlardaki ilerlemeler ile küreselleşme süreçlerinin etkisiyle toplumsal yaşamın her alanında daha da kritik bir konuma ulaşmıştır. Günümüzde iletişim, yalnızca bir araç olmanın ötesine geçerek hem akademik bir disiplin hem de pratik bir uygulama sahası olarak değerlendirilmektedir. 1990'lı yıllardan itibaren ise iletişim olgusu, merkez bankacılığı literatüründe ve uygulamalarında da önem kazanmaya başlamıştır. Daha önce merkez bankalarının

politikalarında egemen olan “gizlilik” anlayışı, zamanla şeffaflık ve hesap verebilirlik talepleri karşısında geçerliliğini yitirmiştir.

Para politikası uygulamalarının etkili olabilmesi için bir dönem savunulan “sürpriz etkisi” yaklaşımı, yerini merkez bankalarının strateji, politika ve hedeflerinin kamuoyu tarafından açık biçimde anlaşılmasına duyulan gereklilik anlayışına bırakmıştır. Bu doğrultuda, merkez bankaları piyasada istenmeyen dalgalanmalara yol açmamak adına sürpriz niteliği taşıyabilecek kararlar almaktan kaçınmakta ve bunun yerine, politika amaçlarını, alınan kararları ve bu kararların arkasındaki gerekçeleri planlı bir iletişim stratejisi kapsamında kamuoyuyla çeşitli kanallar aracılığıyla paylaşmaktadır (Tcmb, 2011).

Merkez bankaları için iletişim, dinamik bir yapıya sahip olup zaman içinde sürekli olarak gelişmekte ve dönüşmektedir. ABD Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Janet Yellen (2012), merkez bankalarının iletişim stratejilerindeki dönüşümün esasen teknolojik ilerlemelerden değil, para politikasının nasıl daha etkili kılınabileceğine dair anlayışta yaşanan gelişmelerden kaynaklandığını vurgulamaktadır. Özellikle küresel finansal krizle birlikte yaşanan ekonomik çalkantılar, iletişimin merkez bankaları açısından taşıdığı önemi yeniden gündeme getirmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda, başta gelişmiş ekonomilerde olmak üzere birçok merkez bankası, geleceğe dönük politika duruşlarını daha şeffaf ve açık biçimde ifade etme yoluna gitmiştir

Son otuz yılda merkez bankalarının iletişim yaklaşımları belirgin şekilde değişmiştir. Bu dönüşümün en somut göstergelerinden biri, Fed başkanlarının artan şeffaflıkla yaptığı açıklamalardır. Günümüzde merkez bankaları, sadece mevcut kararları değil, aynı zamanda ileriye dönük beklentilerini de kamuoyuyla paylaşmaktadır. Özellikle son dönem stratejiler, doğrudan finansal piyasaları hedef alarak, uzun vadeli faiz oranlarında istikrar sağlamayı amaçlamaktadır. Bu tür yönlendirmeler, piyasa istikrarı ve politika etkinliği açısından kritik bir rol oynamaktadır (Coibion vd., 2019:23).

Son yirmi yılda merkez bankaları, iletişimi para politikası hedeflerini desteklemek ve özellikle politika faizi ile piyasa faizleri arasındaki beklentileri yönetmek amacıyla daha aktif kullanmaya başlamıştır (Woodford ve Blinder, 2008:41).

Politika faizinin sıfır alt sınırına yaklaştığı dönemlerde ise iletişim, başlı başına bir politika aracı işlevi görmüştür. Günümüzde, büyük ekonomiler normale dönse dahi iletişimin para politikası aracı olarak önemini koruyacağı öngörülmektedir. Bu nedenle, iletişim stratejilerinin etkilerini analiz etmek giderek daha önemli bir araştırma alanı hâline gelmiştir (Blinder, 2018:12).

Finansal piyasalar, Federal Rezerv'in (Fed) iletişimlerine keskin ve anında tepki vermektedirler (Fleming ve Remolona, 1999:8). Yeni kanıtlar, yatırımcıların sadece Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) tarafından belirlenen nominal kısa vadeli faiz oranını öğrenmekle kalmayıp, Fed iletişimlerine tepki olarak uzun vadeli makroekonomik koşullar hakkındaki görüşlerini de değiştirdiklerini göstermektedir (Hillenbrand, 2022:35).

Fed, ekonomi hakkındaki bilgileri ve gelecekteki para politikası yoluna dair görüşleri konusunda zamanla giderek daha şeffaf hale gelmiştir (Nelson, 2021:14). Şeffaf hale gelmesi de ekonomideki bileşenlerin kararları üzerinde etkili olduğunu ve iletişimin daha etkin bir yöntem olacağını göstermektedir.

Bu noktada, Fed'in iletişim stratejilerini ve bu iletişimlerin piyasa üzerindeki etkilerini anlamak önemlidir. Fed başkanlarının basın toplantılarında kullandıkları dilin, piyasa beklentilerini nasıl şekillendirdiğini ve bu süreçteki oynaklığı nasıl etkilediğini gözlemlemek faydalı olabilmektedir. Bu durum, özellikle Fed Başkanı Jerome Powell'in döneminde, basın toplantılarının piyasa üzerinde önemli dalgalanmalara neden olduğu dönemde daha da geçerlidir.

Nisan 2011'den itibaren Başkan Bernanke'nin FOMC toplantılarının ardından düzenlediği basın toplantıları, Fed'in şeffaflık politikasını güçlendirmiştir. Bernanke, bu toplantılarla hem Komite'nin ortak görüşünü yansıtmayı hem de gerektiğinde farklı görüşlere dikkat çekmeyi amaçladığını belirtmiştir. Zamanla bu toplantılar, Fed'in kamuoyuna yönelik iletişiminde merkezi bir araç hâline gelmiştir. Nitekim 2022 yılında düzenlenen altıncı FOMC basın toplantısı sırasında S&P 500'ün %1'den fazla değer kaybetmesi, piyasaların merkez bankası iletişimine olan yüksek duyarlılığını ortaya koymaktadır (Hillenbrand, 2022).

Para politikalarının etkinliğinde iletişim, temel bir araç olarak öne çıkmaktadır. Bazı durumlarda, iletişim doğrudan politika adımlarının yerini kısmen alabilmektedir. Özellikle politika faiz hedeflerinin açık biçimde duyurulması, faiz yönündeki beklentilerin daha az müdahale ile şekillenmesini mümkün kılmaktadır. Bu da şeffaflığın, para politikasının etkinliğini artırabileceğini göstermektedir. Ayrıca, merkez bankalarının varlık fiyatlarına ilişkin hedeflerini ve bu hedeflere ulaşma kararlılığını önceden ilan etmeleri, piyasalar üzerinde güçlü bir yönlendirme etkisi yaratabilir. Bu tür iletişim stratejileri, literatürde “açık ağız işlemleri” (open mouth operations) olarak tanımlanmaktadır (Ehrmann & Fratzscher, 2007).

İletişimin temel işlevi, hedef kitleyi oluşturan birey ya da gruplara açık ve anlaşılır mesajlar ileterek onların bilgi düzeyini, tutumlarını ve davranışlarını belirli bir yönde etkilemektir. Bu bağlamda iletişim, yalnızca bireyler için değil, kurumsal yapılar açısından da vazgeçilmez bir ihtiyaçtır. Toplumsal yaşamda iletişimin artan önemi, iletişim araçlarının çeşitlenmesi ve yaygınlaşmasıyla daha da pekişmiştir. Bu gelişmeler ışığında, merkez bankaları da iletişim politikalarına daha fazla ağırlık vermeye başlamış; uyguladıkları para politikası kararlarını sistematik bir iletişim stratejisi çerçevesinde kamuoyuyla paylaşmaları kurumsal bir zorunluluk hâline gelmiştir (Tcmb, 2011).

Günümüzde pek çok merkez bankası, görev ve stratejilerini açık biçimde kamuoyuyla paylaşarak para politikası hedeflerine ulaşmayı hedeflemektedir. Hedeflerin ve bu hedeflere ulaşma yollarının net şekilde ifade edilmesi, özel sektörün para politikasını ve olası şoklara verilen tepkileri daha iyi anlamasını sağlamaktadır. Ayrıca ekonomik görünümün ve politika kararlarının düzenli olarak açıklanması, hem öngörülebilirliği artırmakta hem de merkez bankasının güvenilirliğini ve hesap verebilirliğini güçlendirmektedir (Cengiz, 2019:45).

Merkez bankalarının iletişimde gizlilik ilkesi yerine açıklık, şeffaflık gibi kavramlara yönelmesinin nedeni, iletişim araçlarında meydana gelen gelişmeler olduğunu söylemek mümkündür. Nitekim önceden para politikaları açıklamalarının etkileri piyasalara gecikmeli şekilde geçerken günümüzde finansal piyasaların gelişmişliğinin de etkisi ile anlık etkide bulunabilmektedir. Para politikasına yönelik herhangi bir açıklama veya beyan ekonominin birçok alanında anında karşılık

bulabilmektedir. Örnek olarak açıklanan politika faiz oranlarının ardından hisse senedi piyasalarının veya döviz piyasalarının anında etkilenmesi gösterilebilir. Merkez bankaları iletişimin önemini anlamışken bununla birlikte farklı iletişim stratejileri de geliştirilmiştir.

2.2. Para Politikasında İletişim Stratejileri

Para politikası duyuruları farklı kanallar çerçevesinde piyasalar ile paylaşılmaktadır. Burada en etkin açıklama yönteminin ne olduğuna ilgili merkez bankaları karar vermekte ve ona göre paylaşımlar yapmaktadır. Nitekim merkez bankalarının finansal piyasalara ilişkin duyurularında iletişim stratejilerinin bulunduğunu söylemek mümkündür. Söz konusu iletişim stratejilerinin, zaman içinde değişkenlik göstermekle birlikte temel olarak şeffaflık, ileriye dönük rehberlik, açıklık, hesap verilebilirlik, merkez bankalarının bağımsızlığı ve piyasa beklentilerinin yönetilmesi gibi kavramlardan oluştuğu söylenebilir.

2.2.1. Şeffaflık ve İletişim Politikaları

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında şeffaflık ve iletişim stratejileri, modern merkez bankacılığının temel bileşenleri haline gelmiştir. Özellikle 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında, piyasa beklentilerinin yönetilmesi, belirsizliğin azaltılması ve politika etkilerinin daha öngörülebilir kılınması açısından şeffaflık büyük önem kazanmıştır. ABD Merkez Bankası (Federal Reserve – Fed), bu alanda en çok takip edilen kurumların başında gelmektedir.

Fed'in iletişim stratejileri zamanla evrim geçirmiştir. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren faiz kararlarının kamuoyuna açık şekilde duyurulması, toplantı tutanaklarının yayımlanması, ekonomik projeksiyonların paylaşılması ve 'nokta grafiği' (dot plot) gibi araçların kullanılması, politika şeffaflığını artırmıştır. Ayrıca Fed Başkanı'nın düzenli basın toplantıları ve Kongre sunumları, para politikasının öngörülebilirliğini destekleyici unsurlar olmuştur (Blinder, 2008:46).

Fed'in iletişim politikasındaki dönüşüm, 'ileri yönlü yönlendirme' (forward guidance) stratejisiyle daha da pekişmiştir. Bu strateji, piyasalara gelecekteki politika rotası hakkında sinyal vererek, piyasa faiz oranları ve finansal koşulları doğrudan etkilemeyi amaçlamaktadır. Özellikle sıfıra yakın faiz oranı dönemlerinde, faiz aracı

sınırlı kaldığında ileri yönlü yönlendirme, para politikasının etkinliğini artırmak için kullanılmıştır (Campbell , 2012:15).

Şeffaflığın artması, yatırımcıların ve hanehalklarının beklentilerini şekillendirmekte ve para politikasının etkinliğini yükseltmektedir. Ancak aşırı şeffaflık eleştirilerine de rastlanmaktadır. Bazı akademik çalışmalarda, Fed'in iletişiminde fazla ayrıntıya yer vermesi durumunda piyasalarda kafa karışıklığına ve bilgi kirliliğine yol açabileceği öne sürülmektedir (Morris ve Shin, 2002:5). Dolayısıyla şeffaflık ile belirsizliği azaltma arasındaki denge dikkatle korunmalıdır.

Fed'in şeffaflık düzeyinin artması, para politikasına olan güveni pekiştirmiştir. Kriz dönemlerinde bile Fed'in attığı adımların iletişim yoluyla detaylandırılması, piyasalarda belirsizliği önemli ölçüde azaltmış ve politika etkilerinin zaman içinde daha etkin hissedilmesini sağlamıştır. Bu bağlamda, Fed'in şeffaflık politikası yalnızca ABD için değil, küresel finansal piyasalar açısından da önemli bir çıpa görevi görmektedir (Ehrmann & Fratzscher, 2007:30).

Merkez bankalarının para politikasına ilişkin bilgileri raporlarla kamuoyuna açık şekilde sunması, şeffaflık ilkesinin bir yansımasıdır. Şeffaflık, para politikasının etkinliği açısından kritik öneme sahiptir. Bu sayede ekonomik aktörler, politika yönünü önceden tahmin edebilir ve beklentilerini buna göre şekillendirebilir. Dolayısıyla şeffaflık, hem beklenti yönetimini kolaylaştırır hem de ekonomik öngörülebilirliği artırır (Yazgan, 2003:45).

Etkili iletişim ve yüksek düzeyde şeffaflık, kamuoyunun ve finansal piyasaların güvenini kazanmada temel araçlardır. Bu unsurlar, merkez bankasının karar ve uygulamalarının dışarıdan değerlendirilmesini mümkün kılar. Belirsizliği azaltarak özel sektör için öngörülebilirliği artırır. Özellikle finansal piyasaların yönlendirilmesinde iletişimin önemli bir rolü olduğu konusunda genel bir uzlaşısı vardır. Ancak iletişimin başarılı olabilmesi, tutarlı ve güvenilir bir merkez bankası yaklaşımıyla mümkündür (Cengiz, 2019:42).

Para politikalarının açıklanmasında iletişim ve şeffaflık konuları önemli bir rol oynamakta olup merkez bankalarında iletişim ve şeffaflık konularının incelenmesi, söz konusu para politikalarının açıklanması hususuna da katkıda bulunacaktır.

Etkin iletişim ve şeffaflık, merkez bankalarına duyulan güvenin oluşmasında temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu unsurlar, politika gözlemcilerine karar süreçlerini daha sağlıklı değerlendirme imkânı sunarken, özel sektör açısından belirsizliği azaltarak öngörülebilirliği artırır. Literatürde, iletişimin finansal piyasalar üzerinde yönlendirici etkisi olduğu konusunda genel bir görüş birliği bulunmaktadır. Ancak bu etkinin sağlanabilmesi, merkez bankasının tutarlı ve şeffaf bir duruş sergilemesine bağlı olmaktadır (Cengiz, 2019:53).

1990 sonrası dönemde uygulamaya koyulan bu yaklaşım, beklentilerin yönetimi ve para politikasının etkili bir biçimde yönlendirilmesi amacına hizmet etmiştir. Lewis ve arkadaşlarına göre, kamuoyunun para politikasına ilişkin bilgilendirilmesi süreci, Fed'in şeffaflık düzeyini artırmaya yönelik önemli bir adım olmuştur. Gerçekten de, para politikası kararlarının açıklandığı ve şeffaflıkla yürütüldüğü ortamlarda, bu politikaların ekonomik etkisinin daha güçlü olduğu söylenebilmektedir (Lewis vd.,2019: 5).

Fed'in öncülüğünde gelişen bu şeffaflık anlayışı, zamanla diğer merkez bankaları tarafından da benimsenmiş; geleneksel olarak uygulanan gizlilik esaslı yaklaşımların yerini, iletişimin önceliklendirilmesi yönündeki stratejiler almıştır. Bu dönüşüm, para politikasının sadece teknik değil aynı zamanda iletişimsel bir süreç olduğunu da ortaya koymuştur. Nitekim Fed'in para politikası kararlarına yönelik şeffaf yaklaşımı, piyasaların bu kararlara ilişkin daha isabetli öngörüler geliştirmesi gerektiği anlayışını da beraberinde getirmiştir (Carpenter ve Demiralp, 2009:38).

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve), açıklık ve şeffaflık ilkelerini benimseyen öncü kurumlar arasında yer almaktadır. Özellikle 1994 yılından itibaren, politika faizine ilişkin kararların kamuoyuna duyurulmasıyla iletişim politikasında önemli bir dönüşüm yaşanmıştır. Bu süreçte Fed, şeffaflığı artırmaya yönelik çeşitli uygulamalar geliştirerek diğer merkez bankalarına örnek olmuştur. Politika kararlarının yazılı açıklamalarla iletilmesi, geleceğe yönelik yönlendirmelere yer verilmesi ve toplantı tutanaklarının daha hızlı paylaşılması, bu yaklaşımın temel unsurları arasında yer almaktadır (Demiralp ve Yılmaz, 2010:22).

2000 yılında uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı çerçevesinde, etkin bir iletişim stratejisi oluşturulmaya çalışılmış; bu süreçte şeffaflık ve beklenti yönetimi öncelikli konular arasında yer almıştır. Ancak, 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle bu program sona ermiştir (Merkez Bankaları ve İletişim, 2011). Kriz sonrası dönemde yapılan yasal düzenlemelerle birlikte Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na (TCMB), para ve döviz piyasalarıyla ilgili önlemleri alma, para politikasını belirleme ve uygun araçları kullanma yetkisi verilmiş; böylece finansal sistemde istikrarı sağlama görevi de açıkça tanımlanmıştır. Aynı yıl yürürlüğe giren TCMB Kanunu'ndaki değişikliklerle Banka'ya kurumsal bağımsızlık kazandırılmış, bu bağımsızlık beraberinde şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerini de gündeme getirmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda TCMB'nin iletişim politikaları daha stratejik ve kurumsal bir nitelik kazanmıştır.

2001 öncesi döneme bakıldığında, TCMB'nin iletişim faaliyetlerinde süreklilik ve etkinliğin sınırlı olduğu gözlemlenmektedir. Bu dönemde merkez bankacılığında genel eğilim, daha tutucu ve sınırlı bir iletişim yaklaşımının benimsenmesi yönündedir ve bu anlayış TCMB'yi de doğrudan etkilemiştir. Bankanın bağımsız bir yapıya sahip olmaması, yasal çerçevede açıkça tanımlanmış bir politika önceliğinin bulunmaması ve uygulamada iletişim stratejisinin belirginleşmemiş olması, şeffaflık ve iletişim politikalarının gelişmesini engelleyen başlıca faktörler arasında yer almıştır (Tcmb, 2011).

Merkez bankalarının iletişim stratejileri iki temel amaca yöneliktir: İlki, para politikasının gelecekteki yönüne dair piyasalara bilgi vererek öngörülebilirliği artırmak; ikincisi ise bu sürece eşlik eden belirsizlikleri azaltmaktır. Bazı durumlarda sürpriz kararlar alınsa da, bu tür uygulamalar artık istisna olarak değerlendirilmektedir. Günümüzde ağırlık kazanan yaklaşım, şeffaf iletişim yoluyla para politikasının güvenilirliğini ve etkinliğini güçlendirmeye odaklanmaktadır (Kahveci, 2014:7).

Avrupa Merkez Bankası Sistemi (AMBS) mevzuatında iletişime ilişkin yasal düzenlemelerin yer alması, şeffaflık ve iletişimin kurumsal düzeyde önemsendiğini göstermektedir. Ancak Avrupa Merkez Bankası (AMB), yalnızca yasal zorunluluklarla yetinmeyip, daha kuruluş sürecinde etkin iletişimi stratejik bir öncelik olarak benimsemiştir. 1998 yılında belirlenen fiyat istikrarı tanımı ve çift sütunlu strateji, bu

yaklaşımın temelini oluşturmuştur. AMB'nin iletişim stratejisi, para politikasının etkinliğini artırmanın yanı sıra, üye ülkelerde kamuoyu desteği sağlamayı da amaçlamaktadır. Bu doğrultuda şeffaflık ve kurumsal tek seslilik ilkeleri öncelik kazanmıştır (ECB, 2001:59-60).

Merkez bankalarının bağımsızlığı, para politikasının siyasi müdahalelerden arındırılması açısından kritik bir rol oynamaktadır. Bu yapı, kısa vadeli siyasi hedeflerin enflasyon üzerindeki baskısını sınırlandırarak fiyat istikrarının daha sağlıklı biçimde sağlanmasına katkı sunar. Bağımsızlık, aynı zamanda piyasalarda güven oluşturarak merkez bankasının kredibilitesini artırmaktadır. Güvenilirlik ise, belirlenen hedeflere ulaşma kapasitesiyle doğrudan ilişkilidir. Ayrıca, şeffaflık ve hesap verebilirlik mekanizmaları sayesinde, merkez bankalarının uygulamaları kamuoyu tarafından denetlenebilir hâle gelmektedir (Altuntaş, 2012:11). Burada para politikalarının açıklanması ve uygulanması aşamalarında olası sonuçlardan merkez bankalarının da sorumlu olduğu ve gerektiğinde hesap verme ilkesinin de devreye gireceği vurgulanmıştır.

2.2.2. İleriye Dönük Rehberlik (Forward Guidance)

Merkez bankalarının iletişim politikaları ve sözlü yönlendirme uygulamaları, para politikasının ekonomiye etkisini artıran ve aktarım mekanizmasının etkinliğini güçlendiren bir tür katalizör işlevi görmektedir. Bu yönüyle, iletişim süreci, ekonomide paranın işleyişindeki hızlandırıcı etkisine benzer şekilde, merkez bankasının politika araçlarının etkinliğini artıran tamamlayıcı bir unsur olarak öne çıkmaktadır (Başçı, 2013:6). Sözlü yönlendirme, para politikaları kararlarının açıklanmasında çok önemli bir role sahip olup merkez bankaları tarafından da benimsenen bir konudur.

Daha normatif bir yaklaşımla ifade edildiğinde, sözlü yönlendirme; merkez bankalarının ekonomik görünüme dair değerlendirmelerine bağlı olarak para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin sinyaller verdikleri gelişmiş bir iletişim aracıdır. Bu yöntem, para politikasının öngörülebilirliğini artırmaya yönelik stratejik bir iletişim biçimi olarak öne çıkmaktadır (Praet, 2013:36).

Merkez bankaları, düzenledikleri Para Politikası Kurulu toplantıları aracılığıyla para politikasının gelecekteki yönüne dair kamuoyuna bilgi vermekte olup, bu tür

açıklamalar literatürde "sözlü yönlendirme" olarak adlandırılmaktadır (Rosengren, 2014:27).

Sözlü yönlendirme kavramı, özellikle küresel finansal kriz sonrasında merkez bankacıları ve akademisyenler arasında daha fazla tartışılmaya başlanmış olsa da, bu uygulamanın ilk örneği 1999 yılının Nisan ayında Japonya Merkez Bankası (BoJ) tarafından gerçekleştirilmiştir. BoJ, o dönemde yaptığı açıklamada "Deflasyonist baskılar ortadan kalkana kadar faiz oranları sıfır seviyesinde tutulacaktır" şeklinde bir taahhütte bulunmuştur. Her ne kadar bu yaklaşım o zamanlar "sözlü yönlendirme" olarak adlandırılmasa da, politika faiz oranlarının daha fazla düşürülemeyeceği bir ortamda yapılan bu açıklama, sözlü yönlendirmenin erken bir örneği olarak değerlendirilmektedir (Kahveci, 2014:8).

Sözlü yönlendirme, bazı eleştirel toplumbilimcilerin öne sürdüğü gibi yalnızca söylem düzeyinde kalan ve uygulamaya alternatif olmayan bir strateji değil; aksine, merkez bankalarının gelecekteki para politikası yönelimlerine dair sinyaller vererek bugünkü ekonomik beklentileri şekillendirmeyi amaçlayan etkili bir araçtır. Bu bağlamda, iletişimin bilişsel düzeyde yarattığı algısal etkiler ve ekonomik aktörlerin davranışlarına yönelik yansımaları dikkate alındığında, sözlü yönlendirmenin uzun vadeli ekonomik sonuçlar doğurabilecek güçlü bir politika aracı olduğu görülmektedir (Gökgöz, 2019:107)

İleriye dönük yönlendirme politikası, ilk olarak Aralık 2008'de ABD Merkez Bankası (Federal Reserve) tarafından devreye alınmış olup, bu tarihten itibaren dünyanın önde gelen dört merkez bankası — Federal Reserve (FED), Bank of England (BoE), European Central Bank (ECB) ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) tarafından aktif biçimde uygulanmaya başlanmıştır (Gökdemir vd., 2020:48).

Sözlü yönlendirme politikaları, ekonomik aktörlerin faiz oranlarına ilişkin beklentilerini aşağı çekmeyi, buna karşılık varlık fiyatlarını ve toplam harcamaları artırmayı hedefleyen stratejik iletişim araçlarıdır. Bu tür yönlendirmeler, aynı zamanda ekonomi politiğin tamamlayıcı bir unsuru olarak ideolojik bir mesaj niteliği de taşımaktadır. Nitekim merkez bankaları doğrudan yalnızca kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilme kapasitesine sahiptir (BBC, 2014).

Uzun vadeli faiz oranları ise büyük ölçüde merkez bankasının sözlü açıklamaları etrafında oluşan toplumsal ve piyasa mutabakatına bağlıdır. Bu bağlamda, sözlü yönlendirme stratejileri, kısa vadeli faiz oranlarını uzun vadeye taşımanın bir aracı olarak değerlendirilmektedir (Del Negro vd., 2012:105).

Faiz oranlarında uzun dönemli istikrarın sağlanması, ekonomik beklentilerin yönetilmesi ve yatırım kararlarının yönlendirilmesi açısından kritik öneme sahiptir. Dolayısıyla, para politikası kararlarının kamuoyuna açıklanmasında sözlü yönlendirmenin oynadığı rol oldukça belirleyicidir.

Merkez bankalarının benimsediği etkili para politikası uygulamaları, ülkelerin ekonomik istikrarını korumasında ve olası kriz veya dışsal şoklara karşı daha dirençli hâle gelmesinde önemli bir işlev üstlenmektedir. Ayrıca, merkez bankaları piyasalardaki belirsizlikleri azaltmak ve volatilitiyi sınırlamak suretiyle, yatırım ortamını daha öngörülebilir kılmaya çalışmakta; bu sayede yatırımcıların ülkeye yönelik güvenini ve yatırım kararlarını olumlu yönde etkilemeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede, merkez bankalarının yürüttüğü sözlü yönlendirme uygulamaları, piyasa beklentilerinin yönetilmesinde tamamlayıcı bir araç olarak önemli bir rol üstlenmektedir (Çelik vd. 2014:53).

2.2.3. Açıklık ve Hesap Verilebilirlik

Para politikasında açıklık (transparency) ve hesap verilebilirlik (accountability), modern merkez bankacılığının temel ilkeleri arasında yer almaktadır. Bu ilkeler, merkez bankalarının bağımsızlıklarını sürdürürken aynı zamanda kamuoyuna karşı sorumlu olmalarını sağlar. ABD Merkez Bankası (Federal Reserve – Fed), bu kavramların gelişimi ve uygulamaya geçirilmesi açısından örnek alınan başlıca kurumlardan biridir.

Açıklık, merkez bankasının hedeflerini, karar alma süreçlerini, ekonomik değerlendirmelerini ve uyguladığı politikaları açık bir şekilde kamuoyuna bildirmesini ifade eder. Hesap verilebilirlik ise, bu politikaların sonuçlarına ilişkin olarak kamuoyuna karşı sorumluluk taşınmasıdır. Fed, bu ilkeleri geliştirdiği sistematik iletişim yapısı, periyodik raporlamalar ve Kongre'ye düzenli sunumlar aracılığıyla hayata geçirmiştir (Bernanke, 2007:6).

Fed'in açıklık politikası, FOMC (Federal Open Market Committee) toplantı tutanaklarının yayımlanması, ekonomik projeksiyonların sunulması ve para politikası kararlarının ayrıntılı olarak basın bültenleriyle duyurulması gibi uygulamaları kapsamaktadır. Bu süreç, piyasa katılımcılarının beklentilerini yönetmekte önemli bir rol oynamakta ve para politikasının etkinliğini artırmaktadır (Geraats, 2002:25).

Hesap verilebilirlik açısından ise Fed Başkanı'nın Kongre karşısındaki düzenli sunumları, para politikasının gerekçelerini açıklama ve uygulamaların etkilerini değerlendirme açısından önemli bir mekanizmadır. Ayrıca, ekonomik performans göstergeleri ile para politikası sonuçlarının karşılaştırılabilir hale gelmesi, Fed'in hesap verebilirliğini güçlendirmiştir (Walsh, 2007:60).

Ancak açıklık ve hesap verilebilirlik ilkeleri, sadece teknik düzeyde bilgi paylaşımıyla sınırlı değildir. Kamuoyunun anlayabileceği bir dille iletişim kurulması ve piyasa aktörlerinin politikayı doğru yorumlayabilmesi de bu sürecin önemli parçalarıdır. Aksi halde, teknik şeffaflık, algı karmaşasına ve güven kaybına yol açabilir. Bu nedenle Fed, zaman içinde iletişim stratejilerini sadeleştirerek karar alma sürecini daha erişilebilir hale getirmiştir (Blinder et al., 2008:51).

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında zamanla önemli değişikliklere gidildiği gözlemlenmektedir. Bu dönüşümün temelinde, para politikasının makroekonomik istikrar üzerindeki rolünün daha iyi anlaşılması ve "açıklık" ilkesinin politika süreçlerine entegre edilmesi yatmaktadır. Bu anlayışa göre, politika hedeflerine ulaşmak, daha açık ve şeffaf bir iletişim stratejisiyle kolaylaştırılabilir (Çetin, 1997:1).

Özellikle iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebilmek açısından, yürürlükteki ya da kamuoyuyla paylaşılması beklenen parasal stratejilerin sade ve net bir biçimde ortaya konulması kritik önem taşımaktadır. Karmaşık veya yetersiz şekilde ifade edilen stratejiler, beklenti yönetiminde etkisiz kalabilmektedir. Bu nedenle, para politikası açıklamalarında açıklık ve sadelik ilkeleri mutlaka dikkate alınmalıdır.

Elbette, bir para politikası stratejisinin başarısı yalnızca açıklık ve anlaşılabilirliğe dayanmaz. Bunlar temel unsurlar olsa da, tek başlarına yeterli değildir. Stratejide kullanılan nominal çıpa niteliğindeki değişkenin, ekonomik aktörlerin gelir ve servet düzeyleri üzerindeki etkisi de dikkate alınmalı; bu bağlamda seçilen gösterge

değişkenin, ekonomik karar alma süreçlerinde anlamlı bir rol oynaması sağlanmalıdır (Erdoğan, 2005:49).

Son çeyrek yüzyılda merkez bankaları, daha şeffaf bir yapıya yönelmiş ve iletişim stratejilerine artan önem atfetmiştir. 1990'lar öncesinde, kapalı ve teknik bir dilin tercih edilmesi gerektiği düşünülmekteydi. Bu anlayış, halkla doğrudan iletişimin sınırlandırılmasını savunuyordu. Ancak 1990'lardan itibaren, iletişimin para politikasının etkinliğini artırabileceği görüşü ön plana çıkmış; bu da merkez bankalarının açık, anlaşılır ve düzenli bir iletişim politikası benimsemeleri gerektiği yönündeki uzlaşayı güçlendirmiştir (Blinder vd., 2008:15).

Anlaşılabilirlik ve açık olmak, parasal hedefleme stratejisinin temel avantajlarından biridir. (Bernanke ve Mishkin, 1997:106).

Para politikalarında açık olmak amaca ulaşmada önemli bir yol almayı sağlamaktadır. Kısacası anlaşılır veya açık olan para politikaları politika uygulayıcılarına avantajlar sağlamaktadır. Hedeflere ulaşmada daha etkili olunmasını sağlamaktadır. Açık şekilde belirtilen para politikası duyuruları, söz konusu hedef kitlesinin konuyu anlamasında ve benimsemesinde rol oynamaktadır.

Para politikasında açıklık, merkez bankası uygulamalarının kamuoyu tarafından daha iyi anlaşılmasını sağlayarak enflasyon beklentilerinin sağlıklı oluşmasına katkı sunar. Bu çerçevede Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) basın açıklamaları ve özellikle aylık bültenleri, politika iletişiminin etkinliğini artıran önemli araçlardır. Aylık bültenler, yalnızca temel bilgileri değil, aynı zamanda detaylı analiz ve verilerle şeffaflığı güçlendirmektedir. Nitekim 1999–2007 dönemine ilişkin çalışmalar, AMB'nin yazılı iletişimde yüksek düzeyde açıklık olduğunu ve yanıltıcı ifadelerin oldukça sınırlı kaldığını göstermektedir (Bulir vd., 2012:20).

Merkez bankası bağımsızlığı, sorumluluktan muafiyet anlamına gelmemektedir. Aksine, bağımsız bir merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerine bağlı kalması esastır. Hesap verebilirlik, hedeflere ulaşamadığı durumlarda merkez bankasının gerekçelerini kamuoyuna açıklama sorumluluğunu üstlenmesi anlamına gelir. Bu çerçevede, başarıda takdirin, başarısızlıkta ise eleştirinin yapılabilmesi önem arz etmektedir (Arslan, 2003:44).

Hesap verebilirlik ilkesi, merkez bankalarının hedeflerine odaklanmasını sağlarken, aynı zamanda demokratik denetimi de mümkün kılmaktadır. Bu denetim ise, merkez bankalarının halk tarafından seçilen parlamentolara karşı sorumlu olmasıyla geręekleřtirilmektedir (Yazgan, 2003: 66-67).

Avrupa Merkez Bankası'nın iletişim iğeriği üzerinden yapılan ölçümler, para politikasının kamuoyuna ilettiği mesajların açıklık düzeyini değerlendirmeye yöneliktir. Bu ęalıřmalar, enflasyon riskine ilişkin açıklamaların, politika kararlarının anlaşılabilirliğini artırdığını göstermektedir. Ancak parasal gelişmelere dair içeriklerin, iletişim açıklığını sınırlı ölçüde azalttığı da tespit edilmiştir. Bu nedenle, bültenlerde parasal değerlendirmelere daha sınırlı yer verilmesinin iletişim netliğini artırabileceği önerilmektedir (Bulir vd., 2012:25).

Etkili iletişim ve yüksek şeffaflık, para politikasının öngörülebilirliğini ve uygulanabilirliğini artıran temel unsurlardır. Alınan kararların gerekçeleriyle birlikte kamuoyuna açıklanması, politikaların anlaşılmasını ve toplumsal destek görmesini kolaylaştırır. Merkez bankasının güvenilirliği arttıkça, piyasa beklentileri ilan edilen hedeflerle daha uyumlu hâle gelir ve politika etkinliği yükselir. Bu doğrultuda, iletişim stratejileri ile para politikası başarısı arasındaki ilişki büyük ölçüde beklenti yönetimi üzerinden kurulmaktadır (TCMB, 2011).

Merkez bankasının para politikasına ilişkin bilgi paylaşımında bulunması, kamuoyunda açıklık ve güven ortamı yaratmakta; bu sayede enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınmasına katkıda bulunmaktadır. Böylece, ekonomik aktörlerin geleceğe yönelik daha rasyonel ve sağlıklı kararlar alabilmeleri mümkün hale gelmektedir. Bu durum, yalnızca politika etkinliğini artırmakla kalmayıp, aynı zamanda ekonomik istikrarın korunmasına da hizmet etmektedir (Kaya, 2009:342). Merkez bankaları tarafından politikaların açıklığının sağlanması, aynı şekilde sadece enflasyon beklentilerini değil aynı zamanda diğer makroekonomik verilerinde iyi anlaşılmasını sağlamaktadır.

Merkez bankalarının hem politika yapım süreçlerinde hem de kurumsal işleyişlerinde bağımsız hareket etmeleri, demokratik rejimlerin temel ilkeleri doğrultusunda hesap verebilirlik yükümlölüğünü de beraberinde getirmektedir. Hesap

verebilirlik, merkez bankalarının aldıkları kararların ve bu kararların ekonomi üzerindeki sonuçlarının topluma karşı açık ve şeffaf biçimde açıklanmasını ifade eder. Bu yükümlülüğün yerine getirilebilmesi, merkez bankalarının şeffaflığı önceleyen bir yaklaşımı benimsemelerini ve güçlü bir iletişim stratejisi uygulamalarını zorunlu kılmaktadır (Tcmb, 2011).

Ayrıca hesap verebilirliğin kurumsal düzeyde gerçekleştirilmesi, merkez bankasının bağımsızlığını koruyan ve güçlendiren bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Bağımsızlığa yönelik olası müdahalelere karşı kamuoyu desteğinin sağlanabilmesi, ancak karar süreçlerinin açık bir şekilde yürütülmesi ve kamuoyunun bilgilendirilmesiyle mümkün olabilmektedir. Bu yönüyle hesap verebilirlik, yalnızca demokratik denetimi sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda merkez bankasının kurumsal özerkliğinin sürdürülebilirliğine de katkıda bulunmaktadır.

Hesap verme sorumluluğu kavramı merkez bankaları yönetiminde, ilgili otoritelerin keyfi yönetimini engellemek hususunda önemli bir konudur. Nitekim hesap verme yükümlülüğü bulunan merkez bankaları para politikalarını uygularken ve bunları açıklarken bu sorumluluğun bilincinde hareket etmektedir. Burada tabii ki merkez bankalarının yönetimlerinin ne denli bağımsız olduğu konusu da ayrıca ele alınması gereken bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Merkez bankalarının daha fazla hesap verebilir olması gerektiği yönündeki anlayış, yalnızca alınan kararların değil, bu kararların ardında yatan gerekçelerin de kamuoyuna açıklanması sorumluluğunu beraberinde getirmiştir. Bu yaklaşım, şeffaflık düzeyinin artırılmasında önemli bir rol oynamıştır. Aynı zamanda, şeffaflığın para politikası uygulamalarının etkinliğini zaman içinde artıracığı düşüncesi, merkez bankalarının iletişim politikalarına daha fazla önem vermelerine neden olmuştur. Bu doğrultuda merkez bankaları, geçmişe kıyasla halkla kurdukları iletişimde daha sistemli, açık ve bilinçli bir yaklaşım benimsemeye başlamıştır (Ehrmann ve Fratzscher, 2007:15).

Sonuç olarak, açıklık ve hesap verilebilirlik ilkeleri, para politikasının meşruiyetini artırmakta, piyasa güvenini pekiştirmekte ve merkez bankasının bağımsızlığını sürdürülebilir kılmaktadır. Fed örneği, bu ilkelerin sistematik ve kurumsal bir yaklaşımla nasıl uygulanabileceğine dair önemli bir model sunmaktadır.

Bu bağlamda, doktora tezinin ampirik bölümlerinde politika açıklık düzeyinin değişkenler üzerindeki etkisi, iletişim tarihleri ve içerik analizleri kullanılarak ölçülebilir.

2.2.4. Merkez Bankaları Bağımsızlığı ve Güven İnşası

Merkez bankası bağımsızlığı, modern para politikası rejimlerinin temel taşlarından biri olarak kabul edilmektedir. Bağımsızlık, merkez bankalarının siyasi baskılardan uzak bir şekilde, fiyat istikrarını sağlama amacıyla karar alabilmelerine imkan tanır. Bu durum, özellikle kısa vadeli politik hedeflerle çelişebilecek kararların alınmasında büyük önem taşır. Ancak bağımsızlık, tek başına yeterli olmayıp, kamuoyu nezdinde güvenin tesis edilmesiyle birlikte anlam kazanmaktadır.

ABD Merkez Bankası (Federal Reserve – Fed), bağımsızlık ile hesap verebilirlik arasında kurduğu dengeyle öne çıkmaktadır. Fed, para politikasını yürütürken yürütmeden ve yasamadan bağımsızdır; ancak kamuya karşı sorumluluğu net biçimde tanımlanmıştır. Bu denge, bağımsızlık ilkesinin meşruiyet temelini oluşturur (Cukierman, 1992:42).

Merkez bankası bağımsızlığı, genel olarak yasal (de jure) ve fiili (de facto) olarak ikiye ayrılır. Yasal bağımsızlık, kanunlarla tanımlanan görev ve yetkileri kapsarken, fiili bağımsızlık, uygulamada siyasi müdahalelere ne ölçüde direnç gösterilebildiğini yansıtır. Fed'in yapısal özellikleri, uzun vadeli atanmış yöneticiler ve çok merkezli teşkilat yapısı, bu bağımsızlığı destekleyici unsurlar arasında yer alır.

Bağımsız bir merkez bankasına duyulan güven, ekonomik aktörlerin beklentilerini daha istikrarlı hale getirir. Enflasyon hedeflemesi uygulamalarında olduğu gibi, bağımsızlık ve güven ilişkisi, para politikası araçlarının etkinliğini artırır. Güvenin sağlanamadığı durumlarda ise, piyasa aktörlerinin beklentileri merkez bankasının hedeflerinden sapabilir ve politika etkisiz hale gelebilir (Mishkin, 2007:20).

Para otoritelerine duyulan güvenin inşası yalnızca kurumsal bağımsızlıkla sınırlı olmayıp; aynı zamanda açıklık, hesap verebilirlik ve kurumsal kapasitenin bütüncül şekilde sağlanmasıyla mümkündür. ABD Merkez Bankası (FED), düzenli raporlamalar, şeffaf iletişim stratejileri ve kriz dönemlerinde sergilediği hızlı ve kararlı politika tepkileriyle söz konusu güveni zaman içerisinde güçlendirmeyi başarmıştır. Özellikle

2008 Küresel Finansal Krizi ve COVID-19 pandemisi gibi olağanüstü dönemlerde uyguladığı genişleyici para politikaları, piyasa güveninin sağlanmasını merkezî bir hedef haline getirmiştir (Bernanke, 2013:8).

1980’li yılların sonlarından itibaren, merkez bankalarının hükümetlerden bağımsız yapılar olarak faaliyet göstermesi yaygınlaşmıştır. Bu eğilimin temelinde, siyasi aktörlerin kısa vadeli çıkarlar uğruna enflasyonu artırıcı politikalara yönelme riski yatmaktadır. Siyasi müdahalelerden arındırılmış bir para politikası, fiyat istikrarını koruma ve makroekonomik güveni artırma amacıyla önemli bir reform olarak kabul edilmektedir (Altuntaş, 2012:21).

Merkez bankalarının daha bağımsız bir yapıya kavuşması, fiyat istikrarı hedefi üzerinde daha güçlü bir odaklanma imkânı sağlamaktadır. Ancak bu durum, beraberinde bazı fırsat maliyetlerini de getirmektedir. Özellikle yüksek istihdam, ekonomik büyüme, düşük faiz oranları ve bütçe dengesi gibi diğer makroekonomik hedeflerin arka plana itilmesi, bu maliyetler arasında sayılmaktadır (Cukierman, 1994: 1437).

Merkez bankalarının iletişim stratejileri geliştirerek şeffaflığa ve kamuoyuyla kurulan ilişkilere giderek daha fazla önem vermelerinin üç temel gerekçesi bulunmaktadır. Bunların ilki, merkez bankası bağımsızlığının doğal bir sonucu olan hesap verebilirlik sorumluluğudur. İkincisi, kamuoyunun güvenini kazanma ve sürdürme ihtiyacıdır. Üçüncüsü ise, yürütülen para politikasının etkinliğini artırma amacıdır (TCMB, 2011). Bu üç unsur, iletişimin merkez bankacılığı içindeki stratejik konumunu güçlendirmektedir. Para politikası uygulamalarının açıklanmasında, merkez bankalarının bağımsızlığının sağlanması, hesap verme sorumluluğu ve güvenilirlik ilkeleri oldukça önemli role sahiptir. Çünkü bu kavramlar birbirleri ile bağlantılı olan kavramlardır. Nitekim bağımsızlığını sağlayamayan merkez bankaları aynı zamanda güvenilir olmaktan çıkmaktadır. Ve para politikalarının duyurulmasında güvenilir olmayan kaynakların etkili olmasını beklemek doğru olmamaktadır.

Merkez bankalarının bağımsız olması gerektiği yönündeki anlayışın yaygınlaşması, iletişim alanındaki gelişmeleri etkileyen önemli faktörlerden biri olmuştur. Bağımsızlığın ekonomik istikrar üzerindeki rolünün anlaşılmasıyla birlikte, birçok ülke merkez bankalarını daha özerk yapılar hâline getirme yoluna gitmiş; bu

süreç, aynı zamanda söz konusu kurumların daha şeffaf bir yapıya kavuşmasına da zemin hazırlamıştır (Blinder vd., 2008: 8).

Etkin bir iletişim politikası, uygulanan para politikasının başarısını artırmakta ve belirlenen hedeflere ulaşma sürecinde merkez bankasına önemli bir katkı sunmaktadır. Ayrıca iletişim, bağımsız merkez bankalarının demokratik sistem içerisinde hesap verebilirlik yükümlülüklerinin bir parçası olarak da değerlendirilmektedir. Zira bağımsız bir merkez bankası, aldığı kararları kamuoyuna ve halkın seçilmiş temsilcilerine açıkça ifade etmek ve bu kararların sonuçlarını üstlenmek durumundadır (European Central Bank, 2001). Nitekim bağımsızlığını sağlayamayan merkez bankalarının etki altında aldıkları kararların faydasının sınırlı olacağı ve bu kararların toplumun faydasına olacağını düşünmek yanlış olacaktır.

Merkez bankalarının politika ve kurumsal kararlarında bağımsız hareket etmesi, demokratik sistem gereği hesap verebilirliği de zorunlu kılar. Fiyat istikrarı gibi uzun vadeli hedeflerin sağlanabilmesi için, merkez bankalarının siyasi baskılardan ve çıkar gruplarından bağımsız karar alabilmesi gerekir. Bu çerçevede bağımsızlık, yalnızca teknik yeterlilik değil, aynı zamanda kurumsal kararlılığın da göstergesidir (TCMB, 2011).

Hükümetlerin para politikasını kısa vadeli amaçlarla kullanmasını sınırlamak ve enflasyonist baskıları önlemek amacıyla, birçok ülke merkez bankası bağımsızlığını güçlendirme yoluna gitmektedir. Bağımsız merkez bankalarının düşük enflasyonu sürdürebilme kapasitesi, bu yapıyı daha tercih edilir kılmaktadır. Literatürde yaygın olarak kabul edilen bulgu, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğudur. Bu ilişki özellikle sanayileşmiş ülkelerde belirgindir; ancak az gelişmiş ülkelerde aynı ilişki gözlenmemekte, bunun yerine merkez bankası yönetimindeki istikrarsızlığın ekonomik göstergeleri olumsuz etkilediği görülmektedir. Ayrıca sanayileşmiş ülkelerde bağımsızlığın büyüme ya da yatırım üzerinde olumsuz bir etkisi saptanmamıştır (Cukierman, 1994:41).

Hemen hemen birçok ülkede yapılanmış olan ve işleyen sisteme göre merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olmaktadır. Nitekim ikinci bir ana hedef olarak benimsenen hedefin ise fiyat istikrarının yanında finansal istikrar olduğunu

söylemek mümkündür. Merkez bankaları para politika uygulamalarında sonuca ulaşmak için zamanı iyi yönetmek ve en etkili yöntemi seçmek istemektedir. Bu nedenle alacağı kararları bağımsız bir şekilde almak ve uygulamak herhangi bir otoriteye bağlı kalmamak son derece önem arz eden konulardır. Burada politika yapıcıların, bağımsız şekilde istediği kararlar almalı ve bunu en etkili yöntem ile açıklaması beklenmektedir. Bağımsız olmayan bir merkez bankasının güvenilir olmasından bahsedilmesi mümkün değildir. Güvenilir olmayan bir merkez bankasının kararlarının da etkili olması beklenmemektedir. Nitekim güveni olmayan merkez bankasına karşı ekonomik birimler kararlarını alma da ve uygulama merkez bankasının istedikleri dışında davranabilir ve bu da merkez bankasının amaçları ile çakışabilmektedir.

Sonuç olarak, merkez bankası bağımsızlığı ve buna eşlik eden kurumsal güven unsurları, para politikasının sürdürülebilirliği ve etkinliği açısından vazgeçilmezdir. Fed'in örneği, bağımsızlık ile şeffaflık ve hesap verilebilirlik arasında kurulan dengenin, para politikasına duyulan güveni nasıl artırdığını göstermektedir. Bu nedenle doktora tezinin bu bölümünde, bağımsızlık ile güven arasındaki ilişki kuramsal çerçevede değerlendirilecek ve ampirik analizle desteklenecektir.

2.2.5. Piyasa Beklentilerinin Yönetimi

Piyasa beklentilerinin yönetimi, merkez bankalarının para politikasının etkinliğini artırmak için kullandığı stratejik iletişim araçlarının başında gelmektedir. Beklentilerin doğru şekilde yönlendirilmesi, para politikasının aktarım mekanizmasında kritik rol oynar. Özellikle düşük faiz ortamlarında veya kriz dönemlerinde, geleneksel araçların sınırlı etkisi karşısında, beklenti yönetimi daha da önemli hale gelir.

ABD Merkez Bankası (Federal Reserve – Fed), piyasa beklentilerini yönetmede öncü kurumlardan biri olmuştur. 'İleri yönlü yönlendirme' (forward guidance) politikası, bu bağlamda öne çıkan bir strateji olarak değerlendirilir. Fed, faiz oranlarının gelecekteki seyrine dair beklentileri şekillendirmek için yönlendirici açıklamalar yaparak, piyasalarda uzun vadeli faiz oranlarını ve finansal koşulları etkilemeyi hedefler (Campbell et al., 2012:98).

Beklenti yönetimi sadece faiz oranlarıyla ilgili değildir. Enflasyon hedeflemesi uygulamaları çerçevesinde, merkez bankaları enflasyon hedeflerini açıklayarak ve bu

hedeflere ulaşmaya yönelik kararlılıklarını vurgulayarak fiyat istikrarı konusundaki inandırıcılıklarını pekiştirir. Bu strateji, özel sektörün karar alma süreçlerinde belirsizliği azaltarak yatırım, tüketim ve fiyatlama davranışlarını doğrudan etkilemektedir (Svensson, 1997:17).

Fed'in 'nokta grafiği' (dot plot) kullanımı, piyasa katılımcılarına faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin üyelerin bireysel beklentilerini sunar. Bu grafik, karar alma sürecinin şeffaflığını artırmakla kalmaz, aynı zamanda beklenti oluşumunu daha sağlam temellere dayandırır. Ancak bu tür iletişim araçlarının karmaşıklığı, bazı durumlarda piyasalarda belirsizliğe ve yanlış anlaşılmalara da yol açabilmektedir (Romer, 2000:24).

Beklenti yönetimi, kriz dönemlerinde daha stratejik bir hal alır. 2008 Küresel Finansal Krizi ve COVID-19 pandemisi süresince Fed'in beklenti yönetimi, piyasalarda panik havasını azaltmak, kredi akışını desteklemek ve güven tesis etmek açısından büyük önem taşımıştır. Söz konusu dönemlerde yapılan olağanüstü açıklamalar, genişleyici politikaların süresine ve kapsamına dair netlik sağlayarak piyasa davranışlarını şekillendirmiştir (Bernanke, 2013:7).

Ekonomik birimlerin ortaya çıkmasının arkasındaki amacın ekonomik anlamda geleceği inşa etmek istemesinden kaynaklandığını söylemek mümkündür. Gelecek belirsiz olduğundan ülkeler ve uluslararası kuruluşlar bu belirsizlik karşısında en azından belirsizliğin olası sürprizlerine karşı müdahale de bulunmak üzere bir araya gelmekte ve ortak kararlar almaktadır.

Ekonomik belirsizliklerin egemen olduğu bir ortamda, iktisadi birimlerin karar alabilmesi için beklentiler geliştirmesi kaçınılmazdır. Bu beklentiler, geçmiş deneyimler, mevcut bilgiler, yapısal koşullar ve geleceğe yönelik öngörüler doğrultusunda şekillenir. Bu nedenle, para politikası oluşturulurken ekonomik beklentilerin dikkate alınması kritik bir unsurdur (Cengiz, 2009:35).

2000'li yıllardan itibaren merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirmede piyasa beklentilerine daha fazla önem vermeye başlamıştır. Bu durum, beklenti yönetimini para politikasının temel unsurlarından biri hâline getirmiştir. Böylece iletişim, tartışmalı bir konu olmaktan çıkıp, merkez bankalarının stratejik ve

güvenilir bir politika aracı haline gelmiştir. Para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla iletişim süreçleri küresel ölçekte kurumsallaşmıştır (Blinder vd., 2008:37).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2001 yılında elde ettiği kurumsal bağımsızlık sonrası, sadece para politikası araçlarıyla değil, düzenli rapor ve açıklamalar yoluyla da yönlendirici rolünü güçlendirmiştir. Bu iletişim faaliyetleri, piyasa aktörlerinin beklentilerinin şekillenmesinde önemli bir işlev görmektedir. TCMB, politikalarının öngörülebilir olmasına önem verse de zaman zaman piyasa beklentileriyle uyumsuz kararlar alınabilmektedir. Araştırmalar, bu tür beklenmedik adımların, öngörülebilir politikalarla kıyasla daha olumsuz piyasa etkileri yarattığını göstermektedir (Gökalp, 2017:2).

Merkez bankalarının faiz kararları, genellikle politika faizi etrafında şekillenir ve piyasa kredi faizleri üzerinde doğrudan etkili olur. Bu oran, hem tüketim-tasarruf dengesini hem de yatırım kararlarını yönlendirerek ekonomik faaliyetleri etkiler. Aynı zamanda faiz kararları, piyasa beklentilerinin oluşmasında da rol oynar. Bu politikaların temel amacı, enflasyonu kontrol altına alarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı ise ekonomik güveni artırır, belirsizlikleri azaltır ve karar alıcıların rasyonel planlama yapmasına olanak tanıyarak yatırımları teşvik eder (Eren vd., 2023:348).

İktisat literatüründe önemli bir yer tutan akılcı beklentiler hipotezine göre, ekonomik aktörler beklentilerini yalnızca geçmiş deneyimlerine değil, aynı zamanda güncel bilgilere dayanarak şekillendirmektedir. Bu bağlamda, edinilen her yeni bilgi, bireylerin beklentilerini etkileyerek karar süreçlerine yön vermektedir. Bu gerçeklik, para politikası uygulamalarında beklenti yönetiminin ve dolayısıyla iletişim stratejilerinin kritik bir rol üstlendiğini bir kez daha ortaya koymaktadır (Tcmb, 2011:4).

3. PARA POLİTİKASINDA MERKEZ BANKALARININ İLETİŞİM KANALLARI VE STRATEJİLERİ

Düşük faiz oranları dönemlerinde, para politikasına yönelik dışsal bir şok, ekonomi üzerinde farklı etkilerde bulunmuştur. Büyük Finansal Kriz'den sonra, dünya genelindeki merkez bankalarının başvurdukları politika, geleneksel olmayan para politikaları olmuştur. GFC sonrasında para politikası uygulamalarının bir yönü, merkez bankalarının genel halka iletişim kurmasıdır. Bu bağlamda, merkez bankası tarafından

yayımlanan tutanaklar, basın bültenleri ve hatta oylama kayıtları, merkez bankası iletişim kanallarını oluşturmaktadır (Chatchawan, 2021:91).

Son otuz yıl içerisinde merkez bankalarının iletişim politikalarında dikkat çekici bir dönüşüm yaşanmıştır. Geçmişte para politikalarının yürütülmesinde egemen olan “gizlilik” yaklaşımı, yerini şeffaflık ve hesap verebilirliğe dayalı modern iletişim stratejilerine bırakmıştır. Bu dönüşüm doğrultusunda merkez bankaları, sistematik bir iletişim stratejisi çerçevesinde kamuoyuyla doğrudan ve sürekli bilgi paylaşımına başlamıştır. Söz konusu stratejiler kapsamında, merkez bankaları ekonomik görünüm, politika hedefleri, tepki fonksiyonları, alınan para politikası kararları ve bu kararların gerekçeleri ile ekonomik tahminler gibi kritik konulara ilişkin bilgileri kamuoyuna sunarak iletişim süreçlerini daha kapsamlı ve anlaşılır hâle getirmiştir.

Para politikası merkez bankaları tarafından yerine getirilmektedir. Söz konusu politika bir süreci ifade etmekte olup ülkelerin bu süreçte kullandığı iletişim araçları da benzerlik göstermektedir. Ülkelerin uygulayacağı para politikası duyuruları çeşitli yöntemlerle sağlanabilmektedir. Bu yöntemlerin hangisinin ne zaman kullanılacağına ilgili ülkenin merkez bankasının yönetimi karar vermektedir. Çalışmada sırası ile TCMB, FED, ECB ve BRİCS ülkelerinde uygulanmakta olan para politikası iletişim araçları ele alınacaktır.

2008 küresel finansal krizinin ardından, gelişmiş ülkelerde politika faizlerinin sıfıra yaklaşmasıyla birlikte merkez bankaları, belirsizlikleri azaltmak ve ek genişleme sağlamak amacıyla ileriye dönük yönlendirmelere daha fazla önem vermiştir. Bu dönemde para politikası iletişimi, merkez bankacılığında daha stratejik ve dinamik bir boyut kazanmıştır. Janet Yellen (2012), bu dönüşümün teknolojik değil, para politikasının etkinliğini artırma hedefinden kaynaklandığını belirtmiştir. Kriz sonrası gelişmeler, iletişimin merkez bankaları için kritik bir araç olduğunu açıkça ortaya koymaktadır (Yılmaz, 2014:6).

Merkez bankaları için iletişimin önemli olmasının nedenleri arasında fiyat istikrarının sağlanması konusunun merkez bankalarına bırakılması, bunun yanında finansal istikrarın sağlanmasının da verilmesi gibi hedeflerin yattığını ve bu hedeflere ulaşmak için politika yapıcı olan merkez bankalarının bağımsız olması konusu önemli

hale gelmektedir. Aynı zamanda bağımsızlığın denetiminin sağlanmasının birtakım hesap verme yükümlülüğü kurumunun oluşturulması ile sağlanmış olması konuda bütünlüğü sağlamaktadır.

Merkez bankaları bulunduğu ülkedeki vatandaşlarını, finansal kurumları, yabancı sermaye yatırım otaklıklarını ve diğer ekonomik birimleri para politikaları konusunda haberdar etmek, bilgi vermek ve gerekli açıklamaları yapmak için iletişim kurmaktadır. Söz konusu iletişim araçları zamanla çeşitlenmiş ve ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Eski zamanlarda uygulanan politika kararlarının gizliliği konusundan zamanla vazgeçilmiş ve daha şeffaf, açık ve belirli politikaların izlenmesi yoluna gidilmiştir. Burada merkez banları içinde bulunulduğu ekonomik döneme en uygun politikayı izlemede ve en etkili olabilecek aracı seçmeyi planlamaktadır.

3.1. TCMB Para Politikası Duyurularında İletişim Araçları

TCMB, iletişim stratejisi ve bu kapsamda benimsediği politikalar, küresel eğilimlere paralel olarak zaman içinde önemli ölçüde değişim ve gelişim göstermiştir. Bu dönüşüm sürecinde özellikle 2001 yılı, hem kurumsal yapı hem de para politikası uygulamaları açısından kritik bir kırılma noktası olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle, TCMB'nin iletişim stratejisindeki evrim genellikle 2001 yılı öncesi ve sonrası olmak üzere iki ayrı dönemde ele alınmaktadır.

2001 öncesi dönemde, TCMB'nin iletişim yaklaşımı, uluslararası uygulamalara benzer biçimde daha temkinli ve sınırlı bir yapıya sahipti. Bu dönemde, Merkez Bankası'nın bağımsız bir statüye sahip olmaması, hem yasal düzenlemeler hem de uygulama çerçevesinde para politikası önceliklerinin net olarak tanımlanmamış olması, şeffaflık ve iletişim politikalarının gelişimini sınırlandıran temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu bağlamda, 2001 öncesi dönemde TCMB'nin iletişimini şekillendiren bazı önemli gelişmelerden ve uygulamalardan söz etmek gerekmektedir.

Türkiye'de 1980 sonrası dönemde, finansal piyasaların oluşturulması ve geliştirilmesine yönelik kapsamlı yasal ve kurumsal reformlar hayata geçirilmiştir. Bu kapsamda, 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) kurulması, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) faaliyete geçmesi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bünyesinde para ve döviz piyasalarının yeniden

yapılandırılması, söz konusu reform sürecinin öne çıkan adımları arasında yer almaktadır (Tcmb, 2011).

1987 yılında açık piyasa işlemlerinin hayata geçirilmesiyle birlikte, bankalar arası döviz piyasası ile döviz ve efektif piyasalarının oluşturulması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) finansal piyasalarda istikrarı sağlama ve bu piyasaların derinleşmesini destekleme yönünde daha aktif bir rol üstlenmesini beraberinde getirmiştir. Bu kapsamda TCMB, piyasa katılımcılarıyla daha güçlü ve etkin bir iletişim kurma çabasına girmiştir.

TCMB'nin iletişim stratejisinde dikkat çeken ikinci önemli gelişme ise, 1990 yılında hazırlanan ve toplam bilanço büyüklüğü, iç yükümlülükler, iç varlıklar ile merkez bankası parasına yönelik hedefler içeren ilk para programının kamuoyuna açıklanması olmuştur. Bu program, Merkez Bankası'nın ilk kez orta vadeli bir perspektifle ekonomik gelişmeleri değerlendirdiği ve geleceğe dair beklentilerini kamuoyuyla paylaştığı önemli bir dönüm noktasıdır.

1990 yılında ilan edilen bu ilk parasal program hedeflerine büyük ölçüde ulaşılmış olsa da, 1990'lı yıllardan 2000'e kadar uzanan süreçte Körfez Savaşı, çeşitli finansal krizler ve siyasi istikrarsızlıklara yol açan erken seçimler gibi gelişmeler, ekonomik ortamda yüksek düzeyde belirsizlik yaratmıştır. Bu nedenle, söz konusu dönemde para ve döviz kuru politikalarına ilişkin güçlü ve istikrarlı bir iletişim kurmak mümkün olmamıştır.

TCMB, iletişim politikasında önemli bir adım olarak 1994'te resmi internet sitesini açmıştır. 1995'te kullanıma sunulan Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) ile Banka, birçok istatistiksel veriyi kamuoyuna erişilebilir kılmıştır; bu uygulama küresel çapta öncü kabul edilmektedir. Aynı yıl TCMB bilançosuna günlük erişim sağlanmış, 1996'da ise bilgi taleplerini karşılamak için elektronik posta hizmeti başlatılmıştır. Bu adımlar, TCMB'nin şeffaflık ve açıklık prensipleri doğrultusunda iletişim altyapısını geliştirme çabasını yansıtmaktadır (TCMB, 2011).

1999'da TCMB, IMF destekli döviz kuru odaklı bir istikrar programı başlatmış ve belirlenen döviz kuru seviyesini taahhüt etmiştir. 2000'den itibaren kur sepetinin günlük değeri ve parasal büyüklüklere ilişkin veriler düzenli olarak kamuoyuyla

paylaşmıştır. Bu süreçte şeffaflık ve iletişim stratejileri enflasyonla mücadelede öncelik kazanmış, beklenti yönetimi önem kazanmıştır. Ancak 2001'deki finansal kriz ve güven kaybı nedeniyle program sürdürülememiştir.

Para politikası duyurularında iletişimin artık önemli olduğunu ve giderek daha da önemsenen bir konu olduğunu söylemek mümkündür. Nitekim 2000'li yıllardan sonra internetin de gelişimi ile iletişim konularına ilişkin çeşitli yatırımların yapılması ve iletişim ağının güçlendirilmesi ile çeşitlendirilmesi adımları da bu konuya ilişkin kurumların bakış açılarını da değiştirmesine neden olmuştur. Birçok kurum ve kuruluş bu konuda farklı adımlar atmış ve yatırımlar yapmıştır. Çünkü iletişimin gücü kullanılarak daha etkin sonuçların alınması mümkün olabilmektedir. Türkiye'de para politikasının duyurulmasında kullanılan iletişim araçlarını aşağıdaki gibi incelemek mümkündür.

- **Para Politikası Kurulu (PPK) Toplantıları**

Para Politikası Kurulu (PPK), TCMB'nin enflasyon hedeflemesi kapsamında para politikası kararlarını aldığı temel organdır. Kurul, Merkez Bankası Başkanı, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisi'nden seçilen üyeler ve Başkan önerisiyle atanan üyeden oluşur. Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan bir üst düzey yetkili toplantılara katılır ancak oy hakkı yoktur. Toplantılarda enflasyon, ödemeler dengesi ve makroekonomik gelişmeler hakkında detaylı bilgilendirme yapılır. Kurul, üyelerin üçte ikisi ile toplanır, kararlar oy çokluğuyla alınır; eşitlik halinde Başkan'ın görüşü geçerlidir (TCMB, 2023:12).

Para Politikası Kurulu (PPK), TCMB'nin para politikası ilkeleri ve stratejilerini belirlemekle görevlidir. Ayrıca, hükümetle birlikte yıllık enflasyon hedefini saptamak ve Türk lirasının iç-dış değerini koruyacak önlemler almak PPK'nın sorumluluğundadır. Kurul kararları, Merkez Bankası'nın en önemli iletişim araçlarından biridir ve önceden ilan edilen takvime göre toplanır. Kararlar kısa gerekçeyle ve toplantı özeti ise beş iş günü içinde resmi sitede yayımlanır. Faiz kararları, fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda, geniş ekonomik veriler ve orta vadeli enflasyon görünümü dikkate alınarak alınmaktadır (TCMB, 2023:13).

Önceki zamanlarda iki veya üç aylık periyotlar ile yapılan toplantılar ekonomik sistemin gerekliliği olarak aylık periyotlar ile düzenlenmiştir. Bu da ekonominin ne denli aktif olarak çalıştığının ve piyasa bileşenlerinin ekonomik kararlara ilişkin olabilecek adımların merak edildiği takip edildiği şeklinde yorumlanabilir. Nitekim ekonomideki en önemli olumsuz etmenlerden birisi de belirsizlik ortamıdır.

Yapılan para politikası kurulu toplantılarında alınan kararlar toplantının yapıldığı gün saat 14:00 itibariyle paylaşılmaktadır. Toplantı takviminin önceden belirli olması ve yayınlaması piyasalar için önemlidir. Nitekim toplantı dönemlerine ilişkin piyasa katılımcıları ekonomik planlamalarını buna göre yapmak ve kararlarını duruma göre erteleyebilmektedirler.

Merkez bankaları iletişim araçları içerisinde ilgili para politikası kurulu kararlarının önemi büyüktür. Çünkü yapılan toplantı ile belirlenen politika faizi kararı piyasa ile açıklanmaktadır. Genellikle açıklanan kararlar sonrasında piyasanın tepki verdiği ve farklı sonuçlara sebep olduğu gözlemlenmektedir. İlgili kararlar ile merkez bankaları piyasayı direk etkileme gücüne haizdir. Bu nedenle para politikası kurulu toplantı kararları merkez bankaları için en etkili araçlardan biridir. Ve bu kararın oluşmasında bağımsızlık kavramı ön plana çıkmaktadır.

Para politikası kurulu toplantı metnlerinin detayları incelendiğinde merkez bankalarının sadece kendi ülke ekonomileri değil ayrıca dünya ekonomik sisteminde önemli yer edinmiş uluslararası kuruluşlarında takip edildiğine rastlamak mümkündür. Çünkü ekonomik sistem birbirine entegre olmuş kuruluşlardan oluşmakta olup finansal araçların mobilite kabiliyetinin de yüksek olması bu etkileşimi güçlendirmektedir.

Merkez bankaları, para politikasını uygularken çeşitli doğrudan ve dolaylı araçlarla piyasalar üzerindeki etkilerini düzenler. Basit modellerde para arzının doğrudan kontrolü yeterli görülse de, modern ekonomilerde finansal sistemin karmaşıklığı bu yaklaşımın yetersizliğini göstermiştir. Bu nedenle merkez bankaları, kredi hacmini ve ekonomik yönlendirmeyi etkileyen ek araçlar kullanmaktadır. Doğrudan araçlar, kredi tavanları ve faizlerin idari belirlenmesi gibi sınırlamalar getirirken; dolaylı araçlar reeskont politikası, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar

ve döviz kuru yönetimi gibi piyasa mekanizmalarına dayanmaktadır (Eğilmez, 2012:18).

Burada önemli olan konumuz itibariyle merkez bankasının para politikası araçlarının ötesinde bu araçların kullanımının piyasa ile iletişimde nasıl kullandığı konusudur. Etkin bir para politikası aracı ile istenilen mesajı verilemediğinde sonucu hedeflenmeyen bir durum ile karşı karşıya kalınması da olası olabilmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası açısından bakıldığında ülkede geçerli olan politika faizini ifade eden haftalık repo faiz oranının her ay düzenlenen para politikası kurulunda duyurulması, merkez bankasının elindeki en güçlü iletişim aracının olduğu söylenebilir. Çünkü merkez bankası piyasaya mesajını faiz artırılması ve azaltılması şeklinde vermektedir. Merkez bankası bu süreçlerde piyasalar ile etkili şekilde iletişimde olmuş olup piyasa beklentilerini de öğrenme ve ihtiyaçlara cevap verme seçeneği de bulunmaktadır. Merkez bankası iletişiminde önemli olan bir diğer iletişim aracı ise basın toplantılarıdır.

- **Basın Toplantısı/Duyurusu**

Basın toplantıları da merkez bankalarının piyasaları ekonomik kararlar hakkında bilgilendirme yaptıkları ve etkin olarak kullandıkları bir iletişim aracıdır. Merkez bankaları aldığı veya alacağı bazı ekonomik politikalar hakkında veya önemli konulara ilişkin bilgilendirme ve yönlendirme yapmak üzere basın mensuplarının karşısında açıklamalarda bulunarak piyasa ile iletişime geçmektedirler.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, iletişim stratejisi kapsamında önemli bir araç olan Enflasyon Raporu'nun kamuoyuna tanıtılması amacıyla düzenli olarak basın bilgilendirme toplantıları gerçekleştirmektedir. Bu toplantılar öncesinde, toplantının yeri ve diğer ayrıntıları içeren bir basın duyurusu yayımlanmakta; katılım göstermek isteyen basın mensuplarının, taleplerini basin@tcmb.gov.tr adresine iletmeleri beklenmektedir.

Merkez bankası iletişim araçlarından para politikası kurulu kararlarına ilişkin açıklamalar genellikle basın ile hemen bir haftalık süre içinde paylaşılmaktadır. Para politikası kurulu kararları iletişim aracı ile basın duyurusu iletişim aracı bütün olarak kullanılmaktadır. Fakat basın toplantısı aracı tamamen para politikası kurul kararlarına

bağlı olmamaktadır. Çünkü önemli görülen birtakım kararların piyasaya aktarılmasında da herhangi bir politika kurulu toplanmadan, o konu özelinde de piyasa ile basın toplantısı düzenlenebilmekte ve paylaşım sağlanabilmektedir.

2023 yılı içinde Tcmb'nin yapmış olduğu basın duyurularına ilişkin politika kurulu kararlarının haricinde enflasyon raporlarına ilişkin açıklamalar, makro ihtiyati tedbirler hakkında, hesap verme yükümlülüğünün gereği olarak hükümete gönderilen açık mektup içeriğinin yayınlanması hususunda, ülkede yaşanan deprem felaketinin kapsamında yapılan çalışmalar çerçevesindeki para transferlerine ve kredi ürünlerine ilişkin basın açıklaması yapıldığı görülmektedir.

Avrupa Merkez Bankası (AMB) Başkanı ve Başkan Yardımcıları, her ayın ilk Yönetim Konseyi toplantısı sonrası düzenledikleri basın toplantılarıyla kamuoyunu bilgilendirir. Bu toplantılarda ekonomi değerlendirilir ve para politikası kararları açıklanır. Medya mensuplarının soru sorabildiği oturumlar da yapılır. Açıklamalar birkaç saat içinde AMB'nin resmi sitesinde yayımlanır ve bazı televizyonlarda canlı yayınlanır. Ayrıca Başkan ve Yürütme Kurulu üyeleri, özel günlerde ek basın toplantıları düzenleyebilir (Cengiz, 2019:56).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, kamuoyuna sunduğu açıklamaların ve yayımladığı ekonomik verilerin daha sağlıklı ve doğru biçimde yorumlanabilmesini sağlamak amacıyla medya mensuplarına yönelik seminerler düzenlemektedir. Bu seminerlerin temel amacı, ilgili haberlerin daha açık, anlaşılır ve doğru biçimde kamuoyuna aktarılmasına katkıda bulunmak ve basın ile Banka arasında karşılıklı anlayışı geliştirmektir.

“Kayıt dışı” formatta gerçekleştirilen bu medya seminerlerinde, çift yönlü iletişimi güçlendirmek hedeflenmektedir. Seminerler kapsamında, TCMB uzmanları tarafından Banka'nın kurumsal yapısı, para politikasının genel çerçevesi, yayımlanan istatistiklerin nasıl yorumlanması gerektiği ve reel sektör analizleri gibi çeşitli başlıklarda sunumlar yapılmaktadır. Aynı zamanda, medya temsilcilerinden Banka'nın iletişim araçlarıyla ilgili geri bildirimler alınmakta; öneri ve değerlendirmeler, iletişim stratejisinin geliştirilmesinde dikkate alınmaktadır (tcmb.gov.tr).

- **Düzenli Bülten**

Haftalık Para ve Banka İstatistikleri, bankacılık sektörünün temel finansal büyüklüklerine ilişkin verileri içeren kapsamlı bir veri seti sunmaktadır. Bu kapsamda, sektöre ait mevduat, kredi ve menkul kıymet kalemlerinin yanı sıra, para arzı büyüklüklerine dair istatistiksel tablolar da yer almaktadır. İlgili istatistikler, hem Türk lirası hem de yabancı para cinsinden gerçekleştirilen işlemleri kapsamakta olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) aracılığıyla zaman serisi formatında yayımlanmaktadır.

Merkez bankaları bu tür bültenlerle hem piyasadaki gelişmeleri takip ederek analizlerde bulunmakta ve piyasa ile paylaşmaktadır. Piyasada tüm kesimler kendi alanındaki ekonomik, finansal verilere kolay bir şekilde erişim sağlamaktadır. Bu tür verilerin paylaşılmasının şeffaflık adına ve erişim özgürlüğü adına büyük önemi bulunmaktadır.

Merkez bankaları hazırladıkları haftalık, aylık ve yıllık bültenlerle piyasayı bilgilendirmekte ve yönlendirmektedir. Çünkü bültenlerin içeriğinde makroekonomik veriler de bulunmakta ve ilgili verilerle gelecekteki planlanan girişimlere dair de değinildiğini söylemek mümkündür. Genellikle orta uzun vadeli hedeflere ilişkin bültenler arasında aylık ve yıllık bültenlerde rastlanmaktadır. Burada merkez bankaları verileri yorumlayarak aynı zamanda beklentilerine de değinmektedir.

- **Konuşmalar/Röportajlar**

Konuşmalar da merkez bankalarının piyasa ile iletişim kurduğu etkili araçlardan biridir. Para politikası yönetim kurulu görevlilerinin genellikle yapmış olduğu açıklamalar piyasalar tarafından özenle takip edilmekte ve verilen mesajın içeriğinin yorumlanması yapılmaktadır.

Diğer merkez bankası iletişim araçlarından farklı olarak konuşma iletişim aracının direk olarak piyasa verilmesi, ilgili mesajın en yetkili ağızlardan direkt olarak piyasa ile paylaşımı konusudur. Burada herhangi toplantı veya karar birimleri bulunmamakta, ilgili yetkililer piyasaya mesajı doğru olarak vermektedir. Piyasa ile direkt paylaşılan konuşmaların piyasada karşılık bulduğu da önemlidir. Nitekim bazı

konuşmalar sonrasında piyasaların farklı birimlerinde farklı tepkilerin olduğu da gözlemlenmiştir.

2025 yılı içinde Tcmb'nin başkanının yapmış olduğu bazı konuşmaların da bankanın ilgili sitelerinde yayınlandığını görmek mümkündür. Yetkili olarak açıklanan her konu piyasaları yakından ilgilendirmektedir. Bu nedenle merkez bankası başkanı ve diğer yetkililerin piyasa ile konuşma süreçlerinde veya planlanan röportajlarda azami özeni göstermeleri gerekmektedir.

- **Akademik Konferanslar**

Merkez bankalarının diğer bir iletişim aracı da akademik konferanslardır. Akademik konferanslarda alanında uzman kişilerle belirlenen konular üzerinde araştırmalar yaparak konferanslar düzenlenir. Ve ilgili konu hakkında alanındaki uzman kişilerin değerlendirmeleri piyasa ile paylaşılarak konu üzerinde bilgi kirliliğinin giderilmesi, konu özelinde alınabilecek tedbirlerin olup olmadığı, orta uzun vadeli hedeflerin belirlenmesinde ilgili konunun katkısının neler olabileceği gibi hususlara da dikkat edilmektedir.

Bu tür konferansların da iletişimde etkin kullanılması mümkündür. Merkez bankaları piyasaları ilgilendiren hususlardaki konular üzerinde bu tür konferanslar düzenleyerek mesajlarını iletebilmektedir. Bu da merkez bankası ile piyasa arasında iletişimi ve etkileşimi desteklemektedir. Aynı zamanda akademik çalışmalara ve konferanslara önem veren merkez bankalarının gelişime açık olduğunun, bilgi birikimi ve tecrübeleri önemseydiğini göstermesi açısından da piyasaya olumlu mesajlar vermede katkısının olduğunu söylemek mümkündür.

- **Araştırma Yayınları**

TCMB, bünyesinde görev yapan uzmanlar tarafından hazırlanan akademik içerikleri, Çalışma Tebliğleri ve Ekonomi Notları aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Çalışma Tebliğleri, Merkez Bankası bünyesinde yürütülen araştırmaların belirli bir hakem sürecinden geçirilerek yayımlandığı akademik bir yayın serisidir. Bu yayınlarda dile getirilen görüşler yalnızca yazarlarını bağlamakta olup, Banka'nın resmî politikalarını veya kurumsal görüşünü temsil etmemektedir. 2003 yılı öncesinde "Tartışma Tebliğleri" ve "Çalışmalar" başlıkları altında yayımlanan içerikler,

bu tarihten itibaren Çalışma Tebliğleri çatısı altında birleştirilmiştir. Elektronik ortamda erişilemeyen eski yayınlara ise TCMB Kütüphanesi'nden basılı olarak ulaşılabilir.

Ekonomi Notları ise, para politikası ve ekonomik gelişmeler üzerine yürütülen analizleri kamuoyuna zamanlı şekilde sunmayı amaçlayan, hakemli bir yayın serisidir. Bu yayınlarda yer alan değerlendirmeler, yazarların kişisel görüşlerini yansıtmakta olup Merkez Bankası'nın kurumsal duruşunu temsil etmemektedir. Ayrıca, bu notlarda yer alan içeriklerin herhangi bir mecrada yeniden yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması zorunludur (tcmb.gov.tr). Merkez bankası, yayımladığı araştırma raporları aracılığıyla piyasa ile etkili bir iletişim kurmakta ve belirli alanlarda yönlendirici bir rol üstlenmektedir.

- **Eğitim Merkezleri**

Eğitim merkezleri, merkez bankalarının finansal konular üzerine gelişmeyi ve derinleşmeyi desteklemek adına kurmuş olduğu merkezler olarak tanımlamak mümkündür.

İstanbul Merkez Bankacılığı Araştırma ve Eğitim Merkezi (ISCB), merkez bankacılığına ilişkin küresel ekonomik ve finansal gelişmelerin tartışılmasını ve analiz edilmesini mümkün kılan bir platform oluşturmak amacıyla, TCMB tarafından 2013 yılında kurulmuştur. ISCB; merkez bankaları, ilgili kamu kurumları ve akademik çevreler arasındaki iş birliğini geliştirmek üzere araştırma faaliyetleri, teknik iş birlikleri ve eğitim programları düzenlemektedir. Bu programların temel hedefi, ekonomik ve finansal gelişmelerin daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunmak ve politika yapıcı kurumların karar süreçlerini desteklemektir.

ISCB'nin yürüttüğü programlar, katılımcıların bilgi ve deneyimlerine dayalı olarak farklı perspektifler geliştirmelerini destekleyecek biçimde yapılandırılmıştır. Kurumun temel amacı, küresel düzeyde bilgi ve uygulama paylaşımını teşvik etmektir. Bu doğrultuda ISCB, merkez bankaları ve akademik çevreleri bir araya getirerek güncel konularda etkileşim ve ortak öğrenme ortamları sunmaktadır. Katılımcı sayısındaki artışla birlikte, kurumun ulusal ve uluslararası iş birliklerini güçlendirmeye devam ettiği gözlemlenmektedir (Tcmb, 2024:25).

Merkez bankacılığının konularına dahil olan alanlarda gelişim sağlamak isteyen kişilerin faydalanabileceği bir alan olan eğitim merkezleri aynı zamanda ilgili yıla dair olan olayların analizi ve araştırmalarını da içeren kataloglara ve yayınlara sahiptir. Bu katalogların detaylarında yaşanmış ekonomik olayların sürecine değinilmiş ve tecrübe edilmiş olaylar silsilesi anlatılmıştır. Hem teori anlamında hem de pratik kazanımlar anlamında merkez bankacılığı alanına olumlu katkıların sağlandığını söylemek mümkündür.

- **İnternet Sitesi**

İnternet sitesinin tüm dünya genelinde önemli bir yerinin olduğu aşıkardır. Hemen hemen her özel veya resmi kurum ve kuruluşun sahip olduğu internet sitesi iletişimde önemli bir role sahiptir. Teknolojinin vermiş olduğu imkanlardan biri olan internet sitesi sayesinde mal/hizmet ürün tanıtımlarının yanında iletilmek istenilen bilgilerin de üçüncü kişilerle paylaşımına olanak sağlanmaktadır. Dünyadaki tüm merkez bankalarının ve uluslararası ekonomik kuruluşların internet sitelerinden hem kurumlara dair hem de alanlarındaki gelişmelere dair bilgilere erişmek mümkündür.

Merkez bankalarının iletişim stratejileri kapsamında etkili biçimde yararlanabileceği en önemli araçlardan biri kurumsal internet siteleridir. Bu dijital platformlar aracılığıyla, piyasaya iletilmek istenen mesajlar ve politika duyuruları hızlı, doğrudan ve kapsamlı bir şekilde kamuoyuyla paylaşılabilir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın resmî internet sitesi www.tcmb.gov.tr adresi üzerinden erişime açıktır. Bu platformda; Banka'nın güncel uygulamaları, araştırma çalışmaları, politika kararları, kurumsal yapısı, stratejik hedefleri, yönetim kadrosu ve yetkililerce yapılan açıklamalar gibi birçok bilgiye ulaşmak mümkündür.

Avrupa Merkez Bankası (AMB), küresel dijital ağları etkin bilgi paylaşımı ve iletişim için öncelikli araç olarak kullanmaktadır. Tüm belgeler resmi internet sitesinden erişilebilir ve indirilebilir durumdadır. Site, finansal kuruluşlara özel bölümler ile Euro Bölgesi'ne ilişkin ekonomik ve parasal veriler sunmaktadır. Böylece kamuoyunun çoğu bilgi talebi çevrim içi karşılanabilmektedir. Ayrıca, özel bilgi taleplerine yanıt vermek için e-posta destek hatları da oluşturulmuştur. AMB'nin bu çift yönlü iletişim uygulamaları, giderek artan bir diyalog ortamı sağlamaktadır (Cengiz, 2019:57). Bu gibi

nedenlerle merkez bankalarının internet sitesinin etkili ve güçlü bir iletişim aracı olduğunu söylemek mümkündür. Aynı zamanda internet kanalı ile iletişim kurulabilecek kurum, kuruluş ve kişilere erişim de kolay hale gelmekte olup kitlelere ulaşmak adına çarpan etkisi ile birlikte mümkün hale gelmektedir. İnternet sitelerinde aynı zamanda kurumun tarihteki gelişimlerine ve izlenen politikaların değerlendirmelerine ulaşmakta mümkündür.

- **Raporlar**

Merkez bankası, belirli periyotlarla yayımladığı çeşitli raporlar aracılığıyla enflasyon görünümüne, orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminlerine, enflasyonu etkileyen unsurlara ve görev alanına giren diğer konulara ilişkin analiz ve değerlendirmelerini kamuoyuyla paylaşmaktadır. Ayrıca finansal piyasaların durumu, finansal istikrarı etkileyen gelişmeler ve riskler ile para politikasına ilişkin genel görünüm de bu raporlar aracılığıyla açıklanmaktadır.

Son yıllarda TCMB, takip eden yılda uygulayacağı para ve döviz kuru politikalarını Para Politikası ve Liralaşma Stratejisi Metni yoluyla kamuoyuna duyurmaktadır. TCMB'nin yayımladığı raporlar arasında Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu, Enflasyon Raporu, Finansal Hesaplar Raporu, Finansal İstikrar Raporu, Yıllık Rapor, Uluslararası Raporlar ve Çalışmalar ile Arşivlenmiş Eski Raporlar bulunmaktadır. Bu yayınlar, hem mevcut ekonomik gelişmelere dair bilgi sunmakta hem de para politikasının gelecekteki yönüne dair öngörüler içermektedir.

Merkez bankasının bu tür raporlar aracılığıyla yürüttüğü bilgilendirme faaliyetleri, sadece kamuoyunu aydınlatmakla kalmamakta, aynı zamanda piyasa aktörlerinin beklentilerini şekillendirmekte ve ekonomik karar süreçlerini yönlendirmektedir. Dolayısıyla bu raporlar, merkez bankasının piyasa ile olan iletişimini güçlendiren önemli araçlar arasında yer almaktadır.

3.2. FED Para Politikası İletişim Araçları

Günümüzde merkez bankaları arasında en etkili ve güçlü kurum olarak kabul edilen ABD Merkez Bankası (Federal Reserve – Fed), aynı zamanda küresel ölçekte en yaygın kullanılan rezerv para birimi olan ABD dolarını ihraç etme yetkisini elinde bulundurmaktadır. Bu nedenle, Fed'in sahip olduğu bu gücü anlamlandırabilmek için,

tarihsel gelişim süreci ve kurumsal yapısının nasıl evrildiğinin bilinmesi büyük önem taşımaktadır (Koç ve Gürsoy, 2020: 425).

Bu çalışma kapsamında, Fed'in kuruluş sürecine kısaca değinildikten sonra, kurumun para politikası uygulamaları ile para politikası duyurularında benimsediği iletişim araçları detaylı şekilde ele alınacaktır.

3.2.1. FED Para Politikası

ABD Merkez Bankası (Fed), kısa vadeli faiz oranlarını kontrol ederek kredi maliyeti ve erişimini doğrudan etkiler ve böylece para politikasını yönlendirir. Fed'in politikaları, faiz oranlarının yanı sıra hisse senedi fiyatları ve döviz kuru gibi finansal göstergeler üzerinde de etkili olur. Bu yolla tüketim, yatırım, üretim, istihdam ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenler şekillenir. Ayrıca, para politikası maliye politikasıyla uyum içinde ekonomik büyümeyi destekler (FED, 2019).

Fed'in para politikasını şekillendiren ve uygulayan temel organ Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC)'dir. Bu komite yılda sekiz kez düzenli olarak toplanmakta ve toplantılar sırasında ekonomik ve finansal gelişmeleri değerlendirerek, uzun vadeli fiyat istikrarı ile sürdürülebilir büyüme hedefleri doğrultusunda risk analizleri yapmaktadır (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019:45).

Fed'in para politikası araçları, sadece ABD ekonomisini değil, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri de etkilemektedir. Ampirik çalışmalar, bir ülkenin parasal koşullarının küresel sermaye piyasaları tarafından yoğun şekilde şekillendirildiğini göstermektedir. ABD faiz oranlarındaki değişiklikler, dünya çapında finansal döngüler başlatabilmekte; döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon gibi temel göstergeler Fed kararlarıyla dalgalanmaktadır (Iacoviello & Navarro, 2018). Ayrıca, Fed'in faiz kararlarının bireylerin ekonomik davranışlarını doğrudan etkilediği de tespit edilmiştir (Lewis, Makridis & Mertens, 2019:32).

Merkez bankası bağımsızlığı, ABD'de de sıkça tartışılan bir konudur. Fed'in faiz politikaları, zaman zaman siyasi otoritelerce eleştirilmekte; hükümetler kısa vadeli büyümeyi desteklemek için faiz indirimi talep etmektedir. Ancak Fed, politika kararlarını uzun vadeli hedeflere maksimum istihdam ve fiyat istikrarına odaklayarak

şekillendirir. Bu doğrultuda, fiyat istikrarını korumak için faiz oranlarını belirli bir seviyenin altına indirmeme eğilimindedir (Koç ve Gürsoy, 2020:48).

Batı ülkelerinde, para otoritelerinin siyasi etkilerden bağımsız olması prensibi doğrultusunda merkez bankalarına uzun süre önce bağımsızlık verilmiştir. Bu sayede para politikaları, siyasi baskılardan uzak ve teknik temellere dayalı olarak uygulanabilmektedir. Bağımsız merkez bankaları, hükümetlerin para basma taleplerini engellemekte, fiyatlara keyfi müdahaleleri önlemekte ve piyasalarda istikrarsızlık yaratacak uygulamalardan kaçınmaktadır (Eğilmez, 2006:42).

Merkez bankası bağımsızlığı konusu, para politikalarının etkinliği açısından kritik bir öneme sahiptir. Zira bağımsız olmayan bir merkez bankasının ne politika hedeflerini belirleme (amaç bağımsızlığı) ne de bu hedeflere ulaşmak için uygun araçları serbestçe seçme (araç bağımsızlığı) imkânı bulunmaktadır. Bu durum, merkez bankalarının teknik kapasitesinin siyasi etkilerle sınırlanmasına yol açmakta ve politika başarısını zayıflatmaktadır.

Fed kuruluşundan bu yana piyasa ile farklı yollardan iletişime geçmiştir. Teknolojinin gelişmesi ile bu iletişim kanallarında da farklılığa gidildiği görünmektedir. Uygulanan iletişim kanalları birçok merkez bankasında benzerlikler göstermektedir. Fakat hangi kanalların piyasayı daha çok etkilediği yapılan veya yapılacak araştırmalar sonrasında ortaya çıkmaktadır. Fed politika uygulamalarında kullandığı genel iletişim araçları aşağıda incelenecektir.

3.2.2. Bej Kitap

Bej Kitap (Beige Book), ABD Merkez Bankası'nın (Federal Reserve) para politikasına yön verebilmek amacıyla yılda sekiz kez hazırlayarak kamuoyuyla paylaştığı nitelikli analiz raporudur. Bu rapor, Fed'in bünyesinde yer alan 12 bölgesel Federal Rezerv Bankası tarafından, kendi ekonomik bölgelerine ilişkin derlenen güncel verilere ve gözlemlere dayanmaktadır. Rapor içeriği, banka ve şube yöneticilerinin katkılarının yanı sıra, iş dünyasından temsilciler, ekonomistler, finansal piyasa uzmanları ve diğer ilgili kaynaklarla yapılan görüşmeler sonucu elde edilen bilgilerle oluşturulmaktadır.

Bej Kitap'ta elde edilen veriler, ilçe ve sektör düzeyinde ayrıntılı biçimde sınıflandırılarak analiz edilmektedir. On iki bölge tarafından hazırlanan bu bölgesel raporların genel değerlendirmesi ise, her yayım döneminde rotasyon esasına göre farklı bir Federal Rezerv Bankası tarafından kaleme alınmaktadır (FED, 2023:40).

Her rapor döneminde, toplanan 12 bölgesel değerlendirme Fed'in belirlediği bir merkez bankası tarafından özetlenir. Elde edilen bulgular, özellikle bölgesel asimetriklerin ve sektörel farklılıkların tespiti açısından önem taşımaktadır. Bej Kitap'ta yer alan analizler, çoğunlukla istatistiksel olarak ölçümlenemeyen eğilimleri tespit etme, ekonomik yön değişimlerini erken fark etme ve yerel düzeydeki ekonomik aktivitenin momentumunu takip etme imkânı sunmaktadır (Fed, 2023:51).

Fed, bu raporlar aracılığıyla piyasa aktörlerinden topladığı niteliksel bilgileri değerlendirerek para politikası karar süreçlerine katkı sağlamakta ve şeffaflık ilkesi doğrultusunda söz konusu raporları kendi resmî internet sitesi üzerinden kamuoyuyla paylaşmaktadır. Böylece Bej Kitap, yalnızca ekonomik görünümün takibi açısından değil, aynı zamanda Fed'in piyasalarla iletişim kurmasında da önemli bir araç işlevi görmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve – Fed), para politikasının tasarımı ve uygulanmasında yalnızca niceliksel verilere değil, aynı zamanda niteliksel gözlemlere ve piyasa aktörlerinden elde edilen algılara da önemli ölçüde yer vermektedir. Bu çerçevede yılda sekiz kez yayımlanan Bej Kitap (*Beige Book*), Fed'in ekonomik faaliyetlere ilişkin güncel ve saha temelli gözlemler sunduğu temel yayınlardan biridir. Bej Kitap, Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantılarına hazırlık sürecinin önemli bir bileşeni olup, karar alıcıların kısa vadeli ekonomik gelişmeleri daha bütüncül bir biçimde değerlendirmelerine olanak sağlamaktadır (Federal Reserve, 2023:55).

Bu yayın, yalnızca karar vericilere bilgi sağlamakla kalmaz, aynı zamanda Fed'in kamuoyu ile olan şeffaf iletişim stratejisinin de önemli bir aracıdır. Bej Kitap, piyasalarda oluşabilecek bilgi asimetrisini azaltmakta, beklenti yönetimini kolaylaştırmakta ve para politikasının öngörülebilirliğini artırmaktadır. Özellikle finansal aktörler ve yatırımcılar, raporda yer alan sinyaller üzerinden FOMC'nin para

politikasına ilişkin duruşunu analiz etmekte ve pozisyonlarını buna göre şekillendirmektedirler (Iacoviello & Navarro, 2018:25).

Diğer merkez bankalarıyla karşılaştırıldığında, Bej Kitap'ın sunduğu bölgesel saha bilgisine dayalı bu sistematik raporlama pratiği benzersizdir. Bu durum, Fed'in sadece ekonomik yönetimde değil, aynı zamanda piyasa ile kurduğu iki yönlü iletişim açısından da küresel ölçekte öncü konumda olduğunu ortaya koymaktadır.

3.2.3. Para Politikası Raporu

Amerika Birleşik Devletleri'nde para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan Federal Reserve Sistemi, Federal Reserve Yasası (Federal Reserve Act) ile tanımlanmış üç temel yönetim organı aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Bu üçlü yapı; Federal Reserve Yönetim Kurulu (Federal Reserve Board), Federal Rezerv Bankaları (Federal Reserve Banks) ve Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee – FOMC)'den oluşmaktadır. Söz konusu yasa, Fed'in kurumsal bağımsızlığını ve işleyiş çerçevesini belirlemenin yanı sıra, sistemin hesap verebilirlik sorumluluğunu da yasallaştırmaktadır.

Federal Reserve Yasası, Yönetim Kurulu'nun para politikasının uygulanışı ve ekonomik gelişmelere ilişkin değerlendirmelerini içeren Para Politikası Raporunu (Monetary Policy Report) yılda iki kez Kongre'ye sunmasını şart koşturmaktadır. Bu rapor, Fed Başkanı'nın yazılı sunumu eşliğinde Senato Bankacılık, Konut ve Kentsel İşler Komitesi ile Temsilciler Meclisi Mali Hizmetler Komitesi'ne iletilmektedir. Raporun amacı; ekonomi politikalarının dayandığı veriler, öngörüler ve stratejik tercihleri kamuoyuna ve yasama organına açık biçimde aktarmaktır (Fed, 2019:52).

Fed'in politika oluşturma sürecinde belirleyici kurumu olan Yönetim Kurulu, Başkan dahil yedi üyeden (gubernör) oluşmaktadır. Başkan ve başkan yardımcıları, ABD Başkanı tarafından aday gösterilmekte ve Senato'nun onayı ile atanmaktadır. Başkan, yalnızca merkez bankasının kamuoyundaki sözcüsü olmakla kalmaz; aynı zamanda politika uygulamalarının yürütülmesinde ve FOMC gündeminin şekillendirilmesinde kritik bir rol üstlenir. Kurul üyeleri, görev sürelerinin uzunluğu ve sabitliği sayesinde politik müdahalelerden bağımsız olarak çalışabilmektedir (Koç & Gürsoy, 2020: 42).

Para politikasının operasyonel yürütülmesinden sorumlu FOMC, Federal fon oranı (overnight interest rate), varlık alım programlarının kapsamı ve bileşimi ile açık piyasa işlemlerine ilişkin tüm kararları almakla yetkilidir. Bu kararlar, genel likidite koşulları, toplam talep, faiz oranları ve dolayısıyla ABD ekonomisinin tamamı üzerinde doğrudan etkilidir. FOMC, faiz oranlarını belirlemenin yanı sıra, gerektiğinde finansal piyasalara likidite sağlamak ve kredi kanallarını desteklemek üzere menkul kıymet alım-satım programlarını da kullanmaktadır.

Özellikle 2009 ve 2014 döneminde, küresel mali kriz sonrası Fed, genişleyici para politikası uygulamaları kapsamında, konut piyasasını canlandırmak, kredi koşullarını iyileştirmek ve toparlanma sürecini hızlandırmak amacıyla geniş çaplı menkul kıymet alımlarına yönelmiştir. Bu süreçte parasal genişleme stratejisi (quantitative easing), FOMC kararlarıyla doğrudan ilişkilendirilmiştir (Fed, 2019:44).

FOMC toplantıları, yıl başında kamuoyuna açıklanan takvime uygun biçimde gerçekleştirilmekte olup, toplantılarda alınan kararlar ayrıntılı analizlerle birlikte kamuoyuna duyurulmaktadır. Fed'in bu kapsamda yayımladığı Para Politikası Raporları, sadece geçmiş gelişmeleri değerlendirmekle kalmaz; aynı zamanda ileriye dönük makroekonomik projeksiyonlara ve para politikasının yönüne ilişkin güçlü mesajlar da içerir. Bu raporlar, piyasa aktörleri tarafından yakından takip edilmekte ve yatırım kararları başta olmak üzere ekonomik beklentilerin şekillenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Böylelikle söz konusu belgeler, Fed'in piyasayla kurduğu en güçlü iletişim kanallarından biri olarak kabul edilmektedir.

3.2.4. Federal Rezerv Bilanço Gelişmeleri

Fed'in piyasa ile iletişimde bulunduğu diğer bir rapor da Federal Rezerv Bilanço Gelişmeleri'dir. Federal Rezerv, bu bilanço raporunu, iki temel işleviyle bağlantılı olarak alınan önlemler konusunda şeffaflık taahhüdünü daha da ileriye götürmek için hazırlamaktadır. Maksimum istihdam ve fiyat istikrarına yönelik kongre yetkisini karşılamak için para politikasını yürütmek ve finansal istikrarı desteklemek adına bu rapor, Federal Rezerv'in eylemlerinin ve bilançosunu yönetme faaliyetinin bir anlık görüntüsünü içermektedir.

Rapor içeriğinde Fed'in anlık bilançosu yer almakta olup, bilançosundaki değişimler, gelişmeler detaylı olarak ele alınmaktadır. Bilançonun para politikasındaki yeri ve önemi incelenmektedir. Genel bilanço eğilimleri, Fed varlıklarındaki değişimler ile Fed yükümlülüklerindeki değişimler birlikte ele alınarak analiz edilmektedir (Fed, 2023:65).

Bilanço değişiklikleri de göz önüne alınarak yapılan yorumlarla piyasaya mesajlar iletilerek ekonomik birimlerdeki karar alıcıların kararlarının etkilenmesi beklenmektedir.

3.2.5. Fed Notları

Fed resmi internet sitesinde yayınlamış olduğu para politikası ilkeleri ve uygulamaları konu içeriğinde para politikasına ilişkin bir dizi bilgilendirmeler bulunmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde yasal ödeme aracı olan Federal Reserve Notes (FRNs), halk arasında yaygın bilinen adıyla “dolar banknotları”, Federal Reserve Sistemi tarafından ihraç edilen resmî kâğıt parayı ifade etmektedir. Bu banknotlar, ABD'nin tek resmi itibari para birimi olup, Federal Reserve Act kapsamında yasal çerçeveye kavuşturulmuştur. ABD Hazine Bakanlığı'na bağlı Bureau of Engraving and Printing tarafından basılan bu notlar, Federal Reserve Bankaları aracılığıyla dolaşıma girmektedir.

Federal Reserve Notes, Federal Reserve Sistemi'nin bilançosunda pasif (yükümlülük) kalemi olarak yer almakta olup, karşılığında genellikle hazine tahvilleri, ipoteğe dayalı menkul kıymetler (MBS) ve diğer varlıklar gibi rezerv varlıklar bulunmaktadır. Bu yönüyle, notlar yalnızca fiziksel bir para birimi olmanın ötesinde, merkez bankasının parasal genişleme ve daralma operasyonlarının da temel aracıdır (Federal Reserve Bank of San Francisco, 2017).

ABD para sistemi açısından bakıldığında, Federal Reserve Notes'un fiat para (karşılıksız para) özelliği taşıdığı görülmektedir. Bu para birimi, altın ya da başka bir değerli varlık tarafından desteklenmemekte, yalnızca devletin ve Fed'in otoritesine dayalı olarak değerini korumaktadır. Ancak bu paranın istikrarı, Fed'in izlediği para politikalarının kredibilitesi ile doğrudan ilişkilidir. Fed Notları, Amerika'daki tüm mal

ve hizmet alışverişlerinde kabul edilmek zorunda olan “legal tender” statüsüne sahiptir (Fed, 2023:55).

Federal Reserve Notes’un dolaşıma sunulması taleple uyumlu bir şekilde gerçekleştirilmekte ve ülke genelindeki nakit ihtiyaçları Federal Rezerv Bankaları tarafından karşılanmaktadır. Bankalar, gerekli miktardaki fiziksel nakdi yerel Federal Rezerv Bankası’ndan alabilmek için rezerv hesaplarından düşüm yaptırmaktadır. Bu işlem para tabanının bir parçasıdır ve doğrudan para arzı dinamikleri üzerinde etkilidir. Aynı zamanda dolaşımdaki Fed notlarının yıpranması ya da geri çağırılması durumlarında, yerine yeni banknotlar geçirilmekte ve sistemdeki nakit kalitesi korunmaktadır (Bernanke, 2022:31).

Federal Reserve Notes yalnızca bir ödeme aracı değil, aynı zamanda merkez bankası parasının temel bileşenidir. Bu yönüyle Fed’in para politikası stratejileriyle yakından ilişkili olup, hem para tabanı kontrolü hem de piyasa sinyalleşmesi açısından işlevsel bir role sahiptir.

3.2.6. Fed Politika Kararlarının Uluslararası Finans Piyasalarına Etkileri ve Geçişkenliği

FED tarafından alınan para politikası kararları, yalnızca ABD ekonomisi üzerinde değil, aynı zamanda küresel finans piyasaları üzerinde de derin ve çok yönlü etkiler yaratmaktadır. Özellikle faiz oranı kararları, likidite politikaları ve ileriye dönük yönlendirmeler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları, tahvil faizleri, hisse senedi piyasaları ve sermaye hareketleri üzerinde belirleyici olmaktadır (Rey, 2015:25).

FED’in kararları, başta doların küresel rezerv para birimi olması nedeniyle, uluslararası finansal koşulların şekillenmesinde temel bir rol oynamaktadır. Doların değer kazanması, gelişmekte olan ülkeler için dış finansman maliyetlerini artırırken, dolar bazlı borçların geri ödeme riskini de büyütmektedir (Bruno & Shin, 2015:37). Söz konusu durum, özellikle finansal kırılganlığı yüksek ülkelerde sermaye çıkışlarına, para birimlerinde değer kaybına ve finansal belirsizliklerde artışa yol açmaktadır.

FED’in politika değişiklikleri, genellikle "uluslararası geçişkenlik" (international spillover) ve "bulaşma etkisi" (contagion) mekanizmalarıyla diğer ülke piyasalarına yayılmaktadır. Bu mekanizmalar hem doğrudan faiz arbitrajı hem de yatırımcı risk

iştahındaki değişiklikler aracılığıyla işler. Örneğin, FED'in faiz artırımına gitmesi, yatırımcıları gelişmekte olan ölkelerden çıkarak daha güvenli ABD varlıklarına yönlendirir (Ehrmann & Fratzscher, 2005:11). Bu sermaye hareketleri, küresel portföy dağılımında ani kaymalara neden olur.

Bununla birlikte, küresel finans piyasalarının yüksek derecede entegre olması, FED kararlarının "beklentiler" kanalıyla önceden fiyatlanmasına da yol açmaktadır. Özellikle iletişim politikalarının, yani ileriye dönük yönlendirme (forward guidance) ve basın toplantılarında verilen mesajların, piyasa oynaklığı ve varlık fiyatları üzerinde belirgin etkileri olduğu tespit edilmiştir (Goldberg ve Leonard, 2003:65). Beklentilerin doğru yönetilmesi, geçişkenlik etkisinin büyüklüğünü ve yönünü belirlemede kritik öneme sahiptir.

Dikkat edilmesi gereken bir diğer husus, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) aldığı para politikası kararlarının, Avrupa Merkez Bankası (ECB), Japonya Merkez Bankası (BOJ) gibi önde gelen diğer merkez bankaları tarafından yakından takip edilmesidir. Bu kararlar karşısında merkez bankalarının senkronize hareket etmesi veya farklılaşması, küresel ölçekte faiz oranı farklılıklarını etkileyerek, uluslararası sermaye akımlarında yeniden yönelim ve dengeleme süreci başlatabilir (Obstfeld, 2015:4).

FED'in para politikası kararları küresel finansal istikrar açısından sistemik bir etkiye sahiptir. Gelişmekte olan ekonomiler açısından bakıldığında, bu kararlar dış borçlanma maliyetleri, döviz kuru istikrarı ve portföy yatırımları üzerinde yüksek derecede belirleyici olmaktadır. Bu nedenle, FED'in yönlendirmelerinin sadece ABD ekonomisi değil, tüm dünya piyasaları için dikkatle takip edilmesi elzemdir.

Fed'in politika değişiklikleri, küresel yatırımcıların risk algısını doğrudan etkileyerek finansal varlık fiyatlarında dalgalanmalara neden olmaktadır. Örneğin, faiz artırım kararları, gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışlarına, doların güçlenmesine ve borçlanma maliyetlerinin yükselmesine yol açabilir. Bu durum, özellikle dış finansmana bağımlı ekonomiler açısından önemli bir dışsal şok kaynağıdır (Rey, 2015:14).

Fed'in küresel etkisi, 'küresel finans döngüsü' (global financial cycle) kavramı çerçevesinde açıklanmaktadır. Bu teoriye göre, ABD'nin para politikası sadece iç

piyasalarda değil, aynı zamanda dünya genelindeki finansal koşulları da yönlendirmektedir. Sermaye akımları, kredi büyümesi ve varlık fiyatları bu döngüyle senkronize hale gelmektedir (Miranda ve Rey, 2020:11).

Para politikası geçişkenliği, farklı ülkelerde farklı şiddetlerde hissedilir. Bu farklılıklar, ülkelerin döviz kuru rejimleri, finansal piyasalarının derinliği, merkez bankası bağımsızlığı ve dışa açıklık derecesi gibi yapısal faktörlerden kaynaklanmaktadır. Örneğin, dalgalı kur rejimine sahip ülkelerde para politikası geçişkenliği daha zayıf olabilirken, sabit kur uygulayan ekonomilerde dış şoklara duyarlılık daha fazladır (Obstfeld et al., 2019:45).

Fed kararlarının uluslararası etkileri sadece finansal piyasalarla sınırlı kalmayıp, aynı zamanda reel ekonomik değişkenler üzerinde de etkili olabilir. Faiz artışları sonucunda, küresel düzeyde yatırım ve tüketim harcamalarında azalma görülebilirken, emtia fiyatları da baskı altına girebilir. Bu etkiler, özellikle emtia ihracatçısı ülkeleri doğrudan etkilemektedir.

3.3. ECB Para Politikası Duyurularında İletişim Araçları

ECB 1 Haziran 1998 tarihinde Euro para biriminin istikrarını ve Euro bölgesindeki ülkelerin ekonomik faaliyetlerindeki istikrarı sağlayacak para politikalarını uygulamak üzere faaliyetine başlamıştır. Her merkez bankasında olduğu gibi temel amaç fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyatlarda istikrarı sağlamak üzere faiz oranları para politikası araçlarının başında gelmektedir.

Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) temel hedefi, Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarını tesis etmek ve sürdürmektir. Kurumun para politikasına yüklediği ana işlev, ekonomik büyüme ve istihdam artışına en anlamlı katkının, yalnızca istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasıyla mümkün olabileceği yönündedir. ECB, bu doğrultuda orta vadeli enflasyon hedefini %2 olarak belirlemiştir ve uyguladığı tüm para politikası araçlarını bu hedefe ulaşmak üzere kullanmaktadır.

ECB, yalnızca yüksek enflasyonun değil, aynı zamanda çok düşük enflasyon oranlarının da finansal istikrar açısından risk taşıdığını vurgulamaktadır. Bu nedenle, fiyat seviyesindeki istikrarın korunması, Banka'nın temel önceliği olarak tanımlanmıştır. Bu hedef doğrultusunda kullanılan para politikası araçları, ekonomik

koşullardaki değişimlere bağlı olarak çeşitlilik gösterebilmekte ve esneklik arz etmektedir.

ECB global ekonomik kriz öncesinde temel olarak kullanmakta olduğu faiz oranının artık müdahale için yetersiz kaldığını ve yeni politika araçlarının eklenmesi gerektiğini düşünmektedir. Bu nedenle politika araçlarının portföyünü genişletmeye gitmiştir.

ECB para politikası çerçevesinde başvurduğu birincil araç, politika faiz oranlarıdır. ECB Yönetim Konseyi bu kapsamda, para piyasası koşullarını yönlendirmek ve likiditeyi düzenlemek amacıyla üç temel faiz oranı belirlemektedir (European Central Bank, 2023a:5).

Bunlardan ilki, ana yeniden finansman işlemleri faiz oranı olup, ticari bankaların haftalık vadede ECB'den borçlandıkları işlemlere uygulanan faiz oranıdır. Bu oran, para piyasası operasyonlarının temelini oluşturmakta ve kısa vadeli piyasa faizleri üzerinde belirleyici bir etkiye sahiptir.

İkinci oran, mevduat imkânı faiz oranıdır. Bankalar, gün sonu itibarıyla fazla likiditelerini, bu oran üzerinden ECB nezdinde gecelik olarak değerlendirebilmektedir. Bu oran genellikle ana refinansman oranının altında belirlenmekte ve alt faiz sınırını oluşturmaktadır.

Üçüncü oran ise, marjinal borç verme imkânı faiz oranıdır. Bankalar, kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak üzere bu oran üzerinden ECB'den gecelik borçlanma yapabilmektedirler. Bu oran ise genellikle üst bant sınırı işlevi görmektedir.

ECB, bu üç faiz oranı aracılığıyla haftalık ve gecelik vadelerdeki kısa vadeli piyasa faizleri üzerinde bir faiz koridoru oluşturmakta ve böylece finansal istikrarı sağlamayı hedeflemektedir. Bu mekanizma sayesinde, likidite koşullarının sıkılaştırılması ya da gevşetilmesi kontrollü biçimde yürütülmekte ve enflasyon hedeflemesiyle uyumlu bir politika çerçevesi oluşturulmaktadır (European Central Bank., 2023b:10).

ECB'nin 2008 global ekonomik krizinden sonra piyasada istikrarı sağlamak üzere politika araçlarına kattığı diğer araçları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Bankalara teminat karşılığında sabit bir faiz oranı üzerinden ihtiyaç duydukları kadar merkez bankası kredisi sunmak,

- İnsanların ve işletmelerin ucuza borçlanabilmesi için bankaları düşük oranlarda borç vermeye teşvik eden negatif faiz oranları belirlemek,
- Bankaların bu parayı kişi ve işletmelere borç vermesi koşuluyla, çok uygun oranlarda krediler dahil olmak üzere bankalara uzun vadeli krediler sunmak (hedefli uzun vadeli yeniden finansman operasyonları – TLTRO'lar),
- Özel ve kamu mali varlıklarının satın alınması,
- Gelecekteki para politikasına yönelik niyetlerimizi netleştirdiğimiz "ileriye dönük rehberlik" sağlamak (www.ecb.europa.eu).

Avrupa Merkez Bankası (ECB), para politikası iletişimini çeşitli araçlar kullanarak gerçekleştirmektedir. İletişim araçları, ECB'nin para politikasının hedefleri, kararları ve stratejileri hakkında kamuoyunu bilgilendirmek ve piyasalara yönelik beklentileri şekillendirmek amacıyla kullanılmaktadır. ECB'nin para politikası iletişiminde sıkça kullandığı bazı araçlar şunlardır;

- Basın Bildirileri: ECB, para politikası toplantılarının ardından basın bildirileri yayımlamaktadır. Bu bildirilerde, toplantı sonuçları, faiz oranı kararları ve ECB yetkililerinin açıklamaları yer almaktadır.
- Basın Konferansları: ECB Başkanı, para politikası toplantılarının ardından düzenlenen basın konferanslarında ekonomik analizleri, politika kararlarını ve gelecek beklentileri açıklamaktadır. Bu konferanslar, medya mensuplarının sorularını yanıtlamak için interaktif bir platform sağlamaktadır.
- ECB Yetkililerinin Konuşmaları: ECB yetkilileri, farklı etkinliklerde ve konferanslarda konuşmalar yaparak para politikası hakkında görüşlerini paylaşmaktadır. Bu konuşmalar, piyasa katılımcılarına ve kamuoyuna ECB'nin politika yaklaşımı hakkında daha fazla öngörü sağlamaktadır.
- Makroekonomik Tahminler ve Raporlar: ECB, periyodik olarak makroekonomik tahminler ve ekonomik raporlar yayımlamaktadır. Bu raporlar, ekonomik görünüm, enflasyon beklentileri ve para politikası stratejisi hakkında detaylı bilgiler sunmaktadır.
- İnternet Sitesi ve Medya Yayınları: ECB'nin resmi internet sitesi, para politikası iletişiminde önemli bir araçtır. Bu sitede, ECB kararları, yayımlanan raporlar, konuşmalar ve diğer bilgilendirici içerikler yer almaktadır. Ayrıca ECB, sosyal

medya ve diğer medya kanalları aracılığıyla da piyasa ile iletişim kurmaktadır (<https://www.ecb.europa.eu/>).

Yukarıdaki araçlar, ECB'nin para politikası iletişimini şeffaf bir şekilde yürütmesine ve ekonomik kararlarının etkisini piyasalara ve kamuoyuna aktarmasına yardımcı olmaktadır.

3.4. BRİCS Para Politikası Duyurularında İletişim Araçları

Ekonomi politikalarının etkililiğine ilişkin literatürde farklı kuramsal yaklaşımlar ve düşünce okulları yer almakla birlikte, bu politikaların başarı düzeyleri çoğunlukla uygulandıkları dönemin ekonomik, politik ve yapısal koşullarına bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Söz konusu durumsallık, farklı ülke gruplarına yönelik gerçekleştirilen ampirik çalışmalarda birbirinden ayrışan sonuçların elde edilmesine neden olmuştur. Zira her ülkenin içinde bulunduğu iktisadi ortam, dışsal şoklara açıklığı, kurumsal kapasitesi ve politika tepkisi gibi faktörler farklılık arz etmektedir.

Bu bölümde, küresel ekonomideki yükselen piyasa temsilcileri olarak dikkat çeken BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) tarafından uygulanan para politikası duyurularında kullanılan iletişim araçları analiz edilecektir. Bu çerçevede, söz konusu ülkelerin merkez bankalarının şeffaflık düzeyi, iletişim stratejileri, yönlendirme araçları ve kamuoyu ile etkileşim biçimleri karşılaştırmalı bir perspektifle ele alınacaktır.

“BRIC” kavramı ilk olarak 2001 yılında Goldman Sachs ekonomisti Jim O’Neill tarafından ortaya atılmıştır. Bu kavram, dünya nüfusunun ve üretim kapasitesinin önemli bir kısmını oluşturan, aynı zamanda hızlı ekonomik büyüme potansiyeline sahip olan dört yükselen piyasa ekonomisini ‘Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin’ tanımlamak amacıyla geliştirilmiştir. Söz konusu yapıya, 2011 yılında Güney Afrika’nın da katılımıyla “BRICS” ifadesi benimsenmiş ve bu genişleme ile birlikte ülkeler arası ekonomik, siyasi ve diplomatik etkileşim daha derin ve kurumsal bir çerçeveye kavuşmuştur.

BRICS, yalnızca bir ekonomik blok olmanın ötesinde, gelişmekte olan ülkelerin küresel düzeyde daha güçlü temsil edilmesini hedefleyen yeni bir çok taraflı iş birliği

platformu olarak değerlendirilmektedir. Bu grup; uluslararası mali sistemin reforme edilmesi, kalkınma iş birliklerinin artırılması ve küresel yönetişime daha adil bir katılım sağlanması gibi stratejik hedeflerle hareket etmektedir. Güncel veriler itibarıyla, BRICS ülkeleri dünya nüfusunun yaklaşık %42'sini, küresel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYİH) %23'ünü ve küresel ticaretin %18'ini temsil etmektedir (Karagöl & Benli, 2019: 61–62). Bu yönüyle BRICS, sadece bir kısaltmadan ibaret olmayıp, yükselen ekonomilerin küresel düzende daha görünür hale gelmesine zemin hazırlayan siyasi-ekonomik bir oluşumu ifade etmektedir.

BRICS ülkelerinin hepsinde para politikası kararları ülkelerdeki merkez bankaları tarafından alınmaktadır. Her ülkede merkez bankası kurumsal yapısındaki sayı farklılık göstermektedir. Nitekim genel çerçevede kararlar merkez bankaları tarafından alınarak açıklanmaktadır.

Son dönemde BRICS yapısının genişlemesi tartışılırken, platforma katılmak isteyen ülkelerden oluşan bir bekleme listesi dikkat çekmektedir. Bu listede Güney Kore, Meksika gibi gelişmekte olan ekonomilerin yanı sıra Endonezya, Arjantin ve Türkiye de yer almaktadır. Türkiye'nin BRICS'e üyelik isteği, küresel ekonomik ve siyasi etkisinin artmasıyla ilişkilendirilmekte ve kamuoyunda zaman zaman gündeme gelmektedir. Bu talep, ekonomik entegrasyonun yanı sıra çok taraflılık arayışları ve küresel yönetişimde etkinlik hedefini de yansıtmaktadır (Karagöl ve Benli, 2019:61).

Brezilya Merkez Bankası'nın (Banco Central do Brasil – BCB) para politikasındaki temel hedefi, fiyat istikrarının sağlanması olup, bu doğrultuda enflasyonu belirlenen hedef seviyeler içinde tutmak öncelikli amaç olarak benimsenmektedir. Her yıl Brezilya Ulusal Para Konseyi (Conselho Monetário Nacional – CMN) tarafından, Ulusal Tüketici Fiyat Endeksi (IPCA) bazında bir enflasyon hedefi kamuoyuyla paylaşmakta ve BCB, bu hedefe ulaşabilmek için para politikası araçlarını devreye sokmaktadır.

BCB'nin en temel para politikası aracı, referans faiz oranıdır (SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Bu faiz oranı, bankalar arası kısa vadeli işlemlerde belirleyici olup, enflasyon üzerinde çeşitli iletim kanalları aracılığıyla etkili olmaktadır. Faiz oranı yoluyla yapılan yönlendirmeler, hem iç talebi hem de döviz kuru

beklentilerini etkileyerek enflasyon hedeflemesi rejiminin işleyişine katkı sağlamaktadır (BCB, 1964).

Rusya Merkez Bankası (CBR) tarafından yürütülen para politikasının temel amacı, fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonun düşük ve öngörülebilir bir düzeyde tutulmasıdır. CBR, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme ve toplumsal denge açısından fiyat istikrarını temel koşul olarak görmektedir. Kurumun değerlendirmesine göre, fiyat düzeyindeki istikrar, ekonomik aktörlerin yatırım ve tüketim kararlarını daha sağlıklı biçimde planlamalarına olanak tanımakta ve yabancı para birimlerinin ekonomideki hakimiyetini sınırlamaktadır (CBR, 2020: 6).

Bu amaca ulaşmak için kullanılan temel araç ise politika faiz oranlarıdır. CBR, para politikası stratejisini, tüketici fiyat endeksine dayalı açık enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yürütmektedir. Banka, hanehalkı ve reel sektörün beklentilerini yönlendirmek üzere yıllık enflasyon hedeflerini ilan etmekte, bu hedeflerin sapması durumunda ise nedenlerini analiz ederek para politikası karar süreçlerine dâhil etmektedir.

Enflasyon hedefleri belirlenirken, döviz kurlarında yaşanabilecek dalgalanmalar da göz önünde bulundurulmakta; ancak finansal istikrar açısından olağanüstü riskler oluşmadıkça CBR döviz piyasasına doğrudan müdahalede bulunmamaktadır. Bu yaklaşım, enflasyon hedeflemesi rejiminin kur istikrarına bağımlı olmadan sürdürülebilirliğini artırmayı amaçlamaktadır.

CBR tarafından uygulanan para politikasının temel aracı, piyasadaki arz ve talep dengesini etkilemeyi amaçlayan referans faiz oranıdır. Söz konusu faiz oranına ilişkin kararlar, yıl içinde sekiz defa gerçekleştirilen para politikası toplantılarında alınmakta olup, bu toplantılar önceden ilan edilen bir takvim çerçevesinde yürütülmektedir.

CBR, açıklanan temel faiz oranına dair alınan kararların arkasında yatan ekonomik gerekçeleri kamuoyuyla paylaşmakta; bu yolla şeffaflık ilkesine uygun hareket ederek güven inşasını hedeflemektedir. Banka, faiz oranları aracılığıyla ekonomik beklentileri yönlendirmekte ve para politikasının öngörülebilirliğini artırmaya çalışmaktadır.

CBR'nin kurumsal yapısı ve karar alma süreçleri, Rusya Federasyonu Anayasası'nın 75. maddesi ile anayasal güvence altına alınmıştır. Anayasaya göre, CBR para politikası kararlarını merkezi hükümetten veya siyasi otoritelerden bağımsız

şekilde alma yetkisine sahiptir. Aynı maddede, Rusya Merkez Bankası'nın temel görevleri arasında fiyat istikrarını sağlamak ve ulusal para birimi olan rubleyi korumak yer almaktadır (CRF, 1993).

Hindistan Merkez Bankası (RBI), fiyat istikrarı sağlarken ekonomik büyümeyi desteklemeyi amaçlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi, RBI ve Merkezî Hükûmet arasında karşılıklı anlaşmayla genellikle beş yıllık dönemler için belirlenir ve alt-üst limitlerle tanımlanır. Enflasyon, bu sınırların dışına üç çeyrek boyunca çıkarsa, politika başarısız kabul edilir. RBI'nin temel politika aracı faiz oranlarıdır ve Para Politikası Komitesi (MPC) ekonomik veriler ve piyasa geri bildirimlerine göre karar verir. Finansal Piyasalar Komitesi (FMC) ise günlük repo piyasası faizlerini MPC belirlenen seviyelerde kontrol eder (Reserve Bank of India, 2020:35).

Bununla birlikte, RBI'nin kurumsal bağımsızlığı sınırlı düzeydedir. Zira, RBI Yasası'nın 7. Maddesi uyarınca, Banka Merkezî Hükûmetin gözetimi altındadır. Hükûmet, gerekli gördüğü durumlarda RBI'ye politika yönlendirmesinde bulunabilmekte ve bazı karar alma yetkileri Merkez Kurul (Central Board of Directors) tarafından devralınabilmektedir (RBI, 2009:s.16). Bu durum, Hindistan'da para politikası uygulamalarının siyasi karar alma mekanizmalarıyla doğrudan etkileşim içinde olduğunu göstermektedir.

Çin Merkez Bankası (PBC), para birimi istikrarı ve ekonomik büyümeyi destekleme amaçları doğrultusunda hareket etmektedir (PBC, 2015). Hedefleri, iç fiyat istikrarı yanında yuanın döviz kurları karşısındaki değerinin korunmasını da kapsamaktadır. PBC, geniş tanımlı para arzı (M2) ve kredi hacmi kontrolü gibi ara hedeflerle ekonomiyi yönlendirmektedir. Ancak PBC, tam bağımsız bir merkez bankası olmayıp, karar süreçlerinde Çin Devlet Konseyi ile koordinasyon halindedir. Ayrıca kamu finans kurumlarına sağlanan krediler, para politikasının bağımsızlığını sınırlamakta ve finansal sistemin etkinliğini azaltmaktadır (Wang, 2017:148).

Güney Afrika Merkez Bankası (SARB), enflasyon hedeflemesi çerçevesinde fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır. Banka, enflasyonun doğrudan büyümeyi artırmadığını, ancak düşük enflasyonun yatırım ve istihdam için uygun ortam yarattığını belirtmektedir. SARB, araç bağımsızlığına sahip olup, amaç bağımsızlığı ise siyasi otoritelerle uyumlu olarak belirlenmektedir. Anayasa'nın 224. maddesi, SARB'nin

bağımsızlığını ve dış baskılardan uzak görev yapma zorunluluğunu güvence altına almaktadır (SARB, 1996).

Son dönemde para politikası iletişimi, yalnızca gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının değil, aynı zamanda yükselen piyasa ekonomilerinin de politika setlerinde önemli bir yer edinmiştir. Bu bağlamda BRICS ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika), para politikasının etkinliğini artırmak ve ekonomik aktörlerin karar alma süreçlerini yönlendirebilmek amacıyla iletişim politikalarını geliştirme yönünde adımlar atmaktadır. Söz konusu ülkelerin merkez bankaları; beklenti yönetimi, şeffaflık, açıklık ve yönlendirme gibi iletişim araçlarını farklı yoğunluk ve biçimlerde kullanmakta, bu sayede para politikası kararlarının piyasa üzerindeki etkilerini optimize etmeyi amaçlamaktadır.

Örneğin, Brezilya Merkez Bankası (Banco Central do Brasil), para politikası kararlarını metin bazlı açıklamalar ve toplantı tutanaklarıyla desteklerken, Rusya Merkez Bankası ise faiz kararlarının arkasındaki nedenleri kamuoyuna açıklamak için medya toplantılarına ağırlık vermektedir. Hindistan Merkez Bankası ve Çin Halk Bankası da para politikası çerçevesinde beklenti yönetimi konusunda farklılaşan stratejiler kullanmaktadır. Çin'de iletişim daha sınırlı iken, Hindistan Merkez Bankası son yıllarda açıklık ve tutarlılığı artırmaya yönelik reformlar gerçekleştirmiştir (Dincer & Eichengreen, 2014:56).

Para politikası iletişiminin etkili olması, bu ülkelerde finansal piyasaların gelişmişlik düzeyine ve merkez bankalarının kurumsal bağımsızlık derecelerine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Ancak genel eğilim, BRICS ülkelerinde iletişim politikalarının daha aktif kullanılmaya başlandığı yönündedir. Bu bağlamda, para politikası iletişimi yalnızca politika kararlarının aktarımını değil, aynı zamanda ekonomik aktörler nezdinde güven oluşturmayı da hedeflemektedir.

Bu çalışma kapsamında, BRICS ülkelerinde para politikası iletişimi kanallarının gelişimi, farklılıkları ve etkinliği üzerine yapılan gözlemler, literatürde artan sayıda ampirik çalışmanın da dikkatini çekmektedir. Bu yönüyle, BRICS örnekleri gelişmekte olan ülkelerde iletişim temelli para politikası çerçevelerinin anlaşılması için önemli bir laboratuvar işlevi görmektedir.



İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI DUYURULARINDA İLETİŞİM ARAÇLARININ EKONOMİDEKİ ROLÜ

Para politikalarında anons etkilerinin önemine vurgu yapılmış, para politikasının bir süreç olduğu ve bu süreçte hedeflere ulaşmada beklentilerin önemine atıfta bulunulmuştur. Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak FED'in uyguladığı geleneksel ve diğer politika araçları açıklanacak ardından parasal aktarım mekanizması açıklanacaktır. Bölümün sonunda para politikası duyurularının finansal piyasalar ile etkileşimi ve söz konusu duyuruların ekonomideki aktörler üzerindeki rolü incelenecektir.

1. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Para politikası uygulamaları yalnızca faiz oranı değişiklikleriyle sınırlı değildir. Merkez bankalarının iletişim stratejileri ve bu stratejilerin piyasa aktörleri üzerindeki etkileri, para politikasının başarısında kritik bir rol oynamaktadır. Bu bölümde, özellikle FED odaklı olarak, para politikası araçları, iletişim teknikleri ve bu unsurların ekonomi üzerindeki etkileri analiz edilecektir.

Para politikası, merkez bankalarının makroekonomik istikrarı sağlamak ve temel ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla başvurduğu araçlar bütünüdür. Uygulamada bu araçlar genel olarak iki ana gruba ayrılmaktadır: doğrudan (niceliksel) araçlar ve dolaylı (niteliksel) araçlar. Doğrudan araçlar daha çok müdahaleci nitelik taşıırken, dolaylı araçlar piyasa mekanizmaları üzerinden etkili olmaktadır. Günümüzde özellikle gelişmiş ekonomilerde para politikası uygulamaları, piyasa dostu ve dolaylı araçların kullanımına dayalı bir çerçeveye evrilmiştir (Mishkin, 2007, s.21).

Modern merkez bankacılığı üç temel hedef etrafında şekillenmiştir: fiyat istikrarı, tam istihdam ve finansal istikrar. Fed, bu hedefler doğrultusunda politika geliştirirken, iletişim araçlarını aktif biçimde kullanarak beklentileri yönlendirmeye çalışmaktadır. Fed'in uyguladığı para politikası araçları, geleneksel ve geleneksel olmayan yöntemler olarak ikiye ayrılır. Geleneksel araçlar arasında açık piyasa işlemleri, iskonto penceresi ve zorunlu karşılık oranları yer alırken, 2008 krizinden sonra yaygınlaşan varlık alım programları ve ileri yönlü yönlendirme gibi araçlar yeni nesil politika yöntemleri olarak öne çıkmaktadır. Federal Funds Rate ise temel politika aracı olarak öne çıkmaktadır.

Fed'in iletişim stratejisi, piyasa beklentilerini yönlendirmek ve karar sürecini şekillendirmek açısından kritik öneme sahiptir. Basın bültenleri, FOMC tutanakları ve ekonomik projeksiyonlar bu sürecin temelini oluşturur. Özellikle 'dot plot' ve basın toplantıları, ileri yönlü yönlendirme kapsamında beklenti yönetimini destekler. Şeffaflık, modern merkez bankacılığında güvenin temel unsurudur. Fed, kriz dönemlerinde açıklamalarla güven sağlamaya çalışmış ve Kongre sunumları ile hesap verebilirliği pekiştirmiştir. Bu yaklaşım, hem ABD'de hem de küresel yatırımcılar arasında güveni artırmıştır (Blinder vd., 2008:18).

Para politikası kararları, finansal piyasalar (hisse senetleri, tahviller, döviz), reel ekonomi (tüketim, yatırım, işsizlik) ve fiyat düzeyi gibi birçok alanda etkili olur. Fed kararları sonrası finansal piyasalarda gözlemlenen hareketlilik, iletişimin gücüyle doğru orantılıdır.

Akademik literatürde, Fed'in iletişim araçlarının etkinliği üzerine çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmalar, iletişimin politika şoklarını nasıl yumuşattığını, piyasa tepkilerini nasıl yönlendirdiğini ve beklenti yönetiminin ne derece başarılı olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelere olan etkiler de bu literatürde ayrı bir başlık olarak öne çıkmaktadır (Bernanke, 2007:8).

Bu bağlamda, iletişim artık sadece tamamlayıcı bir unsur değil, başlı başına bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.1. Geleneksel Para Politikası Araçları

Geleneksel para politikaları olarak Fed kurumunun uygulamış olduğu 3 adet para politika aracından bahsetmek mümkündür. Bunlar açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları ve iskonto oranlarıdır.

1.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

FED'in en temel araçlarından biridir. Menkul kıymet alım-satımı yoluyla piyasalardaki likiditeyi kontrol eder. Tahvil alımı genişlemeci, satışı daraltıcı etki yaratmaktadır (Mishkin, 2019:41).

FED'in kullanmış olduğu bu araç aynı zamanda çoğu merkez bankaları tarafından da uygulanan bir araçtır. Burada FED piyasaya tahvil alımı yaparak likidite sağlamak istemekte ve genişlemeci politika uygulamaktadır. Piyasadan fazla likiditeyi

çekmek için ise daraltıcı politika uygulayarak tahvil alımı programları uygulamaktadır. Konumuz açısından FED tarafından yapılacak olası tahvil alımları veya satımlarına yönelik konuşmalar, metinler veya yönlendirmeler piyasayı doğrudan etkilemektedir.

1.1.2. Zorunlu Karşılık Oranı

Bankaların FED'de tutmak zorunda olduğu rezerv oranlarıdır. Düşürülmesi kredi genişlemesine, artırılması ise daralmaya neden olur. Ancak FED bu aracı artık sınırlı kullanmaktadır (Mishkin, 2019:41).

Bir diğer geleneksel politika aracı zorunlu karşılıklar oranı piyasadaki likiditeyi ayarlamaya yönelik etkili bir aracı ifade etmektedir. Nitekim eskisi gibi ön planda olmasa da halen bazı merkez bankaları tarafından uygulanmaya devam etmektedir.

1.1.3. İskonto Oranı

FED'in ticari bankalara doğrudan borç verme faiz oranıdır. Artırıldığında bankaların borçlanma maliyeti artar ve kredi arzı azalır (Mishkin, 2019:41). Burada merkez bankalarının doğrudan muhatap aldığı kurumlar bankalardır. FED iskonto oranlarına yönelik düzenlemeleri ile bankaların borçlanma maliyetlerini doğrudan etkilemekte ve istediği regülasyonu sağlamaktadır.

1.2. Faiz Oranları Üzerinden Uygulanan Politika Araçları

Bu bölümde, Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın (FED) piyasalar üzerindeki etkisini hangi faiz oranları aracılığıyla gerçekleştirdiği genel hatlarıyla ele alınacaktır. FED'in para politikası uygulamalarında başlıca üç farklı faiz aracı dikkat çekmektedir. Bunlar sırasıyla; politika faizi olarak bilinen federal fonlama oranı (Federal Funds Rate), faiz koridoru sistemi ve yönlendirici faiz iletişimleri (forward guidance) şeklinde sınıflandırılabilir.

1.2.1. FED Politika Faiz Oranı

FED politika faiz oranı, Amerika Birleşik Devletleri'nde para politikasının temel yönlendirici faiz oranıdır. Bu oran, bankaların birbirlerine gece vadeli olarak borç verdikleri faiz oranıdır. FED, bu oranı doğrudan belirlemez ancak hedef seviye belirleyerek piyasadaki likiditeyi açık piyasa işlemleri ile düzenler. Faiz oranı yükseltildiğinde borçlanma maliyeti artar ve kredi arzı daralır; bu da talebi ve enflasyonu baskılayıcı etki yaratır. Düşürüldüğünde ise ekonomik büyümeyi teşvik

eder. Bu araç, para politikası aktarım mekanizmasının ilk halkasıdır (Fed, 2022:45). En temel politika araçlarından biri olan politika faizi FED tarafından uygulanan ve parasal aktarım mekanizması yolu ile piyasaları etkileyen araçtır. FED söz konusu faiz oranı ile hem reel hem de finans piyasalarına yön vermektedir. Nitekim FED toplantılarından hemen önce yapılan analizler çoğunlukla bu politika aracı üzerine yoğunlaşmaktadır. Çünkü piyasaları etkileyen parasal aktarım mekanizmasının başlaması bu faiz oranı ile doğrudan ilgilidir.

FED tarafından belirlenen politika faiz oranı, küresel finansal sistemde belirleyici bir araç olarak öne çıkmaktadır. FED'in politika faizi, yalnızca ABD ekonomisini yönlendirmekle kalmaz; aynı zamanda gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin para ve sermaye piyasaları üzerinde de güçlü yansımalar oluşturmaktadır.

Politika faiz oranı, merkez bankalarının likidite yönetimi ve enflasyon hedeflemesi kapsamında kullandığı temel politika aracıdır. FED'in faiz artırımı veya indirimi yönünde verdiği kararlar, piyasa faiz oranları, döviz kuru, hisse senedi fiyatları, tahvil getirileri ve yatırımcı beklentileri üzerinde doğrudan etki yaratmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995:66).

Faiz artışı, borçlanma maliyetlerini yükselterek tüketim ve yatırımı sınırlandırabilirken, faiz indirimi ekonomik büyümeyi destekleyici bir etki oluşturur. FED politika faizinin belirlenme süreci, açık piyasa işlemleri yoluyla kısa vadeli faizlerin kontrol edilmesine dayanır. Bu faiz oranı, FED'in iletişim politikası ile birlikte piyasalarca beklenti oluşturmakta; bu da para politikası duyurularının etkinliğini artırmaktadır (Galí ve Gertler, 2000:45). Özellikle finansal kriz dönemlerinde veya ekonomik belirsizliklerin yoğunlaştığı zamanlarda, politika faizine yönelik kararlar ve bu kararların zamanlaması, piyasa güveni ve istikrar açısından kritik öneme sahiptir.

FED'in politika faiz oranı, hem iç ekonomi politikası açısından hem de uluslararası finansal dengeler bağlamında etkili ve dikkatle takip edilen bir göstergedir. Bu nedenle, faiz oranlarının belirlenme süreci ve iletişimi, merkez bankalarının şeffaflığı ve hesap verebilirliği ile birlikte değerlendirilmelidir.

1.2.2. Faiz Koridoru Uygulaması ve Hedefleme

FED'in faiz hedeflemesini daha etkin kılmak için kullandığı sistemlerden biri de faiz koridorudur. Bu koridor, üst sınır olarak 'discount rate' ve alt sınır olarak 'interest on reserve balances (IORB)' oranlarını içermektedir. Piyasa faizleri bu bant içerisinde şekillenerek politika faiz oranına yakınsamaktadır. Bu mekanizma, piyasa oynaklığını azaltmak ve faiz hedefinin piyasa üzerindeki etkisini artırmak açısından önemlidir (Bernanke, 2020:61).

Burada alt ve üst sınır faiz hedeflemelerinin amacı tamamen kontrol mekanizmasını sağlamak ve piyasaya karşı yönlendirme yapmaktadır. Nitekim söz konusu koridor oluşturma noktası yine politika faiz oranına bağlı olmakta ve merkezde politika faizine karşı yakınsama amaçlanmaktadır. Gerekğinde FED alt veya üst sınıra yaklaştıkça söz konusu hedefler çerçevesinde uygulamakta olduğu politikada değişikliğe gidebilmektedir.

1.2.3. Faiz Yönlendirmeleri (Forward Guidance)

Forward Guidance, FED'in gelecekteki faiz politikası hakkında verdiği sözlü yönlendirmelerdir. Bu açıklamalar, piyasa aktörlerinin beklentilerini şekillendirerek uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilir. Özellikle sıfır alt sınır dönemlerinde, yani faiz oranlarının sıfıra yakın olduğu veya negatif olduğu durumlarda geleneksel faiz aracı etkisiz kaldığında, forward guidance önemli bir beklenti yönetim aracı haline gelmiştir. Yatırımcılar bu yönlendirmeler doğrultusunda tahvil faizlerinden hisse senedi değerlemelerine kadar birçok kararlarını yeniden şekillendirir (Woodford, 2005; Blinder et al., 2008:25).

Faiz yönlendirme konusu çalışmamızın ilk bölümünde detaylı şekilde açıklanmıştır. Para politikası uygulamalarında oldukça önemli bir yere sahiptir. Modern para para politikası araçları içerisinde yer alan faiz yönlendirme politikası FED'in sıklıkla uyguladığı politikalardan biridir. Bunu aynı zamanda çoğu merkez bankası da uygulamakta piyasayı sözlü yönlendirmeler ile etkilemektedirler.

1.3. Niceliksel Araçlar ve Kriz Dönemi Uygulamaları

FED tarafından uygulanan niceliksel araçları 3 farklı başlık altında incelemek mümkündür. Bunlarında başında niceliksel genişleme gelmektedir. Diğerleri operasyon twist ve ters repo olarak sıralanabilir.

1.3.1. Niceliksel Genişleme (QE)

Niceliksel genişleme, FED politika faizinin sıfıra yakın seviyelere ulaşarak geleneksel araçların etkisiz hâle geldiği durumlarda başvurduğu alternatif bir para politikası uygulamasıdır. Bu politika çerçevesinde merkez bankası, büyük ölçekli varlık alımları yoluyla piyasaya doğrudan likidite sağlar. Uygulamanın temel amacı; uzun vadeli faiz oranlarını aşağı çekmek, finansal koşulları gevşetmek ve böylece ekonomik aktiviteyi desteklemektir. 2008 küresel finansal krizinin ardından FED, bu doğrultuda ardışık olarak QE1, QE2 ve QE3 adı verilen üç geniş ölçekli varlık alım programını hayata geçirmiştir (Bernanke, 2020, s. 21).

Benzer politikalar ECB tarafından da uygulanmış, özellikle kriz dönemlerinde likidite koşullarının iyileştirilmesi amacıyla kullanılmıştır. Bu bağlamda niceliksel genişleme, konvansiyonel araçların yeterli olmadığı durumlarda devreye giren tamamlayıcı bir politika aracı niteliği taşımaktadır.

1.3.2. Operasyon Twist

Operasyon Twist, FED'in kısa vadeli tahvilleri satarak uzun vadeli tahvilleri satın alması şeklinde işleyen bir para politikası stratejisidir. Bu uygulamanın temel amacı, uzun vadeli faiz oranlarını düşürerek yatırımları ve tüketimi teşvik etmektir. Böylece ekonomik toparlanma süreci hızlandırılabilir. Bu araç 1960'larda ilk kez uygulanmış, 2011 yılında ise FED tarafından tekrar gündeme alınmıştır (Bernanke, 2020:25). Burada FED'in uyguladığı para politikası karmasıdır. Aynı süreçte hem alım hem satım yaparak kısa ve uzun vade de piyasaya farkı mesajlar vermektedir. Diğer politika araçları kadar gündem de olmasa da dönem dönem uygulandığı görülen bir araç olduğu söylenebilir.

1.3.3. Ters Repo

Ters repo (reverse repurchase agreements), FED'in kısa vadeli likiditeyi piyasadan çekmek için kullandığı araçlardan biridir. Bu işlemde FED, elindeki menkul

kıymetleri geri alma vaadiyle satarak piyasadan geçici olarak para çeker. Böylece kısa vadeli faiz oranlarını kontrol altında tutar ve aşırı rezerv birikiminin enflasyonist baskıya dönüşmesini engeller. FED bu aracı özellikle QE dönemleri sonrasında kullanmaya başlamıştır (Federal Reserve, 2022:21). Ters repo aracı da merkez bankalarının olası kriz dönemleri de olmak üzere başvurduğu önemli araçlardan biridir.

1.4. İletişim Temelli Araçlar

Para politikası araçlar zamanla değişiklik göstermiş olup geleneksel araçların yerini daha yeni modern ve kullanılabilirliği yüksek araçlar ortaya çıkarmıştır. Burada iletişim temelli araçlar başlığı altında birkaç konu ele alınacaktır. Nitekim çalışmamızın esasını oluşturan merkez bankalarının iletişimi konusunu da içinde barındıran bir bölüm olmasından dolayı önem arz etmektedir.

İletişim temelli araçların ilkinin, yukarıda da değinilen ve birçok konu içinde açıklanabilen ilk olarak İleriye Dönük Yönlendirme konusu oluşturmaktadır. Ardından ise Nokta Grafiği, FED açıklamaları, Basın Toplantıları, FOMC Tutanakları, Beklenti Yönetimi ve Şeffaflık Politikaları ele alınarak açıklanmaya çalışılacaktır.

1.4.1. Forward Guidance (İleriye Yönük Yönlendirme)

Forward guidance, merkez bankalarının gelecekteki para politikası duruşlarına ilişkin sözlü yönlendirme yaparak piyasa beklentilerini yönetmelerini sağlayan modern bir iletişim aracıdır. FED, özellikle 2008 küresel finansal krizinden sonra geleneksel araçların sınırına gelindiğinde bu yöntemi yoğun şekilde kullanmaya başlamıştır.

Forward guidance'ın temel amacı, kısa vadeli faiz oranları sıfır alt sınırına geldiğinde, uzun vadeli faizleri beklentiler aracılığıyla etkilemek ve genişlemeci para politikasını daha etkili kılmaktır. Örneğin, 2012 yılında FED, enflasyon %2, işsizlik oranı %6.5 seviyesine düşene kadar faizlerin düşük tutulacağını ilan ederek beklentileri açık şekilde yönlendirmiştir. Bu tür sözlü yönlendirmeler yatırımcılar, hanhalkları ve firmalar için belirsizliği azaltmakta, uzun vadeli faizleri düşürmekte ve ekonomik aktiviteyi desteklemektedir (Blinder et al., 2008:25).

Sözlü yönlendirmenin kullanıldığı politikalarda bir yol haritası belirlenmekte ve buna uyum sağlanması beklenmektedir. Nitekim merkez bankalarını güvenilirliği açısından bu politikalara bağlılığı da ayrıca önem arz etmektedir.

Diğer önemli husus ise merkez bankalarının bu tür yönlendirmelerde etkisini gözlemleyecek sonuçlar için araştırmalar yaparak uygulanan politikanın piyasadaki karşılığını ölçmek olacaktır.

Çalışmanın birçok kısmında yer verilen ileriye dönük yönlendirme politikası diğer iletişim araçlarına göre sık başvurulmuş ve kullanılan bir politikadır.

1.4.2. Nokta Grafiği Kullanımı (Dot Plot)

Dot plot, Federal Open Market Committee (FOMC) üyelerinin gelecek yıllara ilişkin faiz oranı öngörülerini grafiksel olarak gösteren bir iletişim aracıdır. Her bir nokta, bir üyenin federal funds oranı tahminini temsil eder. Bu araç ilk kez 2012 yılında kullanıma sunulmuştur ve para politikası yönlendirmelerinin daha şeffaf bir biçimde paylaşılmasına katkı sağlar. Her ne kadar dot plot karar bağlayıcı olmasa da, piyasalar tarafından beklentilerin yönünü analiz etmek için yoğun şekilde takip edilmektedir. Bu grafik, piyasaların sadece faiz kararlarına değil, karar alma sürecine ilişkin iç görüşler elde etmesini sağlar (Federal Reserve, 2022:45).

Dot plot uygulamasının her ne kadar resmi olarak bağlayıcılığı bulunmasa da uygulanacak veya açıklanacak politikalara yönelik beklentilerin oluşmasında rolü bulunmaktadır. Yine diğer politikalarda olduğu gibi burada da FED üyeleri piyasa ile iletişim kurmakta ve mesajlarını aktarmaktadırlar. Bu yönü ile dikkate alınan ve piyasada karşılığı bulunan bir politika aracı olduğunu söylemek mümkündür.

1.4.3. FED Açıklamaları, Basın Toplantıları ve FOMC Tutanakları

FED, politika kararlarını duyurduktan sonra yayımladığı açıklamalar, Başkan'ın düzenlediği basın toplantıları ve FOMC toplantı tutanakları yoluyla piyasa aktörlerine detaylı bilgi sunar. Açıklamaların metni incelendiğinde kullanılan dilin tonu (hawkish - sıkılaştırıcı, dovish - genişlemeci) piyasalar üzerinde önemli etkiler yaratabilir. FOMC tutanakları ise üç hafta sonra açıklanır ve karar alma sürecindeki tartışmalar hakkında bilgi verir. Bu belgeler yatırımcılar için kararların ardındaki motivasyonları anlamada önemlidir. Araştırmalar, tutanaklarda geçen ifadelerin tahvil faizleri, hisse senedi fiyatları ve döviz kurları üzerinde anlamlı etkiler yarattığını göstermektedir (Mishkin, 2019:21).

Çalışmamızın ilk bölümünde de iletişim kısmında üzerinde durulan konular olarak önümüze çıkan FED basın toplantıları, FOMC tutanakları merkez bankalarının piyasa ile iletişimde sıklıkla kullandığı yöntemlerin başında gelmektedir. Nitekim FED uygulayacağı para politikalarında öncü göstergeler olarak bu tür para politikası beklentileri oluşturmakta ve yönetmektedir. Piyasalar bu tür beklentileri önceden satın almaktadırlar. FED için bu tür uygulamalar bir nevi yardımcı politika araçları olup piyasanın etkilenmesinde önemli rol oynamaktadırlar.

1.4.4. Beklenti Yönetimi ve Şeffaflık Politikaları

Merkez bankalarının etkinliğini artırmak için benimsedikleri şeffaflık politikaları, 21. yüzyılda iletişim stratejilerinin önemini artırmıştır. FED, ekonomik projeksiyonları düzenli yayımlayarak ve faiz kararlarını gerekçelendirerek şeffaflığı sağlamaktadır. Bu uygulamalar, merkez bankasının güvenilirliğini ve öngörülebilirliğini yükseltirken, para politikası şoklarının etkisini azaltır. Özellikle enflasyon hedeflemesi rejiminde, beklentilerin açık ve tutarlı yönetimi kritik öneme sahiptir. Böylece piyasa aktörleri, merkez bankasının reaksiyonlarını daha iyi tahmin ederek kararlarını şekillendirebilmektedir (Federal Reserve, 2022:26).

İletişim temelli politika araçları içinde önem arz etmekte olan bu politikalar FED gibi diğer dünya ekonomisine yön veren birçok merkez bankaları gibi etkin bir şekilde kullanılmaktadır. Beklentilerin yönetimi önemli olduğu gibi bunu tamamlayan diğer unsur ise merkez bankalarının şeffaf olması hususudur. Şeffaflığın sağlanmadığı bir ortamda etkin para politikasının uygulanması zor olabilmekte veya etki gücü düşük kalabilmektedir. Bu nedenle merkez bankalarının etkinliğinin sağlanmasında şeffaflık konusu ayrıca önem arz eden ve ele alınan konulardan birini oluşturmaktadır.

1.5. Pandemi ve Sonrası (Araçlarda Yapısal Dönüşüm)

2020 yılında ortaya çıkan COVID-19 pandemisi, küresel ekonomi üzerinde benzeri görülmemiş bir etki yaratmış; üretim, tüketim, ticaret ve finansal piyasalar olağanüstü bir belirsizlikle karşı karşıya kalmıştır. Bu dönemde merkez bankalarının ekonomik istikrarı korumak adına hızlı ve etkili müdahalelerde bulunması hayati önem taşımıştır.

FED, küresel finansal sistemdeki öncü rolü çerçevesinde, geleneksel politika araçlarının ötesine geçerek agresif, yenilikçi ve çok boyutlu para politikası tedbirleri uygulamıştır (Fed, 2022:77).

Pandemi döneminde FED'in uygulamaya koyduğu politikalar, yalnızca faiz oranlarının düşürülmesiyle sınırlı kalmamış; aynı zamanda devasa ölçekli niceliksel genişleme (quantitative easing), kredi destek programları, kurumsal tahvil alımları ve piyasa likiditesini destekleyen olağanüstü operasyonları da kapsamıştır. Bu politikaların temel amacı, finansal sistemdeki donmayı önlemek, kredi kanallarını açık tutmak ve ekonomik çöküşü engellemektir. FED'in bu süreçte benimsediği iletişim stratejileri ve beklenti yönetimi de piyasa istikrarının sağlanmasında önemli bir işlev üstlenmiştir.

Pandemi sürecinde FED'in uygulamaları, geleneksel para politikasının sınırlarını aşan bir karakter kazanmıştır. Faiz oranları sıfır seviyesine çekildikten sonra uygulanan sınırsız varlık alımları, doğrudan piyasa likiditesine müdahale anlamı taşımıştır. Bu politika, FED bilançosunun 4 trilyon dolardan 9 trilyon dolara yaklaşmasına neden olmuş, finansal sistemdeki nakit akışı güçlendirilmiştir (Fed, 2022:27).

Aynı zamanda kurumsal tahvil alım programları ve Main Street Lending Program gibi acil kredi mekanizmaları aracılığıyla reel sektöre destek verilmiştir (Mishkin, 2019:25).

2021 yılı itibarıyla enflasyonda görülen artış ve ekonomik toparlanmanın hız kazanmasıyla birlikte FED, para politikasında normalleşme sürecini başlatmıştır. Önce varlık alım hızı azaltılmış, ardından politika faizleri kademeli biçimde artırılmış ve bilanço daraltma sürecine geçilmiştir. Bu süreçte FED, iletişim stratejilerini yoğun biçimde kullanarak piyasa beklentilerini yönetmiş; forward guidance ve tutanaklarda kullanılan dil, piyasa tepkilerini yönlendirmede etkin araçlar olmuştur (Fed, 2022:28).

Pandemi süreci, merkez bankalarının sadece faiz oranlarıyla sınırlı politika anlayışından uzaklaşarak çok yönlü ve bütünsel bir yaklaşım benimsemesini zorunlu kılmıştır. FED'in pandemi döneminde uyguladığı araçlar, ilerleyen dönemlerde politika esnekliğinin artırılması gerektiğini ortaya koymuştur. Dijital para, veri temelli analizler, piyasa mikro yapısına yönelik müdahaleler gibi yeni araçların benimsenmesi, gelecekteki krizlere daha etkin yanıt verilmesini mümkün kılacaktır. Bu yönüyle

pandemi dönemi, para politikası açısından bir kırılma ve yeniden yapılanma süreci olarak değerlendirilebilir (Fed, 2022:27).

1.5.1. Pandemi Dönemi Politika Araçları

COVID-19 pandemisi, küresel ekonomi için derin ve ani bir şok yaratmıştır. FED, bu olağanüstü dönemde para politikası araçlarını genişletmiş ve geleneksel sınırların ötesinde tedbirler almıştır.

Mart 2020'de FED, politika faizini %0-0.25 aralığına çekmiş, ardından sınırsız niceliksel genişleme (QE) programı başlatmıştır. Bununla birlikte Hazine tahvilleri ve ipotège dayalı menkul kıymet alımları hızlandırılmış, kurumsal tahvil piyasalarına doğrudan müdahale edilmiştir. Ayrıca acil durum kredi mekanizmaları oluşturularak küçük işletmeler ve yerel yönetimlere finansman sağlanmıştır. Bu politikalar, FED'in sadece faiz odaklı değil, aynı zamanda likidite ve kredi kanalları üzerinden de genişlemeci para politikası yürütebildiğini göstermiştir (Bernanke, 2020:21).

1.5.2. Krizden Normalleşmeye Geçiş: Sıkılaştırma Araçları

2021 yılı itibarıyla ekonomik toparlanmanın güçlenmesiyle birlikte FED, para politikasında normalleşme sürecine geçmiştir. Bu süreç, ilk olarak varlık alım hızının azaltılmasıyla başlamış, ardından 2022 yılında politika faizleri art arda yükseltilmiştir. Ayrıca FED bilançosunun küçültülmesi (quantitative tightening - QT) amacıyla tahvil portföyünün pasif biçimde azaltılmasına başlanmıştır. Bu dönüşüm süreci, pandemi döneminde genişleyen para arzının potansiyel enflasyonist etkilerine karşı önlem niteliğindedir. FED, bu süreçte iletişim stratejilerini de aktif kullanarak piyasalara yön vermiştir (Fed, 2022:46).

1.5.3. Yeni Dönemde Politika İnovasyonları ve Dijitalleşme

Pandemi sonrası dönemde FED, yalnızca faiz ve likidite yönetimiyle sınırlı kalmayıp teknolojik gelişmeler ışığında yeni politika araçlarını gündeme almıştır. Dijital para birimi (CBDC) çalışmaları, ödeme sistemlerinin modernizasyonu ve veri odaklı politika uygulamaları bu kapsamda değerlendirilebilir. Özellikle merkez bankası dijital parasına (digital dollar) yönelik araştırmalar, FED'in para politikası etkisini artıracak yeni araçlar geliştirme çabalarının bir parçasıdır. Ayrıca büyük veri ve yapay zeka destekli analizlerle piyasa davranışlarını daha erken tespit etme ve önleyici politika

geliştirme amacı öne çıkmaktadır. Bu gelişmeler, para politikasında daha proaktif ve esnek bir yaklaşımın benimsendiğini göstermektedir (Fed, 2022:27).

Para politikası, bir ekonomideki makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla merkez bankaları tarafından kullanılan temel politika alanlarından biridir. Enflasyon hedeflemesi, istihdamı teşvik etme ve finansal istikrarı koruma gibi çeşitli amaçlar doğrultusunda merkez bankaları, çeşitli araçlar vasıtasıyla para arzı ve faiz oranlarını yönetmektedir.

FED, küresel finansal sistemde yönlendirici rolüyle para politikası araçlarını hem yapısal hem de işlevsel açıdan önemli ölçüde geliştirmiştir. Başlangıçta faiz oranları merkezli geleneksel yöntemlere dayanan politika araçları, zamanla iletişim stratejileri ve beklenti yönetimi gibi modern yaklaşımları da içerecek şekilde genişlemiştir. Özellikle 2008 finansal krizi ve 2020 COVID-19 pandemisi dönemlerinde FED, geleneksel araçların ötesinde esnek ve çok yönlü müdahaleler yapmıştır. Bu gelişmeler, merkez bankacılığında krizlere yönelik paradigma değişimlerinin bir yansımasıdır (Bernanke, 2020:25).

FED'in kullandığı araçlar genel olarak beş ana başlık altında değerlendirilebilir: geleneksel araçlar, faiz oranları üzerinden politika, niceliksel araçlar, iletişim temelli araçlar ve kriz sonrası dönemdeki yapısal dönüşümler. Geleneksel para politikası araçları, merkez bankalarının piyasaya müdahale ettiği ilk araç setlerini oluşturur. Bu kapsamda FED'in en temel müdahale mekanizması, açık piyasa işlemleri yoluyla tahvil alım ve satımıdır. Bununla birlikte zorunlu karşılık oranı ve iskonto oranı gibi araçlar da kredi hacmini ve bankacılık faaliyetlerini yönlendirme amacıyla kullanılmaktadır (Mishkin, 2019:47). Faiz oranları üzerinden yürütülen para politikası, FED'in temel yönlendirme mekanizmasını oluşturur. Federal funds rate, yani politika faizi, ekonomideki kredi koşullarını doğrudan etkiler. Bunun yanı sıra faiz koridoru uygulamaları ve forward guidance gibi sözlü yönlendirme teknikleri de faiz dışı yönlendirme açısından büyük önem taşımaktadır (Woodford, 2005:51).

Niceliksel araçlar ise kriz dönemlerinde ön plana çıkan, piyasadaki doğrudan miktarsal genişlemeye yönelik politikalardır. 2008 kriziyle birlikte yaygınlaşan QE

uygulamaları, banka bilançolarına likidite sağlarken, varlık fiyatlarını ve yatırım kararlarını da yönlendirmiştir (Bernanke, 2020:28).

İletişim temelli araçlar modern para politikası anlayışının yapı taşlarındandır. Dot plot, FOMC açıklamaları, tutanaklar ve forward guidance uygulamaları, beklenti yönetimi açısından kritik bir rol üstlenmiştir (Blinder et al., 2008:56).

Pandemi dönemi ve sonrasında ise FED, faiz dışı genişlemeci uygulamalara ağırlık vermiş; sınırsız QE, doğrudan tahvil alımı ve acil kredi programları gibi yenilikçi yöntemlerle finansal sistemin çöküşünü önlemeye çalışmıştır. 2021 sonrası dönemde ise normalleşme adımları ve bilanço daraltma politikalarıyla sıkılaştırmaya gidilmiştir. Aynı zamanda dijital dolar ve veri temelli karar süreçleri gibi yeni nesil uygulamalar da gündeme gelmiştir (Fed, 2022:36).

Sonuç olarak FED'in para politikası araçları, zamana, krizlerin doğasına ve piyasa koşullarına bağlı olarak çeşitlenmiş ve dönüşmüştür. Bu süreç, merkez bankalarının yalnızca faiz politikalarıyla değil; iletişim, beklenti yönetimi ve doğrudan piyasa müdahaleleri ile de politika yapıcı aktörler haline geldiğini göstermektedir.

2. PARA POLİTİKASI VE PASARAL AKTARIM MEKANİZMASI

Merkez bankaları, uyguladıkları politikalar ile ekonomiyi toplam talep ve toplam harcamalar gibi makroekonomik göstergeler üzerinden etkilemektedir. Burada uygulanan para politikalarının piyasada mutlaka karşılığı bulunmaktadır. Bu nedenle para politikasının uygulandıktan sonra piyasayı hangi kanallar vasıtası ile etkilediğinin bilinmesi, reel değişkenleri hangi kanallar ile kontrol edildiğinin tespit edilmesi kısacası uygulanan politikaların piyasaya aktarımının sağlanması sürecinin bilinmesi önem arz etmektedir. Çünkü para politikasının uygulanması sürecinde, etkilenmesi beklenen değişkenin hangi kanal vasıtası ile etkileneceğinin bilinmesi politika yapıcıya fayda sağlamaktadır. Söz konusu etkileşimlerin hangi kanallar ile sağlandığı Parasal Aktarım Mekanizması kavramı ile açıklanmakta olup çalışmanın bu kısmında bu konu detayları ile ele alınacaktır.

Para politikası, esas olarak toplam talep üzerindeki etkileriyle işler ve ekonominin üretim kapasitesine doğrudan etkisi sınırlıdır. Uzun vadede görevi, mal ve hizmetlerin fiyat düzeyini belirlemektir; bu da paranın satın alma gücünün politika ile

şekillendiği anlamına gelir. Enflasyon, uzun dönemde parasal bir olgu olarak ortaya çıkar. Ancak para politikası kısa ve orta vadede reel ekonomik değişkenler üzerinde de önemli etkiler yaratabilir. Fiyat düzeyindeki değişimler, birçok ekonomik faktörün etkileşimiyle oluşur ve para politikası bu süreçte etkin bir rol oynar (BoE, 2014:3).

Para politikasının ekonomiye etkileri, doğrudan bir ilişkiyle değil; çok sayıda ara kanalın yer aldığı karmaşık bir aktarım mekanizması yoluyla gerçekleşir. Bu aktarım süreci, parasal sektör ile reel sektör arasındaki etkileşimi açıklayan temel yapıdır. Uygulanan para politikası, bireylerin portföy tercihlerini, bu portföydeki varlıkların beklenen getirilerini ve risk algılarını değiştirerek ekonomi genelinde önemli yansımalar yaratabilir (Öztürk, 2014:256).

2.1. Para Politikası Duyurularının Piyasaya Aktarım Süreci

Para politikasının işleyişini açıklayan aktarım süreci, paranın piyasaya yayılma yollarını ve yöntemlerini inceler. Bu süreç, para politikasının makroekonomik değişkenlere hangi kanallar aracılığıyla, ne zaman, nasıl ve ne ölçüde etki ettiğini analiz ederek politikanın etkinliğini değerlendirir. Yani, para arzı ya da kısa vadeli faizlerdeki değişimlerin, istihdam, üretim ve toplam hasıla gibi reel göstergeler üzerindeki etkileri bu çerçevede ele alınır (Ireland, 2005:52).

Merkez bankalarının politika kararları, özellikle faiz oranlarına ilişkin alınan değişiklikler, mutlaka piyasa ile paylaşılmalıdır; açıklama biçimi büyük önem taşır. Finansal sistemin yapısı, para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisinin büyüklüğünü ve hızını belirler. Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler, hanehalkı ve firmaların borçlanma ile tasarruf davranışlarını etkiler. Faiz duyarlılığı, para politikası şoklarının ekonomik aktörlere yansımalarını şekillendirir ve bu nedenle finansal sistem dinamikleri, aktarım mekanizmasının başarısında kritik rol oynar (Loayza ve Schmidt, 2002:9).

Burada vurgulandığı üzere merkez bankalarının politika uygulamalarında temelde aldığı araç kısa vadeli faiz oranlarıdır. Tabii ki merkez bankalarının tek aracı kısa vadeli faiz oranları olmamakla birlikte farklı politika araçları elinde bulunmaktadır. Kullanılacak politika aracının piyasaya aktarımı sürecinden sonra ilgili politikanın

piyasada makroekonomik değişkenler üzerinde etkide bulunduğu bilinmekle birlikte önemli olan bu aşamada en etkili aracın tespit edilmesi ve duyurulmasıdır.

Para politikasının ekonomik aktörler ve piyasalar üzerindeki etkileri, parasal aktarım mekanizması aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Bu mekanizma, para politikası kararlarının reel ekonomi üzerindeki sonuçlarını zaman içinde ortaya koyan çok aşamalı ve çok kanallı bir süreci temsil etmektedir. Parasal aktarım mekanizması, tek bir yoldan değil; faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları, kredi koşulları ve beklenti yönetimi gibi farklı kanallar üzerinden çalışmakta, bu yönüyle ekonomi üzerindeki etkilerinin kapsamı genişlemektedir.

2.2. Parasal Aktarım Mekanizması Kavramı (PAM)

Parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının para politikası kararlarının reel ekonomi üzerindeki etkilerini ortaya koyan teorik bir çerçevedir. Özellikle politika faizlerindeki değişikliklerin finansal piyasa koşulları, yatırım, tüketim ve ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerini anlamada temel referans sağlar. Fiyat istikrarı, istihdam ve sürdürülebilir büyüme gibi makroekonomik hedeflere ulaşmada bu mekanizmanın etkinliği kritik rol oynamaktadır (Mishkin, 2019:29).

Parasal aktarım, merkez bankasının politika faizinde yaptığı değişikliklerin önce finansal piyasalar üzerinde, ardından reel ekonomi üzerinde çeşitli kanallar aracılığıyla etki yaratması sürecidir. Bu süreç, doğrudan ve dolaylı olmak üzere birçok kanal üzerinden işler. Faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı en yaygın biçimde literatürde tanımlanan aktarım yollarıdır (Bernanke ve Gertler, 1995:176).

Her bir kanal, para politikasının etkisinin ne kadar hızlı ve güçlü bir şekilde ekonomi geneline yayılacağını belirlemektedir. Örneğin, faiz oranları üzerinden gerçekleşen değişim, tüketim ve yatırım harcamalarını doğrudan etkilerken; döviz kuru üzerinden gerçekleşen etki dış ticaret dengesini ve ihracat performansını şekillendirebilir. Benzer şekilde, beklentiler kanalında piyasa aktörlerinin merkez bankasının güvenilirliğine ve ileriye dönük yönlendirmelerine verdikleri tepki, yatırım ve tasarruf kararlarını önemli ölçüde etkileyebilmektedir (Woodford, 2005:22).

ABD Merkez Bankası (FED) özelinde değerlendirildiğinde, parasal aktarım mekanizmasının yalnızca faiz politikaları üzerinden değil, aynı zamanda sözlü yönlendirme (forward guidance), niceliksel genişleme (QE) ve piyasa iletişimi gibi araçlarla da şekillendiği görülmektedir. FED'in kriz dönemlerinde uyguladığı politika setleri, aktarım mekanizmasının karmaşık ve çok kanallı bir yapıya sahip olduğunu açıkça ortaya koymaktadır (Fed, 2022:34).

Bu nedenle, parasal aktarım mekanizması üzerine yapılacak analizler; hem merkez bankası politikalarının etkinliğinin ölçülmesinde hem de bu politikaların piyasa oyuncuları ve reel sektör üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesinde temel teşkil eder. Parasal aktarım, yalnızca teknik bir süreç değil; aynı zamanda iletişim, güven ve beklenti yönetimi açısından da bütüncül bir analiz gerektirmektedir.

Parasal aktarım mekanizması, para arzında meydana gelen değişimlerin reel sektörde ne şekilde etkiler doğurduğunu açıklayan süreçler bütünü olarak tanımlanmaktadır (Paya, 2013: 351).

Bu mekanizma, para politikası kararlarının toplam üretim gibi reel ekonomik göstergeler ile enflasyon üzerindeki etkilerini ortaya koyan bir işleyişi ifade etmektedir (Taylor, 1995: 11). Daha spesifik olarak, nominal para stoku ya da kısa vadeli faiz oranlarında gerçekleşen değişikliklerin; üretim, istihdam gibi reel ekonomik büyüklükleri nasıl etkilediği parasal aktarım süreciyle açıklanmaktadır (Ireland, 2005: 2).

Genel çerçevede değerlendirildiğinde, parasal aktarım mekanizması; faiz oranları, para arzı gibi para politikasına ilişkin değişkenlerde yaşanan dalgalanmaların, fiyatlar genel düzeyi, tüketim, yatırım, üretim ve istihdam gibi başlıca makroekonomik göstergeler üzerinde ne tür etkiler yaratacağını ve bu etkinin hangi kanallar yoluyla gerçekleştiğini analiz eden teorik bir süreç olarak ifade edilebilir (Serel ve Güvenoğlu, 2020: 447).

Parasal aktarım mekanizmaları konusunda farklı yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bazıları paranın finansal aktiflerle, bazıları ise reel aktiflerle ikamesini savunur. Ayrıca, müdahalesiz aktarım yöntemleri ile aktif iktisat politikalarını benimseyen yaklaşımlar da bulunmaktadır. Tüm bu mekanizmalar, reel sektör ile parasal sektör arasında köprü

işlevi görür. Bu nedenle literatürde çeşitli parasal aktarım kanalları yer almaktadır (Doğan, 2015:213).

Para politikasının finansal piyasalar üzerindeki etkisi, parasal aktarım mekanizmasının başlangıç noktasıdır. Merkez bankaları genellikle gecelik faiz oranları üzerinden bankacılık sistemini fonlarken, reel ekonomi uzun vadeli faizler, döviz kurları, hisse senedi fiyatları ve risk primlerine tepki verir. Bu nedenle, politika kararlarının finansal piyasalarda etkili olması, reel sektöre etkide bulunabilmenin ön koşuludur. Para politikasının etkinliği, aktarım mekanizmasının sağlıklı işleyişine bağlıdır; genişletici veya daraltıcı politikaların reel ekonomide somut sonuç vermesi bu sürecin verimliliğine dayanır (Gürsoy, 2013:90).

2.3. Parasal Aktarım Mekanizmasına Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Parasal aktarım mekanizmasının nasıl işlediğine dair farklı teorik yaklaşımlar, ekonomi literatüründe önemli bir yer tutar. Bu yaklaşımlar, merkez bankalarının para politikası kararlarının finansal piyasalar ve reel ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamak amacıyla geliştirilmiştir. Zamanla değişen ekonomik koşullar, krizler ve yeni politika araçları, bu yaklaşımların çeşitlenmesine ve gelişmesine neden olmuştur. Temel olarak üç ana teorik çerçeveden söz edilebilmekte olup bunları Keynesyen, Monetarist ve Yeni Klasik (rasyonel beklentiler) yaklaşımlar olarak belirtmek mümkündür (Mankiw, 2016:42).

Keynesyen yaklaşım, faiz oranı kanalını ön plana çıkarır. Bu teoriye göre para arzındaki artış, faiz oranlarını düşürür; bu da yatırım harcamalarını artırarak toplam talebi canlandırır. Dolayısıyla merkez bankalarının faiz oranları üzerindeki kontrolü, reel üretim ve istihdam üzerinde kısa vadede güçlü etkiler yaratabilir. Ancak bu etki, marjinal verimlilik ve yatırımın faiz duyarlılığı gibi faktörlere bağlıdır (Mishkin, 2019:31).

Monetarist yaklaşım ise Milton Friedman öncülüğünde para arzının toplam harcamalar ve fiyat düzeyi üzerindeki etkisine odaklanır. Bu görüşe göre, para politikası gecikmeli ancak güçlü bir etkiyle enflasyonu belirler. Monetaristlere göre para arzındaki değişiklikler, reel büyüme üzerinde değil, uzun vadede sadece fiyatlar üzerinde kalıcı

etkiye sahiptir. Bu yaklaşımda aktarım mekanizması doğrudan para arzı üzerinden işler ve faiz oranları ikincil öneme sahip olmaktadır (Friedman, 1968:76).

Yeni Klasik ve Rasyonel Beklentiler yaklaşımı ise ekonomik ajanların bilgiye erişimi ve bu bilgiyi işleme kapasitelerinin yüksek olduğunu varsaymaktadır. Bu çerçevede, beklentiler önceden şekillendiği için sistematik para politikalarının reel ekonomi üzerinde kalıcı etkileri olmayacağını ifade etmektedir. Yani merkez bankaları yalnızca beklenmedik politika değişiklikleriyle etkili olabilirler. Bu yaklaşım, parasal aktarımın kısa vadede bile sınırlı olduğunu savunmaktadır (Lucas, 1976:181).

Daha yakın dönemde gelişen Yeni Keynesyen yaklaşımlar ise nominal katılıklar (fiyat ve ücret yapışkanlığı) nedeniyle para politikasının kısa vadede önemli reel etkiler yaratabileceğini kabul etmektedir. Bu modellerde parasal aktarım, faiz oranları yanında kredi kanalı, beklentiler ve şeffaflık gibi unsurlarla daha çok boyutlu şekilde incelenmektedir. Merkez bankasının şeffaflığı, bağımsızlığı ve güvenilirliği, bu teorilerde aktarım mekanizmasının başarısı açısından merkezi rol oynamaktadır (Woodford, 2005:9).

Parasal aktarım mekanizmasına dair teorik yaklaşımlar, ekonomi politikalarının etkinliğini analiz etmekte önemli bir zemin sunmaktadır. Merkez bankalarının kararlarının etkisini anlamak, yalnızca politika araçlarını değil; aynı zamanda bireylerin ve kurumların bu kararlara nasıl tepki verdiğini de içeren kapsamlı bir çerçeve gerektirmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının teorik temelleri, ağırlıklı olarak Keynesyen ve Monetarist iktisat yaklaşımları çerçevesinde değerlendirilmiştir. Keynesyen perspektif, aktarım sürecini açıklarken yapısalci kanıt modeline dayanmakta; buna karşılık Monetarist yaklaşım, indirgenmiş kanıt modelini esas almaktadır (Mishkin, 2000: 265).

Keynesyen görüşe göre, merkez bankalarının yürüttüğü para politikası öncelikle parasal tabanı etkiler ve bu etki, para arzında bir değişim yaratarak faiz oranları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Faiz oranlarında meydana gelen bu değişiklikler ise yatırım kararlarını ve dolayısıyla toplam üretim düzeyini etkileyen önemli bir kanal haline gelmektedir. Bu çerçevede, para arzındaki artışın faiz oranlarını düşürmesi,

yatırım harcamalarını teşvik ederken, bunun sonucu olarak toplam talep ve üretim düzeyi artış göstermektedir (Mishkin, 2004: 604).

Monetarist perspektif, para politikasının reel ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini indirgenmiş kanıt modeli çerçevesinde ele alarak, Keynesyen yapısalcı modelin faiz oranı ile yatırım arasındaki ilişkiyi yetersiz bulmaktadır. Bu yaklaşım, nominal faiz oranlarının enflasyon beklentilerini yansıtmaması nedeniyle, ekonomik aktörlerin yatırım ve borçlanma kararlarını reel faiz oranları ve uzun vadeli beklentiler doğrultusunda şekillendirdiğini savunur. Dolayısıyla, nominal faiz oranları tek başına reel ekonomik kararların belirleyicisi olma niteliğini taşımamaktadır (Kasapoğlu, 2007:5).

İndirgenmiş kanıt modeli, monetarist düşüncenin temelini oluşturur ve ekonomik karar birimlerinin portföy tercihlerindeki varlıkların göreceli fiyat değişimlerine odaklanır. Bu yaklaşıma göre, ekonomik aktörler farklı varlıklar arasında fayda maksimizasyonu amacıyla portföylerini dengelemektedir. Para, yüksek likiditesiyle satın alma aracı işlevi görürken, hisse senedi, döviz ve konut gibi menkul ve gayrimenkul varlıklar tarafından ikame edilebilir. Portföyde tutulacak para miktarı, bu varlıkların marjinal getirileri eşitlendiğinde optimal dağılıma ulaşılmış sayılmaktadır (Vickers, 1985:565).

Para politikası değişiklikleri, finansal varlıkların göreceli getirilerinde meydana gelen farklılaşmalar aracılığıyla ekonomik aktörlerin portföy tercihlerini yeniden dengeleme eğilimini tetikler. Bu durum, para talebinde yapısal değişikliklere yol açmakta ve ekonomik birimlerin portföy bileşiminde yeniden yapılanma sürecini zorunlu kılmaktadır. Özellikle merkez bankalarının genişletici para politikaları neticesinde artan para arzı, paranın marjinal getirisinde azalmaya neden olmaktadır. Fayda maksimizasyonu ilkesi çerçevesinde, ekonomik aktörler daha yüksek getiri sağlayan alternatif varlıklara yönelirken, her bir varlığın marjinal getirisi eşitlenene dek portföy dağılımını optimize etmeye devam etmektedirler (Kuttner ve Mosser, 2002:17).

Keynesyen ve Monetarist yaklaşımlar arasındaki temel fark, parasal aktarım mekanizmasında ele alınan varlık türleridir. Keynesyen perspektif yalnızca tahvilleri finansal araç olarak dikkate alırken, diğer varlıkları yatırım aracı olarak görmez. Monetarist yaklaşım ise para politikasının tahvilin yanı sıra hisse senedi, döviz ve konut

gibi varlıkların görelî fiyatlarını da etkilediğini savunur. Keynesyen model, para ve tahvilin tam ikame edilebilirliği varsayımıyla sınırlı kalırken, Monetarist yaklaşım daha geniş bir varlık seti üzerinden etkiyi açıklar. Bu nedenle, para politikası değışikliklerinin sadece tahvil değil, diğler finansal ve reel varlık fiyatları aracılığıyla da toplam talebi etkilediğı kabul edilmektedir (Kutlu, 2020:22).

2.4. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler

Parasal aktarım mekanizmasının etkinliğı, hanehalkı ve firmaların mali durumlarına bağılı olarak değışkenlik gösterir. Güçlü finansal yapıya sahip aktörlerde etkiler daha belirgin olurken, kırılğan olanlarda öngörüler zorlaşır. Gelişmemiş finansal piyasalarda tasarruflar bankalarda tutulduğundan, varlık fiyatları kanalı zayıflamaktadır. Ayrıca, finansal aracılığın sınırlı olduğu ekonomilerde para politikasının toplam talep üzerindeki etkisi daha düşük kalmaktadır. Öte yandan, gelişmiş finansal piyasalarda hanehalkı ve firmalar dış kaynak kullanımını artırarak para politikasına daha duyarlı hale gelmekte böylece finansal piyasa gelişmişliğı arttıkça para politikasının ekonomiye etkisi de güçlenmektedir (Kasapoğlu, 2007:37).

Fiyatların kısa vadede esnek olmaması, yani fiyat katılıkları, para politikasının reel ekonomik değışkenler üzerinde etkili olmasını mümkün kılar. Bu katılığın derecesi, para politikasının ekonomiye ne kadar sürede ve hangi hızla yansıdığını da belirlemektedir (Taylor, 1999:1036).

Genişletici bir para politikası uygulandığında, kısa vadeli nominal faiz oranlarında düşüş yaşanır. Bu düşüş, finansal piyasalarda işleyen arz-talep mekanizması yoluyla uzun vadeli reel faiz oranlarını da etkiler. Ancak bu etkinin gerçekleşebilmesi, fiyatların kısa vadede katı kalmasına bağılıdır (Mishkin, 1996a:3).

Uzun vadeli reel faiz oranlarındaki değışim, tüketim ve yatırım kararlarını etkileyerek toplam talep düzeyinde değışikliğe yol açar. Çünkü ekonomik aktörler, harcama kararlarını kısa vadeli değil uzun vadeli reel faiz oranlarına göre şekillendirirler (Mishkin, 2007:584). Sonuç olarak, fiyatların tamamen esnek olduğu bir ortamda, genişletici para politikasının reel faiz oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır (Cecchetti, 1999:13).

Resmi otoriteler, parasal aktarım mekanizmasına üç yolla müdahale edebilir: faiz oranlarını kontrol ederek, banka kredilerine sınırlama getirerek veya kamu destekli finansman sağlayarak. Bu tür müdahaleler, merkez bankalarının doğrudan kredi sağlamasını azaltabilir ve zorunlu karşılık oranlarını düşürerek kredi imkânlarını genişletebilir. Ancak faiz oranlarını doğrudan belirlemek, piyasa dengesini bozarak kaynak israfına yol açabilir. Sonuç olarak, resmi müdahaleler aktarım mekanizmasının işleyişini önemli ölçüde etkileyebilir (Oltulular, 2015:36).

Parasal aktarım mekanizması, yalnızca çeşitli değişkenlerden etkilenmekle kalmaz; bu değişkenleri farklı hız ve yoğunlukta da etkileyebilir. Mekanizmanın işleyişini belirleyen temel faktörler arasında fiyatlama davranışları, resmi müdahaleler, finansal sistemin yapısı, bankacılık sektörünün durumu, finansal sözleşmelerin vade yapısı, kullanılan finansman kaynakları, sermaye hareketleri ile hanehalkı ve firmaların mali yapıları yer almaktadır (Tcmb, 2013:8).

Fiyatların esnek olduğu bir ekonomide, parasal şoklar; para arzı, döviz kuru, varlık ve mal-hizmet fiyatlarını aynı anda ve benzer ölçüde etkileyebilir. Bu durumda toplam arz sabit kalırken, toplam talep artabilir. Bu nedenle fiyatlara etki eden aktarım kanallarının hangisinin daha baskın olduğunu belirlemek güçleşmektedir (Loayza,2002: 5).

Gerçek ekonomide fiyatlar, bazen devletin bazen de tekel niteliğindeki özel sektörün müdahalesiyle belirlenir. Bu durum, fiyatların piyasa koşullarına geç tepki vermesine ve fiyat katılıklarının oluşmasına neden olur. Fiyat katılığı bulunan bir ekonomide, parasal aktarım mekanizmasının hangi kanallardan, ne kadar hızlı ve güçlü etki göstereceği, bu katılığın derecesine bağlı olarak değişebilir (Tcmb, 2013:7).

Parasal aktarım mekanizmasını etkileyen faktörleri sınırlamak mümkün olmamakla birlikte ekonomi modellerinin çeşitliliği, dışa açıklık dereceleri, ekonomide kamu tasarruflarının müdahale oranları, ekonomik rekabet düzeyleri vb. durumların temel faktörler olduğunu söylemek mümkündür. Bu nedenle etki gücünün en kolay ve geçişkenliğin en hızlı olabileceği parasal aktarım kanallarının tespiti ve kullanımı da son derece önem arz etmektedir.

2.5. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları

Parasal aktarım mekanizmasının kanalları, merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini ilettiği araçlar olarak ifade edilebilir. Bu bölümde, bu iletim yolları tek tek değerlendirilerek analiz edilecektir.

2.5.1. Faiz Kanalı

Parasal aktarım mekanizmasının en temel ve doğrudan işleyen kanallarından biri faiz kanalıdır. FED, politika faizini değiştirerek kısa vadeli piyasa faizlerini etkiler. Bu durum, hanehalkı ve firmaların borçlanma maliyetlerini değiştirerek tüketim ve yatırım kararlarını doğrudan etkiler. Faiz oranındaki düşüşler talebi canlandırarak büyümeyi desteklerken, artışlar ise harcamaları kısıtlayarak ekonomiyi yavaşlatabilir. Özellikle konut ve dayanıklı tüketim malları gibi faiz değişimlerine hassas alanlarda bu kanalın etkisi daha net görülür (Fed, 2022:21).

Faiz oranı kanalına göre, merkez bankasının kısa vadeli faizlerde yaptığı değişiklikler piyasa faizlerini etkiler. Likidite tercihi teorisine göre, genişletici para politikası tahvil talebini artırarak faiz oranlarını düşürür. Bu da yatırım ve tüketim harcamalarını teşvik eder ve toplam üretimi artırır. Başta sadece firmaların yatırımları dikkate alınsa da, zamanla konut ve dayanıklı tüketim mallarının da bu kapsamda değerlendirilmesi gerektiği anlaşılmıştır (Mishkin, 2001:156).

Faiz oranları borçlanmanın maliyeti olduğu gibi tüketicuyu doğrudan etkileyen kurumsal yatırımlar, konut yatırımları ve özellikle dayanıklı tüketim mallarına olan yatırımları direkt etkilemektedir. Faiz oranları tasarrufun getirisi konumunda olup harcamanın fırsat maliyetini de ifade etmektedir. tasarruf ve yatırım kararlarını belirleyen ise reel faiz oranlarıdır. Reel faiz oranı ise cari faiz oranının enflasyon etkisinden arındırılarak elde edilen faiz oranını belirtmektedir (Gottschalk, 2014:27).

Merkez bankalarının para politikası araçları zaman içinde değişmiştir; 1970-80'lerde parasal büyüklükler ön plandayken, 2000'lerden itibaren gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranları temel araç olmuştur. Bu değişimde finansal yeniliklerin para talebindeki dalgalanmalar etkili olmuştur. Politika araçlarının üretim ve enflasyon üzerindeki etkilerini anlamak, aktarım mekanizmasının etkin kullanımı için önemlidir. İlk adım, enflasyon ve üretimi etkileyen dışsal faktörlerin tespitidir. Bu faktörlerin

bazıları öngörülebilirken, bazıları belirsizdir; bu nedenle gelecekteki etkilerin doğru analiz edilmesi politika başarısı için kritik kabul edilmektedir (Kasapoğlu, 2007:11).

Nitekim bu değişkenlerin bilinmesi veya alınacak karar sonrası, tepkinin yönünün tespit edilmesi etkin bir politika için önemlidir. Alınan faiz kararları ile ilgili değişkenleri etkileyerek istenilen sonuca ulaşılması mümkün olabilmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının temel bileşenlerinden olan faiz kanalı, Keynesyen yaklaşımda merkezi bir rol oynar. Merkez bankası, borçlanma maliyetlerini değiştirerek tüketici ve üretici kararlarını etkiler. Reel faiz oranlarındaki azalma, yatırımları artırırken tasarruf eğilimini düşürerek tüketimi canlandırır; böylece toplam talep ve üretim yükselir. Faiz kanalının etkisi, kısa vadeli faiz değişikliklerinin orta ve uzun vadeli faizlere yansımalarıyla gerçekleşir. Fiyatların sabit olduğu varsayımında, nominal faizdeki düşüş reel faizi azaltır. Uzun vadeli faiz oranları, gelecekteki kısa vadeli oranların ortalaması ve risk primine bağlı olarak şekillenir; bu nedenle kısa vadeli reel faizlerdeki azalma, uzun vadeli reel faizleri düşürerek reel sektör ve enflasyonu etkiler (Tcmb, 2013:5).

Burada parasal aktarımın güçlü olabilmesi orta ve uzun vadeli hedefler çerçevesinde faiz oranları ele alınarak sağlanmaktadır.

Faiz oranı kanalının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi, bazı temel varsayımlara bağlıdır. İlk olarak, para arzının merkez bankasının tam kontrolünde olması gerekir; bu durum, harcamalar ve enflasyon üzerinde etkili olmayı sağlar. İkinci olarak, fiyatların kısa vadede katı olması önemlidir; aksi takdirde para arzındaki değişiklikler reel faizleri etkileyemez. Üçüncü olarak, politika faizindeki değişimlerin orta ve uzun vadeli reel faiz oranlarına yansımaları beklenir. Çünkü tüketim ve yatırım kararları esas olarak uzun vadeli faizlere duyarlıdır. Son olarak, faiz ve harcama kararları arasındaki tepkinin benzer ve öngörülebilir olması gerekir (Hubbard, 1995:15).

Faiz oranı kanalı, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişimlerin piyasa faizlerini etkilemesi ve bu yolla yatırım ile tüketim harcamaları üzerinde etkili olması olarak tanımlanabilir (Mishkin, 1995:4). Bu etki, sermaye kullanım maliyetini düşürerek toplam talep ve üretim düzeyini artırır. Özellikle genişletici para politikası sonucunda reel faizlerin gerilemesi, ekonomik birimlerin daha

fazla harcama ve yatırım yapmasına katkı sağlamaktadır (Erdoğan ve Yıldırım, 2009:58).

Ekonomik büyümeye dayalı ekonomi politikalarında bu kanal vasıtasıyla merkez bankaları karar almaktadır. Nitekim hasılda artışın sağlanması üretim ve toplam talepteki artışlarla birlikte sağlanacağından para politikası duyurularının da bu kanal ile birlikte açıklanması yerinde olacaktır.

Faiz kanalı ile para politikasında parasal aktarım mekanizmasının işletilmesi sürecinde ekonomik birimlerin hem tüketici tarafının hem de üretici tarafının ilgili karara tepkisinin tespiti de süreçte önemli rol oynamaktadır. Para politikası kararı olarak piyasa faiz kanalı ile bu karar mekanizmasını devreye almak istiyorsa kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Etkisi altına alınmak istenilen ekonomideki sektörlerle de bu vasıta ile mesajlar verilmekte ve piyasa yönlendirilmektedir.

Alınan faiz kararları tüketici kesiminin nakit akımı ve tasarruf konularında kararlarını etkilerken, üretici kesimini ise yatırım ve harcama konularındaki kararlarını etkisi altına almaktadır. Faiz kararları ile söz konusu davranışlar etki altına alınmaktadır. Böylelikle para politikası araçlarından biri olan faiz aracı ile piyasanın reel kesimine ulaşılmakta ve uygulanmak istenilen politikanın piyasaya aktarımı faiz kanalı aracılığı ile sağlanmaktadır. Bu sayede merkez bankalarının en temel iki hedefi olan finansal istikrar ile fiyat istikrarı amaçlarına ulaşılması bu kanal aracılığı ile sağlanmaktadır.

2.5.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Varlık fiyatları kanalı, para politikası kararlarının hisse senedi, döviz, tahvil, konut gibi finansal ve reel varlıkların fiyatları üzerindeki etkisi yoluyla reel ekonomiye nasıl yansıdığını açıklar. Bu kanalda, varlık fiyatlarındaki değişimler tüketim, yatırım ve genel ekonomik aktivite üzerinde etkili olmaktadır (Parasız, 2009:341).

FED'in para politikası kararları, finansal varlıkların fiyatlarını da etkileyerek servet etkisi üzerinden tüketim ve yatırım davranışlarını yönlendirir. Özellikle borsa endeksleri ve tahvil faizleri gibi göstergeler, para politikasına duyarlı davranış sergiler. Örneğin faizlerin düşmesi hisse senedi fiyatlarını yükselterek yatırımcı servetini

artırabilir. Bu da tüketim artışını tetikleyebilir. Aynı şekilde, faiz indirimi tahvil fiyatlarını yükselterek yatırımcı portföy yapısını değiştirebilir (Woodford, 2005:33).

Varlık fiyatları kanalının teorik temeli Modigliani'nin Yaşam Boyu Gelir Hipotezi'ne dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bireylerin tüketim düzeyi; beşeri sermaye, fiziksel varlıklar ve finansal servet gibi yaşam boyu gelir bileşenlerine bağlıdır. Para arzındaki değişiklikler, finansal ve reel varlık fiyatlarını etkileyerek servet üzerinden tüketimi şekillendirir. Ancak varlık fiyatlarındaki ani dalgalanmalar karşısında para politikası tek başına yeterli olmayabilir. Bu bağlamda, fiyat ve finansal istikrarı birlikte hedef alan esnek enflasyon hedeflemesi, daha etkili bir yaklaşım olarak öne çıkmaktadır (Arslan, 2019: 207).

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının yeterince derinleşmemesi, dövizin bir yatırım aracı olarak öne çıkmasına neden olmuştur. Döviz kurlarının para politikası kararlarından etkilenmesi, bu değişkenin varlık fiyatları kanalı kapsamında ele alınmasına yol açmıştır. Ancak döviz kurunun hasıla ve enflasyon gibi temel makroekonomik göstergeler üzerindeki belirgin etkisi, bu kanalı ayrı bir başlık altında inceleme gereğini doğurmuş ve varlık fiyatları kanalı iki alt kategoriye ayrılmıştır (Kutlu, 2020:34). Çalışmada döviz kuru para politikalarında kullanılan ve parasal aktarım mekanizmasının altında aktif olarak kullanılan bir enstrüman olarak ayrıca ele alınarak incelenecektir.

Merkez bankalarının faiz oranları veya para arzındaki değişiklikleri, özellikle kredi hacmi ve hisse senedi fiyatları üzerinden varlık fiyatlarını etkiler. Genişletici para politikaları, bankaların rezervlerini artırarak kredi kapasitesini yükseltir ve firmaların yatırımlarını teşvik ederek toplam talebi destekler. Ayrıca, firmaların piyasa değerini artırarak borç riskini azaltır, nakit akışını güçlendirir ve borç yükünü hafifletir. Bu süreç, bilgi asimetrisine dayalı sorunları azaltarak bankaların kredi verme istekliliğini artırır. Tersine, daraltıcı politikalar borçlanma maliyetlerini yükseltip varlık değerlerini düşürerek sermaye maliyetlerini artırabilir (Tcmb, 2013:6).

Uygulanacak olan daraltıcı para politikalarının neticesinde banka ve finansal kuruluşlara bağımlılığı daha fazla olan firmalar daha fazla etkilenecek olup yatırım harcama kararları da bu politikadan etkilenecektir. Bu nedenle ilgili kararlardan

etkilenecek olan firmaların finansal kuruluşlarla ilgili bağımlılık düzeylerini optimum seviyelere getirmesi faaliyetleri açısından önem arz etmektedir. Çünkü alınan kararlar olumlu etkileyebileceği gibi olumsuz sonuçlarla da etkileyebilecektir.

Parasalcı iktisatçılar, Keynesyen IS-LM modelinin yalnızca faiz oranlarına odaklanmasını eleştirmektedir. Onlara göre faiz oranı, parasal aktarım sürecinde dikkate alınması gereken birçok nispi fiyattan yalnızca biridir. Bono, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların fiyatları da ekonomik kararları önemli ölçüde etkileyebilir (Mishkin, 1996:15).

Para politikasındaki değişiklikler, bu varlıkların göreceli fiyatlarını etkileyerek hanehalkı ve firmaların borçlanma-durumlarını zayıflatabilir. Varlık fiyatlarında yaşanan düşüş, borçların geri ödenmesinde endişe yaratabilir ve harcamaların kısılmasına yol açabilir. Bu çerçevede, para politikasının döviz kuru ve hisse senedi fiyatları üzerinden etkileri, ayrı kanallar olarak değerlendirilebilir (Kasapoğlu, 2007:16).

Bu çalışmada parasal aktarım mekanizmasının işleyişine yönelik alt başlıklarda kanallar beş ayrı bölüme ayrılmış ve bu şekilde incelenmiştir. Farklı çalışmalarda bu bölümlerin üç başlık halinde incelendiği de görülmektedir. Çalışmada varlık fiyatları kanalı da farklı bir alt kanal olarak ele alınmış ve parasal aktarım mekanizmasının beş farklı kanalından biri olarak ayrıca ele alınmıştır.

Varlık fiyatları kanalı içerisinde yer alan hisse senedi piyasası, son yıllarda teknolojik gelişmelerle birlikte para politikası kararlarına çok daha hızlı tepki verir hâle gelmiştir. Merkez bankalarının faiz kararları açıklandığında, hisse senedi fiyatlarında neredeyse eşzamanlı olarak dalgalanmalar gözlemlenmektedir. Bu etkiler pozitif ya da negatif yönde olabilir. Hisse senetlerinin para politikasına bu derece hızlı yanıt vermesi, onu parasal aktarım mekanizmasındaki en hızlı tepki kanallarından biri hâline getirmiştir. Ayrıca faiz oranlarının düşürülmesi, tahvil getirilerinde gerileme beklentisine yol açtığından, yatırımcılar alternatif olarak hisse senetlerine yönelmektedir. Bu durum hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olabilir. Fiyatlardaki bu artış, firma değerini artırarak gelecekteki yatırım ve üretim kapasitesine olumlu katkı sağlayabilir.

2.5.3. Döviz Kuru Kanalı

Para politikasının reel ekonomiyi ve ekonomi piyasasını etkisi altına almasında aktarım kanallarında bir önemli diğer kanalın ise döviz kuru kanalı olduğunu söylemek mümkündür.

Döviz kuru kanalı, faiz oranlarının uluslararası sermaye akımlarını ve böylece döviz kurlarını etkilemesi yoluyla işler. FED politika faizini düşürdüğünde, doların getirisi azalır ve sermaye daha yüksek faizli ülkelere kayar. Bu durum doların değer kaybetmesine, dolayısıyla ABD ihracatının rekabet gücünün artmasına neden olur. Tersine, faiz artışı sermaye girişini teşvik ederek doların değer kazanmasına yol açar ve ithalatı artırır. Döviz kuru kanalı, özellikle açık ekonomilerde etkili bir mekanizmadır (Fed, 2022:24).

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının yeterince derinleşmemesi, döviz güvenli bir yatırım alternatifi hâline getirmiştir. Bu durum, döviz kurlarının merkez bankalarının kısa vadeli faiz kararlarından daha güçlü biçimde etkilenmesine neden olmaktadır. Bu ülkelerde para politikası ile döviz kuru arasındaki ilişki, özellikle faiz değişiklikleriyle daha belirgin bir hâl almaktadır (Kasapoğlu, 2007: 10).

Küreselleşmenin hız kazanması, ülkelerin esnek döviz kuru rejimlerine geçmesi ve dış ticaret hacminin büyümesiyle birlikte döviz kuru kanalı, para politikasının etkili olduğu temel alanlardan biri hâline gelmiştir. Döviz kuru, ihracat düzeyi, çıktı açığı ve enflasyon üzerinde belirleyici bir rol oynayarak parasal aktarım sürecine katkı sağlamaktadır. Ancak döviz kurunun para politikası kararlarına nasıl tepki vereceği; iç ve dış faiz oranları ile enflasyon beklentileri gibi birçok faktöre bağlı olduğundan net bir ilişki kurmak her zaman mümkün olmayabilir (Tcmb, 2013:7).

Küreselleşme süreci ve esnek döviz kuru uygulamaları ile birlikte döviz kuru kanalının para politikası üzerindeki etkisi daha da belirginleşmiştir. Dışa açık ekonomilerde, döviz kurundaki dalgalanmalar özellikle ihracat ve üretim düzeyi üzerinde güçlü yansımalar yaratmakta, bu nedenle söz konusu kanal parasal aktarım sürecinde kritik bir işlev üstlenmektedir (Mishkin, 2001:54).

Kur rejimleriyle ilgili tartışmalar ise özellikle enflasyonla mücadele programlarında öne çıkmıştır. 1980'lerden itibaren yüksek enflasyonla karşı karşıya

kalan ülkeler, sabit ancak gerektiğinde ayarlanabilir kur sistemlerini dezenflasyon politikalarının temel unsuru olarak benimsemiştir. Ancak zamanla bu sistemlerin avantajları kadar riskleri de ortaya çıkmış ve değerlendirilmeye başlanmıştır. Türkiye'nin 2001 Şubat krizi sonrası sabit kura dayalı programdan vazgeçerek dalgalı kur sistemine geçiş yapması, bu bağlamda önemli bir örnek olarak değerlendirilmektedir (İnan, 2002: 2). Bu tarih itibari ile farklı bir kur rejimine geçinilmesi mecbur olarak kabul edildiğinden ekonomide de uygulanmaya başladığı görülmektedir. Bu mecburiyetin teknolojinin gelişmesi ile birlikte ekonomik piyasaların daha entegre daha birlikte hareket edebilir olması, alınan kararların zincirleme olarak piyasayı etkisi altına almasının daha mümkün olmasından kaynaklı olduğunu söylemek mümkündür.

Parasal aktarım mekanizmasında döviz kuru kanalının etkinliği, büyük ölçüde ekonominin dışa açıklık düzeyine bağlıdır. Açık ekonomilerde döviz kuru, hem arz hem de talep üzerinde belirgin etkiler yaratır. Genişleyici para politikası, reel faizleri düşürerek sermaye çıkışlarına ve yerli paranın değer kaybına neden olabilir. Bu durum ihracatı desteklerken, aynı zamanda ithalat maliyetlerini artırarak enflasyonist baskıları tetikler (Tcmb, 2013:6).

Para politikası uygulamaları döviz kurları üzerinde doğrudan etkili olabilir ve kurlardaki dalgalanmalar, net ihracat ve bilanço yapısı üzerinden reel ekonomiye yansır. Döviz kuru, dış ticaret dengesi ve borç yükü açısından kritik bir değişkendir. Esnek kur rejimi ve sermaye hareketlerinin faiz oranlarına duyarlı olduğu ekonomilerde, para politikası kararlarının döviz kuru aracılığıyla reel göstergelere etkisi daha güçlüdür. Dışa açık ekonomilerde döviz kuru kanalı, para politikasının üretim ve fiyatlar üzerindeki etkisinde önemli bir rol oynar. Bu etkinlik, ülkenin dışa açıklık düzeyiyle yakından ilişkilidir. Küreselleşmenin artmasıyla esnek kur rejimlerinin yaygınlaşması, döviz kuru kanalının önemini artırmıştır (Canbazoğlu, 2012:54).

Netice olarak para politikası duyurularında göz önünde bulundurulması gereken en önemli etkenlerden birisi de döviz kurudur. Döviz kuru açıklanan para politikalarından etkilenebildiği gibi ayrıca kendi de diğer değişkenlere etki ederek piyasayı etkilemektedir. Burada üzerinde durulması gereken hususlardan biri ilgili ülkede uygulanan döviz kuru rejiminin modelinin ne olduğu konusudur. Çünkü

Ülkelerin veya global ekonomik kuruluşların diğer ülkeler ile ne derece de ekonomik olarak açıklık seviyelerinde bulunduğu hususu uygulanacak para politikası kararlarında mutlaka göz önünde bulundurulacaktır. Aynı zamanda döviz kuru kanalı ile makroekonomik konulardan olan ihracat ve ithalat seviyelerinin de doğrudan bağlantısı bulunmaktadır. İzlenecek para politikalarında ihracat ve ithalat seviyelerine müdahale edilmesi istenildiği durumlarında öncelikle para politikaları açıklamaları ile döviz kuruna etki ederek dolaylı bir şekilde yurtiçi ve yurtdışı ekonomik faaliyetlere de müdahale söz konusu olabilmektedir.

2.5.4. Kredi Kanalı

Parasal aktarım mekanizması kanallarından önemli bir kanal da kredi kanalıdır. Bankalar mevduat fazlası olanlardan topladıkları fon fazlalıkları karşısında faiz derken, ihtiyaı olan kesimlere fon fazlalığını kredi yolu ile satarak faiz geliri elde etmektedir. Fon fazlası olan kesimlerin faize duyarlılığı olduğu gibi fonu kullanacak olan şahış veya firmalarında aynı şekilde duyarlılığı bulunmaktadır. Fon fazlası olanların harcama kararlarının etkilenebileceği gibi fon ihtiyaı olanların da kredilerden yatırım kararlarının etkilenmesi beklenmektedir.

Kredi kanalı, bankaların kredi verme davranışları üzerinden parasal aktarımın gerçekleştiği bir başka önemli yoldur. FED'in faiz oranlarını düşürmesi, bankaların fonlama maliyetini azaltarak kredi arzını artırır. Böylece firmalar ve tüketiciler daha kolay kredi kullanabilir. Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırım kararları bu kanal üzerinden etkilenir. FED, 2008 krizi ve pandemi döneminde bu kanalı desteklemek amacıyla kredi destek programları geliştirmiştir (Bernanke, 2020:21).

Eğer banka kredileri ve mevduatlar diğer finansal araçlarla tam ikame edilebilseydi, aralarında getiri farkı olmaz ve bankaların kredi aktarım sürecindeki rolü sınırlı kalırdı. Ancak pratikte bu araçlar birebir ikame edilemez; özellikle bankaların kredi piyasasındaki bilgi asimetrisini azaltma yetenekleri nedeniyle farklılık gösterirler. Borç veren ile alan arasındaki bilgi dengesizliği kredi piyasalarının etkinliğini zorlaştırırken, bankalar izleme ve değerlendirme uzmanlıklarıyla bu sorunu hafifleterek kredi kanalının sağlıklı işlemesini sağlar (Kasapoğlu, 2007:25).

Banka kredi kanalının etkin çalışabilmesi için bazı temel koşulların sağlanması gerekmektedir:

- İlk olarak, firmaların banka kredileri ile finansman bonolarını aynı düzeyde kullanabilmeleri mümkün olmamalıdır. Başka bir ifadeyle, bu iki finansman aracı birbirinin tam ikamesi niteliğinde olmamalıdır. Aksi hâlde, bankaların kredi arzındaki bir azalma, firmalar tarafından finansman bonosu ihraç edilerek kolayca telafi edilebilir.
- İkinci olarak, merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının banka kredi arzını doğrudan etkileyebilmesi gerekir. Örneğin, merkez bankası para arzını daralttığında, bankaların bu duruma kredi miktarını değiştirmeden, farklı finansman kaynaklarına (tahvil satarak veya alternatif fonlar bularak) yönelerek tepki verememesi gerekir.
- Son olarak, para politikası değişikliklerinin etkisini tamamen ortadan kaldıracabilecek şekilde fiyatların hızlı ve tam uyum sağlayabilmesi mümkün olmamalıdır. Aksi hâlde, faiz oranlarındaki değişimler reel ekonomik değişkenler üzerinde sınırlı etkiye sahip olur (İnan, 2001:19).

Kredi kanalı, para politikası kararlarının reel ekonomi üzerindeki etkilerini banka kredileri aracılığıyla açıklayan bir aktarım yoludur. Bu kanalın temelinde, finansal piyasalarda var olan asimetrik bilgi sorununun para politikasının aktarım sürecinde etkili olduğu varsayımı yer almaktadır. Kredi kanalında bankaların sadece yükümlülükleri değil, aynı zamanda aktif yapıları da bu sürecin bir parçası hâline gelmektedir. Bu bağlamda, bankaların asimetrik bilgi kaynaklı kredi sorunlarını azaltma kapasitesine sahip oldukları varsayılmakta ve bu nedenle kredi kanalı içinde bankalara merkezi bir rol atfedilmektedir.

Sıkılaştırıcı para politikaları sonucunda bankacılık sistemindeki rezervlerin azalması, bankaların kredi verme kapasitesini sınırlandırabilir. Bu durum, özellikle finansman açısından bankalara bağımlı olan küçük ölçekli firmalar için dış kaynak maliyetini, yani dış finansman primini artıracaktır. Oysa büyük firmalar alternatif finansman kanallarına erişimde daha avantajlıdır. Böylece üretim düzeyindeki

dalgalanmaların sadece faiz oranı etkisiyle değil, aynı zamanda dış finansman koşulları yoluyla da şekillendiği söylenebilir (Gür, 2003:27).

Finansal piyasalarda bilgi dağılımının borç verenler ve borç alanlar arasında eşit olmaması, piyasa mekanizmasının etkinliğini zayıflatmaktadır. Özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmeler, menkul kıymet ihracı gibi alternatif finansman yollarına erişemedikleri için genellikle banka kredilerine bağımlı hâle gelmektedir. Ancak bu işletmeler bankalar tarafından yüksek riskli olarak değerlendirildiğinde, kredi taleplerinin reddedilmesi veya sınırlanması gibi kredi kısıtlamaları ile karşı karşıya kalabilmektedir (Cengiz, 2009: 236).

Banka kredileri ile menkul kıymetler arasında tam bir ikame olmadığı sürece kredi kanalı işler. Eğer tam ikame olsaydı, bankalar kredi miktarını azaltmak yerine ellerindeki menkul kıymetleri satarak para politikasının etkisini azaltabilirdi. Örneğin, daraltıcı para politikası durumunda bankaların kredi arzını kısımları, bu iki varlık arasında tam ikame olmamasından kaynaklanır (Beşballı, Erdoğan, 2009:29).

Kredi kanalı, parasal aktarım mekanizmasının temel bileşenlerinden biri olup finansal hızlandırıcı işlevi görür. Bu kanal aracılığıyla para politikası, banka kredileri ve bilanço kanalı olmak üzere iki tamamlayıcı yolla ekonomiyi etkiler. Her iki kanalda da borç veren ve alan arasındaki bilgi asimetrisi kritik rol oynar. Para politikası, bankaların fon miktarını ve maliyetini değiştirerek kredi arzını etkiler; fon maliyetindeki değişiklikler bankaların kredi verme istekliliğini doğrudan şekillendirir. Böylece, fon fiyatları kredi arzı ve talebini birlikte yönlendirir. Bu durum, parasal aktarım kanallarının birbirini karmaşık biçimde destekleyerek para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisini artırdığını ortaya koymaktadır (Öztürkler ve Çermikli, 2007:59).

Banka kredi kanalı bankaların finansal yapısına odaklanırken, bilanço kanalı para politikasının borçlanan firmaların finansal durumuna etkisini vurgular. Firmaların bilançolarındaki kredi büyüklüğünün ne olduğu önem arz etmektedir. Nitekim kredi yüzdesi bilançosunda fazla olan firmaların finans kuruluşlarına bağlılığının daha fazla olduğunu söylemek mümkündür. Olası bir kredi tayinlaması durumunda bağımlılığı daha fazla olan firmalar ilgili politikalardan daha fazla etkilenecektir. Bu da firmaların bağımsızlığını kısıtlayıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yatırım kararları sürecinde firmalar finansal kuruluşlar ile ilgili politikaları yakından izlemekte ve olası politika değişikliklerini takip etmektedir. Para politikasında piyasaya direkt müdahalede bulunulabilecek kanallardan olan kredi kanalının hanehalkının harcama kararlarında üzerinde etkili iken firmaların ise yatırım kararları üzerinde etkili olduğuna değinmiştik.

Burada para politikası otoritelerinin dikkatle üzerinde durması gereken husus ise kredi kanalı ile piyasaya sıkılaştırıcı mı genişlemeci mi politika izlenerek piyasayı etkilemek istediği kararıdır.

2.5.5. Beklentiler Kanalı

Ekonomide birçok birim, kurum, kuruluş, organize olmuş sistemler, ülkeler topluluğu, ekonomik oluşumlar vb. gibi örgütlenmeler bulunmaktadır. Bu birimler ülkelerin kendi iç düzenlemelerinde bulunduğu gibi ülkeler arasında da ekonomik faaliyetlerde işbirliği yapmak üzere bazı kuruluşların örgütlendiği oluşumlar da zamanın şartlarına göre ortaya çıkmaktadır.

Bu tür kurumların veya birliklerin ortaya çıkmasının arkasındaki amacın ekonomik anlamda geleceği inşa etmek istemesinden kaynaklandığını söylemek mümkündür. Gelecek belirsiz olduğundan ülkeler ve uluslararası kuruluşlar bu belirsizlik karşısında en azından belirsizliğin olası sürprizlerine karşı müdahale de bulunmak üzere bir araya gelmekte ve ortak kararlar almaktadır.

Beklentiler kanalı, para politikasının geleceğe yönelik sinyaller vermesi yoluyla çalışır. FED'in ileriye dönük yönlendirmeleri (forward guidance), piyasa aktörlerinin faiz, enflasyon ve büyüme beklentilerini şekillendirir. Bu da bugünkü tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarını etkiler. Güçlü ve güvenilir bir merkez bankası tarafından yapılan yönlendirmeler, beklenti kanalının etkinliğini artırır. Bu nedenle FED'in iletişim stratejileri parasal aktarım mekanizmasının önemli bir parçası haline gelmiştir (Woodford, 2005:18).

Gelecekteki ekonomik koşullar ve olaylar hakkında kesin bilgi ve garanti olmadığı durumlarda, ekonomik aktörler kararlarını beklentilerine göre şekillendirirler. Bu beklentiler, geçmiş deneyimler, ekonominin yapısı ve eldeki bilgi düzeyine bağlı olarak oluşur. Para politikası ise bu beklentileri etkileyerek fiili beklentilerde değişiklik

yaratabilir. Merkez bankasının güvenilirliği, beklenti kanalının etkin çalışması için kritik öneme sahiptir. Örneğin, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını artırması, tüketici ve üreticilerin enflasyonla mücadeleye verdiği güveni artırır ve onların enflasyon beklentilerini merkez bankasının hedefleriyle uyumlu hale getirmektedir (Tcmb, 2007).

Gelecekteki olaylar ve koşullar hakkında kesin bilgi ve güvence olmadığında, iktisadi aktörlerin çeşitli kararlar almak zorunda kalması beklentilerin oluşmasını zorunlu kılar. Bu beklentiler, büyük ölçüde ekonomik büyüklüklere ilişkin geçmiş deneyimler, karar alma sürecindeki edinilen bilgiler, ekonominin yapısı ve beklenen potansiyel değişikliklere dayanır. Para politikası kararları alınırken ve uygulanırken dikkate alınması gereken en önemli faktörlerden biri de bu iktisadi aktörlerin oluşturduğu beklentilerdir (Cengiz, 2009:237).

Beklentiler kanalı, ekonomik aktörlerin geleceğe ilişkin, özellikle enflasyon gibi makroekonomik göstergelere dair beklentileri aracılığıyla işleyen bir parasal aktarım mekanizmasıdır. Para politikası, bu beklentileri etkileyerek reel ekonomi üzerinde etki yaratır. Ancak beklenti kanalının etkinliği, merkez bankalarının güvenilirliğine bağlıdır. Yüksek kredibiliteye sahip merkez bankaları, fiyat istikrarı konusunda ekonomik aktörlerin güvenini kazanarak beklenti kanalını etkili kılar. Bu nedenle, merkez bankaları ekonomik birimlere geleceğe dair enflasyon bilgisi sunabildikçe, fiyat hareketlerini yönlendirebilirler. Güven tesis etmek, beklenti kanalının işleyişi açısından kritik öneme sahiptir (Tcmb, 2014: 5-7).

Merkez bankalarının, gelecekteki enflasyon hakkında kamuoyunu bilgilendirmesi ve uygulanan politikaların bu hedeflere yönelik olduğu algısının yerleşmesi, beklentilerin doğru şekilde yönlendirilmesini sağlar. Merkez bankalarının faiz oranlarındaki artışların enflasyon hedeflemesine uygun yapıldığına duyulan güven, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin azalmasına neden olur. Böylece beklentiler, merkez bankasının belirlediği hedeflerle uyumlu hale gelir. Aksi takdirde, aynı politika uygulaması beklenen sonuçları vermeyebilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2007: 88).

Yatırımcıların duygusal tepkileri ve bilişsel yanılgıları, finansal piyasalarda irrasyonel davranışlara ve beklenmeyen fiyat hareketlerine yol açmaktadır. Bu bağlamda, yatırımcı duyarlılığı özellikle tüketici güveni ile ölçülmekte ve piyasa hareketlerinin anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır. Türkiye’de TC Merkez Bankası’nın Reel Kesim Güven Endeksi, yatırımcıların beklenti ve endişelerini yansıtarak hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir (Köse, Akkaya, 2016:3).

Para politikasının iktisadi aktörlerin beklentileri üzerinde önemli etkisi vardır ve bu beklentiler, uygulanan politikaların etkinliğini belirler. Para politikası, beklentileri etkileyerek fiili beklentileri değiştirebilir; ayrıca politikaların önceden açıklanması da beklentileri yönlendirebilir. Politikanın doğru algılanması halinde, ekonomik aktörlerin tepkileri hedeflenen doğrultuda olur ve böylece para politikasının etkinliği artar. Kısaca, beklentiler ve politikalara duyulan güven, para politikasının etkinliğinin değerlendirilmesinde temel unsurlardır (ECB, 2000: 46).

Para politikasının beklenti oluşturmaları, para politikasının etkinliğini artırması nedeniyle beklenti kanalı, parasal aktarım mekanizmasının bağımsız bir bileşeni olarak kabul edilmiştir (Nolte, 2003:150). Uzun vadeli sözleşmeler gibi bazı istisnalar dışında, beklentilerdeki değişimler oldukça hızlı gerçekleşir ve bu nedenle beklenti kanalında zaman açısından çok az gecikme yaşanır (Görgens vd., 2003:265). Örneğin, para politikasıyla ilgili bilgiler piyasalarda hızlı tepkilere yol açabilir. Ancak, üretim kararları ve fiili üretim süreçleri zaman aldığı için mal piyasalarının dengeye ulaşması daha uzun sürebilmektedir.

Piyasa katılımcılarına enflasyon, faiz, döviz kuru, gsyh, bist repo ve ters repo pazarı, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı gibi ekonomik değişkenler hakkında beklentileri sorulmaktadır. Bu beklentilerin analizleri ile piyasadaki karar verecek olan yatırımcıların ve harcama yapacak olan tüketicilerin kararlarının etkilenmesi beklenmektedir. İlgili beklentilerin olumlu veya olumsuz sonuçlanması sonrasında herhangi bir bağlayıcılığı bulunmamaktadır. Nitekim beklentilerin gerçekleşmesi durumunun olabileceği gibi gerçekleşmemesi durumunun da olması muhtemeldir.

Söz konusu durumlarda beklenti anketleri yapılarak anketlerle beklentiler ölçülmekte ve merkez bankaları piyasanın beklentileri karşısında ekonomik politika oluşturmaktadır. Bu süreçteki kararlar diğer parasal aktarım mekanizmaları gibi piyasaya etkide bulunarak politika uygulaması sonucunu doğurmaktadır.

Piyasalarda beklentilerin çok önemi bulunmaktadır. Piyasada bulunan tüm ekonomik birimler alacağı kararları beklentilerine göre verirler. Anlık fiyatlamalarında ortaya çıkması gözlemlense de ağırlıklı olarak hep beklentiler satın alınmak istenmektedir. Beklentiyi, ekonominin birimlerinin piyasadaki ileriye dönük piyasa ürünlerinin veya olgularının düşüş-yükseliş eğilimlerinin önceden tahmin edilmesi sureti ile alınan veya ertelenen kararlar olarak tanımlamak mümkündür.

Tüketici davranışları, ekonomik karar alma süreçleri ve beklenti tahminlerinde kritik bir rol oynar. Tüketici güveni, ekonomik ve finansal gelişmelerle yakından ilişkilendirilir ve finansal piyasalarda tahmin aracı olarak kullanılır. Güven endeksleri, makroekonomik göstergelerle güçlü korelasyon gösterir ve ekonomik aktörlerin psikolojik, sosyolojik ve politik faktörlerin yanı sıra makro değişkenlerden de etkilenen beklenti ve davranışlarını yansıtır. Bu endeksler finansal piyasalarca sıkça takip edilmekte olup, literatürde son dönemde tüketici güveninin piyasa etkileri üzerine yoğun araştırmalar yapılmaktadır (Köse ve Akkaya, 2016:15).

Merkez bankaları, piyasa beklentilerini ölçmek ve analiz etmek için anketler ve çeşitli yöntemler kullanmaktadır. Bu çalışmalar, beklentilerin politika belirlemede ne kadar kritik olduğunu göstermektedir. Merkez bankaları, elde ettikleri veriler ışığında politika araçlarını şekillendirir ve uygular. Yatırımcıların beklentileri ve güven düzeyleri finansal piyasaların etkin işleyişi için temel unsurlardır; güven olmadan piyasada sağlıklı bir işleyiş beklenemez. Güven, piyasa etkileşimlerinin yönü ve zamanlamasını belirler. Bu nedenle, yatırımcılar ve piyasa katılımcılarının beklenti ve güven anketlerini takip etmeleri önemlidir. Rasyonel beklentilerin yanı sıra duyarlılık ve söylentilerin de dikkate alındığı stratejiler, başarı şansını artırmaktadır (Köse ve Akkaya, 2016:13).

3. PARA POLİTİKASI DUYURULARININ FİNANSAL PİYASALARLA ETKİLEŞİMİ

Para politikası duyuruları, merkez bankalarının ekonomik yönlendirme araçları içerisinde en fazla piyasa etkisi yaratan unsurlardan biridir. FED gibi küresel ölçekte etkili merkez bankalarının faiz kararları, yönlendirmeleri ve ekonomik projeksiyon açıklamaları; tahvil, hisse senedi, döviz ve türev piyasalarında anlık ve yapısal değişimlere yol açmaktadır. Bu nedenle para politikası duyuruları yalnızca iç ekonomi aktörleri için değil, küresel yatırımcılar açısından da belirleyici önemdedir (Fed, 2022:35).

Finansal piyasalar, para politikası kararlarını hem mevcut faiz değişimleri hem de ileriye dönük yönlendirmeler yoluyla fiyatlar. Faiz artırım beklentisi bile piyasa fiyatlamasını önceden etkileyebilirken, faiz kararlarının yönü ve sürpriz etkisi piyasa oynaklığını doğrudan belirler. Tahvil piyasaları bu duyurulara en hızlı tepki veren alanlardan biri olup, getiri eğrisinde anlık değişimlere neden olur. Özellikle uzun vadeli tahvil faizleri, enflasyon ve büyüme beklentilerini yansıttığı için, para politikasının etkisinin analizinde önemli bir sinyal kaynağını ifade etmektedir (Mishkin, 2019:11).

Döviz piyasalarında ise merkez bankalarının duruşuna ilişkin algılar, döviz kurlarını doğrudan etkiler. FED'in faiz artırması, dolara olan talebi artırarak USD'nin güçlenmesine neden olurken; genişlemeci para politikaları doların değer kaybetmesine yol açar. Bu tür etkiler, özellikle gelişmekte olan ülkelerin para birimleri üzerinde oynaklığa sebep olarak sermaye hareketlerini yönlendirme etkisinde bulunabilmektedir (Chen vd., 2010:26).

Hisse senedi piyasaları açısından ise duyuruların etkisi daha karmaşık olabilir. Faiz artırımları genellikle hisse senetleri üzerinde negatif etki yaratsa da, bu kararların güçlü ekonomik veri setine dayanması durumunda piyasa pozitif de tepki verebilir. Bu nedenle merkez bankalarının duyuru metinlerinin tonu (hawkish veya dovish) yatırımcı kararlarında önemli bir belirleyici haline gelmiştir (Blinder vd., 2008:19).

Türev piyasalar ise beklentilerin fiyatlandığı en etkin alanlardan biridir. Forward rate agreements, swaplar ve opsiyon sözleşmeleri, para politikasının geleceğine ilişkin beklentileri yansıtır. Bu nedenle türev fiyatlamaları, yalnızca mevcut piyasa koşullarını değil; aynı zamanda merkez bankası iletişiminin etkinliğini de ölçmeye yardımcı olur

(Woodford, 2005:25). Para politikası duyuruları ve finansal piyasalar arasındaki ilişki; tek yönlü değil, çok boyutlu ve karşılıklı etkileşime dayalıdır. Merkez bankalarının şeffaflığı, öngörülebilirliği ve zamanlaması, bu etkileşimin şiddetini ve yönünü belirleyen temel faktörlerdendir. Bu nedenle politika kararları yalnızca içerikleriyle değil, nasıl ve ne zaman iletişim kurulduğuyula da değerlendirilmelidir.

Küreselleşme sürecinin etkisiyle birlikte, ulusal ve uluslararası düzeydeki finansal piyasalar arasındaki bütünleşme önemli ölçüde artış göstermiştir. Finansal ekonomi literatüründe, bazı araştırmalar ülke içi varlık fiyatları arasındaki bulaşma mekanizmalarına odaklanırken, diğerleri farklı ülkelerdeki bireysel varlık fiyatları arasındaki etkileşimleri incelemiştir. Ancak son dönemde ulusal piyasalar ile küresel piyasalar arasındaki fiyat hareketlerinin daha senkronize hale gelmesi, finansal aktarım kanallarının birbirini dışlamayan, bütüncül ve tamamlayıcı bir yapı içerisinde ele alınmasını gerekli görülmektedir (Ehrmann et al., 2005:18).

Finansal liberalizasyon süreciyle birlikte yatırım araçlarında gözlemlenen çeşitlilik artışı, yatırımcıların portföy çeşitlendirmesi yoluyla risklerini azaltma eğilimini güçlendirmiş ve özellikle negatif korelasyona sahip varlıklara olan ilgiyi artırmıştır. Ancak, finansal varlıkların aynı dışsal faktörlerden ne derece etkilendiğinin ortaya konulması, yalnızca yatırım stratejilerinin etkinliği açısından değil, aynı zamanda politika yapıcılarının piyasa istikrarını sağlama kapasitesi açısından da kritik öneme sahiptir. Zira finansal piyasalarda meydana gelen şokların yayılma kapasitesi, piyasa volatilitelerini artırarak genel ekonomik dengeyi tehdit edebilmektedir. Bu bağlamda, söz konusu şokların etkilerinin analizi, yalnızca finansal piyasalarda değil, aynı zamanda reel ekonomide de istikrarın korunmasına katkı sağlayacak politika önlemlerinin geliştirilmesine zemin hazırlamaktadır (Tian ve Hamon, 2016:36).

Ekonomik dalgalanmaların yoğunlaştığı dönemlerde, finansal piyasalarda gözlemlenen oynaklığın diğer piyasalara sirayet etme eğilimi artmaktadır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde bu tür bulaşıcı etkiler, kriz zamanlarında ekonomik istikrarsızlığın kalıcı hâle gelmesine neden olabilmektedir. Bu çerçevede, emtia piyasalarının hareketliliği, yatırımcılar için alternatif bir yönelimi temsil ederken, aynı zamanda finansal piyasalardaki volatilitenin artışıyla yakından ilişkilendirilmektedir (Vardar et al., 2018:25).

Finansal küreselleşmenin etkisiyle birlikte piyasa entegrasyonu belirgin şekilde artmış, bu süreç emtia piyasalarının da uluslararası sistemle bütünleşmesine zemin hazırlamıştır. Emtiaların yatırım portföylerine dahil edilmesi, yatırımcı davranışlarında çeşitlenmeye yol açarken; hisse senedi ve döviz piyasalarının emtia piyasalarındaki dalgalanmalara karşı daha hassas hale gelmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler, hisse senedi ve emtia piyasaları arasındaki eşanlı hareketliliği artırarak sistemik riskin daha geniş bir alana yayılmasına zemin hazırlamıştır (Adams ve Gluck, 2015:27).

Para politikası duyuruları ise ekonomik piyasaları farklı şekillerde etkilemektedir. Bu çalışmanın ilgili bölümünde, para politikası duyurularının hisse senedi, tahvil, döviz, emtia ve türev piyasalarına olan etkileri ayrı ayrı ele alınacaktır.

3.1. Hisse Senedi Piyasalarına Etkisi

Para politikası duyuruları, çeşitli kanallar aracılığıyla hisse senedi fiyatlarını etkiler. Hisse senedi fiyatlarındaki değişiklikler ise reel ekonomiye birkaç mekanizma yoluyla yansır. Bunlar arasında Tobin'in q teorisi, bilanço etkisi, likidite ve servet etkileri öne çıkar ve tüketim ile yatırım kararları üzerinde belirleyici rol oynar. Tobin'in q teorisine göre, hisse senedi fiyatlarındaki değişim firma piyasa değerini etkiler ve bu da yatırım seviyesini belirler. Tobin q oranı, firma piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine oranlanmasıyla hesaplanmaktadır (Kutlu, 2020:41). Burada dikkat edilmesi gereken nokta, hisse senedi fiyatlarının doğrudan para politikası kararları ve bu kararların açıklanmasıyla etkilenmesidir.

Para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini anlamak, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini değerlendirmek açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, hisse senetlerinin yatırımcıların portföylerinde bulunması nedeniyle, bu fiyatlar yatırım kararları ve risk yönetimi açısından da önemlidir. Bu nedenlerle, para politikalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin incelenmesi gerekmektedir (Rigobon ve Sack, 2004).

Para politikası kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar, bu kararların hisse senedi fiyatlarında kısa dönemli değişikliklere yol açtığını ortaya koymaktadır (Laeven ve Tong, 2010).

Bilanço etkisi kanalı, para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinden firma bilançolarını etkilemesiyle ilişkilidir. Firmaların net değerindeki düşüş, kredi sağlayanların riskini artırarak kredi verme isteğini azaltır. Ayrıca firmaların riskli yatırımlara yönelme eğilimini artırarak kredi geri ödemelerini zorlaştırır. Bu durum, yatırım harcamalarını olumsuz etkiler. Genişletici para politikasıyla hisse senedi talebi ve fiyatları yükselerek, firmaların net değeri artar ve yatırım harcamaları teşvik edilir (Tcmb, 2014). Böylece bilanço etkisi kanalı, kredi maliyetleri üzerinden firmaların yatırım ve finansman kararlarını doğrudan etkiler.

Likidite etkisi, para politikasının hanehalkının finansal varlık değerlerini etkileyerek dayanıklı tüketim malları ve konut harcamalarını değiştirmesi ile ortaya çıkar. Hisse senedi gibi finansal varlıklar kolayca nakde dönüştürülebilir. Bu durum, gelirdeki ani değişimlere karşı hanehalkının esnek davranabilmesini sağlar. Finansal varlık değerleri borçlardan ne kadar yüksekse, hanehalkının mali sıkıntı yaşama beklentisi o kadar düşer. Genişletici para politikası, hisse senedi fiyatlarını yükselterek hanehalkının mali durumunu iyileştirir ve tüketim ile konut harcamalarını artırır (Mishkin, 2014:98).

Modigliani ve Brumberg (1954) tarafından ortaya konulan ve Ando ve Modigliani (1963) tarafından geliştirilen yaşam döngüsü hipotezine göre, tüketim sadece mevcut gelire değil, yaşam boyunca elde edilmesi beklenen toplam gelire bağlıdır. Bu nedenle hanehalkı tüketim harcamaları, sahip olunan hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların değerinden etkilenmektedir. Hanehalkının servetindeki değişimler, tüketim harcamalarını ve toplam talebi etkileyerek para politikasının aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmaktadır (Modigliani, 1986:310).

3.2. Döviz Piyasalarına Etkisi

Para politikası ve döviz kurları arasındaki ilişkiyi anlamak için ilk olarak temel döviz piyasası teorileri gözden geçirilmelidir. Geleneksel ekonomik teorilere göre, para arzındaki değişiklikler ve faiz oranları döviz kurları üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir.

Para politikası ve döviz kurlarına ilişkin teorik olarak ele alınabilecek bazı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan bazılarını şu şekilde açıklamak mümkündür.

- **Mundell-Fleming Modeli:** Kısa vadede sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir açık ekonomi modeli olan Mundell-Fleming modeli, para politikası değişikliklerinin

döviz kuru üzerinde doğrudan etkileri olduğunu savunur. Sabit döviz kuru rejimlerinde merkez bankalarının para politikasıyla döviz kuru seviyelerini koruması, serbest döviz kuru rejimlerinde ise faiz oranı farklılıklarıyla sermaye akımlarının şekillenmesi döviz kurlarında değişimlere yol açmaktadır (Mundell, 1963:22).

- **Faiz Paritesi Teorisi:** Faiz paritesi, döviz kurlarının farklı ülkeler arasındaki faiz oranları farklılıklarına tepki vereceğini öne sürer. Buna göre, yüksek faiz oranına sahip ülkenin para birimi diğer para birimlerine göre değer kazanmaktadır (Fisher, 1930).
- **Beklentiler Teorisi:** Döviz kurları, yatırımcıların gelecekteki ekonomik koşullar ve merkez bankalarının olası para politikası hareketlerine ilişkin beklentilerine göre şekillenir. Merkez bankalarının faiz oranı değişiklikleri veya likidite artırıcı politikaları, piyasadaki beklentiler doğrultusunda döviz kurlarını etkilemektedir.

Literatürde, para politikası duyurularının döviz kurlarına olan etkilerini inceleyen çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların bir kısmı kısa vadeli piyasa tepkilerini, bir kısmı ise uzun vadeli etkileri incelemektedir.

- **Faiz Oranı Duyuruları:** Bernanke ve Kuttner (2005), ABD Merkez Bankası'nın faiz oranı değişikliklerinin döviz piyasalarında anlık tepki verdiğini göstermiştir. Araştırmada, Fed'in faiz artırma kararlarının doların değer kazanmasına neden olduğu, faiz indirimlerinin ise doların değer kaybetmesine yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı şekilde, Bjørnland (2009) Norveç'te faiz oranı değişikliklerinin döviz kurları üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

- **Sürpriz Para Politikası Kararları:** Ehrmann ve Fratzscher (2005), Avrupa Merkez Bankası'nın politika duyurularındaki beklenmedik değişikliklerin döviz kurları üzerinde daha güçlü etkilere yol açtığını bulmuştur. Öngörülemeyen faiz oranı artışlarının Euro'nun değer kazanmasına, faiz indiriminin ise değer kaybetmesine neden olduğu sonucuna varmışlardır.

- **Genişleme ve Daralma Politikaları:** Quantitative Easing (QE) gibi genişleme politikalarının döviz kurlarına olan etkileri üzerine yapılan çalışmalar, genişleme politikalarının ilgili para biriminde değer kaybına yol açtığını göstermektedir (Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen, 2011:56).

QE uygulamaları, merkez bankalarının piyasaya para enjekte etmek üzere devlet tahvillerini ve diğer finansal varlıkları çok büyük miktarlarda satın alarak piyasayı

fonlamasıdır. Nitelim QE uygulamaları ABD’de doların değeri kaybetmesine yol açmıştır.

Merkez bankalarının yalnızca politika eylemleri değil, aynı zamanda bu politikalar hakkında verdikleri sinyaller de döviz piyasalarını etkileyebilir. Örneğin, bir merkez bankası gelecekte faiz artırımına gideceğine dair bir sinyal verdiğinde, piyasalar bu beklentiyi döviz kurlarına hızlıca yansıtmaktadır (Woodford, 2005:25). Bu durumu “iletişim politikası” olarak adlandırmakta ve merkez bankalarının politika duruşları hakkında bilgi vererek piyasa beklentilerini yönlendirdiğini öne sürmektedir.

Para politikası duyuruları döviz piyasalarında önemli bir rol oynamaktadır. Faiz oranı değişiklikleri, parasal genişleme ve daralma önlemleri ile merkez bankası iletişim stratejileri döviz kurlarında kısa ve uzun vadeli dalgalanmalara yol açmaktadır. Bu bağlamda, merkez bankalarının attığı her adım döviz piyasaları tarafından dikkatle izlenmekte ve fiyatlandırılmaktadır. Bu nedenle merkez bankalarının kararları piyasalar tarafından dikkatle takip edilmektedir.

3.3. Emtia Piyasalarına Etkisi

Para politikası duyuruları, merkez bankalarının ekonomiyi yönlendirmek amacıyla uyguladıkları stratejileri yansıtır ve bu duyurular, finansal piyasalardan emtia piyasalarına kadar geniş bir yelpazede etkiler doğurabilir. Emtia fiyatları, özellikle faiz oranları, para arzı ve likidite durumu gibi para politikası unsurlarına son derece duyarlıdır. Merkez bankalarının politika değişiklikleri, enerji, tarım, metal gibi çeşitli emtia türlerinin arz-talep dengelerini ve dolayısıyla fiyatlarını doğrudan etkileyebilir.

Para politikası duyurularının emtia fiyatları üzerindeki etkilerini anlamak için bazı teorik incelemeler bulunmaktadır. Bunlardan bazılarını şu şekilde incelemek mümkündür.

- **Faiz Oranları ve Emtia Fiyatları:** Para politikası kapsamında faiz oranlarının belirlenmesi, emtia fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Daha yüksek faiz oranları, yatırımcıların emtia yerine faiz getirisi yüksek finansal varlıklara yönelmesine neden olmaktadır. Bu durum, talebin azalmasıyla emtia fiyatlarında düşüşe yol açabilir (Frankel, 2006:71). Öte yandan, düşük faiz oranları kredi maliyetlerini düşürür, yatırım

ve üretimi teşvik etmekte, bu da emtia talebinde artışa ve dolayısıyla fiyat artışlarına neden olabilmektedir (Frankel, 1986:54).

- **Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi:** Para arzının genişlemesi genellikle enflasyonist baskılara neden olur. Enflasyonun artışı, nominal emtia fiyatlarını yukarı çeker. Altın ve diğer değerli metaller, enflasyona karşı koruma aracı olarak değerlendirildiği için, genişlemeci para politikalarının duyurulması durumunda bu emtiaların fiyatları artar (Gorton ve Rouwenhorst, 2006:121).

- **Dolar Endeksi ve Emtia Fiyatları:** Çoğu emtianın Amerikan doları cinsinden fiyatlandırılması nedeniyle, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) aldığı para politikası kararları doların değerini doğrudan etkilemektedir. Amerikan dolarının değer kazanması emtia fiyatlarında düşüşe neden olurken, doların değer kaybetmesi emtia fiyatlarını yükseltmektedir (Kilian, 2009:17). Söz konusu ilişki, özellikle petrol, altın ve diğer uluslararası emtia piyasalarında belirgin biçimde gözlemlenmektedir.

Enerji piyasaları (Petrol ve Doğalgaz) açısından Bernanke, Gertler ve Watson (1997) tarafından yapılan faiz oranlarının petrol fiyatları üzerindeki etkisini araştıran bir çalışma yürütülmüştür. Çalışmada, Fed'in sıkılaştırıcı para politikası duyurularının petrol fiyatlarında düşüşe neden olduğu gözlemlenmiştir. Aynı şekilde, Hamilton 2009'da yaptığı başka bir araştırmada yüksek faiz oranlarının, enerji talebini azalttığını ve petrol fiyatlarında düşüşe yol açtığını vurgulamıştır.

Altın ve diğer değerli metaller alanındaki fiyat etkilenmelerine örnek olarak, büyüme ve enflasyondaki artış beklentileri altın fiyatlarını yukarı çekerken, merkez bankalarının faiz artırım kararları altına olan talebi düşürmektedir. Özellikle altın piyasasında Fed'in faiz artırımlarının altın fiyatlarını düşürdüğünü, faiz indirimlerinin ise fiyatları yukarı çektiğini bulmuştur. Aynı zamanda, bu çalışmada altının güvenli liman olarak değerlendirildiği zamanlarda parasal genişleme politikalarının altın fiyatlarını artırdığı sonuçlarına ulaşmıştır (Frankel, 2006:11).

Para politikası duyuruları tarım emtialarını da etkileyebilir. Tarımsal emtia fiyatlarının likidite ve faiz oranlarına karşı duyarlı olduğunu belirtilmiştir. Özellikle düşük faiz oranları, spekülatif yatırımların tarım emtialarına yönelmesine neden olarak fiyat artışlarına yol açmaktadır. Ancak, yüksek faiz oranlarının kredi maliyetlerini

artırması, çiftçilerin üretim maliyetlerini yükselttiği gibi tarımsal üretimi de sınırlayabileceğini vurgulamıştır (Gilbert, 2010:63).

Metal fiyatlarının da tıpkı diğer emtialar gibi para politikası kararlarına tepki verdiği görülmektedir. Özellikle inşaat ve sanayi sektörlerinde kullanılan metallere yönelik talep, faiz oranları ve büyüme beklentileri ile doğrudan bağlantılıdır. Yüksek faiz oranları, inşaat sektöründeki yavaşlamalarla birlikte metal talebini düşürebilirken, genişlemeci politikalar bu talebi artırabilir (Frankel ve Rose, 2010:21).

Dolar endeksi (US Dollar Index - DXY), ABD dolarının altı büyük para birimi karşısındaki değerini ölçen bileşik bir endekstir. Bu endeks, %57.6 Euro, %13.6 Japon Yeni, %11.9 İngiliz Sterlini, %9.1 Kanada Doları, %4.2 İsveç Kronu ve %3.6 İsviçre Frangı ağırlıklarından oluşur. Dolar endeksi, para politikası duyurularının finansal piyasalara etkisini analiz etmede önemli bir gösterge niteliği taşır. Özellikle FED faiz oranlarına ilişkin açıklamaları ve parasal durumu, bu endeksin yönü üzerinde belirleyici rol oynamaktadır.

Para politikasının emtia fiyatları üzerindeki etkisi, büyük ölçüde doların değeriyle ilişkilidir. Çünkü birçok emtia (özellikle petrol, altın, bakır gibi) uluslararası piyasalarda dolar cinsinden fiyatlanır. Bu nedenle doların güçlenmesi, emtia fiyatlarını genellikle aşağı çekerken; doların zayıflaması, emtiaların yerel para birimleri karşısında ucuzlamasına ve talebin artmasına neden olarak fiyatların yükselmesine yol açmaktadır (Chen et al., 2010:19).

FED'in faiz artırımını yönünde mesaj vermesi ya da beklenenden daha şahin bir duruş sergilemesi, dolar endeksinde yukarı yönlü baskı yaratır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarını tetiklerken, dolar cinsinden borçlanma maliyetlerini artırır. Sonuç olarak emtia fiyatları bu süreçte baskılanabilir. Öte yandan, genişlemeci para politikası dönemlerinde FED'in likiditeyi artırıcı adımları, dolar endeksini zayıflatmakta; bu da emtia talebini canlandırarak fiyatların yükselmesine neden olmaktadır (Bernanke, 2020:27).

Dolar endeksi ile emtia piyasaları arasındaki bu ters yönlü ilişki, politika duyurularının sadece faizler üzerinden değil, aynı zamanda döviz kuru ve küresel ticaret beklentileri kanalıyla da finansal piyasaları etkilediğini ortaya koymaktadır. Bu açıdan

DXY, para politikası geçişkenliğini izlemek için önemli bir barometre işlevi görmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde para politikası duyurularının hisse senedi, dolar endeksi, döviz ve emtia gibi temel bazı sektörler üzerinde ne tür etkilerde bulunabileceğine ilişkin bazı incelemelerde bulunulmuştur. Para politikası duyurularının söz konusu sektörler ile iç içe olduğu ve her türlü kararlardan farklı yollarla etkilendiği görülmektedir.

Para politikası duyurularının hisse senedi piyasalarını tobin-q etkisi, bilanço etkisi, likidite ve servet etkileriyle etkilediği görülmektedir. Nitelim oluşturulacak para politikalarında bu etkiler göz önüne alınarak politika oluşturulduğunda daha etkin para politikası sürecinden bahsetmek mümkün olacaktır. Aynı şekilde döviz piyasalarına etkilerinin ise faiz oranları, sürpriz para politikası kararları, genişlemeci ve daraltıcı para politikaları ile mümkün olduğunu söylemek mümkündür. Emtia sektöründe ise enerji piyasaları (petrol, doğalgaz vb.), altın ve diğer değerli metaller, tarımsal girdi ürünleri ve inşaat-sanayi sektörlerinin para politikalarından direkt olarak etkilendiği görülmektedir.

3.4. Tahvil ve Bono Piyasaları ile Etkileşimi

Tahvil ve bono piyasaları, para politikası duyurularına karşı en hızlı ve duyarlı tepki veren finansal piyasalardan biridir. FED tarafından açıklanan faiz kararları, ekonomik projeksiyonlar ve yönlendirme stratejileri; özellikle ABD Hazine tahvillerinin getiri eğrisi üzerinde belirleyici etkiler yaratır. Kısa vadeli tahvil faizleri genellikle politika faizine daha duyarlı olurken, uzun vadeli tahviller yatırımcıların enflasyon, büyüme ve likidite beklentilerini yansıtmaktadır (Mishkin, 2019:25).

FED'in faiz artırımını yönünde mesajlar vermesi, bono ve tahvil fiyatlarını düşürürken getirileri yukarı çeker. Bu, sabit getirili menkul kıymetlerin değerini doğrudan etkileyerek portföy yeniden dengelemesi ve sermaye akımlarına yol açar. Tersine, genişlemeci para politikası duyuruları, tahvil getirilerinde düşüşe neden olur ve fiyatları artırır. Özellikle niceliksel genişleme (QE) dönemlerinde FED'in doğrudan uzun vadeli tahvil alımları yapması, piyasa faizlerini aşağı yönlü baskılayarak getiri eğrisini düzleştirici etki yaratmaktadır (Bernanke, 2020:36).

Tahvil piyasası, aynı zamanda FED'in para politikasının güvenilirliği ve geleceğe dönük duruşu hakkında da önemli sinyaller üretir. Getiri eğrisindeki dikleşme ya da yataylaşma, piyasa aktörlerinin gelecekteki büyüme ve enflasyon beklentilerine dair değerlendirmelerini yansıtır. Örneğin getiri eğrisinin tersine dönmesi, genellikle ekonomik durgunluk beklentisiyle ilişkilendirilmektedir (Woodford, 2005:14).

Sonuç olarak, FED para politikası duyuruları, yalnızca kısa vadeli faiz oranlarını etkilemekle kalmayıp uzun vadeli yatırım kararları üzerinde de belirleyici rol oynamakta ve böylece tahvil piyasalarında hem reel sektör hem de finansal yatırımcılar açısından çok boyutlu sonuçlar doğurmaktadır. Bu bağlamda tahvil ve bono piyasaları, para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği açısından kritik bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

3.5. Türev Piyasalar

Türev piyasalar, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri aracılığıyla geleceğe yönelik risk yönetimi sağlayan finansal piyasalardır. Bu piyasalar, para politikası duyurularına karşı oldukça hassas bir yapıya sahiptir. FED faiz kararları, yönlendirmeleri ve ekonomik görünüm değerlendirmeleri, türev piyasalarında beklentilerin yeniden şekillenmesine neden olur. Bu değişim, özellikle faiz vadeli işlemleri, faiz swapları, döviz opsiyonları ve VIX endeksine dayalı ürünlerde hızlı bir biçimde fiyatlara yansır (Fed, 2022:37).

FED'in faiz oranlarını artıracığına yönelik beklentiler, özellikle faiz swapları ve vadeli faiz sözleşmeleri üzerinde yukarı yönlü fiyatlama baskısı yaratır. Bu durum, kısa vadeli faiz vadeli işlem kontratlarının fiyatlarını düşürürken, uzun vadeli kontratlara olan talebi etkileyebilir. Ayrıca, döviz piyasalarındaki opsiyon fiyatlamalarında volatilité primleri artabilir. Piyasa katılımcıları, olası faiz şoklarına karşı hedge pozisyonlarını yeniden düzenler (Bernanke, 2020:26).

Türev piyasalar yalnızca para politikasına tepki vermekle kalmaz, aynı zamanda para politikasının aktarım mekanizmasını da güçlendirir. Örneğin, forward guidance uygulamaları, türev fiyatları aracılığıyla uzun vadeli faiz beklentilerini şekillendirerek spot piyasalar üzerinde de dolaylı etkiler yaratabilir. Ayrıca, VIX gibi volatilité

endeksleri, FED açıklamaları sonrası belirsizlik algısındaki değişimi doğrudan yansıtmakta ve risk iştahı üzerindeki etkileri göstermektedir (Woodford, 2005:22).

Türev ürünler aynı zamanda merkez bankalarının kredibilitesini ve politika iletişiminin başarısını test eden araçlardır. Beklentilerle uyumlu para politikası mesajları, türev fiyatlamasında öngörülebilirliği artırır; aksi durumda piyasalarda oynaklık artar. Bu nedenle FED'in duyuruları sonrası türev piyasalardaki tepki, sadece finansal analiz açısından değil, aynı zamanda politika etkinliğinin değerlendirilmesi açısından da önemli bir göstergedir.

Türev piyasalar, para politikası beklentilerinin en hızlı fiyatlandığı ve spekülasyon olduğu kadar riskten korunma amaçlı işlemlerin de gerçekleştiği piyasalardır. Bu yönüyle, merkez bankalarının politika sinyallerini analiz eden yatırımcılar ve kurumlar, pozisyonlarını bu piyasalarda yeniden şekillendirmektedirler. Özellikle vadeli faiz kontratları, faiz artırımını veya indirimi gibi politika kararlarının zamanlaması ve şiddetine yönelik ipuçlarını yansıtmaktadır. Bu sözleşmelerdeki hareketlilik, piyasa oyuncularının FED'in açıklamalarını nasıl algıladığını açıkça ortaya koymaktadır.

Faiz swapları gibi karmaşık türev ürünler, piyasanın uzun vadeli faiz öngörüsünü yansıtırken; opsiyon sözleşmeleri, yatırımcıların oynaklık ve belirsizlik algısını ortaya koyar. Özellikle FED'in karar öncesi ve sonrası dönemde VIX (volatilite endeksi) gibi göstergelerdeki değişim, para politikası açıklamalarının ne derece sürpriz içerdiğini gösterebilir. Bu nedenle türev piyasalar, merkez bankasının sürpriz etkisi ya da iletişim başarısının dolaylı bir ölçüm alanı olarak değerlendirilmektedir.

Ayrıca, türev piyasalar yalnızca para politikası duyurularına tepki vermekle kalmaz; aynı zamanda bu politikaların reel ekonomiye aktarımında tamamlayıcı rol oynar. Forward guidance, swap oranları ve opsiyon primleri üzerinden uzun vadeli faizlerin yönünü etkileyerek şirketlerin borçlanma planlarını ve yatırım kararlarını şekillendirebilmektedir. Dolayısıyla türev piyasalar, para politikası araçlarının finansal sistemde nasıl yankı bulduğunu anlamak için önemli bir analiz alanı sunar. FED'in şeffaflık politikalarının ve beklenti yönetiminin başarısı, bu piyasaların ne ölçüde öngörülebilir hareket ettiğine bakılarak değerlendirilebilmektedir.

4. PARA POLİTİKASI DUYURULARI ve MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER İLİŞKİSİ

Bu bölümde para politikaları duyuruları ile makroekonomik göstergeler olan enflasyon, faiz oranları ve işsizlik gibi göstergeler arasında ne gibi ilişkilerin olduğu açıklanacaktır. Birbirleri ile hangi yönde olumlu veya olumsuz etkilendiği incelenecektir. Nitekim söz konusu ilişki düzeylerinin bilinmesi uygulanacak para politikalarına olumlu anlamda katkı sağlanması beklenmektedir.

Para politikası duyuruları, sadece finansal piyasaları değil; hanehalkı, firmalar ve kamu sektörü gibi ekonomik aktörlerin karar alma süreçlerini de derinden etkileyen kritik makroekonomik araçlardır. Özellikle para politikası açıklamaları sonrası faiz oranları, enflasyon beklentileri ve ekonomik büyüme projeksiyonları üzerindeki etkiler, ekonomik aktörlerin davranışlarını yönlendirmektedir.

4.1. Enflasyon Beklentileri

Para politikası, ekonomik faaliyetlerin yönetilmesinde merkez bankalarının kullandığı temel araçlardan biridir. Merkez bankaları, faiz oranları, açık piyasa işlemleri gibi araçlarla ekonomik beklentileri kısa ve uzun vadede önemli ölçüde etkilemektedir. Bu bağlamda enflasyon beklentileri, ekonomik aktörlerin gelecekteki fiyat düzeyine dair öngörülerini temsil etmekte ve para politikasının etkinliğinin değerlendirilmesinde kritik bir rol oynamaktadır.

Para politikası duyurularının enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi, öncelikle beklentilerin oluşum sürecine dayanmaktadır. Beklentiler teorisi, bireylerin geçmiş veriler ve mevcut bilgiye dayanarak gelecekteki ekonomik koşullar hakkında tahminlerde bulunduğunu ileri sürmektedir. Merkez bankalarının politika duyuruları bu süreçte önemli bir rol oynamakta olup piyasaya verilen sinyaller beklentileri şekillendirmektedir. Rational Expectations Hypothesis (REH) ve Adaptive Expectations Hypothesis (AEH) gibi teoriler, beklentilerin nasıl oluştuğuna dair farklı görüşler sunmaktadır. Bu bağlamda, merkez bankasının güvenilirliği ve şeffaflığı enflasyon beklentilerinin doğru bir şekilde yönlendirilmesinde kritik öneme sahiptir.

Burada para politikası uygulama sürecinde para politikası sürprizleri ve beklentilerin iç içe olduğunu doğrudan olumlu veya olumsuz şekilde etkilendiğini görmek mümkündür. Para politikası sürprizlerine karşın piyasanın direncini de göz

önünde bulundurmak aynı zamanda piyasa beklentilerinin göz ardı edilmemesi gerektiğini söylemek mümkündür.

Para politikası duyurularının etkileri üzerine yapılan ampirik çalışmalar, özellikle sürpriz nitelikteki duyuruların piyasada ani tepkilere neden olduğunu göstermektedir. Romer ve Romer (2004) tarafından yapılan bir çalışma, ABD’de Fed’in faiz oranı duyurularının finansal piyasalar üzerindeki etkisini incelemiş ve faiz oranı sürprizlerinin enflasyon beklentilerinde kayda değer değişikliklere yol açtığını tespit etmiştir (Romer ve Romer 2004:105-108). Bu aşamalarda merkez bankalarının iletişimi ve şeffaflık konuları ön plana çıkmakta olup bu kavramların detaylı incelenmesi ve araştırılması da uygulanacak politikanın etkinliği açısından önem arz etmektedir.

Merkez bankası iletişiminin şeffaf ve tutarlı olmasının enflasyon beklentilerinin sabit tutulmasında kilit rol oynadığını savunulmaktadır. Yapılan araştırmalar, merkez bankalarının ileriye dönük rehberlik sunarak piyasa katılımcılarının gelecekteki politikaları öngörmesine yardımcı olduğunu ortaya koymaktadır (Bernanke ve Mishkin, 2004-2007:231).

Merkez bankalarının para politikası duyuruları, piyasa aktörleri ve tüketicilerin enflasyon beklentilerini doğrudan şekillendirir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, bu beklentileri yönlendirerek para politikasının etkinliğini artırabilir. Örneğin, FED’in faiz artırımını sinyalleri veya sıkı para politikası mesajları, enflasyon beklentilerini düşürürken; genişlemeci duyurular enflasyonist baskıların artacağı öngörüsünü güçlendirir. Enflasyon beklentileri, uzun vadeli tahvil faizleri ve reel ücret pazarlıkları gibi mekanizmalar aracılığıyla ekonominin geniş kesimlerine yansımaktadır (Woodford, 2005:22).

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde para politikası duyurularının enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi daha belirsiz olabilmektedir. Gelişen piyasalarda merkez bankalarının politika şoklarına karşı daha az öngörülebilir tepkiler verdiğini belirtmiş ve bu durumun enflasyon beklentilerinin daha volatil olmasına yol açtığını gözlemlemiştir (Mishra ve Montiel, 2012:143).

Para politikası uygulamalarında söz konusu piyasanın gelişmişlik düzeyi ayrıca önem arz etmektedir. Çünkü gelişimini tamamlamış ekonomi piyasalarında politik

geçişkenliği durumu daha ileri düzeyde olabilmektedir. Merkez bankası kendi piyasa iç dinamiğini iyi analiz etmeli ve hangi kategorilerde bulunduğunu iyi anlamak zorundadır. Aksi takdirde doğrudan gelişimini tamamlamış ülke ekonomilerinin para politikalarını olduğu gibi kabul etmek ve aynısını uygulamak istenilen sonuçların alınmamasına yol açabilir.

Sonuç olarak, para politikası duyurularının enflasyon beklentileri üzerinde belirgin bir etkisi bulunmaktadır. Bu etkinin boyutu, merkez bankasının kredibilitesi, uyguladığı iletişim politikası ve duyuruların piyasa tarafından nasıl yorumlandığına göre farklılaşmaktadır. Özellikle gelişmiş ekonomilerde, politikaların şeffaf ve öngörülebilir olması enflasyon beklentilerini daha istikrarlı hale getirmektedir. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası iletişim stratejilerinin zayıf olması, enflasyon beklentilerinde daha yüksek oynaklığa neden olmaktadır.

4.2. Faiz Oranları

Para politikası duyurularının en doğrudan etkisi faiz oranları üzerindedir. FED'in federal funds rate üzerindeki yönlendirmeleri, kısa vadeli faizleri belirlerken; tahvil piyasaları üzerinden uzun vadeli faizlere de yön verir. Hanehalkı için konut ve tüketici kredisi maliyetleri, firmalar için yatırım projelerinin finansman koşulları, faiz oranlarındaki değişimle birlikte yeniden şekillenir. Bu nedenle faiz beklentilerinin yönetimi, ekonomik aktörlerin risk algısı ve borçlanma davranışlarında belirleyici olur (Bernanke, 2020:20).

Para politikası, bir ekonomideki toplam talep düzeyini yönetme amacı taşıyan, merkez bankalarının uyguladığı stratejilerin başında gelmektedir. Bu politikaların başlıca aracı ise faiz oranlarıdır. Merkez bankalarının politika faiz oranı üzerindeki kararları, ekonomik faaliyetlerin yönlendirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Para politikası duyuruları, bu kararların piyasa aktörleri tarafından nasıl algılandığını belirler ve finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açabilir.

Para politikası duyurularının faiz oranları üzerindeki etkisi, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilme yeteneğinden kaynaklanmaktadır. Taylor Kuralı gibi politika kuralları, merkez bankalarına faiz oranlarını enflasyon ve çıktı açığına bağlı olarak nasıl belirlemeleri gerektiği konusunda yol göstermektedir. Merkez bankalarının yaptığı duyurular, piyasa katılımcılarının gelecekteki faiz politikası

hakkındaki beklentilerini yönlendirmekte ve böylece piyasa faiz oranlarını etkilemektedir.

Faiz oranı değişiklikleri, genellikle kısa vadeli piyasa faiz oranları üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin kredi piyasalarında likidite koşullarını nasıl etkilediğini Gertler ve Gilchrist tarafından incelenmiştir. Yapılan çalışma, özellikle Fed'in faiz oranı kararlarının piyasada ciddi reaksiyonlar yarattığını göstermiştir (Gertler ve Gilchrist, 1994:309).

Faiz oranı politikalarının finansal piyasalar üzerindeki etkisi, yalnızca faiz oranı değişiklikleri ile sınırlı değildir; aynı zamanda merkez bankasının ileriye dönük rehberliği de bu etkileri şekillendirmektedir. Fed'in politika duyuruları, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin bulunduğu ve piyasa beklentilerinin önemli bir rol oynadığını belirtmektedir. Faiz oranı değişikliği duyuruları, genellikle piyasa katılımcılarının gelecekteki ekonomik büyüme ve enflasyon beklentilerini yeniden değerlendirmesine neden olmaktadır (Bernanke ve Kuttner, 2005:121).

Faiz oranlarının piyasa üzerindeki etkisi, merkez bankasının iletişim stratejisine ve şeffaflığına da bağlıdır. Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi gibi politikaların faiz oranı volatilitelerini azalttığını ve piyasa beklentilerini daha iyi yönlendirdiğini savunmaktadır. Şeffaf bir politika, piyasa beklentilerini istikrara kavuşturarak faiz oranı şoklarının olumsuz etkilerini hafifletilmesine yardımcı olabilmektedir (Svensson, 1999:65).

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, para politikası duyurularının faiz oranları üzerindeki etkileri gelişmiş ekonomilere göre daha karmaşık olabilmektedir. Bu ekonomilerde, merkez bankalarının para politikası açıklamaları piyasa katılımcılarının davranışlarında daha fazla oynaklığa yol açmaktadır. Finansal piyasaların yeterince derin olmaması ve dış şoklara duyarlılığın yüksek olması, faiz oranlarının para politikası duyurularına verdiği tepkileri daha belirsiz ve öngörülemez hale getirmektedir (Edwards, 2007:156).

Para politikası duyuruları, hem kısa hem de uzun vadeli faiz oranları üzerinde belirleyici bir etki yaratmaktadır. Bu etki, büyük ölçüde beklentiler kanalı aracılığıyla ortaya çıkmakta; merkez bankalarının benimsediği iletişim stratejileri, piyasa aktörlerinin geleceğe yönelik kararlarını yönlendirmektedir. Ampirik çalışmalar, para politikası sürprizlerinin faiz oranlarında ani ve sert dalgalanmalara yol açtığını, buna

karşın merkez bankasının şeffaflık düzeyinin bu dalgalanmaları sınırlayabildiğini ortaya koymaktadır. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda, sınırlı finansal derinlik ve dışsal kırılğanlıklar nedeniyle politika duyurularına verilen tepkiler daha yüksek oynaklık içerebilmektedir.

4.3. Büyüme ve İşsizlik

İşsizlik oranları, merkez bankalarının dolaylı biçimde etkileyebildiği ancak sosyal ve siyasi etkileri açısından en hassas ekonomik göstergelerden biridir. Para politikası duyuruları, iş gücü piyasalarına yönelik beklentileri şekillendirebilir. Özellikle sıkı para politikası açıklamaları, firmaların yatırım ve istihdam kararlarını ertelemesine neden olabilir. Tersine, düşük faiz politikaları üretim artışıyla birlikte iş gücü talebini artırabilir. FED gibi merkez bankalarının 'maksimum istihdam' hedefi, bu dengeyi gözeterek karar alma sürecinde öncelikli değerlendirme kriterlerinden biri haline gelmiştir (Blinder et al., 2008:41).

Para politikası duyuruları, ekonomik büyümeye yönelik beklentilerde de kritik rol oynar. FED'in gevşek para politikası açıklamaları, likiditenin artacağı ve krediye erişimin kolaylaşacağı yönünde sinyal verirken, bu durum tüketim ve yatırım harcamalarını teşvik eder. Tersine, sıkılaştırıcı politika duyuruları, maliyetlerin artacağı ve ekonomik aktivitenin yavaşlayacağı öngörüsünü güçlendirebilir. Bu etkiler finansal göstergelere olduğu kadar reel sektör verilerine de kısa vadede yansyabilir. Beklentiler yoluyla büyüme üzerinde oluşan bu etkiler, para politikası aktarım mekanizmasının en önemli sonuçlarından biri olmaktadır (Mankiw, 2016:29).

Bununla birlikte, büyüme üzerindeki etkiler sadece kredi ve faiz kanalıyla sınırlı değildir. Merkez bankalarının yönlendirmeleri, finansal koşulları etkileyerek işletmelerin risk iştahını da değiştirir. Yatırım planları, uzun vadeli faizlerin yönü kadar piyasalardaki güven ve istikrar algısına da bağlıdır. Bu nedenle, politika belirsizliği ya da tutarsız iletişim stratejileri, büyüme üzerinde gecikmeli ve olumsuz etkilere yol açabilir. Para politikası şoklarının büyüme üzerindeki etkisi, aynı zamanda reel döviz kuru ve dış talep koşulları ile de etkileşim halindedir (Bernanke, 2020:23).

İşgücü piyasaları, para politikasına dolaylı ama önemli tepkiler üreten ekonomik alanlardan biridir. Para politikası duyurularında yer alan sıkılaştırıcı yönlendirmeler,

işletmelerin maliyetlerini artıracadı öngörüsünü doğurabilir. Bu beklenti, firmaların üretim ve kapasite artışı kararlarını yavaşlatmasına, dolayısıyla istihdam yaratma süreçlerinin ertelenmesine neden olabilmektedir. Tersine, gevşek para politikası söylemleri kredi erişimini kolaylaştırarak işletmeleri üretim kapasitesini artırmaya ve işgücü talebini yükseltmeye teşvik edebilmektedir (Blinder vd.,2008:41).

Para politikası duyuruları, ekonomik büyüme dinamikleri üzerinde hem doğrudan hem de beklenti temelli etkiler oluşturur. Merkez bankalarının faiz oranlarına ilişkin yönlendirmeleri, yatırım ve tüketim harcamaları üzerinde belirleyici olduğu için toplam talep ve üretim düzeyi doğrudan etkilenebilir. Örneğin, FED'in genişlemeci politika açıklamaları, daha düşük borçlanma maliyetleri ve yüksek likidite beklentisi oluşturur. Bu durum, özel sektör yatırımlarının hızlanmasını ve hanehalkı tüketiminin artmasını teşvik eder. Böylece kısa vadeli üretim artışlarıyla birlikte ekonomik büyüme ivme kazanabilir (Mankiw, 2016:29).

FED gibi merkez bankalarının 'maksimum istihdam' hedefi doğrultusunda politika belirlemesi, işgücü piyasalarının para politikası duyarlılığını artırmıştır. Ancak işsizlik oranları sadece politika faizine değil, aynı zamanda beklenti yönetimi ve ekonomik öngörülerin netliğine de bağlıdır. İstikrarlı ve öngörülebilir politika duyuruları, işverenlerin güvenini pekiştirerek daha fazla ve kalıcı istihdam yaratımını destekleyebilir. İşgücü piyasasındaki tepkiler ise sektörel yapıya, ücret esnekliğine ve çalışma saatlerine göre farklılık gösterebilmektedir (Mishkin, 2019:23).

5. L TERAT R TARAMASI VE KURAMSAL ÇERÇEVE

Para politikası, ekonomik istikrarın sağlanmasında temel bir araç olarak öne çıkmaktadır. Özellikle FED uyguladığı para politikaları, yalnızca ABD ekonomisini değil, aynı zamanda küresel finansal piyasaları da doğrudan etkileme kapasitesine sahiptir (Bernanke ve Kuttner, 2005). Para politikası duyuruları, yalnızca faiz oranı değişiklikleriyle sınırlı kalmayıp, ileriye dönük yönlendirme, likidite yönetimi ve diğer iletişim stratejileri aracılığıyla piyasa beklentilerini güçlü bir biçimde şekillendirme potansiyeline sahiptir.

Politika faizi, yatırım maliyetleri ve risk primleri aracılığıyla hisse senedi fiyatlarını doğrudan etkiler. Para arzı genişlemesi ise likidite bolluğu yoluyla finansal

varlıklara yönelimi güçlendirebilir. Fed kararları, doları doğrudan etkileyerek sermaye akımlarını şekillendirir. Para politikası belirsizliği, risk primlerini ve oynaklığı artırarak VIX endeksinde sıçramalara neden olabilir.

ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli, serilerin farklı düzeylerde durağanlık göstermesi durumunda bile güvenilir tahminler sağlayabilmesi nedeniyle zaman serisi analizlerinde yaygın biçimde kullanılmaktadır. Özellikle $I(0)$ ve $I(1)$ düzeyinde bütünleşik değişkenlerin birlikte analizine imkân tanınması, bu yöntemi esnek ve uygulamaya elverişli kılmaktadır. Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yaklaşımı, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi sınamak için güçlü bir yöntem sunmakta; bu yönüyle para politikası şoklarının uzun vadeli etkilerini incelemek adına uygun bir analitik çerçeve oluşturmaktadır.

Mevcut literatürde genellikle Fed'in faiz oranları ve tahvil piyasaları üzerindeki etkileri incelenmiş olup; S&P500, VIX, para arzı ve döviz göstergeleri gibi farklı alanları kapsayan bütünleşik ARDL analizlerine daha az yer verilmektedir. Bu tez, Fed politika duyurularının hem hisse senedi piyasası hem de döviz ve risk göstergeleri üzerindeki eşanlı etkilerini inceleyerek çok yönlü bir yaklaşım sunmaktadır.

FOMC toplantılarında alınan faiz kararlarının, politika faiz oranlarının (federal funds) futures sözleşmeleri üzerindeki etkilerini inceleyerek, beklenmeyen para politikası şoklarını ölçmektedir. Kuttner, politika faizi değişikliklerini, para politikası duyurularının etkilerini analiz etmek için doğrudan bir gösterge olarak kullanmaktadır (Kuttner, 2001:47).

FOMC toplantılarında açıklanan politika faizi hedeflerinin ve gelecekteki faiz oranı beklentilerinin, varlık fiyatları üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Çalışmada, federal funds rate değişiklikleri, para politikası duyurularının etkilerini ölçmek için kullanılmaktadır (Sack ve Swanson vd., 2005:55).

FOMC toplantıları etrafındaki kısa vadeli faiz oranı değişikliklerini kullanarak, para politikası şokları ölçülmektedir. Bu yaklaşım, politika faiz oranının, para politikası duyurularının etkilerini analiz etmek için kullanılabileceğini göstermektedir (Swanson, 2018:19).

FOMC toplantılarında alınan politika faizi kararlarını ve bu kararların ekonomik etkilerini analiz etmektedir. Çalışmada, politika faiz oranının değişikliklerini, para politikası açıklamalarını temsil eden bir gösterge olarak kullanmaktadır (Romer, C., 2004:94).

Söz konusu çalışmalar, FED politika faizinin (federal funds rate) para politikası duyurularını temsil eden bir gösterge olarak kullanılmasının akademik literatürde yaygın ve kabul görmüş bir yaklaşım olduğunu göstermektedir.

Bernanke ve Kuttner (2005), Fed'in beklenmedik faiz indirimi kararlarının S&P500 üzerinde %1 ila %1.5 arasında pozitif etkiler yarattığını belirtmiştir. Bu çalışma, duyuruların etkisinin yalnızca faiz değişimi değil, duyurunun piyasa beklentilerinden sapmasıyla ilişkili olduğunu vurgulamıştır. Rigobon ve Sack (2004) ise, faiz kararlarının hisse senedi getirileri ve uzun vadeli tahvil faizleri üzerindeki etkisini modelleyerek, politika şoklarının kısa vadede güçlü tepkiler doğurduğunu ortaya koymuştur.

Bank for International Settlements (BIS) kurumu tarafından 2023 yılındaki çalışmada, hisse senedi piyasasında işlem hacmi dinamiklerini anlamak amacıyla FOMC duyuruları dummy değişkenle modellenmiştir. Gün bazlı hacim tepkileri analiz edilmiştir.

Jansen ve Studenmund (2007), Fed'in para politikası açıklamalarının piyasa volatilitesini artırdığını ve bu etkinin, açıklamanın yönü ve piyasa beklentileriyle uyumuna göre değiştiğini belirtmişlerdir. Bu tür çalışmalar, duyuruların içerik analizinin de etkili olduğunu ortaya koymuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde de benzer analizler yapılmıştır. Nazlıoğlu, Soytaş ve Güloğlu (2017), Türkiye'de TCMB'nin faiz oranı duyurularının BIST100 ve döviz kuru üzerindeki etkisini ARDL modeliyle analiz etmiş, genişletici politika dönemlerinde etki düzeyinin belirginleştiğini tespit etmiştir. Diğer taraftan, Umar ve Suleman (2020), Pakistan'da benzer yöntemle yaptıkları analizde, faiz duyurularının döviz kuru ve yerel endeksler üzerindeki etkilerinin kısa vadeli olduğunu belirtmişlerdir. Bu ampirik çalışmalar, para politikasının doğrudan ve dolaylı etkilerinin anlaşılması için sadece faiz

değişimlerinin değil, beklentiler, likidite kanalı ve belirsizlik etkilerinin de dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

FOMC toplantı günlerinde ve öncesinde piyasadaki volatilité değişimini modellemek için kukla değişkenler kullanılmıştır. GARCH tipi modellerde ‘announcement day’ = 1 olarak alınmış, haberlerin beklenmedik etkileri analiz edilmiştir (Andersen vd., 2000:67).

Luca ve Moench, 2015 yılında yapmış olduğu akademik çalışmada, FOMC toplantıları öncesindeki borsa getirileri analiz edilmiştir. Kukla değişken yöntemiyle, duyuru öncesi getirilerin anormal bir biçimde yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Navaratne S. 2024 yılında, FOMC ve ECB duyurularının hisse senedi getirileri ve volatilité üzerindeki etkileri EGARCH modeli ile analiz etmiştir. Dummy değişkenler hem duyuru hem de takip eden gün için tanımlanmıştır.

Para politikası uygulamalarının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini analiz ederken, duyuruların yapıldığı dönemlerin piyasa tepkilerini yakalamak amacıyla kukla (dummy) değişkenler sıklıkla kullanılmaktadır. Bu bağlamda çalışmamızda, Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED) tarafından yapılan basın bültenleri, para politikası duyurusunun somut bir temsili olarak değerlendirilmiş ve modelde kukla değişken aracılığıyla temsil edilmiştir.

FED, politika faizine yönelik kararlarını her FOMC (Federal Open Market Committee) toplantısı sonrasında yayımladığı basın bülteni aracılığıyla kamuoyuna duyurmaktadır. Bu basın açıklamaları, sadece politika faizine ilişkin kararları değil; aynı zamanda ekonomik görünüm, enflasyon beklentileri ve istihdam piyasasına ilişkin değerlendirmeleri de içerdiğinden dolayı, piyasa aktörleri için oldukça yüksek bilgi değeri taşımaktadır. Bu nedenle, yalnızca faiz değişikliği değil, duyuru metnindeki tonlama, yönlendirme ve beklenti yönetimi gibi iletişim unsurlarının da piyasa tepkileri üzerinde etkili olduğu literatürde sıklıkla vurgulanmaktadır (Blinder et al., 2008:25; Hansen & McMahon, 2016:87).

Modelleme sürecinde, FED basın bültenlerinin yayımlandığı ayları temsil edecek şekilde oluşturulan kukla (dummy) değişken, ilgili aylarda 1, diğer aylarda ise 0 değeri alacak şekilde tanımlanmıştır. Bu değişkenin modele dahil edilmesindeki temel amaç, duyuruların yapıldığı dönemlerde piyasa göstergelerinde gözlemlenen

değişimlerin, politika faizinin kendisinden ziyade duyuru etkisiyle ortaya çıkıp çıkmadığını test edebilmektir. Böylece bilgi duyurusunun yarattığı ani veya gecikmeli etkiler model kapsamında kontrol altına alınmış olmaktadır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI DUYURULARININ FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ: FED PARA POLİTİKASI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Finansal piyasalar, merkez bankalarının para politikası yönlendirmelerine duyarlı yapılar olup, bu tür duyurulara hızlı ve ölçülebilir tepkiler verirler. Özellikle FED faiz kararları ve iletişim stratejileri, hem ABD iç piyasaları hem de küresel ölçekte etkiler doğurur. Bu çalışmada, FED basın bültenleri açıklamalarının, finansal piyasalar üzerindeki etkileri analiz edilmekte, aynı zamanda duyuru temelli bir yaklaşımla para politikası haber etkisi ölçülmeye çalışılmaktadır.

FED faiz oranlarına ilişkin açıklamaları ve politika toplantıları, finansal piyasalar üzerinde oldukça geniş kapsamlı etkiler yaratmaktadır. Bu etkiler, yalnızca politika faizinin artırılması ya da düşürülmesi gibi doğrudan adımlarla sınırlı kalmamakta; aynı zamanda açıklamaların zamanlaması, içeriği ve piyasa beklentilerine göre oluşturduğu sürpriz etkisiyle de derinleşmektedir. FED'in iletişim stratejisi, tahvil faizlerinden hisse senedi fiyatlarına, döviz kurlarından türev ürünlere kadar çeşitli finansal göstergelerde yön belirleyici rol oynamaktadır.

Bu bağlamda, politika faizinin para politikasının temel göstergesi olarak ele alındığı birçok ampirik çalışma literatürde yer almaktadır. Bernanke ve Kuttner (2005), politika faizindeki hedef dışı değişimlerin (sürprizlerin), hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini incelemiş ve bu sürpriz unsurların piyasa duyarlılığı açısından belirleyici olduğunu ortaya koymuştur.

Gürkaynak, Sack ve Swanson (2005) ise para politikasının etkilerinin yalnızca kısa vadeli faiz oranlarıyla sınırlı olmadığını; aynı zamanda yönlendirme (forward guidance) ve açıklama metinleri gibi iletişim araçları yoluyla da piyasalar üzerinde güçlü etkiler yaratabildiğini belirtmiştir.

Benzer şekilde, Piazzesi ve Swanson (2008) gibi çalışmalar, FED'in politika duyurularının tahvil getirileri üzerindeki etkilerini detaylı biçimde analiz ederek, para politikasının getiri eğrisi üzerindeki yaygın ve süreklilik arz eden etkilerini göstermiştir. Bu çalışmalar, FED'in para politikasına yönelik duyurularının sadece uygulanan faiz

oranları aracılığıyla değil, aynı zamanda beklentileri yönetme kapasitesi ve iletişim stratejisi yoluyla da piyasa dinamiklerini derinden etkilediğini göstermektedir.

Bu doğrultuda yürütülen bu çalışmada, FED basın bültenlerinin duyuruları “para politikası duyurularının” ampirik bir göstergesi olarak değerlendirilmekte ve finansal piyasalarda oluşan tepkiler ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli çerçevesinde analiz edilmektedir. Çalışmanın temel amacı, söz konusu duyuruların etkilerini yalnızca kısa vadeli piyasa dalgalanmalarıyla sınırlı tutmaksızın, aynı zamanda uzun dönemli ilişki yapıları üzerinden de değerlendirmektir. Bu yaklaşım, FED’in para politikası kararlarının finansal aktarım mekanizması üzerindeki etkilerini hem dinamik hem de yapısal açıdan inceleme fırsatı sunarak, politika duyurularının piyasa beklentileri ve davranışları üzerindeki etkisini derinlemesine ortaya koymaktadır.

Para politikası duyurularını analiz eden birçok akademik çalışma, FED’in basın bültenlerini, doğrudan veya dolaylı olarak para politikası duyurularını temsil eden bir gösterge olarak kullanmaktadır. Bu yaklaşım, özellikle FOMC (Federal Open Market Committee) toplantıları etrafındaki faiz oranı değişikliklerinin incelendiği çalışmalarda kullanılmıştır.

Küresel finansal sistemde, merkez bankalarının aldığı para politikası kararları ve bu kararların nasıl duyurulduğu, yalnızca ulusal ekonomik koşulları değil, aynı zamanda uluslararası finansal piyasaları da doğrudan etkilemektedir. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (Federal Reserve - Fed), rezerv para olan Amerikan dolarını ihraç etme ayrıcalığı sayesinde küresel finansal sistemde belirleyici bir konuma sahiptir (Bernanke ve Kuttner, 2005:60).

Bu çerçevede, Fed’in faiz oranlarına ilişkin kararları kadar, bu kararların kamuoyuna açıklanma biçimi ve iletişim stratejileri de piyasa aktörlerinin beklentileri üzerinde önemli etkilere sahiptir (Gürkaynak, Sack ve Swanson, 2005:53).

Para politikası duyuruları, yalnızca politika yönü hakkında bilgi vermekle kalmayıp, aynı zamanda ileriye dönük sinyaller aracılığıyla finansal varlıkların fiyatlaması, döviz kuru dinamikleri, enflasyon beklentileri ve ekonomik büyüme görünümü üzerinde etkili olabilmektedir (Blinder vd., 2008:46). Bu nedenle, merkez bankalarının iletişim politikaları, para politikasının etkinliğini artıran tamamlayıcı bir

unsur olarak değerlendirilmekte ve finansal piyasalarda oluşan beklenti yapılarının şekillendirilmesinde kritik bir rol üstlenmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, FED tarafından yapılan basın bülteni duyurularının, başta faiz oranları olmak üzere çeşitli finansal göstergeler üzerindeki etkilerini zaman serisi analizine dayalı olarak incelemektir. Çalışmada, duyuruların kısa vadeli ani piyasa tepkilerinden ziyade, orta ve uzun vadede finansal değişkenler üzerindeki etkilerine odaklanılmaktadır. Bu kapsamda, değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin hem kısa hem de uzun dönemli yapısını ortaya koymak amacıyla ekonometrik analiz aracı olarak Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeli (ARDL) model tercih edilmiştir. Bu yöntem, farklı düzeylerde durağan olan serilerin birlikte analizine olanak sağlaması bakımından çalışmanın amacına uygun, esnek ve güçlü bir çerçeve sunmaktadır.

1. YÖNTEM VE MODELLEME

Çalışmanın temel amacı, Fed'in politika açıklamalarının hisse senedi piyasaları, para arzı, döviz kuru ve piyasa volatilitesi gibi göstergeler üzerinde kısa ve uzun vadeli etkilerinin olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda, zaman serisi analizlerine uygun bir şekilde, ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modelleme yaklaşımı benimsenmiştir.

Çalışmada 3 farklı model oluşturulmak üzere bağımlı değişken olarak S&P500 (SP500) endeksi, para arzı (M2) ve dolar endeksi (Dİ) değişkenleri alınmış, bağımsız değişkenler olarak ise Fed politika faizi (FEDFUNDS), para arzı (M2), dolar endeksi (Dİ), piyasa volatilité endeksi (VIX), kukla değişkeni (KKLA) ve dolar/Euro kuru (USDER) dahil edilmiştir.

Çalışmada para politikası duyurularının ifade edilebilmesi ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini daha ayrıntılı analiz edebilmek amacıyla, modelde bir kukla (dummy) değişken tanımlanmıştır. Bu kukla değişken, ABD Merkez Bankası'nın (Federal Reserve/FED) basın bültenleri esas alarak oluşturulmuştur. Söz konusu değişkenin amacı, basın bültenlerinin yayınlandıktan sonraki etkilerini diğer dönemlerden ayırıştırarak değerlendirmektir. Böylece FED para politikası duyurularını daha iyi ifade etmek üzere kukla değişken olan FED basın bültenleri esas alınmıştır.

Bu doğrultuda, her bir döneme ait FED basın bülteni gözlemleri incelenmiş olup basın bültenlerinin yayınlandığı aylara “1”, yayınlanmadığı dönemlere ise “0” değeri atanmıştır. Böylece, FED basın bülteni duyurularının finansal piyasalar üzerindeki asimetrik etkileri de ayrı bir değişken olarak modele dahil edilebilmiştir.

Kukla değişkenin bu şekilde yapılandırılmasının temel gerekçesi, literatürde sıkça vurgulanan para politikası tepkilerinin piyasalar üzerindeki etkilerinin genellikle simetrik olmadığı, özellikle politika kararlarının açıklamalarının daha güçlü ve kalıcı etkilere neden olabileceği yönündeki bulgulardır (Rigobon ve Sack, 2004:167). Bu bağlamda, FED basın bülteni açıklamalarının, hem kısa vadeli tepkileri hem de uzun dönemli etkileri daha sağlıklı biçimde analiz edilebilmiştir. Sonuç olarak, oluşturulan bu kukla değişken, modelin açıklayıcılığını artırmakta ve merkez bankası politika tepkilerinin finansal piyasalar üzerindeki etkilerini daha gerçekçi bir şekilde yansıtmaya katkı sağlamaktadır.

Bu bölümde öncelikle veri seti ve kullanılan değişkenler tanıtılmakta; ardından ekonometrik yöntemin kuramsal yapısı açıklanmakta; durağanlık testleri, uygun gecikme uzunluğu seçimi, eşbütünleşme analizi (bounds test), kısa ve uzun dönem katsayı tahminleri ve hata düzeltme modeli (ECT) tahmini sırasıyla sunulmaktadır. Ayrıca modelin güvenilirliğini test etmek amacıyla diagnostik testlere ve grafiksel analizlere yer verilmiştir. Bu bölümde yapılan analizler, para politikasının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini bütüncül bir bakış açısıyla değerlendirmek için bilimsel bir zemin sağlamaktadır.

1.1. Veri Seti ve Değişkenlerin Tanıtımı

Bu çalışmada kullanılan ekonomik veriler, ABD merkezli resmi veri sağlayıcısından elde edilmiştir. Politika faizi (FEDFUNDS), sp500 endeksi (SP500), para arzı (M2), dolar/euro partitesi (USDER), ve dolar endeksi (Dİ) gibi temel makroekonomik göstergeler ABD Merkez Bankası'na bağlı olan Federal Reserve Economic Data (FRED) veri tabanından temin edilmiştir. Kukla değişken olarak ise her bir döneme ait FED basın bültenleri açıklamaları incelenmiş olup FED basın bülteninin açıklandığı aylara “1”, açıklanmadığı aylara ise “0” değeri atanmıştır. Bu veriler, güvenilirlik ve süreklilik açısından akademik çalışmalarda sıklıkla tercih edilen kaynaklardır. FED basın bültenleri ekonomi ile alakalı birçok konuyu ele almakta olup

çalışmamızda alınan FED basın bülteni kararları para politikası şçeriği barındıran doğrudan para politikası ile alakalı basın bültenleri metinlerini içermektedir.

Çalışmada 2011 yılı Ocak ayından 2024 yılı Aralık ayına kadar olan dönemi kapsayan aylık frekanslı zaman serisi verileri kullanılmıştır. Aylık frekans seçimi, para politikası duyurularının ve piyasa tepkilerinin zamanlamasının daha hassas analizine imkân sağlamaktadır. Bu frekans ayrıca ARDL modelinin gerektirdiği yeterli gözlem sayısına ulaşılması açısından da avantaj sağlamaktadır.

Ekonometrik analizlerde logaritmik dönüşüm, değişkenlerin büyüme oranları ile çalışılmasını sağlar ve doğrusal olmayan ilişkilerin doğrusal hale getirilmesine yardımcı olur. Ayrıca varyansın stabilize edilmesi, normal dağılıma yaklaşım ve çarpıklığın azaltılması gibi avantajlar sağlamaktadır. Bu çalışmada logaritmik dönüşüm özellikle heteroskedastisiteyi azaltmak ve modelin daha sağlıklı tahminler üretmesini sağlamak amacıyla kullanılmıştır (Wooldridge, 2013:15; Gujarati & Porter, 2009:56). Çalışmada değişkenlerin logaritmaları alınarak "LNFEDFUNDS", "LNSP500", "LNDI", "LNM2", "LNVIX", "LNUSDER" ve "KKLA" gibi dönüşmüş seriler oluşturulmuştur.

Tablo 1: Değişkenlerin Tanımlanması

Değişken	Sembol	Veri Kaynağı
SP500 Endeksi	LNSP500	fred.stlouisfed.org
Politika Faizi	LNFEDFUNDS	fred.stlouisfed.org
Para Arzı	LNM2	fred.stlouisfed.org
Dolar/Euro Paritesi	LNUSDER	fred.stlouisfed.org
Dolar Endeksi	LNDİ	fred.stlouisfed.org
Volatilite Endeksi	LNVIX	fred.stlouisfed.org
Kukla Değişkeni	KKLA	fred.stlouisfed.org

Çalışmada kullanılan değişkenlerin sembolleri ve kaynakları Tablo 1’de açıklanmış olup aşağıda değişkenlerin anlamlarına yönelik açıklamalar yapılmıştır.

Politika faizi (Fedfunds), FED'in kısa vadeli faiz oranını ifade etmekte olup, para politikasının en temel aracıdır. Bu oran, ekonomik aktivitenin yönlendirilmesinde kritik bir rol oynamakta ve FED'in para politikası duruşunu sıkılaştırma ya da gevşeme dönemlerini belirlemektedir. Aynı zamanda finansal piyasa aktörlerinin beklentileri üzerinde doğrudan etkili olmakta ve piyasa dinamiklerinin şekillenmesinde belirleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu değişken, bu çalışmada para politikası duyurularının temsili olarak ele alınmış ve modelde bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Politika faizindeki değişimler, finansal piyasa tepkilerinin yönünü ve şiddetini anlamada temel gösterge niteliği taşımaktadır.

S&P 500 Endeksi, ABD'de işlem gören en büyük 500 şirketin hisse senedi fiyatlarını temsil eden ve ABD finansal piyasalarının genel eğilimini gösteren kapsamlı bir borsa endeksi ifade etmektedir. Çalışmada değişken olarak kullanılan SP500, finansal piyasaların Fed politika duyurularına verdiği tepkileri gözlemlemek açısından önemli bir gösterge niteliğindedir. Para politikası kararlarının sermaye piyasası üzerinde oluşturduğu etkiler, SP500'ün hareketleriyle analiz edilmiştir.

M2 para arzı, dolaşımdaki para miktarını ve vadeli hesaplar gibi kolayca paraya çevrilebilir varlıkları içeren geniş tanımlı bir likidite göstergesidir. FED'in uyguladığı para politikalarının ekonomi üzerindeki etkisi, para arzı büyüklüğü üzerinden izlenebilmektedir. Bu çalışmada M2, piyasadaki toplam likiditeyi temsil etmekte ve para politikasının finansal koşullar üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla dahil edilmiştir.

Dolar/Euro paritesi, Amerikan Doları'nın Euro karşısındaki değerini gösterir ve döviz piyasasındaki görece güç dengesini temsil etmektedir. Fed kararları döviz piyasalarında beklenti temelli hareketliliğe yol açtığından, bu değişken modelde küresel finansal aktörlerin politika kararlarına verdikleri döviz bazlı tepkileri ölçmek amacıyla kullanılmıştır. Aynı zamanda dış denge ve finans piyasaları üzerindeki etkileri de yansıtmaktadır.

Dolar Endeksi (U.S. Dollar Index - DXY), ABD dolarının en önemli ticaret ortaklarının para birimlerine karşı genel değerini ölçen bir endekstir. Bu endeks, doların küresel piyasadaki görece değerini göstererek, Fed'in uyguladığı politikaların

uluslararası düzeyde nasıl algılandığına dair ipuçları sunmaktadır. Modelde kullanılarak, politika duyurularının döviz piyasalarındaki yapısal etkileri değerlendirilmiştir.

Volatilite Endeksi (VIX), piyasa katılımcılarının gelecekteki volatilite beklentilerini yansıtan ve genellikle “korku endeksi” olarak adlandırılan bir finansal göstergedir. Fed duyurularının oluşturduğu belirsizlik ve piyasa oynaklığı bu endeks üzerinden takip edilebilmektedir. Çalışmada, Fed’in şeffaflığı ve yönlendirmelerinin piyasa beklentileri üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla VIX olarak modele dahil edilmiştir.

2. EKONOMETRİK YÖNTEM: ARDL MODELİ

Fed’in para politikası duyurularının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla kullanılan yöntemsel çerçeve ve kurulan ekonometrik model ayrıntılı biçimde sunulmaktadır. Çalışmanın temel amacı, Fed’in para politikasına yönelik basın bülteni açıklamalarının hisse senedi piyasaları, para arzı, döviz kuru ve piyasa volatilitesi gibi göstergeler üzerinde kısa ve uzun vadeli etkilerinin olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda, zaman serisi analizlerine uygun bir şekilde, ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modelleme yaklaşımı benimsenmiştir.

2.1. ARDL Modelinin Temel Yapısı

ARDL modeli, özellikle zaman serisi analizlerinde kullanılan, değişkenlerin hem kendi geçmiş değerlerini (autoregressive) hem de diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerini (distributed lag) dikkate alan bir regresyon yaklaşımıdır. Bu model, farklı durağanlık seviyelerine (I(0) ve I(1)) sahip serilerin birlikte analiz edilmesine olanak tanınması açısından oldukça esnek bir yapıya sahiptir. ARDL modeli, aşağıdaki genel formülle ifade edilmektedir;

$$\Delta Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^p b_1 \Delta X1_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_2 \Delta X2_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta X3_{t-1} + \varepsilon_t \quad 3.1$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p b_1 \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_2 \Delta X1_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta X2_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_4 \Delta X3_{t-1} + \lambda ECT_{\{t-1\}} + \varepsilon_t \quad 3.2$$

3.1 ve 3.2’de yer alan denklemlerde ΔY , bağımlı değişkenin birinci farkı, $\Delta X1$, $\Delta X2$ ve $\Delta X3$ bağımsız değişkenlerin farkları, α ise sabit terimini, $ECT_{\{t-1\}}$, uzun dönem eşbütünleşme ilişkisinin hata düzeltme terimini ε_t modelde kullanılan hata terimini, λ dengeye dönüş hızı katsayısını ve ε_t , modelde kullanılan hata terimini ifade etmektedir.

Kısa dönem denklem, serilerdeki geçici dalgalanmalara sistemin nasıl tepki verdiğini gösterirken, uzun dönem denklem ekonomik denge ilişkisini ortaya koyar. ARDL modeli bu iki boyutu birleştirerek zaman serisi analizinde güçlü bir araç sunmaktadır

Eşbütünleşme ilişkisi test edildikten sonra uzun dönem katsayıları hesaplanmaktadır. Bağımsız değişkenlerdeki kalıcı değişikliklerin bağımlı değişken üzerindeki uzun vadeli etkisini yansıtmaktadır.

Uzun dönem katsayıları, seriler arasında uzun vadede var olan denge ilişkisini ifade eder. Söz konusu katsayılar, bağımsız değişkenlerdeki kalıcı değişikliklerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini göstermektedir. .

ARDL modeli, para politikası duyurularının etkilerini analiz etmek açısından hem kısa dönem şokların hem de uzun dönem dengelere ulaşma sürecinin değerlendirilmesine olanak tanımaktadır. Özellikle finansal piyasalar gibi zamanla tepkileri değişen alanlarda ARDL, politika analizlerinde güçlü bir araç olarak öne çıkmaktadır.

- **Uzun Dönem Eşbütünleşme Hipotezi (Bounds Test)**

H_0 : Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki yoktur (eşbütünleşme yoktur).

H_1 : Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki vardır (eşbütünleşme vardır).

Bounds testinde hesaplanan F-istatistiği, Pesaran et al. (2001) tarafından belirlenen kritik alt ve üst sınır değerleri ile karşılaştırılır. Eğer;

F-istatistiği, üst sınırdan büyükse $\rightarrow H_0$ reddedilir $\rightarrow$ Eşbütünleşme vardır.

F-istatistiği, alt sınırdan küçükse $\rightarrow H_0$ kabul edilir $\rightarrow$ Eşbütünleşme yoktur.

F-istatistiği, sınır değerler arasındaysa $\rightarrow$ Sonuç kararsızdır (inconclusive).

- **Hata Düzeltme Katsayısı (ECT) Hipotezi**

$H_0: \lambda = 0 \rightarrow$ Sistemde uzun dönem dengesine dönüş yoktur.

$H_1: \lambda < 0 \rightarrow$ Sistemde uzun dönem dengesine doğru dönüş vardır. (Negatif ve anlamlı olmalıdır). ECT katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ise, sistemin dengeye doğru yöneldiği ve kısa vadeli sapmaların uzun vadede düzeltildiği kabul edilir. Bu durumda H_0 reddedilir. λ katsayısı ne kadar büyükse, dengeye dönüş o kadar hızlıdır.

- **Bağımsız Değişken Etki Hipotezleri**

Her bir bağımsız değişken için;

$H_0: \beta = 0 \rightarrow$ İlgili değişkenin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

$H_1: \beta \neq 0 \rightarrow$ İlgili değişkenin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

Her bir bağımsız değişken için hesaplanan t-istatistiği ve p-değeri değerlendirilir. P-değeri 0.05'ten küçükse (veya %95 güven düzeyinde t-istatistiği anlamlıysa), H_0 reddedilir ve ilgili değişkenin bağımlı değişken üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu sonucuna varılır.

Bu çalışmada, Fed'in para politikası duyurularının finansal piyasalar üzerindeki etkilerini daha kapsamlı, karşılaştırmalı ve çok yönlü bir biçimde analiz edebilmek amacıyla üç farklı ARDL modeli kurgulanmıştır. Makroekonomik dinamikler ile finansal göstergeler arasındaki ilişkiler çok boyutlu ve zamana bağlı yapılar sergilediğinden, tek bir model ile para politikası etkilerini açıklamak hem yetersiz hem de yanıltıcı olabilir.

- **ARDL Model Denklemi 1:**

$$\begin{aligned} \Delta \ln SP500_t = & a_0 + \sum_{i=1}^p b_1 \Delta \ln FEDFUNDS_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_2 \Delta \ln M2_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta \ln DI_{t-1} \\ & + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta \ln KKL A_{t-1} + \lambda ECT_{\{t-1\}} \\ & + \varepsilon_t \end{aligned} \quad 3.3$$

Bu bağlamda ilk modelde bağımlı değişken olarak S&P500 endeksi belirlenmiş; Fed politika faiz oranı (FEDFUNDS), para arzı (M2) ve dolar endeksi (Dİ) bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bu model aracılığıyla para politikasının sermaye piyasalarına etkisi incelenmektedir. Amaç, para arzındaki genişleme veya daralmanın ve dolar endeksindeki hareketlerin, ABD hisse senedi piyasaları üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkilerini belirlemektir. M2, piyasadaki likidite seviyesini temsil ederken; Dolar Endeksi (Dİ), doların küresel değerini ifade etmektedir. Sonuçlar, para politikasının likidite ve döviz kanalı aracılığıyla sermaye piyasalarına nasıl yansıdığını ortaya koymasında etkili olacaktır

- **ARDL Model Denklemi 2:**

$$\begin{aligned} \Delta \ln M2_t = & a_0 + \sum_{i=1}^p b_1 \Delta \ln FEDFUNDS_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_2 \Delta \ln DI_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta \ln VIX_{t-1} \\ & + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta \ln KKL A_{t-1} + \lambda ECT_{\{t-1\}} \\ & + \varepsilon_t \end{aligned} \quad 3.4$$

İkinci modelde, para arzı (M2) bağımlı değişken olarak seçilmiş ve FED politika faizi, VIX endeksi ve dolar endeksi ile ilişkisi analiz edilmiştir. Bu sayede Fed'in belirsizlik ortamındaki faiz kararlarının piyasadaki likidite koşullarını nasıl etkilediği ortaya konulmuştur. Özellikle belirsizlik arttığında para arzındaki değişimlerin hangi yönde hareket ettiği tespit edilmeye çalışılmaktadır. Model, para politikası, belirsizlik ve likidite ilişkisini irdelemektedir.

- **ARDL Model Denklemi 3:**

$$\Delta \ln D\dot{I}_t = a_0 + \sum_{i=1}^p b_1 \Delta \ln \text{FEDFUNDS}_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_2 \Delta \ln \text{USDER}_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_3 \Delta \ln \text{SP500}_{t-1} + \sum_{i=1}^p b_4 \Delta \ln \text{KKLA}_{t-1} + \lambda \text{ECT}_{\{t-1\}} + \varepsilon_t \quad 3.5$$

Üçüncü modelde ise dolar endeksi (Dİ) bağımlı değişken olarak ele alınmış ve FED faiz oranının, Dolar/Euro paritesi (USDER) ve SP500 endeksi üzerinden döviz piyasasındaki geçişkenliği incelenmiştir. Diğer bir ifade ile bu modelde Euro/Dolar paritesi (USDER) ve ABD hisse senedi piyasalarının (SP500) doların küresel değerine etkisi araştırılmaktadır. Yatırımcıların risk iştahı, sermaye akımları ve portföy tercihlerinin doları nasıl etkilediği analiz edilerek, para politikasının döviz kuru kanalı üzerindeki etkileri irdelenmektedir. Model aynı zamanda finansal piyasa performansının döviz değerlerine olan etkisini ölçmektedir.

Her bir model, para politikası duyurularının farklı yansımalarını temsil eden ayrı piyasa göstergeleri üzerinde incelenmiş ve kısa ile uzun dönemli etkiler detaylı biçimde değerlendirilmiştir. Bu çoklu modelleme yaklaşımı, sadece belirli bir piyasa kanalına odaklanmak yerine, para politikasının likidite, döviz ve varlık fiyatları üzerindeki tüm yönlerini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Böylece daha derinlikli ve kapsamlı bir değerlendirme sunulmuş olmaktadır.

2.2. Ardl Modelinin Avantajları

ARDL modelleri, özellikle bağımlı ve bağımsız değişkenlerin farklı düzeylerde durağanlık göstermesi (I(0) ve I(1)) durumlarında sağlıklı sonuçlar verebilmesiyle öne çıkmaktadır (Pesaran, Shin & Smith, 2001:16). Bu yönüyle ARDL yöntemi, uzun dönemli ilişkilerin eş zamanlı olarak analize imkan tanımaktadır.

Zaman serisi analizinde model seçiminde dikkate alınan en önemli kriterlerden biri, verilerin yapısal özelliklerine uyum sağlayacak esneklikte bir yöntem tercih edilmesidir. ARDL modeli, görece küçük örneklemlemlerle çalışmaya imkân vermesi ve eşbütünleşme analizi yapabilmesi bakımından bu çalışmanın temel yapısına uygundur

(Narayan, 2005:32). Ayrıca, modelin hem uzun hem de kısa dönem ilişkilerini ayrı ayrı tahmin edebilmesi, Fed duyurularının geçici mi kalıcı mı etkiler yarattığını ayırt edebilme fırsatı sunmaktadır.

Burada incelenen yılların uzun dönem olması aynı zamanda par politikası kararları ile diğer finansal sektör değişkenlerinin ilişkilerini yakalamak adına ARDL modeli tercih edilmiştir. Bu eş bütünleşme testinde, diğer eş bütünleşme testlerinde olduğu gibi aralarındaki eş bütünleşme ilişkisi incelenen serilerin aynı dereceden durağan olmaları şartı bulunmamaktadır. Söz konusu veri setimizin de bu yönleri ile bakıldığında ARDL modelinin seçiminde etkili olduğu söylenebilir.

Durağanlık, zaman serilerinin temel özelliklerinden biri olup, bir serinin ortalama, varyans ve otokovaryans gibi istatistiksel özelliklerinin zaman içinde sabit kalmasını ifade etmektedir. Bu nedenle durağanlık analizi, modelleme sürecinin sağlıklı ilerlemesi açısından kritik öneme sahiptir. Eğer birim kök testi sonucunda bir zaman serisi değişkeninin birim kök içermediği tespit edilirse, bu durum durağan bir değişken olduğunu göstermektedir. ARDL (Oto regresif Dağıtılmış Gecikmeli) testi, değişkenler arasında hem kısa dönemli dinamik ilişkileri hem de uzun dönemli eşbütünleşme ilişkilerini analiz etmek amacıyla kullanılan esnek bir ekonometrik yöntemdir. Engle-Granger ve Johansen gibi eş bütünleşme tekniklerinin aksine, ARDL yöntemi serilerin farklı dereceden durağan oldukları durumlarda $I(0)$ düzeyinde veya birinci farkı alındığında $I(1)$ kullanılabilir (Pesaran, Shin ve Smith, 2001). Ayrıca, ARDL yöntemi daha iyi istatistiksel sonuçlar üretme eğilimindedir ve küçük örneklem büyüklükleri için daha güvenilir (Narayan ve Smyth 2006). Bu sebeplerle değişkenlere uygulanan birim kök testi sonuçlarına göre ARDL (Auto regressive Distributed Lag) sınır testi yaklaşımı benimsenmiştir.

Literatürde hem para politikasına yönelik FED basın bültenlerinin finansal piyasalar üzerinde hem de finansal piyasada kullanılan bazı öncü göstergelerin politika faizi üzerinde etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Bağımlı değişkenin bağımsız değişkeni, bağımsız değişkenin de aynı zamanda bağımlı değişkeni etkilediği durumda içsellik problemi ortaya çıkabilmektedir. ARDL yöntemini kullanmamızın diğer bir sebebi de bu yöntemin değişkenlerin gecikmiş değerlerini kullanarak muhtemel içsellik probleminin de üstesinden gelmesini sağlamasıdır.

3. ÖNCÜ TESTLER

ARDL modelinin uygulanmasından önce, modelde yer alan zaman serisi verilerinin özelliklerini belirlemek amacıyla bazı öncü testlerin yapılması gerekmektedir. Bu testler, modelin geçerliliği ve tahmin gücünün sağlıklı bir şekilde ortaya konulabilmesi açısından önemli bir adımdır. ARDL yaklaşımı, değişkenlerin farklı entegrasyon derecelerinde ($I(0)$ ve $I(1)$) olmasına olanak tanıdığı için, her bir serinin durağanlık düzeyinin belirlenmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda, ilk olarak serilerin durağan olup olmadığını belirlemek amacıyla birim kök testleri uygulanacaktır. Bu testler arasında en yaygın olarak kullanılanlar Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleridir. Bu testlerin sonucunda serilerin $I(2)$ düzeyinde olmaması koşulu aranmakta; $I(0)$ ve/veya $I(1)$ düzeyinde olması ARDL yöntemi için yeterlidir.

Birim kök testlerinin tamamlanmasının ardından, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını belirlemek amacıyla sınır testi (bounds test) uygulanmaktadır. Bu yöntem, kurulan ARDL modeli içerisinde yer alan değişkenlerin eşbütünleşme ilişkisi taşıyıp taşımadığını değerlendirmek için kullanılmaktadır. Sınır testinde elde edilen F-istatistiği, Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından sunulan alt ve üst kritik değerlerle karşılaştırılarak uzun dönemli ilişkinin varlığına ilişkin çıkarımlar yapılmaktadır. Eğer F-istatistiği üst sınır değeri aşarsa, değişkenler arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu kabul edilir. Bu çerçevede, birim kök ve sınır testleri birlikte ele alındığında, ARDL modellemesinin hem kısa hem de uzun dönemli ilişkilerin sağlıklı bir şekilde analiz edilmesine olanak tanıyan temel yapısını oluşturduğu görülmektedir.

3.1. Birim Kök Testleri

ARDL modelinin uygulanmasında ilk adım, modelde yer alan değişkenlerin durağanlık özelliklerinin analiz edilmesidir. Bu kapsamda, birim kök testleri uygulanarak her bir değişkenin seviyesinde mi yoksa farkı alındıktan sonra mı durağan olduğu tespit edilir. Zira ARDL yöntemi, yalnızca $I(0)$ ve $I(1)$ düzeyinde durağan olan serilerle çalışmaya uygundur; $I(2)$ düzeyinde bir değişken modelde bulunamaz.

Bu çalışmada kullanılan değişkenlerin logaritmik dönüşümleri alınmış olup, her bir seriye ADF (Augmented Dickey-Fuller) testi uygulanmıştır. ADF testi sonucunda elde edilen istatistiksel değerler, kritik değerlerle karşılaştırılarak durağanlık düzeyleri belirlenmiştir. Çalışmada altı adet değişken ile üç farklı modele ilişkin değerlendirme yapılmıştır. Söz konusu değişkenlere ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2: Değişkenlerin Logaritmik Gösterimi

Değişken	Tanımı
LNSP500	S&P 500 endeksinin logaritması
LNFEDEFUNDS	Politika faiz oranının logaritması
LNLM2	Para arzının (M2) logaritması
LNLDI	Dolar endeksinin logaritması
LNVIK	Volatilité (korku) endeksinin logaritması
LNUSDER	Dolar/Euro paritesinin logaritması
LNKKLA	Kukla Değişkeninin logaritması

ADF testi ile her bir değişkenin seviyesinde ve birinci farkında durağanlığı test edilmiştir. Testin sıfır hipotezi, serinin birim kök içerdiğini yani durağan olmadığını ifade eder. Eğer test istatistiği, kritik değerden küçükse (veya p-değeri %5'ten küçükse) sıfır hipotezi reddedilir ve seri durağan kabul edilir.

Phillips-Perron (PP) testi, ADF testine benzer şekilde serilerin durağan olup olmadığını test etmeye yarayan birim kök testidir. Ancak PP testi, serideki otokorelasyon ve heteroskedastisiteyi non-parametrik yöntemlerle düzeltmesi bakımından ADF testinden ayrılmaktadır. Bu yönüyle, özellikle serilerin hata terimlerinde yapısal bozukluk olması durumlarında daha sağlam sonuçlar verdiği kabul edilmektedir.

PP testinin sıfır hipotezi, serinin birim kök içerdiğini, yani durağan olmadığını ifade eder. Test istatistiği, kritik değerin altında çıkarsa veya p-değeri %5'in altındaysa sıfır hipotezi reddedilir ve seri durağan kabul edilir. Bu çalışmada, logaritmik dönüşümü alınan tüm değişkenler için PP testi uygulanmış ve sonuçlar ADF testi ile birlikte değerlendirilmiştir. ADF ve PP test sonuçlarının birlikte değerlendirilmesi, analiz edilen

değişkenlerin durağanlık seviyeleri hakkında daha güçlü ve güvenilir çıkarımlar yapılmasını sağlamaktadır.

Çalışmada, serilerin durağan olup olmadığını belirlemek için uygulanan Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testlerinin sonuçları aşağıda yorumlanmaktadır. ARDL modeli yalnızca $I(0)$ veya $I(1)$ düzeyinde durağan olan değişkenlerle çalışabildiğinden, serilerin seviyesinde mi yoksa birinci farkında mı durağan oldukları bu testlerle analiz edilmiştir.

Tablo 3: Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Test İstatistikleri

Sabit ve Trendli Model				
Değişkenler	Seviye $I(0)$		Birinci Fark $I(1)$	
	t-istatistik	Olasılık	t-istatistik	Olasılık
lnSP500	-2,593	0,284	-9,66	0,0
lnFEDFUNDS	-2,122	0,529	-8,885	0,0
lnM2	-1,165	0,914	-6,39	0,0
lnDI	-2,565	0,297	-8,581	0,0
lnVIX	-4,202	0,001	-13,661	0,0
lnUSDER	-2,639	0,264	-9,634	0,0
lnKKLA	-1,477	0,000	-1,614	0,0

H_0 (Sıfır Hipotezi): Birim kök içerir. Seri durağan değildir.

H_1 (Alternatif Hipotez): Birim kök içermemektedir. Seri durağandır.

ADF testinde lnVIX değişkeni haricinde tüm değişkenlerin seviyede p-değerleri %5'in üzerinde olup, sıfır hipotezi (birim kök vardır) reddedilememektedir. lnVIX değişkeni ise ADF testine göre seviyede durağan kabul edilmektedir. Tüm değişkenlerin birinci farkındaki seviyelerinde durağan olduğu görülmektedir.

ADF ve PP test sonuçlarına göre, tüm değişkenlerin seviyelerinde ($I(0)$) durağan olmadığı, ancak birinci farkları alındığında ($I(1)$) %1 anlamlılık düzeyinde durağan hale geldikleri görülmektedir. Bu sonuç, serilerin $I(1)$ düzeyinde entegre olduğunu ve ARDL yaklaşımı için uygun veri yapısına sahip olduğunu göstermektedir. Söz konusu hipotezler aşağıdaki sonuçlar içinde aynı şekilde geçerlidir.

Tablo 4: Philips-Perron (PP) Birim Kök Test İstatistikleri

Sabit ve Trendli Model				
Seviye I(0)			Birinci Fark I(1)	
Değişkenler	t-istatistik	Olasılık	t-istatistik	Olasılık
lnSP500	0,321	0,978	-9,614	0,0
lnFEDFUNDS	-1,136	0,701	-8,736	0,0
lnM2	-1,121	0,707	-5,289	0,0
lnDI	-1,005	0,751	-8,045	0,0
lnVIX	-4,077	0,001	-19,377	0,0
lnUSDER	-1,683	0,438	-9,653	0,0
lnKKLA	-1,467	0,000	-1,615	0,0

PP test sonuçları da benzer bulgular vermektedir. lnVIX değişkeni hem ADF hem de PP testlerine göre seviyede durağan çıksa da, diğer değişkenler birinci farkta %1 anlamlılık düzeyinde durağan hale gelmiştir.

Her iki test sonucuna göre modelde kullanılan lnSP500, lnFEDFUNDS, lnM2, lnDI, lnVIX, lnKKLA ve lnUSDER değişkenlerinin I(1) düzeyinde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu da değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığının test edilebileceği ve ARDL modelinin uygulanabilir olduğu anlamına gelmektedir

3.2. Sınır Testleri (Bound Test)

ARDL modeli kapsamında, değişkenler arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını test etmek amacıyla sınır testi (Bounds Test) uygulanmaktadır. Bu testte sıfır hipotezi, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı, yani seviyede ilişki bulunmadığı yönündedir. F-istatistiği, belirli anlamlılık düzeylerindeki alt (I(0)) ve üst (I(1)) sınır değerleriyle karşılaştırılır;

- F-istatistiği I(1) üst sınırdan büyükse: H_0 reddedilir → Uzun dönemli ilişki vardır.
- F-istatistiği I(0) alt sınırdan küçükse: H_0 kabul edilir → Uzun dönemli ilişki yoktur.
- F-istatistiği sınırların arasındaysa: Kararsız bölgededir.

ARDL modelinde gecikme uzunluklarının belirlenmesinde, modelin doğruluğunu ve tahmin gücünü artırmak amacıyla Akaike Bilgi Kriteri (AIC) dikkate alınmıştır. AIC kriterine göre en uygun gecikme yapısı seçilmiş ve bu çerçevede Model 1 için ARDL (4,1,3,3) biçimindeki yapı tercih edilmiştir. Tüm modellerde karşılaştırılabilirlik sağlamak amacıyla gecikme uzunluklarının tutarlılığı da göz önünde bulundurulmuştur. Bu nedenle mümkün olduğunca benzer yapılar korunmuştur. Aşağıda çalışmada kullanılan üç farklı modele ilişkin sınır testi sonuçları yorumlanmıştır.

Tablo 5: Sınır Test Sonucu, Model-1

Ardl (4, 1, 3, 3)					
			Anlamlılık Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
p	F istatistik	3,779552	%10	2,2	3,09
2	k	4	%5	2,56	3,49
			%1	3,29	4,37

Ho: Uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi yoktur.

H1: Uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi vardır.

Model 1’de görüldüğü üzere f-istatistik değeri, 3.779552 olarak hesaplanmıştır. Bu değer, %5 anlamlılık düzeyindeki üst sınır ($I(1) = 3.49$) değerinin üzerindedir. Bu durumda Ho reddedilmekte ve modelde uzun dönemli ilişki bulunduğu sonucuna varılmaktadır. Söz konusu hipotezler diğer modellerde de aynen geçerli olarak kabul edilecek olup ayrıca yer verilmeyecektir.

Tablo 6: Sınır Test Sonucu, Model-2

Ardl (4, 1, 3, 3)					
			Anlamlılık Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
p	F istatistik	13,49217	%10	2,2	3,09
2	k	4	%5	2,56	3,49
			%1	3,29	4,37

Model 2’de hesaplanan f-istatistik değeri: 13,49217’dir. Bu değer hem 1% anlamlılık düzeyindeki I(1) kritik değeri olan 4,37’nin, hem de diğer tüm anlamlılık düzeylerinin oldukça üzerindedir. Bu sonuç, modelde yer alan değişkenler arasında güçlü bir uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilir ve uzun dönem ilişkisi kabul edilmektedir.

Tablo 7: Sınır Test Sonucu, Model-3

Ardl (4, 1, 3, 3)					
			Anlamlılık Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
p	F istatistik	3,531266	%10	2,2	3,09
2	k	4	%5	2,56	3,49
			%1	3,29	4,37

Model 3’te F-istatistik değeri: 3.531266 olarak hesaplanmıştır. Bu değer de %5 düzeyindeki I(1) kritik değerlerini geçmektedir (2.56 ve 3.49). Bu nedenle H_0 hipotezi reddedilir ve modeldeki değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme olduğu kabul edilmektedir.

Üç modelde de F-istatistik değerlerinin sınır değerlerin üzerinde çıkması, her modelde uzun dönemli ilişkilerin bulunduğunu göstermektedir. Bu sonuç, politika faizinin finansal piyasa göstergeleri üzerindeki etkisinin kısa vadeli dalgalanmaların ötesinde kalıcı bir etki yarattığını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, ARDL modellerinin eşbütünleşme testleri başarıyla geçilmiş olup, uzun dönem katsayıların tahmini ve ECT analizi için sağlam bir temel oluşmuştur.

4. ARDL UZUN DÖNEM İLİŞKİ VE HATA DÜZELTME TERİMİNİN (ECT) YORUMLANMASI

Pesaran, Shin ve Smith’in (2001) düzey ilişkilerinin analizine yönelik sınır testi yaklaşımları çalışmalarında belirtildiği üzere ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli, zaman serisi analizlerinde hem kısa dönemli etkileri hem de uzun dönemli ilişkileri aynı çatı altında değerlendirme olanağı sağlamaktadır. Bu yöntemin önemli bir avantajı, değişkenlerin I(0) ve I(1) seviyelerinde bütünleşik olması durumunda da

geçerliliğini korumasıdır. Uzun dönemli eşbütünleşme tespit edildiğinde, sürecin kısa vadeli dinamiklerini açıklamak için Hata Düzeltme Modeli (ECM) kullanılmaktadır. ECM, dengeye dönüş hızını göstererek özellikle para politikası şoklarının kalıcılığını ve geçici etkilerini analiz etmeye olanak tanımaktadır.

Uzun dönem denklemlerinde yer alan katsayılar, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki kalıcı etkilerini niceliksel olarak ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, Hata Düzeltme Terimi (ECT), modelin kısa dönemli dengesizliklerden ne ölçüde ve hangi hızla uzun dönem denge düzeyine döndüğünü ifade eder. ECT katsayısının negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı bulunması, sistemin uzun dönem dengeye doğru bir düzeltme sürecinde olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, ECT yalnızca modelin dinamik yapısının analizinde değil, aynı zamanda ampirik güvenilirliğinin ve yapısal bütünlüğünün değerlendirilmesinde de temel bir rol üstlenmektedir.

Bu bölümde, Model 1 için uygulanan sınır testi (bounds test) ve elde edilen hata düzeltme terimi ışığında, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı ve modelin dinamik denge mekanizması ayrıntılı olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 8: S&P500 Endeksi Bağımlı Değişkeni ARDL Uzun Dönem Katsayı Değerleri (Model 1)

Değişken	Katsayı (Coefficient)	t-İstatistiği	Olasılık (p-değeri)
LNFEDEFUNDS	0,087	3,7981	0,0
LNLM2	6,288	6,3362	0,0
LNNDI	-0,089	-0,084	0,932
LNKKLA	0,020	3,201	0,001
C (Sabit)	7,729	-0,388	0,699

Yukarıdaki model 1'e ilişkin uzun dönem katsayı tahminleri, bağımlı değişken olan S&P500 endeksi ile FED politika faizi (LNFEDEFUNDS), para arzı (LNLM2) ve dolar endeksi (LNNDI) arasında anlamlı ilişkiler bulunduğunu ortaya koymaktadır. Modelde yer alan LNFEDEFUNDS değişkeninin katsayısı 0,087 olup %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır ($p = 0.0002$). FED'in politika faizindeki %1'lik artışın S&P 500 endeksinde yaklaşık %0,08 oranında bir artışla ilişkilendirilmesi,

geleneksel teorilerin ötesinde bir piyasa tepkisini yansıtmaktadır. Bu durum, yatırımcıların faiz artışlarını ekonomik güçlenmenin bir göstergesi olarak yorumlamasıyla açıklanabilir. Bernanke ve Kuttner (2004), faiz oranı değişikliklerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında, faiz artışlarının hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyebileceğini belirtmişlerdir. Bu olumlu tepki, yatırımcıların faiz artışlarını ekonomik büyüme ve şirket kârlılığının artacağına dair bir sinyal olarak algılamasından kaynaklanabilmektedir.

Modelde en yüksek etkiye sahip değişken LNM2 olup katsayısı 6,288 ve t-istatistiği 6,336'dır. Bu sonuç oldukça anlamlıdır ($p = 0,0000$) ve para arzındaki %1'lik artışın, S&P500 endeksini uzun dönemde %6.2 oranında artırdığını göstermektedir. Genişlemeci para politikaları, finansal piyasalarda likiditeyi artırarak yatırımcıların riskli varlıklara yönelmesini teşvik eder. Bu durum, hisse senedi fiyatlarında artışa yol açabilir. Özellikle düşük faiz oranları ve artan para arzı, yatırımcıların daha yüksek getiri arayışıyla riskli varlıklara olan talebini artırır. Bu etki, likidite koşullarının iyileşmesiyle birlikte daha belirgin hale gelmektedir. Fernández-Amador ve arkadaşları (2011), Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeci para politikalarının Almanya, Fransa ve İtalya'daki hisse senedi piyasalarının likiditesini artırdığını ve bu etkinin yedi farklı likidite göstergesiyle doğrulandığını belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Gai ve Vause (2006), yatırımcıların risk iştahının artmasının, finansal piyasalarda likiditeyi artırarak varlık fiyatlarını olumlu etkilediğini vurgulamışlardır. Bu bulgular, genişlemeci para politikalarının sermaye piyasaları üzerindeki olumlu etkisini desteklemektedir.

LNDI (Dolar Endeksi) değişkeninin katsayısı (-0,089) olarak tahmin edilmiştir ancak t-istatistiği (-0,084) ve p-değeri (0,932) değişkenin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Bu durum, doların diğer para birimlerine karşı değerindeki uzun dönemli değişimlerin S&P500 üzerinde doğrudan ve anlamlı bir etkisinin olmadığını ya da bu etkinin dolaylı kanallardan işlediğini düşündürmektedir.

Model 1 kapsamında gerçekleştirilen ARDL uzun dönem analizinde, FED para politikası duyurularını temsil eden KKLA kukla değişkeninin katsayısı 0,020 olarak bulunmuştur. Bu değişkenin t-istatistiği 3,201 ve olasılık değeri (p-değeri) ise 0,001'dir. Bu değerler, %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

KKLA değişkeni, FED tarafından yayımlanan basın bültenlerinin yapıldığı ayları 1, diğer ayları ise 0 olarak kodlayan bir kukla değişken niteliğindedir. Bu nedenle, KKLA'nın pozitif ve anlamlı katsayısı, söz konusu açıklamaların yapıldığı dönemlerde S&P500 endeksinde istatistiksel olarak anlamlı ve olumlu bir değişim yaşandığını ortaya koymaktadır.

Katsayının değeri olan 0,020, diğer tüm değişkenler sabitken, FED basın bülteni açıklamasının yapıldığı bir ayda S&P500 endeksinin uzun vadeli logaritmik değerinde yaklaşık %2 oranında artış yaşandığını ima etmektedir. Bu durum, FED'in yalnızca politika faizi düzeyini değil, aynı zamanda iletişim yöntemini de piyasalar üzerinde etkili bir araç olarak kullandığını göstermektedir.

Literatürde sıklıkla vurgulanan 'merkez bankası iletişimi' kanalının etkinliği bu bulgu ile örtüşmektedir. Zira basın bültenleri, sadece faiz kararlarını değil, aynı zamanda gelecek dönem politika yönelimine ilişkin ileriye dönük sinyalleri de içermektedir. Bu nedenle yatırımcılar, açıklama yapılan aylarda daha iyimser beklentiler geliştirerek hisse senedi piyasalarına yönelmekte ve bu da endeks değerlerinde artışa neden olmaktadır.

Sonuç olarak, KKLA değişkeninin pozitif ve anlamlı katsayısı, FED'in iletişim stratejisinin piyasa davranışları üzerinde bağımsız ve uzun vadeli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymakta; iletişim kanalının, para politikasının aktarım mekanizmasında yapısal bir unsur haline geldiğini doğrulamaktadır.

Modelin sabit terimi olan C değişkeni de istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p = 0,699$). Sonuç olarak, Model 1'in uzun dönem analizine göre FED politika faizi ve para arzı değişkenleri, S&P500 endeksini uzun dönemde anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu bulgular, para politikası değişkenlerinin finansal piyasalar üzerinde kalıcı etkiler yarattığını ve bu ilişkinin ARDL modeli çerçevesinde başarıyla ortaya konduğunu göstermektedir.

Tablo 9: S&P500 Endeksi Bağımlı Değişkeni Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Model 1)

Değişken	Katsayı (Coefficient)	Std. Hata (Std. Error)	t-istatistik	p-değeri (Prob.)
D(LNM2)	9.869	3.469	2.851	0.005
D(LNM2(-1))	-4.269	4.639	-0.919	0.360
D(LNM2(-2))	7.999	3.359	2.385	0.018
D(LNDI)	0.051	0.273	0.188	0.850
D(LNDI(-1))	-0.184	0.289	-0.635	0.526
D(LNDI(-2))	-0.644	0.286	-2.250	0.026
D(LNDI(-3))	-0.542	0.278	-1.945	0.054
CointEq(-1)	-0.141	0.028	-4.877	0.000

Model 1 için oluşturulan Hata Düzeltme Modeli (ECM) çerçevesinde elde edilen katsayılar akademik bir bakış açısıyla analiz edilmiştir. ECM, uzun dönem denge ilişkilerinden sapmaların kısa dönemde nasıl düzeltildiğini analiz etmek için kullanılan bir ekonometrik yöntemdir. Yukarıdaki tabloda, modelde yer alan değişkenlerin birinci farkları üzerinden kısa dönem katsayıları, standart hataları, t-istatistikleri ve anlamlılık düzeyleri (p-değerleri) sunulmuştur.

ECM katsayılarının yorumlanmasında, öncelikle istatistiksel anlamlılığa dikkat edilmelidir. D(LNM2) değişkeninin katsayısı 9,869 olup %1 düzeyinde anlamlıdır ($p=0,005$). Bu durum, para arzında meydana gelen bir birimlik kısa dönem değişikliğin, bağımlı değişken üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Aynı değişkenin ikinci gecikmeli hali olan D(LNM2(-2)) de 7,999 katsayı ile %1 düzeyinde anlamlıdır ($p=0,0018$), bu da gecikmeli etkilerin varlığına işaret etmektedir. Diğer taraftan D(LNDI), D(LNDI(-1)) gibi değişkenler ise yüksek p-değerleri nedeniyle istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Modelin hata düzeltme mekanizmasında, anlamlı katsayılar politika analizi açısından büyük önem taşır. Kısa dönem dengesizliklerin uzun dönem ilişkilere nasıl yansıdığı bu katsayılarla anlaşılır hale gelir. Bu nedenle anlamlı katsayıların yönü

(pozitif/negatif) ve büyüklüğü dikkate alınarak para politikasının kısa vadeli etkileri değerlendirilebilir.

Tablo 10: M2 Bağımlı Değişkeni Ardl Uzun Dönem Katsayı Değerleri (Model 2)

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	p-Değeri
LNFEDEFUNDS	-0.222	0.113	-1.951	0.002
LNVIIX	0.568	0.278	2.037	0.043
LNDI	4.049	1.115	3.628	0.000
LNKKLA	-0.169	0.188	-2.750	0.010
C	-10.351	5.322	-1.944	0.053

Model 2'in düzey eşitliği denklemi, para arzı (LNM2) ile politika faiz oranı (LNFEDEFUNDS), volatilité endeksi (LNVIIX) ve dolar endeksi (LNDI) arasında uzun dönemli istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler olduğunu göstermektedir.

LNFEDEFUNDS katsayısı -0,222 olup %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuç, politika faiz oranlarındaki artışın uzun vadede para arzını negatif etkilediğini göstermektedir. LNVIIX katsayısı 0,568 ile pozitif ve anlamlıdır. Bu bulgu, finansal oynaklık dönemlerinde genişleyici politikaların etkin olduğunu ima etmektedir. LNDI katsayısı 4,049 olup pozitif ve güçlü bir ilişki göstermektedir. Özellikle finansal piyasalarda yüksek oynaklık dönemlerinde, genişleyici para politikalarının etkinliği artmaktadır. Eickmeier, Metiu ve Prieto (2017) tarafından yapılan bir çalışmada, düşük finansal oynaklık dönemlerinde genişleyici para politikalarının yatırım ve çıktı üzerinde daha güçlü etkiler yarattığı, ancak yüksek oynaklık dönemlerinde bu etkinin azaldığı belirtilmiştir. Bu bulgular, genişleyici politikaların finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

Bu bulgu, dolar endeksindeki artışın uzun vadede para arzını artırıcı yönde etkilediğini göstermektedir. Bu durum, güçlü doların finansal sistemde likidite genişlemesiyle ilişkilendirilebileceğini açıklamaktadır. F-Bounds test sonucu (13,492), %1 anlamlılık düzeyindeki üst sınır değeri (4,37) dahi aştığı için uzun dönemli düzey ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu, değişkenlerin eşbütünleşik olduğunu ve uzun dönem ekonomik ilişki kurduklarını göstermektedir.

ARDL uzun dönem tahmin sonuçlarına göre, FED para politikası duyurularını temsil eden KKLA kukla değişkeninin katsayısı -0,169 olarak bulunmuştur. Bu değişkenin standart hatası 0,188; t-istatistiği -2,750 ve p-değeri ise 0,010'dur. Bu sonuç, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

KKLA değişkeni, FED tarafından yapılan basın bülteni açıklamalarının yapıldığı ayları 1, diğer ayları 0 olarak kodlayan kukla değişkendir. Negatif ve anlamlı katsayı, FED'in para politikası duyurularının yapıldığı dönemlerde M2 para arzında uzun vadede azalış yaşandığını göstermektedir. Yani, iletişim kanalının para arzı üzerinde daraltıcı bir etki oluşturduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Katsayının değeri olan -0,169, FED'in politika duyurusunu yaptığı bir ayda, diğer değişkenler sabitken M2 para arzının uzun vadeli logaritmik seviyesinde yaklaşık %16,9 oranında bir azalma yaşandığını ima etmektedir. Bu etki, piyasaların FED'in iletişim stratejisini para politikasında sıkılaşma yönünde algıladığını ve buna bağlı olarak likidite tercihlerinde değişim yaşandığını göstermektedir.

Bu bulgu, literatürde merkez bankası iletişiminin sadece beklentiler değil, reel para ve kredi dinamikleri üzerinde de etkili olduğunu öne süren yaklaşımları desteklemektedir. FED açıklamalarının tonu, risk algısı ve ileriye dönük yönlendirme mesajları, finansal aracılık kanalı üzerinden para arzının daralmasına neden olabilmektedir.

Sonuç olarak, KKLA değişkeninin para arzı üzerindeki negatif ve anlamlı etkisi, para politikası iletişiminin yalnızca finansal varlık fiyatları değil, aynı zamanda makroekonomik büyüklükler üzerinde de belirleyici olduğunu ortaya koymakta; bu kanalın politika tasarımı açısından dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 11: M2 Bağımlı Değişkeni Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Model 2)

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	p-Değeri
D(LNM2(-1))	0.441	0.074	5.921	0.000
D(LNM2(-2))	-0.104	0.059	-1.767	0.079
D(LNFEDFUNDS)	-0.011	0.001	-10.02	0.000
D(LNFEDFUNDS(-1))	-0.005	0.00	-3.697	0.000
D(LNVIX)	0.006	0.001	4.242	0.000
D(KUKLA)	0.001	0.007	2.227	0.027
D(KUKLA(-1))	0.002	0.006	3.203	0.001
D(KUKLA(-2))	0.002	0.005	3.178	0.001
D(KUKLA(-3))	0.001	0.005	2.331	0.021
CointEq(-1)	-0.004	0.000	-9.147	0.000

Model 2 için tahmin edilen ECM sonuçları, kısa dönem dinamikleri ve uzun dönem sapmaların düzelme hızını analiz etmektedir. Kısa dönemli etkiler açısından, DLNFEDFUNDS değişkeni -0,011 katsayısı ile oldukça anlamlı bulunmuştur ($p=0,0000$). Bu durum, politika faizindeki artışların kısa dönemde para arzını önemli ölçüde azalttığını göstermektedir. DLNFEDFUNDS(-1) de anlamlı ve negatif katsayısı ile gecikmeli faiz etkilerinin sürdüğünü göstermektedir. DLNVIX katsayısı pozitif ve anlamlıdır, bu da finansal belirsizliklerde kısa vadede para arzının arttığını ima etmektedir. DLNM2(-1) pozitif ve anlamlı olup, para arzındaki gecikmeli artışların mevcut dönemde de pozitif etkiler taşıdığını göstermektedir.

Hata düzeltme terimi olan CointEq(-1) katsayısı -0,004 olup %1 düzeyinde anlamlıdır. Bu katsayı negatif ve anlamlı olduğu için modelin uzun dönem dengesine doğru bir düzeltme mekanizması içerdiği ve sapmaların yaklaşık %0,5'inin her dönemde düzeltildiği yorumlanabilir.

Tablo 12: DI Bağımlı Değişkeni Ardl Uzun Dönem Katsayı Değerleri (Model 3)

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	p-Değeri
LNFEDEFUNDS	0.004	0.003	1.467	0,088
LNUSDER	0.662	0.106	6.217	0.000
LNSP500	0.050	0.016	3.040	0.003
LNKKLA	0.002	0.009	2,100	0.044
C	4.421	0.138	31.97	0.000

Model 3'te bağımlı değişken olan LNDI için tahmin edilen uzun dönem katsayıları, değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. LNUSDER değişkeni %1 düzeyinde anlamlıdır ($p=0,0000$) ve 0,662 katsayısı ile uzun vadede LNDI üzerinde güçlü ve pozitif bir etki yaratmaktadır. Bu, dolar endeksi ile ABD doları kuru arasındaki yapısal ilişkiye işaret etmektedir. LNSP500 değişkeni de %1 düzeyinde anlamlıdır ($p=0,003$) ve finansal piyasa göstergelerinin LNDI üzerinde uzun dönem etkileri olduğunu göstermektedir. LNFEDEFUNDS değişkeni %10 anlamlılık düzeyine yakın olup ($p=0,0889$) sınırlı derecede uzun dönem etkisi olabilmektedir. LNKKLA katsayısı 0,002 olup uzun dönem ilişkisi anlamlı ve pozitif etki oluşturmaktadır.

ARDL uzun dönem tahmin sonuçlarına göre, FED para politikası duyurularını temsil eden KKLA kukla değişkeninin katsayısı 0,002 olarak bulunmuştur. Bu değişkenin standart hatası 0,009; t-istatistiği 2,100 ve p-değeri 0,044'tür. Bu sonuç, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

KKLA değişkeni, FED tarafından yapılan basın bülteni açıklamalarının yapıldığı ayları 1, diğer ayları 0 olarak kodlayan kukla değişkenini ifade etmektedir. Pozitif ve anlamlı katsayı, FED'in para politikası duyurularının yapıldığı dönemlerde Dolar Endeksinde uzun vadeli bir artış eğilimi olduğunu göstermektedir. Bu durum, piyasa aktörlerinin FED iletişimini güçlü dolar beklentisiyle yorumladıklarını ve buna göre pozisyon aldıklarını ortaya koymaktadır.

Katsayının değeri olan 0,002, FED'in basın bülteni açıklaması yaptığı bir ayda, diğer değişkenler sabitken Dolar Endeksinin uzun vadeli logaritmik seviyesinde

yaklaşık %0,2 oranında bir artış yaşandığını ifade etmektedir. Bu etki, küçük bir oranda olsa da istatistiksel olarak anlamlıdır ve FED'in iletişim stratejisinin döviz piyasaları üzerindeki etkisini göstermektedir.

FED duyurularının içerdiği faiz politikası sinyalleri, küresel portföy akımlarını ve dolar talebini yönlendirmekte, bu da Dolar Endeksinin değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Özellikle ileriye dönük yönlendirme (forward guidance) politikalarının güçlü dolar algısını pekiştirdiği literatürde sıkça vurgulanmaktadır.

Sonuç olarak, KKLA değişkeninin Dolar Endeksi üzerindeki pozitif ve anlamlı etkisi, para politikası iletişiminin döviz kuru dinamikleri üzerindeki önemini ortaya koymakta; bu etkinin dikkate alınması gerektiğini göstermektedir. Böylece FED'in sadece faiz oranları değil, açıklama dili ve zamanlaması da piyasa beklentileri ve döviz kuru hareketleri üzerinde belirleyici rol oynamaktadır.

F-Bounds testi sonucuna göre, F-istatistiği 3,531 olup hem %5 hem de %1 anlamlılık düzeyindeki üst sınır değerlerini aşmaktadır. Bu nedenle, değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir. Bu bulgular, modelin uzun dönem dinamiklerinin para politikası ve finansal göstergelerle uyumlu olduğunu ve LNDI üzerindeki belirleyici unsurların yapısal ilişkilerle açıklandığını göstermektedir.

Teorik olarak, politika faizindeki artış doların getirisini artırarak uluslararası talebi ve değerini yükseltir. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri bağlamında, politika faizindeki artışlar, doların değerini yükselterek uluslararası talebini artırmaktadır. Bu mekanizma, faiz oranı farklarının sermaye akımlarını yönlendirmesi ve döviz kurlarını etkilemesiyle açıklanabilir. Örneğin, St. Louis Fed tarafından yayımlanan bir analizde, ABD'deki faiz artışlarının, yabancı sermayenin ülkeye akmasına ve doların değer kazanmasına neden olduğu belirtilmektedir. Ancak Model 3'teki uzun dönem katsayısı (0,004) pozitif olmakla birlikte %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılığa yakın çıkmıştır ($p=0,088$). Bu bulgu, faiz artışlarının uzun dönemde dolar endeksi üzerinde sınırlı fakat pozitif bir etkisi olabileceğini göstermektedir. Bu etki, sermaye akımlarının dolar talebi yaratmasıyla ilişkilendirilebilir.

Dolar kurunun uzun dönem katsayısı 0,662 olup %1 düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuç, kur ile dolar endeksi arasında güçlü ve pozitif uzun dönem ilişkisini teyit

etmektedir. Literatürde, endeks bileşenleri arasında doğrudan ilişki olması beklenir. Bu bulgu, modelin yapısal doğruluğunu desteklemektedir.

SP500 uzun dönem katsayısı 0,050 ve p-değeri 0,003 ile oldukça anlamlıdır. Hisse senedi fiyatlarındaki artışlar, ekonomide olumlu beklentileri ve artan yatırımcı güvenini yansıtmaktadır. Bu durum, ABD ekonomisine yönelen sermaye akımlarını artırarak doların değerini uzun vadede güçlendirebilir. SP500 ile dolar endeksi arasındaki bu pozitif ilişki literatürde yatırımcı davranışları ve portföy tercihleri teorisiyle açıklanmaktadır.

Sabit katsayı 4,421 olup oldukça anlamlıdır. Bu sabit, diğer değişkenlerin sıfır olduğu durumda modelin denge değerini yansıtmaktadır ve regresyon dengesinin yapısal bir bileşenini oluşturmaktadır.

Tablo 13: DI Bağımlı Değişkeni Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Model 3)

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	p-Değeri
D(LNFEDFUNDS)	-0.005	0.002	-2.273	0.025
D(LNFEDFUNDS(-1))	0.000	0.002	0.351	0.725
D(LNFEDFUNDS(-2))	0.001	0.002	0.730	0.466
D(LNFEDFUNDS(-3))	-0.006	0.002	-2.640	0.009
D(LNUSDER)	0.584	0.042	13.38	0.000
D(LNUSDER(-1))	0.094	0.042	2.222	0.028
D(LNSP500)	0.016	0.018	0.913	0.362
D(LNSP500(-1))	0.024	0.018	1.363	0.175
D(LNSP500(-2))	0.055	0.018	2.935	0.004
CointEq(-1)	-0.165	0.035	-4.718	0.000

Model 3 için oluşturulan ECM (Hata Düzeltme Modeli), LNDI değişkeninin kısa dönemli dinamiklerini ve uzun dönem sapmaların nasıl düzeltildiğini ortaya koymaktadır. Modelde (1,3,0,2) gecikme uzunlukları alınmıştır.

DLNFEDFUNDS(-3) değişkeni %1 düzeyinde anlamlı olup ($p=0,006$), politika faizinin üç dönem gecikmeli etkisinin LNDI üzerinde negatif ve anlamlı olduğunu

göstermektedir. Bu durum, para politikasının gecikmeli etkilerle LNDI'yi baskılayabildiğini ifade etmektedir. $D(LNUSDER)$ değişkeni yüksek derecede anlamlıdır ($p=0.0000$) ve pozitif katsayısıyla kısa dönemde LNDI üzerinde güçlü bir artırıcı etkisinin olduğu görülmektedir. $DLNSP500(-2)$ değişkeni de anlamlıdır ($p=0,0051$) ve finansal piyasalardaki hareketlerin gecikmeli olarak LNDI'yi etkilediğini göstermektedir. Hata düzeltme terimi $CointEq(-1)$, $-0,165$ katsayısı ile negatif ve anlamlıdır ($p=0,0000$). Bu sonuç, LNDI'deki uzun dönem dengesizliklerin yaklaşık %17.8'inin her dönemde düzeltildiğini ve modelin uzun dönem dengeye dönme eğiliminde olduğunu gösterir. R^2 değeri 0,716 olup, modelin kısa dönemli değişimleri oldukça iyi açıkladığını göstermektedir. Durbin-Watson istatistiği 2'ye yakın olduğundan, otokorelasyon problemi de gözlenmemektedir. Bu bağlamda, Model 3'ün hata düzeltme mekanizması istatistiksel olarak güçlü ve anlamlıdır.

Politika faiz oranı, merkez bankalarının en temel para politikası araçlarından biridir. Teorik olarak, faiz oranlarında artış sermaye girişlerini teşvik eder, dolayısıyla yerel para birimini değerlendirir. Ancak kısa dönemde faiz artışı ekonomik aktiviteyi bastırarak, dolar endeksi üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratabilir. Modelde $DLNFEDFUNDS(-3)$ katsayısı negatif ve anlamlıdır. Bu durum, faiz artışlarının gecikmeli olarak dolar endeksini aşağı çektiğini göstermektedir. Bu etki, para politikası aktarım mekanizmasının zamanla işleyişine uygundur.

Kur değişkeni, dolar endeksinin önemli bir bileşenidir. Teorik olarak, dolar kurundaki artış, diğer para birimleri karşısında doların değer kazanması anlamına gelir ve bu durum dolar endeksini pozitif etkiler. Modelde $D(LNUSDER)$ katsayısı pozitif ve oldukça anlamlıdır. Bu bulgu, dolar kurundaki yükselişlerin kısa vadede dolar endeksini artırıcı etkisini desteklemektedir. Bu ilişki döviz kuru geçişkenliği ve fiyatlama davranışları çerçevesinde açıklanabilir.

S&P500 endeksi, ABD ekonomisinin genel sağlığını ve yatırımcı güvenini yansıtan önemli bir finansal göstergedir. Literatürde, hisse senedi fiyatlarının artması, ülke para birimi için pozitif bir sinyal olarak değerlendirilir. Ancak bu ilişki bazen dolaylı ve zayıf olabilir. Modelde $D(LNSP500(-2))$ katsayısı pozitif ve anlamlıdır; bu da borsa artışlarının gecikmeli olarak dolar endeksine olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir. Bu etki, yatırımcıların risk iştahının artmasıyla birlikte sermaye

girişlerini ve dolar talebini artırmasına bağlanabilir. Bu terim, modelin uzun dönem dengesine dönüş hızını ifade eder. Negatif ve anlamlı bir katsayı, kısa dönem sapmaların uzun dönemde düzeltildiğini gösterir. Model 3'te bu katsayı -0,165 olarak bulunmuş ve anlamlı çıkmıştır. Bu sonuç, dolar endeksinin uzun dönem dengesine her ay %16.5 oranında döndüğünü ifade eder. Bu oran, dengeye dönüş sürecinin etkin işlediğini ve modelin teorik beklentilerle tutarlı olduğunu gösterir.

Genel olarak, Model 3'te yer alan değişkenler arasında kuramsal olarak beklenen yönlerde ilişkiler tespit edilmiş ve istatistiksel olarak desteklenmiştir. Bu bağlamda model, hem kısa hem de uzun dönem analizler açısından geçerli bir çerçeve sunmaktadır.

Bu çalışmada, ABD para politikası göstergelerinin finansal ve ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, üç ayrı ARDL modeli çerçevesinde ele alınmıştır. Her bir model, farklı bağımlı değişkenler kullanarak kısa ve uzun dönem ilişkileri analiz etmiş ve ECM yardımıyla bu değişkenler arasındaki dinamik etkileşimleri ortaya konulmuştur. Üç model de para politikasının aktarım mekanizmasının farklı yönlerini başarıyla yansıtmaktadır. Politika faizindeki değişimlerin özellikle dolar endeksi ve para arzı üzerindeki etkileri istatistiksel olarak doğrulanmıştır. Kısa dönem dinamikleri güçlüdür ve uzun dönemli düzey ilişkileri Bounds testi ile desteklenmiştir.

5. MODELİN DİAGNOSTİK TESTLERİ

Ekonometrik modelleme sürecinde, tahmin edilen modelin sadece teorik olarak anlamlı olması yeterli değildir; aynı zamanda istatistiksel açıdan da sağlam ve güvenilir olması gerekmektedir (Pesaran, Shin ve Smith, 2001:20). Bu bağlamda, ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modellerine uygulanan tanımlayıcı testler (diagnostic tests), modelin varsayımlarına ne ölçüde uyduğunu test etmekte ve elde edilen bulguların geçerliliğini değerlendirmede kritik bir rol oynamaktadır (Gujarati ve Porter, 2009:34).

ARDL modelinin geçerliliğini ve öngörü gücünü sınamak için genellikle otokorelasyon testi (Breusch-Godfrey LM testi), varyans homojenliği testi (White veya Breusch-Pagan testi), normallik testi (Jarque-Bera testi) ve model spesifikasyon testi (Ramsey RESET testi) gibi araçlardan faydalanılmaktadır. Bu testler yardımıyla

modelin temel varsayımları olan bağımsız hatalar, sabit varyans, normal dağılım ve doğru model kurgusu doğrulanmaya çalışılmaktadır.

Breusch-Godfrey LM testi otokorelasyon olup olmadığını incelerken, White testi regresyon artıklarında değişen varyans problemi olup olmadığını ortaya koymaktadır (Greene, 2018:17). Jarque-Bera testi, artık terimlerin normal dağılıma uygunluğunu test ederken, Ramsey RESET testi modelin doğru şekilde spesifik edilip edilmediğini test etmektedir (Enders, 2014:43).

Bu testlerin uygulanması sayesinde, modelin hem kısa dönem dinamiklerinin hem de uzun dönem ilişkilerinin güvenilirliği artmakta; böylece hem tahmin gücü hem de politika önerileri daha sağlam temellere dayanmaktadır (Harris & Sollis, 2003:44).

Tanılayıcı testlerin sonuçları, modelde yapısal bir problem olup olmadığını ortaya koymakla kalmaz, aynı zamanda elde edilen tahminlerin geçerliliğini ve politika önerilerinin sağlamlığını da doğrudan etkiler. Bu nedenle, tanılayıcı testler ARDL analizinin tamamlayıcı ve ayrılmaz bir parçasıdır. Söz konusu testlerin hipotezlerinin neler olduğunu aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür.

Breusch-Pagan testi, , regresyon modelindeki hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadığını yani homoskedastisite varsayımını test etmektedir. Söz konusu hipotezlerin gösterimi aşağıdaki gibidir:

- H_0 (Sıfır Hipotezi): Hata terimlerinde sabit varyans vardır (homoskedastisite geçerlidir).
- H_1 (Alternatif Hipotez): Hata terimlerinde sabit olmayan varyans vardır (heteroskedastisite mevcuttur).

Jarque-Bera testi, modelin artık terimlerinin normal dağılıma uygun olup olmadığını sınamaktadır. Söz konusu hipotezlerin gösterimi aşağıdaki gibidir:

- H_0 (Sıfır Hipotezi): Artık terimler normal dağılıma sahiptir.
- H_1 (Alternatif Hipotez): Artık terimler normal dağılmamaktadır.

Ramsey testi, modelin fonksiyonel formunun doğru şekilde kurulup kurulmadığını sınar. Başka bir deyişle modelde eksik değişken ya da yanlış biçimde

modellenmiş ilişkiler olup olmadığını test etmektedir. Söz konusu hipotezlerin gösterimi aşağıdaki gibidir:

- H_0 (Sıfır Hipotezi): Model doğru şekilde spesifik edilmiştir (eksik değişken veya modelleme hatası yoktur).
- H_1 (Alternatif Hipotez): Model yanlış şekilde spesifik edilmiştir (eksik değişken ya da modelleme hatası vardır).

Breusch-Godfrey LM testi, regresyon modelinin hata terimlerinde otokorelasyon olup olmadığını test eder. Özellikle ARDL modelleri gibi dinamik modellerde hata terimlerinin birbirine bağımlı olması tahminlerin güvenilirliğini azaltabilmektedir. Söz konusu hipotezlerin gösterimi aşağıdaki gibidir:

- H_0 (Sıfır Hipotezi): Artık terimler arasında otokorelasyon yoktur.
- H_1 (Alternatif Hipotez): Artık terimler arasında otokorelasyon vardır.

Tablo 14: ARDL Tanısal (Diyagnostik) Test Sonuçları, Model 1

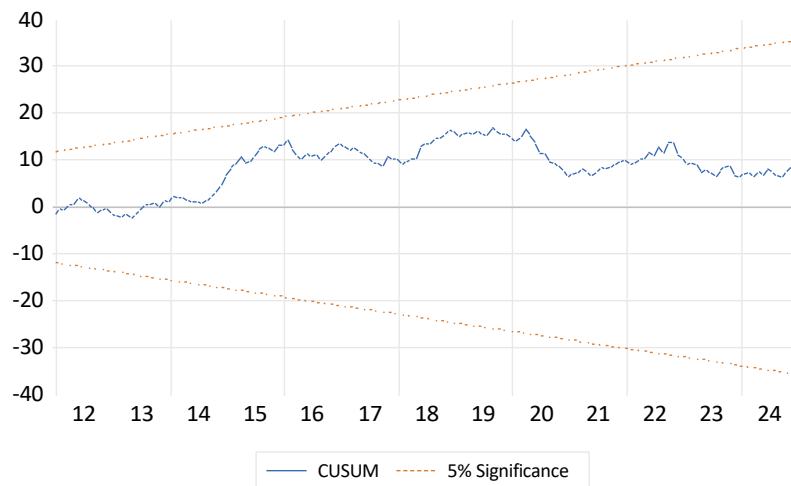
Testler	F-Statistic / Jarque-Bera	Olasılık
Breusch-Godfrey	1,188	0,309
Otokorelasyon LM Test		
Breusch-Pagan-Godfrey	0,749	0,69
Değişen Varyans Testi		
Normallik Test	2,36	0,158
Ramsey	1,07	0,2

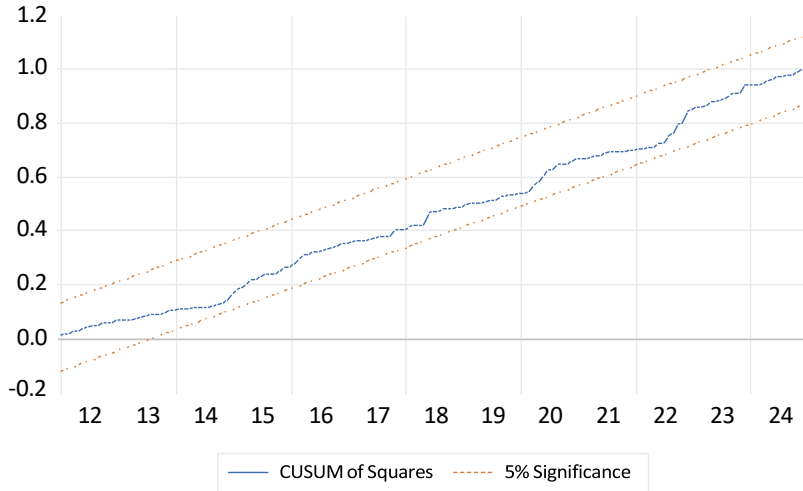
Ramsey testi, modelin doğru şekilde spesifik edilip edilmediğini anlamak için kullanılır. Testin sıfır hipotezi modelin doğru şekilde spesifik edilmiş olduğudur. Elde edilen F-istatistiği 1,07 ve p-değeri 0,2'dir. Bu değer %5 anlamlılık düzeyinin üzerinde olduğu için sıfır hipotezi reddedilemez. Dolayısıyla modelin önemli bir eksik değişken içermediği ve doğru şekilde tanımlandığı kabul edilir. Jarque-Bera testi, Jarque-Bera test istatistiği 2.36 olup, p-değeri 0.158'dir. Bu değer %5 anlamlılık düzeyinden büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilemez. Artık terimlerin normal dağılım gösterdiği kabul edilmektedir. Bu durum, artıkların normal dağılmadığını göstermektedir. Ancak

örneklem büyüklüğünün 100'ü aşması nedeniyle bu sapma istatistiksel olarak büyük etki yaratmayabilir. Breusch-Pagan-Godfrey testi, modelde sabit varyans varsayımının geçerli olup olmadığını test eder. F-istatistiği 0,749 ve p-değeri 0,69'dur. Bu değer %5 anlamlılık düzeyinden büyük olduğundan sıfır hipotezi reddedilemez. Yani, modelde varyans homojenliği (homoskedastisite) vardır; heteroskedastisite problemi bulunmamaktadır. Breusch-Godfrey testi, artık terimlerde otokorelasyon olup olmadığını test eder. F-istatistiği 1,188 ve p-değeri 0,309'dur. Bu değer, %5 anlamlılık düzeyinin üzerinde olduğundan sıfır hipotezi reddedilemez. Dolayısıyla, model artıklarında otokorelasyon bulunmamaktadır. Ayrıca Durbin-Watson istatistiği de 2,03 ile 2'ye oldukça yakındır; bu da otokorelasyon probleminin olmadığını desteklemektedir.

Model 1'e uygulanan tanılayıcı testler, modelin istatistiksel olarak sağlam olduğunu göstermektedir. RESET testi, modelin doğru spesifikasyon edildiğini ortaya koyarken; heteroskedastisite ve otokorelasyon testleri klasik regresyon varsayımlarının geçerli olduğunu desteklemektedir. Bu bağlamda Model 1'in hem teorik hem de istatistiksel olarak güvenilir sonuçlar ürettiği söylemek mümkündür. Model 1'e ilişkin tahmin edilen parametre istatistiklerinin istikrar veya istikrarsızlığını belirlemek için yapılan CUSUM ve CUSUM-Q testleri aşağıda sunulmuştur.

Grafik 3.1. Cusum ve Cusum of Square Test Sonuçları, Model 1





Zaman serilerinde yapısal kırılmaları tespit etmek için kullanılan CUSUM ve CUSUM-S grafiklerine bakıldığında, değişkenlerin normal olarak dağıldığını ve veride %5 önem düzeyinde yapısal kırılma olmadığı tespit edilmiştir. Buda, zaman serisi verilerinin zaman içinde ani değişiklikler veya olağandışı dalgalanmalardan arınmış ve istikrarlı olduğu anlamına gelmektedir. Bu nedenle, analiz sonuçları değişkenler arasındaki ilişkileri güvenilir bir şekilde temsil etmede kullanılabilir olarak kabul edilebilir.

Tablo 15: ARDL Tanısal (Diyagnostik)Test Sonuçları, Model 2

Testler	F-Statistic / Jarque-Bera	Olasılık
Breusch-Godfrey	0,124	0,883
Otokorelasyon LM Test		
Breusch-Pagan-Godfrey	1,918	0,028
Değişen Varyans Testi		
Normallik Test	1,55	0,469
Ramsey	1,196	0,233

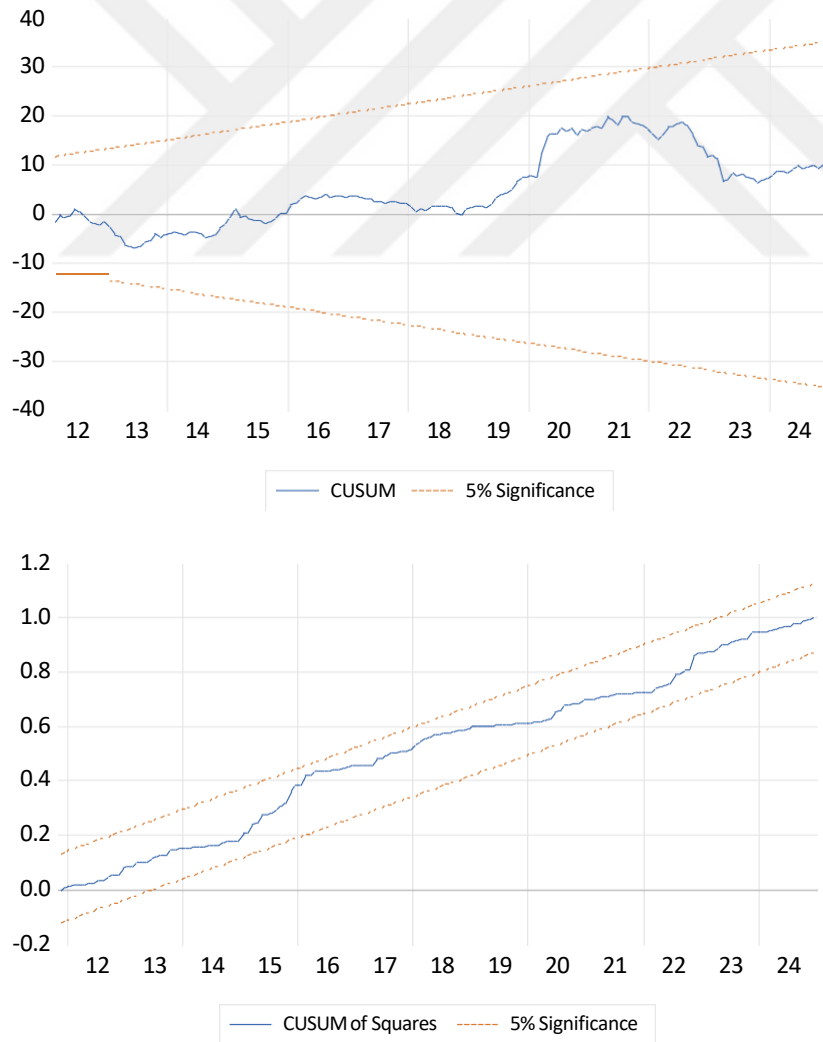
Model 2'ye uygulanan tanılayıcı testler, modelin klasik regresyon varsayımlarına genel olarak uyum sağladığını göstermektedir. Otokorelasyon testi sonuçlarına göre ($p=0,883$), artık terimlerde otokorelasyon bulunmamaktadır. Normallik testi sonuçlarına göre ($p=0,469$), artık terimlerin normal dağılım gösterdiği kabul edilmektedir. Ramsey RESET testi ($p=0,233$), modelin doğru şekilde spesifiye

edildiğini ve önemli bir eksik değişken içermediğini göstermektedir. Genel olarak model 2, sağlam bir yapıya sahiptir ve tüm temel varsayımları sağlamaktadır.

Dolayısıyla, modelin artık terimleri sabit varyans özelliği göstermektedir ve klasik regresyon varsayımlarından biri daha sağlanmış olmaktadır. Bu durum tahmin edilen standart hataların güvenilirliğini artırır ve parametrik testlerin geçerliliğini desteklemektedir.

Model 2'e ilişkin tahmin edilen parametre istatistiklerinin istikrar veya istikrarsızlığını belirlemek için yapılan CUSUM ve CUSUM-Q testleri aşağıda sunulmuştur.

Grafik 3.2. Cusum ve Cusum of Square Test Sonuçları, Model 2



Grafik 3.2.'de yer alan CUSUM ve CUSUM-S analizleri incelendiğinde, değişkenlerin normal olarak dağıldığını ve veride %5 önem düzeyinde yapısal kırılma belirtisi olmadığı söylemek mümkündür.

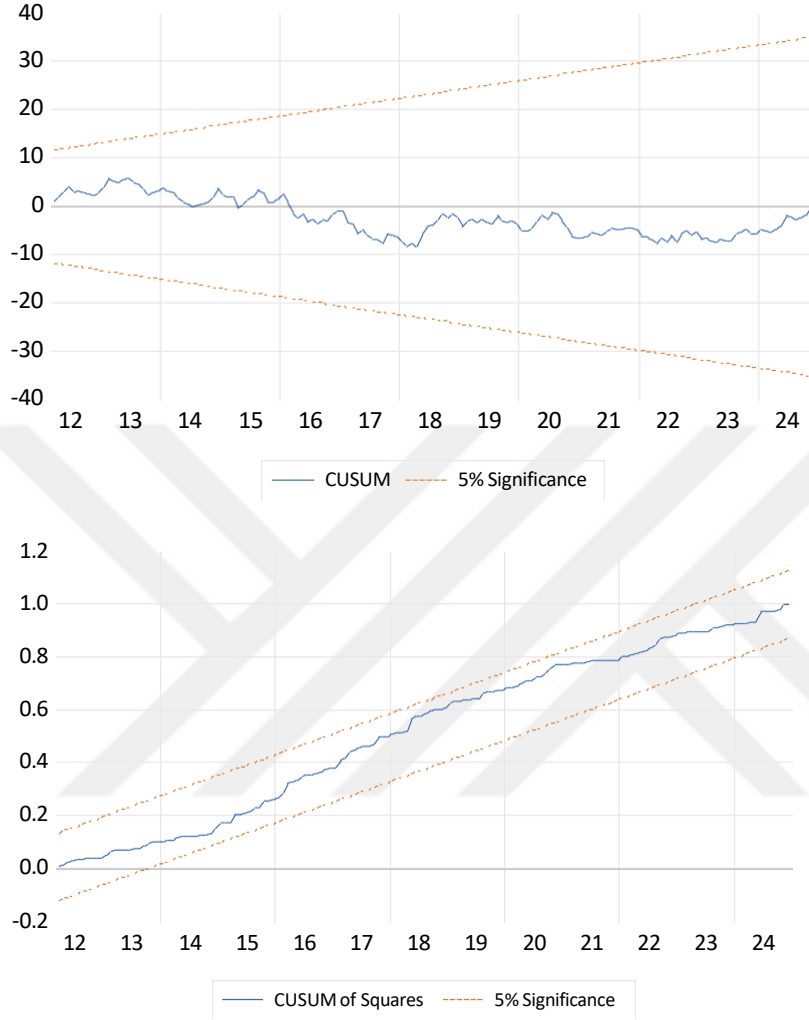
Tablo 16: ARDL Tanısal (Diyagnostik)Test Sonuçları, Model 3

Testler	F-Statistic / Jarque-Bera	Olasılık
Breusch-Godfrey	0,08	0,91
Otokorelasyon LM Test		
Breusch-Pagan-Godfrey	1,893	0,084
Değişen Varyans Testi		
Normallik Test	1,75	0,437
Ramsey	0,714	0,476

Model 3'e uygulanan tanılayıcı testler modelin istatistiksel geçerliliğini destekler niteliktedir. Breusch-Godfrey otokorelasyon testi sonucunda ($p=0,91$) artık terimler arasında otokorelasyon bulunmadığı anlaşılmaktadır. Breusch-Pagan-Godfrey testi ($p=0,084$), değişen varyans olmadığını göstermekte ve modelde homoskedastisite varsayımının geçerli olduğunu desteklemektedir. Jarque-Bera testi sonucunda ($p=0,437$) artık terimlerin normal dağılım gösterdiği kabul edilmektedir. Bu da tahminlerin istatistiksel olarak güvenilirliğini artırmaktadır. Ramsey RESET testi ($p=0,476$), modelin doğru şekilde tanımlandığını ve eksik değişken problemi bulunmadığını göstermektedir. Tüm bu testler bir arada değerlendirildiğinde, Model 3 klasik regresyon varsayımlarına büyük ölçüde uyum sağlamakta olup, elde edilen sonuçların akademik ve politik yorumlamalar açısından sağlam temellere dayandığı söylenebilir.

Model 3'e ilişkin tahmin edilen parametre istatistiklerinin istikrar veya istikrarsızlığını belirlemek için yapılan CUSUM ve CUSUM-Q testleri aşağıda sunulmuştur.

Grafik 3.3. Cusum ve Cusum of Square Test Sonuçları, Model 3



Grafik 3.3.'de yer alan CUSUM ve CUSUM-S analizlerine göre de değişkenlerin normal olarak dağıldığını ve veride %5 önem düzeyinde yapısal kırılma belirtisi olmadığı söylemek mümkündür.

Üç model kapsamında gerçekleştirilen tanılayıcı testler, tahmin edilen modelin istatistiksel güvenilirliğini ve geçerliliğini doğrulamaktadır. Breusch-Godfrey testi aracılığıyla model artıklarında otokorelasyon tespit edilmemiş; Breusch-Pagan-Godfrey testleri ile değişen varyans probleminin bulunmadığını ortaya konulmuştur. Jarque-Bera normallik testi sonuçlarına göre artık terimlerin normal dağıldığı kabul edilmiştir. Ayrıca Ramsey RESET testi, modelin doğru şekilde tanımlandığını ve herhangi bir eksik yapı içermediğini göstermektedir.

Bu testlerin tamamı değerlendirildiğinde, klasik regresyon varsayımlarına uygunluk gösterdiği, dolayısıyla model sonuçlarının hem teorik hem de uygulamalı analizlerde kullanılabilir düzeyde olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu bulgular, çalışmanın genel geçerliği açısından önemli bir dayanak teşkil etmekte ve modelin sağlamlığına yönelik güvenilir bir temel sunmaktadır.

6. SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ

Bu çalışmada, Amerika Birleşik Devletleri'nde para politikası duyurularının çeşitli finansal göstergeler üzerindeki etkileri detaylı biçimde incelenmiştir. Çalışmanın temel amacı; ABD Merkez Bankası'nın (Federal Reserve - FED) politika faizine ilişkin açıklamalarının SP500 endeksi, dolar endeksi (DXY) ve M2 para arzı gibi finansal göstergeler üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkilerini analiz etmektir. Bu çerçevede, 2011–2024 dönemine ait aylık veriler kullanılarak üç ayrı ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli tahmin edilmiştir. Her modelde, para politikası duyurusunu temsil etmek üzere FED basın toplantısı açıklamaları (KKLA) kukla değişken olarak dâhil edilmiştir.

Tezde elde edilen bulgular, para politikası duyurularının finansal piyasalar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiler yarattığını açıkça göstermektedir. SP500 endeksini içeren ilk modelde, faiz kararlarına yönelik duyuruların hisse senedi piyasasında hem kısa dönemli oynaklık yarattığı hem de uzun dönemde trend yönlü etkiler oluşturduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, yatırımcıların FED'in iletişimini yalnızca bugünkü faiz oranı kararı olarak değil, aynı zamanda geleceğe yönelik bir sinyal olarak algıladığını ve buna göre pozisyon aldığını göstermektedir.

İkinci modelde, dolar endeksi (DXY) bağımlı değişken olarak ele alınmış ve FED duyurularının döviz piyasasına olan etkisi analiz edilmiştir. Bulgular, duyuruların doların değerinde anlamlı değişimlere yol açtığını ortaya koymaktadır. Özellikle faiz artırımı sinyali taşıyan açıklamaların dolar endeksini yukarı yönlü etkilediği görülmektedir. Bu durum, politika faizinin artırılması durumunda doların göreceli getirisinin yükselmesiyle birlikte küresel talebin artması ve bunun doğrudan döviz piyasasına yansımaları şeklinde yorumlanabilir.

Üçüncü modelde, geniş para arzı göstergesi olan M2 değişkeni bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Model sonuçları, FED'in faiz politikası duyurularının uzun vadede

M2 para arzı üzerinde anlamlı ve negatif etkiler oluşturduğunu ortaya koymaktadır. Bu bulgu, sıkılaştırıcı para politikası duyurularının piyasadaki likidite koşullarını daraltma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Özellikle faiz artırımlarına yönelik duyurular, bankacılık sisteminin kredi verme davranışlarını ve hanehalkı ile firmaların likidite tercihini etkileyerek toplam para arzını sınırlayıcı bir işlev üstlenmektedir.

Eşbütünleşme analizleri çerçevesinde yapılan Bounds testi sonuçları, her üç modelde de bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli istikrarlı ilişkiler bulunduğunu göstermektedir. Bu, para politikası duyurularının geçici dalgalanmaların ötesinde kalıcı etkiler yarattığını göstermesi açısından oldukça önemlidir. Ayrıca, hata düzeltme modelleri kısa vadeli sapmaların zaman içerisinde uzun dönem denge seviyesine döndüğünü ortaya koymuştur. Bu durum, ABD finansal piyasalarının para politikası şoklarına uyum kapasitesinin yüksek olduğunu ve merkez bankası iletişiminin etkin bir beklenti yönetimi aracı olduğunu desteklemektedir.

Tanılayıcı testler ise modellerin istatistiksel açıdan güvenilir ve geçerli olduğunu teyit etmiştir. Otokorelasyon, değişen varyans ve normallik testleri çerçevesinde elde edilen sonuçlar, ARDL modellerinin hem kısa hem de uzun dönem ilişkileri doğru şekilde yansıttığını göstermektedir.

Tez kapsamında elde edilen bulgular, ekonomi politikaları açısından birtakım önemli çıkarımlara işaret etmektedir. İlk olarak, para politikası yalnızca faiz oranı gibi niceliksel araçlarla değil, aynı zamanda duyuruların zamanlaması, içeriği ve iletim yöntemi yoluyla da finansal piyasalar üzerinde yönlendirici bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda, merkez bankalarının uyguladığı şeffaflık politikaları, ileriye dönük yönlendirme (forward guidance) stratejileri ve basın toplantıları gibi iletişim araçları, yatırımcıların karar alma süreçlerinde belirleyici olmaktadır.

İkinci olarak, FED'in para politikası duyurularının SP500 ve dolar endeksi gibi uluslararası yatırımcı davranışlarını doğrudan etkileyen göstergelerle güçlü bir korelasyon göstermesi, iletişim politikasının küresel piyasalarda ne denli etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ekonomiler açısından önemlidir; çünkü FED politikaları, yalnızca ABD iç piyasaları üzerinde değil, küresel finansal istikrar üzerinde de belirleyici rol oynamaktadır.

Üçüncü olarak, para arzı üzerindeki etkilerin uzun vadeli olması, FED'in duyurular aracılığıyla likidite koşullarını doğrudan yönlendirebildiğini göstermektedir.

Bu bağlamda, politika faizinin artırılması yönünde yapılan açıklamalar, geniş para arzını sınırlandırarak finansal sistemdeki likiditeyi sıkılaştırıcı etki yaratmaktadır. Bu sonuç, parasal aktarım mekanizmasının işleyişini desteklemekte ve iletişim temelli politikaların etkinliğini doğrulamaktadır.

Genel olarak çalışma, merkez bankalarının iletişim politikalarının modern para politikası uygulamaları içindeki yerini güçlendirdiğini ve yalnızca faiz oranı gibi geleneksel araçların yeterli olmadığı, bunun yanında şeffaf, tutarlı ve öngörülebilir bir iletişimin de finansal istikrarın tesisi açısından vazgeçilmez olduğunu göstermektedir. Çalışma sonuçları aynı zamanda para politikası iletişiminin hem içsel fiyatlama dinamikleri hem de dışsal yatırım davranışları üzerinde etkili olduğunu göstermekte; bu yönüyle merkez bankalarının duyuru stratejilerinin sadece teknik değil, aynı zamanda stratejik bir politika aracı olduğunu teyit etmektedir.

KAYNAKÇA

- ADAMS, Z.; T. Gluck (2015) ‘Financialization in Commodity Markets: A Passing Trend or the New Normal?’. *Journal of Banking & Finance* 60, 93-111.
- AKÇA, M. (2022) ‘Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Finansal İstikrar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama’ 2019.
- AKKAYA, M.; A.K. KÖSE, (2016) ‘Beklenti ve Güven Anketlerinin Finansal Piyasalara Etkisi: BIST 100 Üzerine Bir Uygulama’ *Bankacılar Dergisi*, Sayı 99, 2016.
- ALDAN, A.; M.E ÇIRAKLI,.; D. YAZICI, (2023) ‘Sabit Pazar Payları Analizi ile Türkiye’nin İhracat Performansı’, *TCMB Ekonomi Notları*, sayı: 2023-01,16 Şubat 2023.
- ALTUNTAŞ, Ö. (2012) ‘Merkez Bankası Bağımsızlığı: Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Karşılaştırması’, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* Sayı 12, 2012, Sayfa 73-84.
- ARSLAN G. (2019) ‘Varlık Fiyatları Kanalı İçerisinde Hisse Senedi Kanalının İşleyişi: Türkiye Uygulaması’, *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı:16 , 2019.
- ARIKAN A., (2018) ‘Anket Yöntemi Üzerinde Bir Değerlendirme’, *Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2018, 1: 97-159.
- ARSLAN, Ö. (2003) “Avrupa Birliği’ni Oluşturan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Enflasyon ve Diğer Makro Ekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişkiler: 1980-2001 Dönemi”, (Eylül, Uzmanlık Yeterlik Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- ARAİ N. (2016) ‘The Effects of Monetary Policy Announcements at the Zero Lower Bound’, 2016.
- BARIŞIK, S. (2001) ‘Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanunu’ *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Çaycuma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Dergipark* 2004.
- BAUER, M. D.; E.T. Swanson (2022) ‘A reassessment of monetary policy surprises and high-frequency identification’. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14(1), 1–32. <https://doi.org/10.1257/mac.20190295>
- BERNANKE, B. (2020) ‘The Federal Reserve and the Financial Crisis’. Princeton University Press.

- BERNANKE, B. S. (2004) “Central Bank Talk and Monetary Policy.” *American Economic Review*, 94(2), 231-237.
- BERNANKE, B. S. (2007) ‘Central bank communication’. Speech at the Cato Institute 25th
- BERNANKE, B. S.; K. N. KUTTNER (2005) “What Explains the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy?” *Journal of Finance*, 60(3), 1221-1257.
- BERNANKE, B. S.; M. GERTLER (1995) ‘Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission’. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
- BERNANKE, B. S.; M. GERTLER ; M. Watson (1997) ‘Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks’. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997(1), 91-157
- BIS (2010) ‘The impact of monetary policy on commodity prices: Global and regional perspectives’. *Bank for International Settlements Quarterly Review*.
- BJØRNLAND, H. C. (2009) ‘Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all’, *Journal of International Economics*, 79(1), 64-77.
- BLEANEY, M. (1985) ‘The Rise and Fall Of Keynesian Economics, An investigation of its contribution to capitalist development’, St. Martin’s Press, New York.
- BLINDER, A. S.; M. EHRMANN; M. FRATZSCHER ;J. DE HAAN; D. JANSEN (2008) ‘Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence’, *ECB Working Paper*, No: 898, May, 1-54.
- BLOOM, N. (2009) ‘The impact of uncertainty shocks’, *Econometrica*, 77(3), 623-685.
- BOZKURT, H. (2020) ‘Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Finansal Kriz İletişim Stratejileri’ *Akdeniz İletişim Dergisi*, 05.06.2020.
- BROOKS, C. (2019) ‘Introductory Econometrics for Finance (4th ed.)’, Cambridge University Press.
- BRUNO, V.; H. S. SHIN (2015) ‘Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy’. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119–132.
- BUKET, K. (2018) ‘Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliğinin karşılaştırılması’, s,26 2018.
- BULIR, A. ; M. CİHAK, M.; K. SMIDKOVA (2012) ‘Writing clearly: The ECB’s monetary policy communication’. *German Economic Review*, 14 (1), 50-72

- CAMBAZOĞLU B.; H.S KARAALP (2012) ‘Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği’, Yönetim ve Ekonomi, Cilt 19, Sayı 2, 2012.
- CAMPBELL, J. R.; C.L. EVANS; J.D. FISHER; A. Justiniano (2012) ‘Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance’. Brookings Papers on Economic Activity, 2012(1), 1–54.
- CARPENTER, S. ; S. DEMIRALP (2006) “Anticipation of Monetary Policy and Open Market Operations,” International Journal of Central Banking, 25-63 (June)
- CENGİZ V. (2019) ‘Merkez Bankalarının İletişimi ve Para Politikası: Avrupa Merkez Bankası Örneği’, Balkan Sosyal Bilimler Dergisi, 2019, s.53-59.
- CENGİZ, V. (2009) ‘Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular’, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 33, 225-247.
- CHEN, Y.; K. ROGOFF; B. ROSSI (2010) ‘Can exchange rates forecast commodity prices?’, The Quarterly Journal of Economics.
- CLARIDA, R.; J. GALI; M. GERTLER (2000) ‘Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory’, Quarterly Journal of Economics, 115(1), 147–180.
- CUKIERMAN, A. (1994) “Central bank Independence and Monetary Control”, The Economic Journal, November, 104, 1437-48
- CUKIERMAN, A.; S. B WEBB.; B.NEYAPATI, (1992) “Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes” The World Bank Economic Review, September, Vol.6, 353-399.
- ÇELİK, Ş.; E. Deniz; E. Elif T.C. GÜLEÇ , (2014) ‘TCMB Para Politikası Kararlarındaki Değişimlerin Ve TCMB, FED Ve ECB Sözlü Yönlendirmelerin BIST 100 Oynaklığı Üzerindeki Etkisinin Analizi (2002-2014)’, Maliye Finans Yazıları - 2015 - (103), 51-84.
- ÇETİN, A., (1997) ‘Para Politikasının Yürütülmesinde Merkez Bankasının Etkinliği, Bağımsızlığı ve Kredibilite Sorunu’, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ÇETİN, M.Ö. (2016) ‘Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi’ , Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi • Cilt 8 • Sayı 14 • Ocak 2016.
- ÇOKGEZEN, J.Y. (2022) ‘Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Etkileri: TCMB Örneği’ 2022.

DEL NEGRO, M.; M.GIANNONI; C.PATTERSON, (2012) ‘The Forward Guidance Puzzle’ Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.574, October (Revised May 2013).

DEMIRALP, S., H. KARA, , P. ÖZLÜ, (2012) ‘Monetary policy communication in Turkey. European Journal of Political Economy’, 28, 540-556.

DEMIRALP, S.; K. YILMAZ (2009) “Asymmetric Response to Monetary Policy Surprises at the Long-End of the Yield Curve,” Koç Üniversitesi EAF çalışma Raporu:0914.

DEMİRĞİL, H. (2011) ‘Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Makroekonomik Performan: TCMB Örneği’ Sosyo Ekonomi, Temmuz-Aralık 2011:2.

DILLARD, D. (1995) The Economics of John Maynard Keynes: The Theory of Monetary Economy, Prentice-Hall Inc. (Seventh Printing), Englewood Cliffs, N.J.

DINCER, N. N.; B. EICHENGREEN (2014) ‘Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures’, International Journal of Central Banking, 10(1), 189–259.

DOĞAN, B. (2007) ‘Post keynesyen iktisatın etkilendiği okullar, temel varsayımları ve diğer okullara yönelik eleştirileri, 2007.

DOĞAN, B. (2015) ‘Geleneksel Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneği’, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, volume 33. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/dpusbe/issue/4775/65779>.

EDWARDS, S. (2007) “Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals.” NBER Working Paper, No. 11170.

EHRMANN, M. ; M. FRATZSCHER (2005) ‘Exchange rates and fundamentals: New evidence from real-time data’, Journal of International Money and Finance, 24(3), 317-341.

EHRMANN, M.; FRATZSCHER, M.; R. RIGOBON (2005) ‘Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates Measuring International Financial Transmission’, European Central Bank Working Paper Series 452

EHRMANN, M.; M. FRATZSCHER (2005) ‘Equal size, equal role? Interest rate interdependence between the Euro area and the United States’. The Economic Journal, 115(506), 928–948.

EHRMANN, M.; M. FRATZSCHER (2007) ‘Explaining monetary policy in press conferences’ International Journal of Central Banking, 3(3), 41–84.

- EHRMANN, M.; M. FRATZSCHER (2007) ‘The timing of central bank communication. European Journal of Political Economy’, 23, 124-145.
- EİCKMEIER, S.; N. METIU.,E. PRIETO (2017) ‘Monetary policy effectiveness in times of financial market volatility’. *Deutsche Bundesbank Research Brief*, (11).
- EKİNCİ, M.B. (2001) ‘Paracı Makro Teori : Monetarizm’ İstanbul İktisat 2001, s.4.
- ENDERS, W. (2014) ‘Applied Econometric Time Series (4th ed.)’,
- ENGEL, C.; K.D. WEST (2005) ‘Exchange rates and fundamentals’, *Journal of Political Economy*, 113(3), 485-517.
- ERDOĞAN, S. 2005 ‘Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme’ Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (9) 2005 / 1 : 34-54.
- ERDOĞAN, S.; D. Ç. YILDIRIM (2009) ‘Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması’, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(2), 57-72.
- ERDOĞAN, S.; D.Ç.YILDIRIM (2009) ‘Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması’ *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, ss: 57-72.
- EREN, B. S. ve DEMIRELİ, E. (2023) ‘Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası Faiz Kararlarının Mevduat Bankaları Hisseleri Üzerine Etkileri: TCMB ve BİST Örneği’, *Pamukkale Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 55, Denizli, ss. 347-364.
- ERMİŞ, A.M. (2017) ‘Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın İletişim Politikalarının Değerlendirilmesi ve Açıklamalarının Borsa İstanbul üzerine etkisinin analiz edilmesi’ Yüksek Lisans Tezi, 2017.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2000) “Monetary Policy Transmission in the Euro-Area”, *Monthly Bulletin*, July, ss. 45-62.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2007) ‘Communicating monetary policy to financial markets’. *Monthly Bulletin*, April, 61- 71.
- EĞİLMEZ, M.; E. KUMCU, (2006) ‘Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması’, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- EĞİLMEZ, M. (2012) “Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları”. Kendime Yazılar. [http:// www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html](http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html)., 04.07.2024.
- EĞİLMEZ, M. (2012) “Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları”. Kendime Yazılar. <https://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>., 27.05.2023

- EĞİLMEZ, M. (2012) “Karşılıklar Politikası ve Rezerv Opsiyon Katsayısı”. Kendime Yazılar.<http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/karsiliklar-politikasi-ve-rezerv-opsiyon.html>, 04.07.2024.
- FERNÁNDEZ-AMADOR, O., GÄCHTER, M., LARCH, M., & PETER, G. (2011) ‘Monetary policy and its impact on stock market liquidity: Evidence from the euro zone.’ Working Papers in Economics and Statistics, No. 2011-06. University of Innsbruck.
- FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (2016) ‘How Do Rate Hikes Affect the Dollar's Exchange Rate ?’.
- FEDERAL RESERVE (2022) ‘Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System’.
- FELDERER, B.; S. HOMBURG (1987) ‘Macroeconomics and New Macroeconomics, Springer-Verlag’, Berlin Heidelberg.
- FISHER, I. (1930) ‘The Theory of Interest’. New York: Macmillan.
- FİSUNOĞLU, M.; T.B. KÖKSEL (2009) ‘KEYNES DEVRİMİ VE KEYNESYEN İKTİSAT, Ekonomik Yaklaşım, Cilt : 20, Sayı : 70, ss. 31-60.
- FRANKEL, J. A. (1986) ‘Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model’. American Journal of Agricultural Economics, 68(2), 344-348
- FRANKEL, J. A. (2006) ‘The effect of monetary policy on real commodity prices’. NBER Working Paper No. 12713.
- FRANKEL, J. A.; A.K. ROSE (2010) ‘Determinants of Agricultural Commodity Prices. American Journal of Agricultural Economics’, 92(2), 379-385.
- FRIEDMAN, M. (1968) ‘The role of monetary policy’, American Economic Review, 58(1), 1–17.
- FRIEDMAN, M. (1989) ‘Quantity theory of money’, In The New Palgrave Dictionary of Economics.
- FRIEDMAN, M.; A.J. Schwartz (1963) ‘A Monetary History of the United States, 1867–1960’, Princeton University Press.
- GAİ, P.; N. VAUSE (2006) ‘Measuring investors' risk appetite. *International Journal of Central Banking*’, 2(1), 167–188.
- GERAATS, P. M. (2002) ‘Central bank transparency’. Economic Journal, 112(483), F532

GERTLER, M.; S. GILCHRIST (1994) "Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms." *Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309-340.

GOLDBERG, L. S.; D. LEONARD (2003) 'What moves sovereign bond markets? The effects of economic news on US and European sovereign bond markets'. *Current Issues in Economics and Finance*, 9(9), 1-7.

GOLDMAN SACHS, (2001) "Building Better Global Economic BRICs", Written By Jim O'Neill, Global Economics Paper, No.66, 30th November 2001.

GOLDMAN SACHS, (2003) "Dreaming With BRICs", The Path to 2050, Written by Wilson, D. and Purushothaman, R., Global Economics Paper No. 99.

GOODFRIEND, M.; R. G. KING (1997) "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual*, volume 12, ss. 231- 296.

GORTON, G.; K.G. ROUWENHORST (2006) 'Facts and Fantasies about Commodity Futures. *Financial Analysts' Journal*, 62(2), 47-68.

GOTTSCHALK J. (2014) 'Monetary Transmission Mechanism, Workshop on Monetary and Exchange Rate Policy' , Bangkok, Thailand November 24 -December 3, s.27.

GUJARATI, D. N. ; D. C. PORTER (2009) 'Basic Econometrics (5th ed.)', McGraw-Hill Education.

GURKAYNAK, R.; B. SACK,; E.SWANSON (2005) "Do Actions Speak Louder than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements," *International Journal of Central Banking* 1, 55-93.

GÖRGENS, E.; S. KARLHEINZ; S. FRANZ (2003) 'Europäische Geldpolitik: Theorie-Empirie-Praxis', 3. Auflage, Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft, Stuttgart, 486s. (<https://www.utb.de/doi/book/10.36198/9783838585550>)

GÜR, E. T. (2003) 'Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması', Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.

GÜRKAYNAK, R. S.; B.P. SACK; E.T. SWANSON (2005) "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements." *International Journal of Central Banking*, 1(1), 55-93.

GÜRSOY, A. (2013) '1990 – 2000 Ve 2001 – 2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması', Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, yayınlanmış yüksek lisans tezi, İstanbul, 1-227.

GÜVENOĞLU, H.; A. SEREL (2020) ‘Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: Teorik Bir Değerlendirme’, Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi, cilt 10, sayı 2, ss: 445- 474. Doi: 10.18074/Ckuiibfd.598022

HAIBIN, N. (2012) "BRICs in Global Governance a Progressive Force?", Dialogue On Globalization, Friedrich Ebert Stiftung, FES New York, April 2012.

HAMILTON, J. D. (2009) ‘Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08. Brookings Papers on Economic Activity’, 2009(1), 215-259.

HATİPOĞLU, F. (2007) ‘Döviz Kuru Aktarma Kanalı ve Para Politikası: Türkiye 1990- 2006’, Eskisehir, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat ABD, Yayınlanmış yüksek lisans tezi, ss: 1-140.

HILLENBRAND, S. (2022) "The Fed and the Secular Decline in Interest Rates." Working paper.

HUBBARD, G. R. (1995) “Is There a “Credit Channel” for Monetary Policy”, Federal Reserve Bank of St Louis Review, Volume 77, Issue 3, pp: 63-77.

HULT, T. (2009) "The BRIC Countries", Global EDGE Business Review Volume 3, Number 4.

IRELAND, P. N. (2005) “The Monetary Transmission Mechanism”, Federal Reserve Bank of Boston, No. 06-1, (November 2005).

IŞIK, S. (2003) “Keynes Para Arzının Belirlenmesinde bir Endojenist miydi?”, Ekonomik Yaklaşım, 44 46, ss. 71 106.

İNAN E.A. (2002) ‘Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye, Bankacılık ve Araştırma Grubu’, 2002.

İNAN, E. A. (2001) ‘Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye’, Bankacılar Dergisi, 39, 3-19.

JAMES T. (1998) ‘Monetary Policy: Recent Theory and Practice, Paper provided by Cowles Foundation’, Yale University in its series Cowles Foundation Discussion Papers no.1187, <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf>, 1998, s.3

JEENNEAU, S. (2009) ‘Communication of monetary policy decisions by central banks: What is revealed and why’, BIS Papers, No: 47, May, 1-38

- JOHNSON, L.E, L. ROBERT; C. THOMAS (2001) ‘Keynes Theory of Money and His Attack on the Classical Model”, IAER, No. 4, Vol. 7, 2001, pp. 409-418.
- KARAGÖL, V.: A. BENLİ, (2019) ‘Brics-t Ülkelerinde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği’ . Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, cilt:20 sayı no:3.
- KASAPOĞLU Ö. (2007) ‘Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Bir Uygulama’, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Şubat, s.7.
- KAYA, Z. 2009 ‘Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Bağımsızlığı Ve Para Politikası’, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi s.25.
- KEYNES, J. M. (1936) ‘The General Theory of Employment, Interest and Money’, Macmillan.
- KEYNES, J.M. (1980) ‘İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi’, Çev: Asım Baltacıgil, Minnetoğlu Yayınları, İstanbul.
- KEYNES, J.M., (2008) ‘Genel Teori: İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi’, Çev. Uğur Selçuk Akalın, Kalkedon, İstanbul 2008.
- KILIAN, L. (2009) ‘Oil Price Shocks, Monetary Policy and Stagflation. Handbook of Monetary Economics’, 3, 565-621.
- KOÇ, A., S. GÜRSOY (2020)’ Amerikan Merkez Bankası FED’in Para Politikası Araçları ve Bağımsızlığı ‘International Academic Journal, [Econder], 2020 4 (2): 421/447.
- KRISHNAMURTHY, A.; A. VISSING-JORGENSEN (2011) ‘The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy’. Brookings Papers on Economic Activity, 2011(2), 215-287.
- KUTLU M.; A. USTA (2022) ‘Fed Politikalarının Emtia Fiyatlarındaki Oynaklığa Etkisi’ Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Sayı:2, s.58-67.
- KUTLU Ş.Ş. (2020) ‘Para Politikası ve Varlık Fiyatları İlişkisi’, Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, 2020, s.20.
- KUTTNER, K. N. (2001) ‘Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed’, Journal of Monetary Economics, 47(3), 523–544.
- KÖKSEL, Bilge (2016) ‘Türkiye Ekonomisinde Para Arzının İçselliği: 2006-2014 Dönemi Üzerine Bir Uygulama’ Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 30 2016 Sayı: 2.

KÖSE, A.K.; M., AKKAYA (2016) ‘Beklenti ve Güven Anketlerinin Finansal Piyasalara Etkisi: BIST 100 Üzerine Bir Uygulama’, Bankacılar Dergisi, Sayı 99, 2016.

KÜÇÜKSARAÇ D. (2016) ‘Para Politikası Faizlerinin ve Duruşunun Kısa Vadeli Piyasa Faizlerine Geçişkenliği’, TCMB Ekonomi Notları, Sayı 2016-5.

LOAYZA, N.,; K. SCHMIDT-HEBBEL (2002) “Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview”, Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, Ed. Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Central Bank of Chile, pp. 1-20.

LUCAS, R. E. (1972) ‘Expectations and the neutrality of money’, Journal of Economic Theory, 4(2), 103–124.

MANKIW, N. G. (1985) ‘Small menu costs and large business cycles: A macroeconomic model of monopoly’, Quarterly Journal of Economics, 100(2), 529–537.

MIRANDA, S.; H. Rey (2020) ‘US monetary policy and the global financial cycle’, Review of Economic Studies, 87(6), 2754–2776.

MISHKIN, F. S. (1995) “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, The Journal of Economic Perspectives, Volume 9, Issue 4, pp: 3-10.

MISHKIN, F. S. (1996) ‘The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy’, NBER Working Paper No. 5464.

MISHKIN, F. S. (2000) ‘Para Teorisi – Politikası’, Çev. İ. Şıklar vd., İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.

MISHKIN, F. S. (2004) ‘The Economics of Money, Banking and Financial Markets’ 7. Ed., Pearson Education, USA. IMF (1998).World Economic Outlook, 74-75.

MISHKIN, F. S. (2019) ‘The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Pearson Education’.

MISHKIN, F. S. (2001b) “The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy”, NBER Working Paper No: 8617, Cambridge, (December 2001), pp. 1.

MISHRA, P.; P. MONTIEL (2012) “How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence.” IMF Working Paper, WP/12/143.

MİSHKİN, F. S. (1996) “The Channels of Monetary Policy Transmission: Lessons for Monetary Policy”. NBER Çalışma Tebliği, No.5464.

MODIGLIANI, F. (1986) 'Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations, The American Economic Review, Volume 76, Issue 3, pp: 279-313.

MODIGLIANI, F.; R. BRUMBERG (1954) 'Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, in K. Kurihara, ed., Post Keynesian Economics (New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press)', pp. 388-436.

MORRIS, S.; H.S. SHIN,. (2002) 'Social value of public information', American Economic Review, 92(5), 1521–1534.

MUNDELL, R. A. (1963) 'Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates'. Canadian Journal of Economics and Political Science, 29(4), 475-485.

NARAYAN, P. K. (2005) 'The saving and investment nexus for China: evidence from cointegration tests', Applied Economics, 37(17), 1979–1990.

NARAYAN, P. K.; S. NARAYAN, (2010) 'Carbon dioxide emissions and economic growth: Panel data evidence from developing countries'. Energy Policy, 38(1), 661–666.

NOLTE, F. (2003) 'Die Transmission Monetärer Impulse, Europäischer Verlag der Wissenschaften', Frankfurt, 225s. ().

NOLTE, F. (2003) 'Die Transmission Monetärer Impulse, Europäischer Verlag der Wissenschaften', Frankfurt.

OBSTFELD, M. (2015) 'Trilemmas and trade-offs: Living with financial globalization', Bank for International Settlements Working Papers, No. 480.

OBSTFELD, M.; J.D. Ostry; M.S. Qureshi (2019) 'A tie that binds: Revisiting the trilemma in emerging market economies', Review of Economics and Statistics, 101(2), 279–293.

OKTAR, S., , N.EROĞLU, İ. EROĞLU, (2013), 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve T.C.M.B.'nin Deneyisel Politika Çabaları, Marmara Üniversitesi, İ.İ.B Dergisi, Yıl: 2013, Cilt 35, Sayı 2.

OLIVIER W. (2019) 'Monetary Policy Communications and Their Effects On Household Inflation Expectations' National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 January 2019, Revised November 2021.

ORHAN, O.; S. ERDOĞAN (2007) 'Para Politikası', İstanbul: Avcı Ofset.

ÖZTÜRKLER, H.; A.H. ÇERMİKLİ (2007) 'Türkiye'de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri', Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 44 (514), 59-68.

- PARASIZ, İ. (2009) 'Para Banka ve Finansal Piyasalar', 9. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- PAYA, M. (2013) 'Küresel Ortamda İktisat Politikaları', İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- PESARAN, M. H., SHIN, Y., R.J. SMITH (2001) 'Bounds testing approaches to the analysis of level relationships'. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326.
- PHILIP A.; S. MALCOLM (2004) 'New Consensus," New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way", Levy Economics Institute of Bard College', New York Working Paper No. 364, s.1
- PIAZZESI, M.; E.T. Swanson (2008) 'Futures prices as risk-adjusted forecasts of monetary policy', *Journal of Monetary Economics*, 55(4), 677–691.
- POYRAZ E., T. B. KAYA ve E.KAHRAMAN (2020) 'Politika Faizindeki Değişimlerin Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerindeki Etkisinin Olay Analizi ile İncelenmesi', 2020.
- REINHART, C. M.; K.S. ROGOFF (2004) 'The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation'. *Quarterly Journal of Economics*, 119(1), 1-48.
- REY, H. (2015) 'Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence'. NBER Working Paper No. 21162.
- RIGOBON, R.; B. SACK (2004) 'The impact of monetary policy on asset prices', *Journal of Monetary Economics*, 51(8), 1553–1575.
- ROMER, C. D., & ROMER, D. H. (2004). A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications. *American Economic Review*, 94(4), 1055–1084.
- ROSA, C. (2011) 'The high-frequency response of exchange rates to monetary policy actions and statements', *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 478–489.
- SELGİN, G., (2010) 'Central Banks as Sources of Financial Instability, The Independent Review: a Journal of Political Economy, Spring', XIV(4), 485-496
- SEREL A.; H. GÜVENOĞLU (2020) 'Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Teorik Bir Değerlendirme', Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Y. 2020, Cilt 10, Sayı:2, ss. 445-474.
- SEREL A.; İ.C. ÖZKURT (2014) 'Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası', *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* Sayı:22.
- SIKLOS, P. L. (2017) 'Central Bank Transparency and Communication: A Survey', In *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*.

- SMAGHİ, L.B. (2009) ‘Conventional and Unconventional Monetary Policy’, BIS Review 52, <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>, (20.02.2023).
- STANLEY F. (1996) ‘Why Are .Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?’, Journal of Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996, s.10-11
- SUALP E.N. (2010) ‘Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Beklenti Anketi Tahmin Gerçekleşme Analizi’, s.41, 2010.
- SVENSSON, L. E. O. (1997) ‘Inflation Forecast Targeting’, European Economic Review, 41(6), 1111–1146.
- SVENSSON, L. E. O. (1999) “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule.” Journal of Monetary Economics, 43(3), 607-654.
- SWANSON, E. T. (2018) ‘Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets’, Journal of Monetary Economics, 95.
- SÜSLÜ B.; C. DIŞBUDAK (2012) ‘TCMB’nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)’, Yönetim ve Ekonomi Dergisi Sayı:2, cilt:19, s.68.
- ŞERBETLİ, A. (2022) ‘Merkez Bankaları Para Politikası Uygulamalarının Kredi Arz ve Talebine Yönelik Etkinlik Analizi: Türkiye Uygulaması’, 2022.
- TAYLOR, J. B. (1993) “Discretion versus Policy Rules in Practice.” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195-214.
- TAYLOR, J. B. (1995) ‘The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework’, Journal of Economic Perspectives, Volume 9, Issue 4, pp: 11- 26.
- TCMB, (2011) ‘Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında İletişim Politikalarının Gelişimi, Merkez Bankaları İletişimi’
- TIAN, S.; S. HAMON (2016) ‘Time-varying Price Shock Transmission and Volatility Spillover in Foreign Exchange, Bond, Equity and Commodity Markets: Evidence From the United States’, North American Journal of Economics and Finance. 38, 163-171.
- ULLRICH, K. (2008) ‘Inflation expectations of experts and ECB communication’, The North American Journal of Economics and Finance, 19(1), 93-108
- UMAR, M.; T. SULEMAN (2020) ‘The impact of monetary policy on stock market performance: An emerging market perspective’, Journal of Economics and Finance, 44, 321–340.

VARDAR, G.; COŞKUN, Y. and YELKENCI, T. (2018) ‘Shock Transmission and Volatility Spillover in Stock and Commodity Markets: Evidence From Advanced and Emerging Markets’, Eurasian Econ. Rev.

WALSH, C. E. (2007) ‘Accountability, transparency, and inflation targeting. In Monetary Policy under Inflation Targeting (pp. 220–246)’, Central Bank of Chile.

WOODFORD, M. (2003) “Optimal Interest-Rate Smoothing.” Review of Economic Studies, 70(4), 861-886.

WOODFORD, M. (2005) ‘Central-Bank Communication and Policy Effectiveness. American Economic Review’, 95(2), 246-251.

WOOLDRIDGE, J. M. (2013) ‘Introductory Econometrics: A Modern Approach (5th ed.)’, South-Western Cengage Learning.

YAZGAN, A. (2003) ‘Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Avrupa Merkez Bankaları Sistemine Uyumu’, Aralık, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri.

YILDIRIM, B. (2022) ‘Merkez Bankası Faiz Kararlarının Finansal Piyasalara Etkisi’, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 2022.

YILMAZ, C.B. (2014) ‘Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları’ Bankacılar Dergisi, Sayı:88, Mart 2014.

ZENO E.; H. FRANZİSKA; J.M GERNOT (2019) ‘Monetary Policy Announcements and Expectations: Evidence from German Firms’, 2019.

İnternet Uzantısı

Wang Shuang, ‘Study on the Independence of China's Central Bank, Atlanta Press, China, 2017, p. 1848’, ‘Çevrimiçi’ <https://www.atlantispress.com/proceedings/essaeme-17/25881024>)

BCB (Banco Central do Brasil Legacy, Brasil, Brasil, Banco Central do Brasil, 1964, ‘Çevrimiçi’)(<https://www.bcb.gov.br/en/legacy?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2F%2FPom%2FSpb%2FIng%2FInstitucionalAspects%2FLegalAspects.asp>)

CBR (Central Bank of Russia) Monetary Policy Guidelines for 2021 – 2023, Central Bank Of Russia, ‘Çevrimiçi’ (eng/about_br/publ/ondkp/on_2021_2023/ <https://www.cbr.ru>)

RBI (Reserve Bank of India) Reserve Bank of India Act, Reserve Bank of India, India, 2009, ‘Çevrimiçi’ https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/RBIAM_230609.pdf)

SARB (Sout African Reserve Bank) Mandate, Constitution Of The Republic Of South Africa, South Africa, 1996, ‘Çevrimiçi’ (<https://www.justice.gov.>)

FED, 2019b, Conducting Monetary Policy, ‘Çevrimiçi’ https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf . 25. 09.2019.

Lewis, D. J., Makridis, C., ve Mertens, K. (2019), Do Monetary Policy Announcements Shift Household Expectations? Federal Reserve Bank of New York. New York: Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 897. ‘Çevrimiçi’ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr897.pdf (05.09.2019)

Iacoviello, M., Navarro, G. (2018). “Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates. FED. Board of Governors of the Federal Reserve System” . Federal Reserve s. 1-39 (Çevrimiçi), <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1237.pdf> / (10/08/2018)

TCMB, (2013) Parasal Aktarım Mekanizması, ISBN (elektronik) ‘Çevrimiçi’ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (20.02.2023).

EĞİLMEZ, Mahfi. (2012, 29 Eylül). “Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları”. Kendime Yazılar. ‘Çevrimiçi’ [http:// www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html](http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html), 19.05.2023

