

## PARA POLİTİKASI FAİZ KARARLARI VE UZUN DÖNEM FAİZ İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ.

Yrd. Doç. Dr. Nejla ADANUR AKLAN\*  
Araş. Gör. Mehmet NARGELEÇEKENLER\*\*

### Özet

*Para politikasının etkinliği para politikası faiz kararlarının varlık fiyatlarına etki derecesine ve hızına bağlıdır. Bu nedenle para politikası değişimlerinin piyasa faiz oranları üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi para politikalarının etkinliğini değerlendirmek bakımından önemlidir. Para politikası transfer mekanizmasının temel bileşenlerinden bir tanesi, faiz oranlarındaki değişimlerin iktisadi birimlerin harcama kararları üzerindeki etkisidir. Bu etkinin yönü, para otoritelerinin kontrolü altındaki faiz oranlarından (politika faiz oranları) iktisadi birimlerin harcama kararlarını etkileyen uzun vadeli faiz oranlarına doğrudur. Bu çalışmanın amacı, para politikası faizlerindeki değişmelerin DİBS faizleri üzerindeki etkilerini incelemektir. Bu şekilde uygulanan para politikalarının uzun vadeli piyasa faizlerine ne ölçüde aktarıldığı tespit edilebilecektir. Para politikası faiz değişimlerinin DİBS faizleri üzerindeki etkilerinin belirlenmesinde Kuttner (2001)'ın modelinden yararlanılmıştır. Çalışmada ayrıca para politikası faizlerinin belirlenmesinde enflasyonun ne ölçüde etkili olduğu ortaya konulacaktır. Bu şekilde, uzun vadeli faizler üzerinde enflasyondan kaynaklanan bir etkinin olup olmadığı tespit edilecektir.*

*Şubat 2002- Şubat 2008 dönemini kapsayan çalışmamızda TCMB'nin faiz kararlarının sadece Nisan 2005-Şubat 2008 alt döneminde piyasaları etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu dönemin dışında TCMB'nin faiz kararları ile uzun vadeli DİBS faizleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilememiştir. Çalışmamızda ayrıca ilgili alt dönem için para politikası faizlerinin enflasyon oranıyla bir ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, uzun vadeli faizler üzerine enflasyondan kaynaklanan bir etki olduğunu ortaya koymaktadır.*

---

\* Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, adanurn@uludag.edu.tr

\*\* Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonometri Bölümü, mnargele@uludag.edu.tr

**Anahtar Kelimeler:** Para politikası faiz oranları, piyasa faiz oranları, beklenti hipotezi.

## **POLICY RATES DECISIONS AND ITS RELATION WITH LONG-TERM INTEREST RATES: EVIDENCE FROM TURKEY**

### **Abstract**

*The efficiency of monetary policy depends on the transfer of monetary policy rate decisions on asset prices. One of the main components of monetary policy transfer mechanism is the effect of interest rates on spending decisions. The direction of this effect ranges from interest rates (policy rates) under the control of monetary authorities to long-term interest rates affecting spending decisions of economic agents. The aim of this study is to examine the effect of changes in policy rates on government domestic debt securities interest rates. In this study, we analyze the impact of changes in policy rates on the long-term market rates using the methodology introduced by Kuttner (2001). Moreover, in this study it will be determined whether inflation is effective in determining policy rates. In this way it can be determined whether there is an effect resulting from inflation on long-term interest rates.*

*In our study conducted during February 2002 – February 2008 we determined that interest decisions of CBRT affected the markets only in sub-periods of April 2005 - February 2008. Except in that period, no statistically significant relation could be determined between interest rate decisions of CBRT and government domestic debt securities interest rates. Moreover, we determined that inflation rate affected monetary policy rates for that sub-period. This finding released that there is an effect on long-term interest rates arising from inflation.*

**Key Words:** Policy rates, Market interest rate, Expectations hypothesis.

### **1.GİRİŞ**

Para politikalarının enflasyon ve üretim üzerine olan etkilerinin yanı sıra finansal piyasalar üzerine de etkileri vardır. Para politikaları finansal piyasalar üzerine varlık fiyatları ve getirileri yoluyla doğrudan etkide bulunmaktadır. Para politikalarının finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin belirlenmesi, para politikası transfer mekanizmasında faiz kanalının önemini ortaya koymaktadır.

Para politikalarının transferinde tahvil ve bono piyasası önemli bir işleve sahiptir. Dolayısıyla para politikası faiz değişimlerinin uzun vadeli faizler üzerindeki etkileri en iyi şekilde bu piyasada işlem gören varlıkların getirileri yardımıyla ortaya konulabilir. Para politikası faizlerinin bu piyasada işlem gören aktifler üzerindeki etkileri, söz konusu faiz değişimlerinin piyasa katılımcıları tarafından öngörülüp öngörülmemesine göre değişir.

Geleneksel analizde para politikası aktarım mekanizmasında faiz oranlarının önemli bir işlevi vardır. Bu görüşe göre, sıkı para politikaları hem kısa vadeli hem de uzun vadeli faiz oranlarını yükseltirken, esnek para politikaları ise düşürmektedir. Para politikalarının transferi geleneksel olarak merkez bankasının kontrolündeki kısa vadeli faiz

---

oranlarından, iktisadi birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarını etkileyen uzun vadeli faiz oranlarına doğrudur. Reel ekonomik aktivitenin büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlı olduğu koşullarda, para otoritelerinin etkileyebildiği bir değişken olan kısa vadeli faiz oranlarıyla uzun vadeli faiz oranları arasındaki yapısal ilişki otoritelerin reel ekonomiyi etkileme gücünü gösterir. Para politikası faizlerindeki değişimlerin reel ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkileri bu değişimlerin ekonomideki diğer faiz oranlarına aktarımına ve söz konusu faiz oranlarının ekonomik aktiviteyi etkileme biçimine bağlıdır.

Bu çalışmanın amacı, TCMB faiz kararlarının piyasa faiz oranları üzerindeki etkilerini tahmin etmektir. Bu şekilde *faiz kanalının* para politikalarının aktarımında etkin bir kanal olup olmadığı ortaya konulacaktır.

Çalışmamızda öncelikle para politikası faiz değişimleri ile diğer piyasa faiz oranları arasındaki ilişki incelenecektir. Çalışmanın ilerleyen bölümünde para politikası faiz değişimlerinin uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkileri bekleme hipotezi çerçevesinde ortaya konulduktan sonra, faiz değişimlerinin beklenen enflasyon üzerindeki etkilerine değinilecektir. TCMB faiz değişimlerinin piyasaların beklentileri dahilinde olan ve olmayan (sürpriz) kısımlarının belirlenmesi, finansal varlık fiyatları üzerinde meydana gelecek etkinin tespit edilmesi açısından önemlidir. Bu nedenle çalışmanın sonraki bölümünde beklenen ve beklenmeyen para politikası faiz değişimlerinin aktarım mekanizması içinde bir farklılık yaratıp yaratmadığı incelenecektir. Çalışmamızın son bölümünde ise TCMB faiz kararlarının piyasa faiz oranları üzerindeki etkileri Şubat 2002 – Şubat 2008 dönemine ilişkin ampirik bir uygulama ile ortaya konulacaktır. Çalışmamızın bu bölümünde ayrıca TCMB'nin faiz kararları üzerine enflasyonun etkisi araştırılacaktır.

## **2.MERKEZ BANKASI FAİZ KARARLARI VE PİYASA FAİZ ORANLARI**

Geleneksel para politikası transfer mekanizması faiz, varlık fiyatları, kredi, bilanço ve nakit akımı kanallarından oluşur<sup>1</sup>.

Geleneksel faiz oranı kanalı, Keynesyen IS-LM analizine dayanır. Bu analizde iktisadi birimlerin portföylerinin para ve tahvilden oluştuğu varsayıldığından tek bir faiz oranı söz konusudur. Buna göre para arzındaki artışlar tahvillere olan talebi artırır, tahvil fiyatları yükselir ve faiz oranları düşer. Faiz oranlarında düşüş, sermaye maliyetini azaltarak yatırımların artmasına ve dolayısıyla toplam talepte ve üretim miktarında artışa sebep olur<sup>2</sup>. Geleneksel yaklaşımda para politikası transfer mekanizmasının temel değişkeni, harcama kararları üzerinde etkili olması nedeniyle faiz oranıdır.

Geleneksel faiz oranı yaklaşımında (Para Yaklaşımı) para politikalarının ekonomiye etkileri incelenirken şu varsayımlardan hareket edilir: 1. Merkez bankaları tam ikamesi olmayan baz para arzını kontrol ederler. 2. Merkez bankaları fiyatların faiz değişimlerine hemen ayarlanma göstermediği şartlarda hem nominal faiz oranlarını hem de reel faiz oranlarını etkileyebilirler. 3. Para politikası faizlerindeki değişimlerden etkilenen reel kısa vadeli faiz oranları, uzun dönem reel faiz oranlarını etkilemektedir. 4. Para politikası faizlerindeki değişimler karşısında faiz esnekliği yüksek yatırım harcamalarındaki

---

<sup>1</sup> F. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Seventh Edition, Addison Wesley, 2004, s. 629.

<sup>2</sup> E. Telatar, **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin ?**, Ankara : İmaj Yayınevi, 2002, s. 68.

değişimler ile üretimde oluşan değişimler arasında uyum olmalıdır<sup>3</sup>. Bu bakış açısında öne çıkan temel husus, para politikalarının reel faiz oranlarındaki değişimler vasıtasıyla ekonomiyi etkilemesidir. Esnek para politikaları reel faiz oranlarını düşürdüğünden toplam talep ve yatırım harcamaları artar. Yatırım harcamalarındaki artışlar ise üretim düzeyinin artması ile sonuçlanır.

Geleneksel görüş para politikası transfer mekanizmasında merkezi bir öneme sahiptir. Parasal tabandaki bir azalma veya kısa vadeli resmi faiz oranlarındaki artış (politika faizleri), tüm vade yapılarında faizler üzerindeki etkileri yoluyla varlık fiyatlarını değiştirir. Nominal ücret ve fiyat yapışkanlıklarının veri olduğu koşullarda nominal faiz oranlarının yükselmesi kısa vadede reel faiz oranlarında da yükselmeye neden olur. Yüksek nominal faiz oranları para talebini azaltırken, yüksek reel faiz oranları ise kredi talebini azaltarak harcamalar üzerine etkide bulunur<sup>4</sup>. Buna göre nominal faiz oranlarındaki değişimlerin reel faiz oranlarını etkilemesi nominal ücret ve fiyat yapışkanlıklarının söz konusu olduğu koşullarda geçerlidir. Sıkı (esnek) para politikaları kısa vadeli nominal faiz oranlarını arttırır (azaltır). Fiyat ve ücretlerin yapışkan, bekleyişlerin rasyonel olduğu şartlarda bu durum, reel faiz oranlarının yükselmesi (düşmesi) ile sonuçlanır<sup>5</sup>. Keynesyen aktarım mekanizmasının işleyebilmesi için nominal faiz oranı ile reel faiz oranının aynı yönde değişmesi gerekir. Bu sonuca fiyatların kısa dönemde yapışkan olduğu varsayımı altında ulaşılmaktadır. Ekonomide ücret ve fiyat yapışkanlıklarının olması, bekleyişlerin rasyonel olduğu koşullarda, aktarma mekanizmalarında parasal şokların reel etkiler yaratması ile sonuçlanmaktadır. Buna göre, iktisadi birimler enflasyona yönelik beklentilerini oluştururken, ücret ve fiyat yapışkanlıklarını da dikkate aldıkları için enflasyon beklentileri nominal faiz oranı kadar artmadığından, reel faiz oranları yükselmektedir<sup>6</sup>. Bu transfer mekanizmasındaki temel husus, otoritelerin para politikası uygulamalarına bağlı olarak değişen ve kontrolleri altında bulunan faiz oranlarının, kısa vadeli faiz oranlarını etkilemesidir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlerin uzun vadeli faiz oranlarına yansımaları ise transfer mekanizmasının en önemli aşamasıdır<sup>7</sup>. Faiz oranları değiştiğinde, iktisadi birimler portföylerini ve harcama planlarını faiz oranlarının yeni

<sup>3</sup> G. R. Hubbard, "Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May -June 1995, s. 64.

<sup>4</sup> M. King, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy", (speech by King delivered at Lombard Street Research on 9 May), **Bank of England**, 1994, s. 263.

<sup>5</sup> J. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", **The Journal of Economic Perspectives**, 9, 4, 1995, s. 14; Taylor (1995) faiz oranlarının sermaye mallarının maliyeti vasıtasıyla tüketim ve yatırım harcamaları üzerine önemli etkileri bulunduğunu belirterek parasal aktarım mekanizmasında faiz kanalının önemine değinmiştir. Ancak bu görüşe karşın Bernanke ve Gertler (1995) çalışmalarında, sermaye maliyeti kanalıyla çalışan faiz oranı kanalına yönelik ampirik kanıtların yeterli olmadığını öne sürerek para politikası transfer mekanizmasında kredi kanalını öne çıkarmışlardır.

<sup>6</sup> E. Telatar, **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin ?**, Ankara: İmaj Yayınevi, 2002, s. 66-67.

<sup>7</sup> S. Kamin ve diğerleri, "The Transmission of Monetary Policy In Emerging Market Economies: An Overview" , in *The Transmission Of Monetary Policy In Emerging Market Economies*, **BIS Policy Papers**, No:3, 1998, s. 9-10; Kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasında tanımlanan doğrudan ilişki kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasında çok güçlü ve sabit bir ilişkinin varlığını gerektirmektedir. Ancak uygulamada bu ilişkinin para politikalarının faiz oranları üzerindeki öngörülebilir etkileri nedeniyle zayıf ve değişken olabileceği vurgulanmaktadır. Bkz; Roley ve Sellon (1995).

---

düzeğine uygun bir şekilde ayarlamaya yönelirler. Bu süreç, reel faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanmaktadır.

Reel faiz oranlarındaki değişimin reel toplam talebi etkileme yolları şu şekilde sıralanabilir<sup>8</sup>: 1. Yüksek reel faiz oranları harcamaları cari dönemden gelecek döneme kaydırır. 2. Yüksek reel faiz oranları aktif fiyatlarını etkileyerek iktisadi birimlerin servetlerini azaltır. 3. Kısa vadeli reel faiz oranlarındaki artış, ulusal paranın değerlendirilmesine neden olarak net dış ticaret dengesinde yarattığı etkiler yoluyla ekonomi üzerinde baskı yaratır.

Uzun vadeli faizler üzerine etkide bulunan kısa vadeli faiz oranları, merkez bankalarının faiz kararlarıyla kontrol altında tutulmaktadır. Ancak bu durum uzun vadeli faiz oranlarında da aynı kontrolün sağlandığı anlamına gelmemektedir. Para otoriteleri tarafından belirlenen bir büyüklük olmayan uzun vadeli faiz oranları, para politikalarının geleceği ile ilgili piyasa beklentilerini yansıtmaktadır<sup>9</sup>. Tüketim ve yatırım talebi kararlarında önemli olan uzun vadeli faiz oranlarıdır. Para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği para politikalarının uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkilerine bağlıdır.

Otoritelerin kısa vadeli faiz oranlarıyla ekonomiyi yönlendirmeleri likidite tuzağının geçerli olduğu koşullarda sınırlanmaktadır. Buna, para politikası faizlerinin sifıra düştüğü ve dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarıyla ekonomiyi yönlendiremeyen Japon Merkez Bankası'nın Şubat 1999'da karşı karşıya kaldığı durum örnek olarak gösterilebilir. Bu şartlarda önerilen politikardan bir tanesi, iktisadi birimlerin gelecekte uygulanacak politikalar ile ilgili beklentilerini ekonomik değişkenlerin gelecekte alacağı değerler ile ilgili taahhütte bulunarak olumlu yönde etkilemektir. Bu aşamada kullanılacak en şeffaf politika değişkeni kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki değerlerine büyük ölçüde bağlı olan uzun vadeli faiz oranlarıdır<sup>10</sup>. Merkez bankası uyguladığı politikalarla bir yandan cari dönem kısa vadeli faiz oranlarını kontrol ederken, diğer yandan gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarına etki etmektedir. Ancak bu süreçte uygulanan politikaların gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarına etki etmesi uygulanan politikaların kredibilitesine bağlı olarak değişmektedir.

Para otoritelerinin aldıkları faiz kararlarının uzun vadeli faizler üzerindeki etkisi, alınan kararların gelecek dönem kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisine ve bu kararların uzun vadede beklenen enflasyon üzerindeki etkisine bağlıdır. Faiz kararlarının uzun vadeli faizler üzerindeki etkisi, alınan kararların gelecek dönem kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi beklentiler hipotezi çerçevesinde açıklanabilir.

### 3.BEKLEYİŞLER HİPOTEZİ

Kısa vadeli reel faiz oranları ile uzun vadeli reel faiz oranları arasında faiz oranlarının vade yapısına yönelik *beklentiler hipotezi* ile açıklanan bir ilişki vardır. Uzun

---

<sup>8</sup> King, 1994, **agk**, s. 263.

<sup>9</sup> King, 1994, **agk**, s. 263.

<sup>10</sup> G. Rudebusch ve diğerleri, "Using a Long Term Interest Rate as the Monetary Policy Instrument", **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series**, 2004-22, 2004, s. 1-2; B. Bernanke-V. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", **American Economic Review**, 94, 2, 2004.

vadeli faiz oranlarının ileriye dönmük yapısı en basit şekilde bekleyişler hipotezi yardımıyla ortaya konulabilir. Bekleyişler hipotezine göre uzun vadeli faiz oranları iktisadi birimlerin kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki değerlerine yönelik bekleyişlerini yansıtır. Para otoriteleri tarafından belirlenen politika faizleri, kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte gerçekleşmesi beklenen değerlerini etkileyerek uzun vadeli faiz oranlarına tesir etmektedir. Uzun vadeli faiz oranları iktisadi birimlerin tüketim ve yatırım talebi kararlarını etkilediğinden politika faizlerindeki değişim karşısında uzun vadeli faizlerin reaksiyonunun belirlenmesi etkin politika kararlarının alınması açısından önemlidir.

Kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı ülkelerde para otoritelerinin bankaların rezerv hacimlerine etki edebilecekleri bir ulusal kredi piyasasının varlığı gerekir<sup>11</sup>. Geleneksel görüşte politika faizlerindeki değişim açık piyasa işlemleri aracılığıyla veya reeskont politikasıyla sağlanır. Para otoriteleri açık piyasa işlemleri veya reeskont politikasıyla mevduat kuruluşlarının rezerv arzını etkilemektedir. Para otoritelerinin uygulamalarına bağlı olarak gelişen rezerv arzı, mevduat kuruluşlarının rezerv talebine göre rezervlerin fiyatını (para politikası faizleri) etkilemektedir<sup>12</sup>. Telatar (2002:19)'a göre, toplam rezerv hacminin açık piyasa işlemleri yoluyla genişletilmesi veya daraltılması kısa vadeli faiz oranlarının değişmesi ile sonuçlanır. Merkez bankasının çoğunlukla düşük veya sıfır faiz uyguladığı koşullarda bankalar açısından aşırı rezerv bulundurma maliyeti artar. Bankacılık sisteminde bulunan aşırı rezervler faiz getirisi olan borçlanma araçlarına yönlendirildiğinde talep fazlalığı nedeniyle söz konusu borçlanma araçlarının fiyatlarında artış, faiz oranlarında ise düşüş meydana gelmektedir. Buna karşın bankacılık sisteminde rezervler yeterli düzeyde olmadığında süreç tersine işlemektedir. Faiz getirili borçlanma araçlarının satışı nedeniyle söz konusu borçlanma araçlarının fiyatları düşerken, faiz oranları ise yükselmektedir<sup>13</sup>.

Kısa vadeli faiz oranları para otoritelerinin ekonomi ile ilgili amaçları doğrultusunda belirlendiğinden, otoritelerin kontrolü altındadır. Ancak uygulamada iktisadi birimlerin değişimlerinden özellikle etkilendikleri faiz oranları uzun vadeli<sup>14</sup>. Telatar (2002: 58-59)'a göre bu durum, uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarına bağlı olarak değişmesi nedeniyle çözümlenmektedir. Buna göre, banka ve banka kesimi dışındaki yatırımcıların varlık portföylerinde bulunan borç enstrümanları arasındaki ikame ilişkisi, kısa ve uzun vadeli faizlerin birlikte hareket etmesine neden olur. Örneğin, diğer

---

<sup>11</sup> A. Estrella-F. Mishkin, "The Term Structure of Interest Rates and its Role in Monetary Policy for the European Central Bank", **Federal Reserve Bank of New York Research Paper**, 9526, 1995, s. 1-2.

<sup>12</sup> V. Roley-G. Sellon, "Monetary Policy Action and Long-Term Interest Rates", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Fourth Quarter, 73-89, 1995, s. 74.

<sup>13</sup> Günümüzde politika faizlerinin açık piyasa işlemleri dışında, başka yöntemlerle de değiştirilebileceğine dair görüşler mevcuttur. Meulendyke (1998), Guthrie ve Wright (2000)'ın çalışmalarında politika faizlerini değiştirmek için açık piyasa işlemlerine gerek olmadığı para otoritelerinin sadece faiz oranları ile ilgili amaçlarını piyasalara açıklamasının (open mouth operations) yeterli olacağı savunulmaktadır. Söz konusu çalışmalarda para otoritelerinin *duyurular* vasıtasıyla uygulayacakları politikaları bildirerek politika faizlerini değiştirebilecekleri vurgulanmaktadır.

<sup>14</sup> M. Brooke ve diğerleri, "Inferring Market Interest Rate Expectations from Money Markets Rates", **Bank of England Quarterly Bulletin**, November 2000, s. 392.

değişkenler sabitken kısa vadeli faizlerdeki düşüş kısa vadeli varlıklardan uzun vadeli varlıklara doğru bir yönelmeye neden olduğundan talep artışı nedeniyle uzun vadeli varlıkların fiyatları yükselmekte faiz oranları ise düşmektedir.

Aktarım mekanizmasında taşıdığı önem nedeniyle, uzun vadeli faiz oranlarının politika faiz değişimlerine gösterdiği reaksiyonun belirlenmesi önemlidir. Bunun için kısa vadeli faiz oranlarından uzun vadeli faiz oranlarına geçişi sağlayan mekanizmanın tanımlanması gerekir. Bu konuya faiz oranlarının vade yapısına yönelik beklentiler hipotezinde açıklama getirilmektedir.

Beklentiler hipotezinde uzun vadeli faiz oranları, cari dönem kısa vadeli faiz oranlarının ve gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarının bir ortalamasıdır. Buna göre para otoriteleri uzun vadeli faiz oranlarını, cari ve beklenen kısa vadeli faiz oranlarına etki edebildiği ölçüde değiştirebilmektedir<sup>15</sup>. Politika faizlerindeki değişimlerin uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi büyük ölçüde piyasa katılımcılarının bu faiz değişikliklerini öngörüp öngörmemelerine ve buna bağlı olarak da faizlerin gelecekteki değeri ile ilgili beklentilerini revize edip etmemelerine bağlıdır. Politika faiz oranlarında meydana gelen değişimler zamanlama veya büyüklük bakımından iktisadi birimlerin beklentileri dahilinde olmadığında uzun vadeli faiz oranlarının politika faiz değişimlerine reaksiyonu artmaktadır. Bu durumun temel sebebi, para politikası uygulamalarının iktisadi birimlerin gelecekte uygulanacak para politikaları ile ilgili beklentilerini etkilemesidir. Diğer yandan, iktisadi birimler tarafından tam olarak öngörülen para politikası uygulamaları gelecekte uygulanacak para politikalarıyla ilgili beklentilerde bir değişikliğe neden olmaz. Bu süreçte uzun vadeli faiz oranlarının politika faiz değişimlerine reaksiyonu düşer<sup>16</sup>. Merkez bankaları cari dönemde uyguladıkları kredibilitesi yüksek para politikalarıyla kısa vadeli faizlerin gelecekte gerçekleşmesi beklenen değerlerine etki ederler.

Beklentiler hipotezinde değişik vade yapılarına karşılık gelen faiz oranlarındaki farklılığın nedeni gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarının farklı değerler almasıyla açıklanmaktadır. Beklentiler hipotezinde  $i_t$  = bir dönemlik tahvillere uygulanacak faizin t dönemindeki değerini,  $i_{t+1}^e$  = bir dönem sonraki dönemlik faizin t+1 döneminde gerçekleşmesi beklenen değerini göstermek üzere, n dönemlik tahvillere uygulanan faiz oranı;  $i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + i_{t+(n-1)}^e}{n}$  olarak belirlenir. Buna göre n dönemlik tahvilin faiz oranı, vade süresince gerçekleşmesi beklenen dönemlik faiz oranlarının ortalamasına eşittir<sup>17</sup>.

Beklentiler hipotezinde, farklı dönemlerde faiz oranlarının<sup>18</sup> vade yapısında meydana gelen değişikliklerin nedeni açıklanmaktadır. Gelecekte gerçekleşmesi beklenen

<sup>15</sup> Roley-Sellon, 1995, **agk**, s. 74.

<sup>16</sup> Roley-Sellon, 1995, **agk**, s. 81.

<sup>17</sup> Mishkin, 2004, **agk**, s. 131.

<sup>18</sup> Faiz oranlarındaki değişimler getiri eğrisi ile temsil edilmektedir. Yaygın kabul gören görüş, getiri eğrisinin şeklinin gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarına yönelik beklentileri yansıttığı doğrultusundadır (Bkz; Meulendyke, 1998; ayrıca Bkz; Russell, 1992).

kısa vadeli faiz oranlarının ortalaması, cari dönem kısa vadeli faiz oranlarının üzerinde (altında) olduğunda, getiri eğrisi pozitif (negatif) eğimli olur. Uygulanan anti-enflasyonist politikalar nedeniyle cari dönemde kısa vadeli faiz oranları yükseldiğinde uzun vadeli faiz oranları üzerinde meydana gelecek etki uygulanan politikaların kredibilitesine bağlı olarak değişir. Uygulanan politikalar iktisadi birimler tarafından anti-enflasyonist bulunmadığında kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte yükseleceğine dair beklentiler artar. Uzun vadeli faiz oranları gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalaması olduğundan kısa vadeli faizlerdeki artış uzun vadeli faizlerin yükselmesine ve dolayısıyla kısa ve uzun vadeli faizlerin birlikte hareket etmesine neden olur<sup>19</sup>. Ulaşılan bu sonuç, bekleyişler hipotezinin sağlandığını gösterir<sup>20</sup>. Bu teorik yaklaşımda uygulanan para politikalarının sonuçları ile ilgili iki temel husus öne çıkmaktadır. Bunlardan ilki, uygulanan para politikalarıyla cari dönem kısa vadeli faiz oranlarının doğrudan değişmesinin sağlanmasıdır. İkincisi ise gelecek dönemdeki kısa vadeli faiz oranlarına yönelik beklentilerin değiştirilmesiyle uzun vadeli faizlere etki edilmesidir.

Para politikası uygulamalarının uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkileri, gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarına bağlıdır. Özellikle uygulanan sıkı para politikalarından hareketle iktisadi birimler gelecekte de aynı politikanın uygulanacağına dair beklentilere sahip olduklarında uzun vadeli faiz oranları en az kısa vadeli faiz oranları kadar ve hatta daha fazla oranda yükselir. İktisadi birimler uygulanan para politikalarının geçici olduğunu öngördüklerinde para politikalarının uzun vadeli faizler üzerine ya çok düşük etkisi olacak ya da hiç etkisi olmayacaktır<sup>21</sup>.

Geleneksel görüşte uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlere reaksiyonu pozitif olup vade uzadıkça azalmaktadır. Romer ve Romer (2000: 429)'e göre, geleneksel görüşte ulaşılan bu sonuç, merkez bankaları ile piyasa katılımcıları arasındaki *asimetrik enformasyondan* kaynaklanmaktadır. Otoritelerin uyguladıkları sıkı para politikaları piyasa katılımcıları tarafından enflasyonun gelecekte yükseleceğine dair bilgi olarak algılandığında piyasa katılımcılarının enflasyon bekleyişleri artar. Enflasyon bekleyişlerindeki bu değişiklik uzun vadeli faiz oranlarının yükselmesiyle sonuçlanır.

Geleneksel görüşte ulaşılan sonuç bazı çalışmalarda tartışılmaktadır. Buna göre politika faizlerinde yükselmeye neden olan sıkı para politikaları piyasa katılımcıları tarafından anti-enflasyonist bir politikanın uzantısı olarak değerlendirildiğinde, faiz oranları

---

<sup>19</sup> Mishkin, 2004, **agk**, s. 132.

<sup>20</sup> Literatürde politika faizleri ile uzun vadeli faizlerin aynı doğrultuda hareket ettiğine dair görüşler mevcuttur. Bu çalışmalarda politika faizleri ile uzun vadeli faizler bekleyişler hipotezi altında birbirleriyle bağlantılı hale getirilmektedir. (Cook and Hahn 1989; Goodfriend 1991; Rudebusch 1995, 2002). Kısa vadeli faiz değişimlerine uzun vadeli faiz oranlarının reaksiyonunun artması, makroekonomik değişkenler üzerine para politikalarının etkilerinin artması anlamına gelmektedir.

<sup>21</sup> A-M. Meulendyke, **US Monetary Policy and Financial Markets**, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1998, s. 198.



---

uzun vadede yükselmeyebilir<sup>22</sup>. Buradaki temel husus, para otoritelerinin uyguladıkları politikaların piyasa katılımcıları tarafından *kredibl* bulunmasıdır<sup>23</sup>.

Geleneksel para politikası aktarım mekanizmasında merkez bankasının para politikası faizleri ile ilgili hedefi piyasa faiz oranlarını etkileyen önemli bir değişkendir. Ancak piyasa katılımcılarının gelecekte uygulanacak para politikalarına yönelik beklentileri dikkate alındığında, merkez bankasının para politikası faizleri ile ilgili hedefinin önemi azalmaktadır. Bu aşamada merkez bankasının uzun vadeli amaçlarını gerçekleştirip gerçekleştirilmemesine göre belirlenen kredibilite önem kazanmaktadır. Uygulanan politikaların kredibilitesi piyasa katılımcılarının uzun vadeli enflasyon beklentilerinden kaynaklanan, uzun vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmaların azaltılmasında önemlidir<sup>24</sup>.

Para otoriteleri finansal piyasa katılımcılarının faiz beklentileri ile ilgilendirirler. Bu beklentilerin para otoriteleri tarafından bilinmesi hem alınacak bir faiz kararının piyasa katılımcıları açısından sürpriz olup olmadığı tespit edilmesi, hem de faiz değişimlerine piyasa katılımcılarının reaksiyonunun belirlenmesi açısından önemlidir<sup>25</sup>.

Piyasa katılımcıları merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını yükseltme politikasının geçici olduğunu öngördüklerinde, kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte aşamalı bir şekilde düşerek başlangıç değerine geri döneceği doğrultusundaki beklentilerini arttırmırlar. Bu süreçte uzun vadeli faiz oranları kısa vadeli faiz oranlarından daha az yükselir. Diğer taraftan, piyasa katılımcıları merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını yükseltme politikasını, gelecekteki faiz artışlarının öncüsü olarak değerlendirdiklerinde, uzun vadeli faiz oranları kısa vadeli faiz oranlarından daha fazla yükselir. Varlık fiyatlarına etki eden faktörler kuşkusuz sadece kısa vadeli faiz oranları ve gelecekte alması beklenen değerleri ile sınırlı değildir. Döviz kurları, risk primi değişiklikleri, spekülasyon alım-satımlar, varlık fiyatlarına en az kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliğin yarattığı etki kadar tesir eder<sup>26</sup>.

---

<sup>22</sup> T. Ellingsen-U. Söderström, "Monetary Policy and Market Interest Rates", **The American Economic Review**, 91, 5, 2001, s. 1595.

<sup>23</sup> İktisadi birimler gelecekte uygulanacak para politikalarının ekonomik amaçlar doğrultusunda olmadığına dair beklentilere sahip olduklarında, politika faizlerinde düşme olmasına rağmen tüm vade yapılarında faiz oranları yükselebilir. Burada merkez bankalarının piyasa beklentilerini etkilemeleri ve kredibilite sağlanması gibi hususlar öne çıkmaktadır. King (1994: 263) bu duruma İngiltere Merkez Bankası tarafından Şubat –Mayıs 1994 döneminde uygulanan politikaları örnek gösterir. Söz konusu dönemde İngiltere Merkez Bankası resmi faiz oranlarını düşürmesine rağmen, tüm vade yapılarında piyasa faiz oranları yükselmiştir.

<sup>24</sup> G. H. Sellon, "Expectations and the Monetary Policy Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Fourth Quarter, 2004, s. 33.

<sup>25</sup> Brooke ve diğerleri, 2000, **agk**, s. 392; Gürkaynak, Sack ve Swanson (2005), cari dönemde uygulanan politika faizlerinden ayrı olarak gelecekte uygulanacak para politikalarına ilişkin beklentilerin uzun vadeli bono faizleri üzerine etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

<sup>26</sup> J. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", **The Journal of Economic Perspectives**, 9, 4, 1995, s. 18.

#### 4.FAİZ KARARLARI ve ENFLASYON İLİŞKİSİ

Merkez bankası faiz kararlarının iktisadi birimlerin enflasyon beklendiğinde değişikliğe neden olup olmaması, piyasa faiz oranları üzerine oluşacak etkinin belirlenmesinde önemlidir. Nominal faiz oranlarının denge değerinin belirlenmesi Fisher hipotezinden hareketle tüm vade yapılarında iki değışkene bağlıdır. Bunlar; reel faiz oranı ve beklenen enflasyon oranıdır<sup>27</sup>.

Para politikası faizlerinde meydana gelen değışimler, piyasalara hem reel faiz oranı hem de beklenen enflasyon oranı ile ilgili bilgi sağlar. Faiz değışimleri bu süreçte merkez bankasının politika tercihlerindeki bir değışiklikten kaynaklandığında, nominal faiz oranının reel bileşeni ile beklenen enflasyon bileşeni zıt yönde hareket edecektir. Örneğin para politikası faiz oranlarındaki yükselme tüm vade yapılarında nominal faizlerin reel bileşenini yükseltirken, beklenen enflasyon bileşenini düşürür. Sürecin bu şekilde işleminin nedeni para politikası faizlerindeki yükselmenin piyasalara gelecekte sıkı para politikaları uygulanacağına yönelik bilgi yansıtmasıdır. Bu bilgiden hareketle piyasaların enflasyon beklendiğini azaltmaktadır. Bundan dolayı politika faizlerindeki değışimlerin nominal faiz oranları üzerinde yükselme yada düşme yönünde oluşacak etkisi uygulanan politikaların piyasalar tarafından değerlendirilme biçimine bağlıdır<sup>28</sup>.

Thornton (1998:26)'e göre, enflasyonun faiz oranları üzerindeki etkisi vade yapısına göre farklılaşmaktadır. Para politikası uygulamalarının enflasyon üzerindeki etkileri hemen ortaya çıkmadığı için kısa vadeli faiz oranlarında beklenen enflasyon etkisi daha düşüktür. Bundan dolayı kısa vadeli faiz oranlarının para politikası faiz değışimleriyle aynı doğrultuda hareket etmesi beklenir. Uzun vadeli faiz oranlarının yönü ise enflasyon beklendiğine bağlı olarak değışir.

Bazı çalışmalarda uzun vadeli faizler ile politika faizleri arasındaki ilişkinin para otoriteleri tarafından uygulanan stratejiye bağlı olarak farklılaştığı vurgulanmaktadır. Goodfriend'in çalışmasında (1993:7) bu stratejiler üçe ayrılmaktadır. Birincisi, para otoritelerinin konjonktürel genişlemede (daralmada) politika faizlerini enflasyonun cari trendine etki etmeyecek şekilde yükselttikleri (düşürdükleri) pür konjonktürel stratejidir. Bu strateji altında para politikası faiz oranlarındaki değışim uzun vadeli faiz oranlarını gelecek dönemde gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli reel faiz oranları yoluyla etkilemektedir. Konjonktürel stratejide uygulanan para politikaları, politika faizleri ile uzun vadeli faizlerin aynı doğrultuda hareket etmesine neden olur. İkinci strateji, para otoritelerinin enflasyonun trend oranındaki değışimlere gösterdiği reaksiyondan kaynaklanır. Bu süreçte uzun vadeli faiz oranları enflasyon beklendiğine göre değışir. Politika faizlerindeki değışim ise para otoritelerinin kararlarına bağlıdır. Para otoriteleri genellikle enflasyonun arttığı veya azaldığı koşullarda kısa vadeli reel faiz oranlarını istikrarlı bir düzeyde tutmak için politika faizlerini değıştirerek enflasyon primini ayarlamaya yönelirler. Söz konusu süreçte politika faizleri ile uzun vadeli faizler aynı doğrultuda hareket eder. Üçüncü strateji, ekonominin içinde bulunduğu koşullara göre ekonomik büyümeyi teşvik etmek veya enflasyon oranını düşürmek için politika faizlerinin ani bir şekilde değıştirilmesini kapsayan agresif para

<sup>27</sup> Fisher hipotezi, faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı ülkelerde uzun vadeli faizler üzerinde enflasyondan kaynaklanan etkiyi belirlemek için kullanılır. Bkz; Mehra (1996).

<sup>28</sup> J. Thornton, "Real Stock Prices and the Long-Run Demand for Money in Germany", **Applied Financial Economics**, 8, 5, 1998, s. 26.

---

politikası uygulamalarıdır. Agressif para politikası uygulamalarına bağlı olarak uzun vadeli faizler üzerinde oluşan reel etki uzun vadeli faizlerin para politikası faizleriyle aynı yönde, enflasyon etkisi ise zıt yönde hareket etmesine neden olmaktadır. Bu duruma reel büyüme oranını yükseltmek için politika faizlerinin ani ve hızlı bir şekilde düşürülmesi örnek gösterilebilir. Söz konusu koşullarda resesyonu önlemek için başvuru para politikası uygulamaları uzun vadeli faiz oranlarını düşürmektedir. Ancak esnek para politikalarına bağlı olarak gelişen enflasyon beklentileri ise uzun vadeli faiz oranlarını kısa vadeli faiz oranlarından farklı olarak yükselme yönünde hareket ettirmektedir.

Agressif stratejiye verilebilecek diğer bir örnek, enflasyon oranını düşürmek için politika faizlerinin yükseltilmesidir. Bu süreçte uzun vadeli faiz oranlarının her iki bileşeni de uygulanan sıkı para politikalarından etkilenir. Uzun vadeli faiz oranları üzerinde oluşan ilk etki ani kısa vadeli faiz değişimlerinden kaynaklanır. Bu etki genellikle kısa vadeli faiz oranları ile aynı yönde gerçekleşir. Uzun vadeli faiz oranları üzerinde oluşan diğer etkinin nedeni ise enflasyon beklentileridir. Politika faizi değişimleri bu süreçte para otoritesinin kredibilitesine bağlı olarak enflasyon beklentilerine etki eder<sup>29</sup>. Uygulanan para politikalarının kredibilitesi ile enflasyon beklentileri arasındaki ilişkiye Mehra (1996)'nın çalışmasında da dikkat çekilmiştir.

Mehra (1996: 30)'ya göre, dezenflasyon politikaları çerçevesinde kısa vadeli faiz oranları yükseltildiğinde uzun vadeli faiz oranları üzerinde oluşacak etkinin yönü iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri tarafından belirlenir. Uygulanan politikaların kredibilitesi tam olduğunda iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri düşmektedir. Enflasyon beklentilerindeki düşüş süreklilik gösterdiğinde para otoriteleri ilk uygulamanın aksine politika faizlerini düşürürler. Ancak uygulanan dezenflasyon politikaları iktisadi birimler tarafından kredibl bulunmadığında politika faizleri ekonominin büyüme oranı yavaşlayınca ve enflasyon oranı düşünceye kadar yüksek tutulmaktadır<sup>30</sup>.

Uzun vadeli faizler ile enflasyon ve politika faizleri ile enflasyon arasındaki kointegrasyonun incelendiği çalışmalarda (Mehra ,1996; Watson, 1999), uzun vadeli faizler ve politika faizlerinin enflasyon oranı ile kointegre oldukları tespit edilmiştir. Söz konusu çalışmalarda uzun vadeli faizler ile enflasyon ve politika faizleri ile enflasyon arasındaki ilişkiler dikkate alınarak, enflasyonun uzun vadeli faizlerle politika faizleri arasındaki ilişkinin temel sebebi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktadan hareketle politika faizlerinin fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullanıldığı ülkelerde politika faizleri enflasyonun trend oranına göre belirlendiğinden, uzun vadeli faizler ile politika faizlerinin birlikte hareket etmesi beklenir.

---

<sup>29</sup> M. Goodfriend, "Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979-1992", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, 79, 1, 1993, s. 8.

<sup>30</sup> 1957-1995 dönemini kapsayan çalışmasında Mehra (1996), 10 yıl vadeli ABD hazine bonolarının nominal getirilerinin politika faizleriyle aynı doğrultuda hareket ettiğini tespit etmiştir. Mehra'ya göre bunun temel sebebi, uzun vadeli faizlerin enflasyon trendiyle birlikte hareket etmesi ve para otoritelerinin politika faizlerini enflasyonun trend oranına göre belirlemesidir. Buna göre uzun vadeli faiz oranlarındaki değişimlerin temel nedeni enflasyondur.

## 5.PARA POLİTİKASI KARARLARININ BEKLENEN VE BEKLENMEYEN (SÜRPRİZ) BİLEŞENLERİ

Merkez bankalarının makroekonomi ile ilgili hedeflerine ulaşabilmeleri, para politikası aracı olarak belirlenen faizlerin doğru kullanılması ile mümkündür. Para politikası transfer mekanizmasında finansal piyasa bekleyişleri merkezi bir öneme sahiptir. Merkez bankasının piyasa faiz oranları üzerindeki etkisi büyük ölçüde politika faizlerine yönelik finansal piyasa bekleyişlerini etkilemesine bağlıdır. Kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki değerine yönelik bekleyişler, iktisadi birimlerin harcama kararlarını belirleyen uzun vadeli faiz oranlarını etkilemektedir. Bundan dolayı para politikalarının etkinliği, para politikası ile ilgili kararların ve amaçların diğer aktif fiyatlarına aktarım hızı ve büyüklüğüne bağlıdır. Bu süreçte gelecekte uygulanacak para politikalarının piyasa katılımcıları tarafından öngörülüp öngörülmemesi, aktif fiyatları üzerinde oluşacak etkinin büyüklüğünün belirlenmesinde önemlidir.

Merkez bankası politika faiz oranlarını piyasaların beklentileri doğrultusunda değiştirdiğinde bu durum politika faiz değişimlerinin finansal piyasalar tarafından tamamen öngörülmesi anlamına geldiğinden, piyasa faiz oranlarının politika faiz değişimlerine tepkisi düşük olacaktır<sup>31</sup>. Piyasalar gelecekte uygulanacak para politikalarıyla ilgili *yeni bilgiler* içeren politika faiz değişimlerine daha fazla tepki göstermektedirler.

Politika faizlerindeki değişikliklerin piyasa faiz oranları üzerindeki etkileri, merkez bankalarının faiz oranlarını hem operasyonel hem de ara hedef değişken olarak kullanmaları nedeniyle artmıştır<sup>32</sup>. Ancak piyasa faiz oranlarının para politikası faiz değişimlerine reaksiyonu 1990'lı yıllarda giderek artan şeffaf para politikası uygulamaları nedeniyle azalmıştır. Bu süreçte para politikalarının reaksiyon fonksiyonu çerçevesinde belirlenmesi, piyasa katılımcıları açısından politika uygulamalarının öngörülebilirliğini arttırmıştır<sup>33</sup>. Piyasa katılımcıları politika faizlerinde öngördükleri değişiklikleri piyasa faizlerine yansıtırlar. Söz konusu şartlarda uzun vadeli faizler üzerinde beklenen etki, politikanın beklenmediği duruma göre düşük olmaktadır. Fuhrer (1995:2)'e göre, faiz oranları reaksiyon fonksiyonunda yer alan parametrelere göre değiştirildiğinde bu değişim

<sup>31</sup> G. H. Sellon, "Expectations and the Monetary Policy Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Fourth Quarter, 2004, s. 33.

<sup>32</sup> T. Ulrich-P. Wachtel, "Financial Market Responses to Monetary Policy Changes in the 1990's", **Contemporary Economic Policy**, 19, 3, 2005, s. 254.

<sup>33</sup> Haldane ve Read (2000)'e göre, merkez bankalarının reaksiyon fonksiyonları ile ilgili belirsizlikler azaldığında, piyasa katılımcılarının para politikası değişimlerini öngörmeleri kolaylaşır. Buna bağlı olarak, piyasa faiz oranları para politikası faiz değişimlerine daha az reaksiyon gösterir. Haldane ve Read (2000) çalışmalarında, İngiltere Merkez Bankası'nın şeffaflığının artmasına bağlı olarak piyasa faiz oranlarının, resmi faiz oranı değişikliklerine reaksiyonunun azaldığını tespit etmişlerdir. Kanada Merkez Bankası ile ilgili olarak yapılan bir çalışmada da (Muller ve Zellmer, 1999) aynı sonuçlara ulaşılmıştır. Günümüzde Fed'in para politikalarının piyasalar tarafından öngörülüp öngörülmediğine dair yapılan bazı çalışmalarda (Krueger ve Kuttner 1996; Poole and Rasche 2000; Kuttner 2001; Demiralp ve Jorda 2004) ulaşılan temel sonuç, gelişmiş ülkelerdeki piyasa katılımcılarının para politikalarını önceki dönemlere göre daha iyi tahmin ettikleri yönündedir.

---

para otoritelerinin *sistematik* reaksiyonunu yansıttığından iktisadi birimler açısından öngörülen bir politika değişikliği niteliğindedir<sup>34</sup>.

Son dönemde yapılan çalışmalarda politika faizlerinin piyasa faiz oranları üzerindeki etkileri konusunda önemli bir hususa dikkat çekilmiştir. Kuttner (2001), Cochrane ve Piazzesi (2002), Gürkaynak, Sack, Swansson (2005), Ellingsen ve Söderstrom (2004), çalışmalarında *beklenmeyen* politika faizi değişimlerinin piyasa faiz oranları üzerine önemli ve anlamlı etkileri olduğunu tespit etmişlerdir<sup>35</sup>.

Merkez bankasının uyguladığı politikalar piyasa katılımcıları tarafından tam olarak öngörüldüğünde, uygulanan politikalar *yeni bilgi* niteliğinde olmadığından uzun vadeli faiz oranları üzerine herhangi bir etki meydana gelmemektedir. Ancak merkez bankasının politika uygulamaları gözlenemeyen değişimler ile ilgili yeni bilgiler içerdiğinde, piyasa katılımcıları gelecekte uygulanacak para politikalarıyla ilgili beklentilerini söz konusu *yeni bilgiler* doğrultusunda değiştirirler. Söz konusu koşullarda uzun vadeli faiz oranları üzerine politika faiz değişimlerinden kaynaklanan bir etki oluşur<sup>36</sup>.

Politika faiz oranlarındaki değişimlerin piyasa faiz oranları üzerindeki etkisinde politika faizlerindeki değişimlerin piyasa katılımcıları tarafından öngörülür olup olmamasının dışında öne çıkan faktörlerden bir diğeri, politika faizlerindeki değişimlerin *sürekliliğidir*. Politika faizlerindeki değişimlerin sürekliliği piyasa faiz oranlarının reaksiyonunun belirlenmesinde önemlidir. Politika faizlerindeki değişim süreklilik kazandığında uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etki artmaktadır. Politika faizlerindeki değişimlerin piyasa faiz oranları üzerindeki etkilerinin belirlenmesinde politika faizlerindeki değişimin büyüklüğünden çok sürekliliği önemlidir<sup>37</sup>. Politika faizlerindeki değişimin kısa süreli olacağı beklendiğinde, buna uzun vadeli faizlerin tepkisi düşük olmaktadır<sup>38</sup>.

Ellingsen ve Söderström (2001:1595)'e göre, politika faizlerindeki sürpriz değişiklikler iki farklı sebepten kaynaklanır. Bu sebeplerden birincisi, merkez bankasının arz ve talep şokları ile ilgili piyasalar tarafından bilinmeyen *yeni bilgilere* sahip olmasıdır. İkincisi merkez bankasının politika tercihlerindeki değişim ile ilgilidir. Para politikaları birinci durumda endojen, ikinci durumda ekzojendir. Endojen bir para politikası değişimi sonrasında faiz oranları tüm vade yapılarında aynı yönde hareket etmektedir. Kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranlarının aynı yönde hareket etmesinin temel sebebi veri

---

<sup>34</sup> Merkez bankalarının izlediği şeffaf politikalar, piyasaların gelecekte uygulanacak para politikalarıyla ilgili tahmin güçlerini arttırmıştır. Poole ve Rasche (2000), Kuttner (2001), politika faizlerindeki değişimin piyasalar tarafından tahmin edilen kısmını araştırmışlardır. Çalışmalarında piyasa faiz oranlarının para politikası faizlerindeki beklenmeyen değişimlere anlamlı tepki verdiğini, beklenen değişimlere ise reaksiyon göstermediğini tespit etmişlerdir.

<sup>35</sup> Literatürde para politikası kararlarının ilan edildiği günlerdeki kısa vadeli faiz değişiklikleri, *para politikası şoku* olarak tanımlanmaktadır. Para politikası kararlarının ilan edildiği günlerdeki bu şoklar, para politikası kararlarının piyasalar tarafından beklenmeyen bileşenini (sürpriz) yansıtmaktadır. Roley ve Sellon (1998), Kuttner (2001), Poole ve Rasche (2000), Cochrane ve Piazzesi (2002) 'nin çalışmalarında para politikası kararlarının ilan edildiği günlerdeki faiz değişimleri para politikası sürprizlerinin belirlenmesinde kullanılmıştır.

<sup>36</sup> Ellingsen-Söderström, 2001, **agk**, s. 1599.

<sup>37</sup> Sellon, 2004, **agk**, s. 14.

<sup>38</sup> Bkz; Hardy , (1998).

reaksiyon fonksiyonunda yer alan değişkenlerin değerlerinin merkez bankası tarafından edinilen yeni bilgiler doğrultusunda değişmesidir. Kısa ve uzun vadeli faiz oranları merkez bankasının politika tercihlerindeki değişimi yansıtan ekzojen bir para politikası değişikliği sonrasında ise zıt yönde hareket etmektedir. Ekzojen bir para politikası değişikliği sonrasında kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranlarının aynı doğrultuda hareket etmemesi iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerindeki değişiklikten kaynaklanmaktadır<sup>39</sup>.

## 6. MODEL ve DEĞİŞKENLER

Çalışmanın bu bölümünde kullanılan model tanımına ve değişkenlere ilişkin açıklamalara yer verilecektir.

### 6.1. Model

Cook ve Hahn (1989)'ın çalışmalarında, finansal aktif faizlerinin ( $\Delta R_t$ ), politika faizlerindeki değişimlere ( $\Delta r_t$ ) reaksiyonu incelenmiştir. Bu çerçevede öncelikle aşağıdaki model kullanılacaktır:

$$\Delta R_t = \alpha + \beta \Delta r_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Cook ve Hahn'ın (1989) modeli, Kuttner (2001) tarafından para politikası kararlarının beklenen-beklenmeyen (sürpriz) bileşenlerine ayrıştırılmasıyla geliştirilmiştir<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> Ellingsen ve Söderström (2001)'e göre, iktisadi birimler merkez bankalarının reaksiyon fonksiyonlarında yer alan parametre değerlerinden yararlanarak, para politikalarının ekonomik amaçlar doğrultusunda uygulanıp uygulanmadığını, izleyebilirler. Uygulanan politikalar temel ekonomik amaçların (örneğin fiyat istikrarı) sağlanmasına yönelik olduğunda, merkez bankasının kredibilitesi artar. Uygulanan kredibl politikalarından hareketle iktisadi birimler merkez bankasının enflasyon istikrarına yöneldiği sonucunu çıkardıklarında, ortalama enflasyon oranına yönelik beklentilerini düşürürler. Ortalama enflasyon oranında beklenen düşüşler, uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarından farklı yönde hareket etmesine neden olur. Ellingsen ve Söderström (2001), çalışmalarında bekleşiler hipotezi ile uyumlu olmayan ve büyük ölçüde merkez bankası politikalarının kredibilitesi ile bağlantılı olan bu sonucu doğrulamışlardır. Buna göre, fiyat istikrarı amacına yönelik olarak uygulanan sıkı para politikaları sonrasında uzun vadeli faiz oranlarının artıp azalmasını belirleyen temel faktör, piyasa katılımcılarının kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimleri değerlendirme biçimleridir. Ayrıca Bkz; (Peersman, 2002).

Yeni gelişen ülke piyasalarında piyasa katılımcılarının para politikası faiz değişikliklerine, kısa sürede reaksiyon gösteremedikleri vurgulanmaktadır. Para otoritelerine ve uygulamalarına duyulan güvensizlik, bunun temel sebebi olarak gösterilmektedir. (Dobromi, 2007: 514). Bu ülkelerde uygulanacak kredibilitesi yüksek para politikalarıyla, para politikası kararlarının makroekonomik amaçlar doğrultusunda finansal piyasaları etkilemesinin sağlanabileceği vurgulanmaktadır.

<sup>40</sup> Modelin gelişmiş versiyonun kullanıldığı diğer çalışmalar arasında; Roley ve Sellon (1998), Poole, Rasche ve Thornton (2002)'ün çalışmaları sayılabilir. Para politikalarındaki beklenen değişimler bu çalışmalarda, politika aracındaki cari değişim ile politika faizlerindeki beklenmeyen değişimlerin farkı alınarak tespit edilmiştir. Para politikası değişikliklerinin finansal piyasalar üzerindeki etkilerine yönelik yapılan çalışmalarda, politika faiz değişimlerinin uzun vadeli faiz oranları üzerine etkileri konusunda farklı görüşler mevcuttur., Roley ve Sellon (1998), Ellingsen ve Soderström (2001), Kuttner (2001) 'ın çalışmalarında, ABD finansal piyasalarında politika faiz değişimleri ile beş yılı

---

Dolayısıyla çalışmada kullanılan regresyon denklemi Kuttner (2001)'den hareketle aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

$$\Delta R_t = \alpha + \beta_1 \Delta r_t^c + \beta_2 \Delta r_t^u + \varepsilon_t \quad (2)$$

Politika faizlerinin beklenen bileşeni ( $\Delta r_t^c$ ), politika faizlerindeki cari değişimden ( $\Delta r_t$ ), beklenmeyen ( $\Delta r_t^u$ ) bileşenin çıkarılmasıyla elde edilmiştir.

Çalışmada ayrıca enflasyonun para politikası faizleri üzerindeki etkisini ortaya koymak için aşağıdaki regresyon modelinden faydalanılacaktır:

$$r_t = \mu + \delta \text{inf}_t + u_t \quad (3)$$

Burada  $r_t$  para politikası faiz oranlarını,  $\text{inf}_t$  enflasyon oranını, ve  $u_t$  ise hata (artık) terimini göstermektedir. TCMB'nin fiyat istikrarı doğrultusunda uyguladığı politikalar dikkate alındığında, (3)'no'lu denklemde  $\delta$  parametresinin pozitif ve anlamlı olması beklenmektedir.

## 6.2. Değişkenler ve Veri

Kısa vadeli faiz oranlarının 2002 sonrasında operasyonel araç olarak kullanılmasından hareketle çalışmamızda Gecelik Borç Alma Faiz Oranları, para politikasının ölçütü olarak kabul edilmiştir. Çalışmamızda vadesine 12 ay kalmış DİBS faizlerinin faiz kararlarının hem beklenen hem de sürpriz bileşenlerine verdiği tepki araştırılacaktır. Para politikası sürprizlerinin belirlenmesinde ise İnal (2006) tarafından kullanılan yöntem çerçevesinde, TCMB faiz kararlarının piyasalara duyurulduğu gün ile bir gün öncesinde tahvil ve bono piyasasında işlem gören en kısa vadeye sahip DİBS'lerin basit faizle gün sonu kapanış fiyatları kullanılmıştır<sup>41</sup>.

Çalışma, Şubat 2002-Şubat 2008 dönemini kapsamaktadır. Ancak ilgili dönem için faiz kararlarının piyasa faiz oranları üzerindeki etkisi açık bir şekilde belirlenemediğinden çalışma bu dönemin yanında Şubat 2002 – Mart 2005 ve Nisan 2005-Şubat 2008 olmak üzere iki alt döneme ayrılmıştır. Bu şekilde faiz kararlarının piyasa faiz oranları üzerindeki etkisi dönemler itibarıyla incelenmiştir. Çalışma döneminde TCMB tarafından alınmış 51 faiz kararı bulunmaktadır. Bu faiz kararlarının dönemler bazında ayrımı sırasıyla 17 ve 34'dür. Gecelik faiz oranları ( $R_t$ ) verilerinin elde edilmesinde, TCMB'nin web sitesinde yayınlanan *Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurularından* yararlanılmıştır. Devlet iç borçlanma senetlerinin basit faizle gün sonu kapanış fiyatlarına ilişkin veriler Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Özetlerini içeren İMKB *Günlük Bülten*lerinden elde edilmiştir. Enflasyon serisi ise Hazine Müsteşarlığı'nın web sitesinden alınmıştır.

---

aşan vade yapısına sahip aktif faizleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu çalışmalara ek olarak Haldane ve Read (2000), Alman ve İtalyan finansal piyasalarında bir yılı aşan vadelerdeki faiz oranlarının beklenmeyen politika faiz değişimlerine reaksiyon göstermediğini hatta ABD piyasalarında uzun vadeli faiz oranlarının politika faizlerindeki artışları takiben düştüğünü tespit etmişlerdir.

<sup>41</sup> Para politikası sürprizlerinin ölçümünde bu yöntemin kullanıldığı diğer çalışmalar için bkz; Wilhelmsen ve Zaghini (2005), Honda ve Kuroki (2006), Hardy (1998), Roley ne Sellon (1998), Cochrane ve Piazzesi (2002).

## 7.AMPİRİK BULGULAR

Bu kısımda öncelikle TCMB faiz kararlarının devlet iç borçlanma senetleri üzerindeki etkisini görmek için denklem (1) ile sunulan model tahmin edilmektedir. Buna göre denklem (1)'in tahmin sonuçları Tablo 1'de verilmektedir.

**Tablo 1: Denklem (1)'in Tahmin Sonuçları**

	Model 1	Model 2	Model 3
Sabit ( $\alpha$ )	-1.0852 <sup>b</sup>	-3.3952 <sup>a</sup>	-0.0162
$\Delta r_t$	1.4404	2.2330	1.1995 <sup>b</sup>
$R^2$	0.049	0.052	0.269
$\bar{R}^2$	0.029	-0.015	0.246
D-W	2.3451	3.003	2.0665
F-istatistiği (Prob.)	2.4699 (0.1226)	0.7724 (0.3943)	11.7694 (0.0017)

**Not:** Model 1: Şubat 2002-Şubat 2008, Model 2: Şubat 2002-Mart 2005, Model 3: Nisan 2005-Şubat 2008 dönemini kapsamaktadır. Model 2 için hatalardaki (kalıntılardaki) serisel korelasyon ve değişen varyansın (heteroscedasticity) düzeltilmesinde Newey-West prosedürü kullanılmıştır. Model 3 için parantez içindeki standart hatalar, White'ın tutarlı standart hatalarını göstermektedir. <sup>a</sup> %1 düzeyinde anlamlıdır, <sup>b</sup> %5 düzeyinde anlamlıdır, <sup>c</sup> %10 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 1'de politika faizlerindeki değişimin DİBS faizleri üzerindeki etkisi Cook ve Hahn (1989)'ın çalışmasını temel alan bir yaklaşımla sunulmuştur. Tahmin edilen modeller incelendiğinde Model 1 ve Model 2'nin açıklama oranları oldukça düşük çıkmıştır. Dolayısıyla hem Model 1 hem de Model 2 için hesaplan F-istatistikleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ancak tahmin edilen Model 3'te  $R^2 = 0.27$  çıkması DİBS faiz oranlarındaki değişimin %27'sinin faiz kararlarındaki değişim tarafından açıkladığını göstermektedir. Model 3 için hesaplanan F-istatistiği modelin %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Her üç model bir arada değerlendirildiğinde Model 1 ve Model 2'nin anlamlı olmadığı, Model 3'ün ise %5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre Model 3'te politika faizlerindeki %1'lik artış DİBS faiz oranlarını ortalama %1.19 artırmaktadır.

### 7.1. Beklenen ve Sürpriz Bileşenlerin DİBS Faizlerine Etkileri

Beklenen ve sürpriz ayrımı yapılan TCMB faiz kararlarının DİBS faizlerini nasıl etkilediğini belirlemek için (2) no'lu regresyon denkleminde yararlanılmıştır. Model tahmin sonuçları Tablo 2'de verilmektedir:



**Tablo 2: TCMB Faiz Kararlarına Piyasa Faizlerinin Reaksiyon Sonuçları**

	Model 1	Model 2	Model 3
Sabit	-1.0285 <sup>b</sup>	-3.0909 <sup>b</sup>	-0.0247
$\Delta r_t^e$	1.6430 <sup>c</sup>	1.5687	1.3543 <sup>b</sup>
$\Delta r_t^u$	-0.3145	-1.8026	1.8149 <sup>b</sup>
$R^2$	0.140	0.266	0.408
$\bar{R}^2$	0.103	0.153	0.370
D-W	2.072	2.533	1.7872
F-istatistiği (Prob.)	3.8363 (0.0286)	2.3548 (0.1340)	10.6719 (0.0003)

**Not:** Model 1: Şubat 2002-Şubat 2008, Model 2: Şubat 2002-Mart 2005, Model 3: Nisan 2005-Şubat 2008 dönemini kapsamaktadır. Model 2 için hatalardaki (kalıntılardaki) serisel korelasyon ve değişen varyansın (heteroscedasticity) düzeltilmesinde Newey-West prosedürü kullanılmıştır. Model 3 için parantez içindeki standart hatalar, White'ın tutarlı standart hatalarını göstermektedir. <sup>a</sup> %1 düzeyinde anlamlıdır, <sup>b</sup> %5 düzeyinde anlamlıdır, <sup>c</sup> %10 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 2'de tahmin edilen modeller incelendiğinde en yüksek açıklanma oranını Model 3'e (0.41) ait olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Model 3 için hesaplanan F-istatistiği modelin genel olarak %1'de anlamlı olduğunu gösterirken, genel anlamlılık düzeyi Model 1'de %5, Model 2'de ise yaklaşık %14'tür. Benzer şekilde parametrelerin anlamlılıkları incelendiğinde Model 1'de kesme %5 düzeyinde, beklenen bileşen ise ( $\Delta r_t^e$ ) %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Buna karşın Model 2'de sadece kesme %5 düzeyinde anlamlıdır. Model 3 incelendiğinde ise hem beklenen bileşen ( $\Delta r_t^e$ ) hem de sürpriz bileşen ( $\Delta r_t^u$ ) %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Model 3'te kesme teriminin anlamsız olması değişkenlerin farklar cinsinden tanımlanmış olmasından kaynaklandığı için beklenen bir durumdur. Buna göre Model 3'te faiz kararlarının beklenen bileşenindeki %1'lik artış DİBS faiz oranlarını ortalama %1.35 artırırken, sürpriz bileşendeki %1'lik artış DİBS faizlerini ortalama 1.82 artırmaktadır. Çalışmamızda DİBS faizlerinin TCMB faiz kararlarının sürpriz bileşenine daha fazla reaksiyon gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, piyasa katılımcılarının *yeni bilgiler* içeren politika faiz değişimlerine daha fazla reaksiyon göstererek beklendiğini bu doğrultuda değiştirdiklerini ortaya koymaktadır. Model 3'den elde edilen sonuçlar İnal (2006)'ın bulgularını desteklemektedir.

Model 3'ün tahmin sonuçlarına göre, politika faizlerinin beklenen ve sürpriz bileşenlerine ait her iki katsayı da pozitif ve anlamlıdır. Bu noktadan hareketle çalışmamızda ilgili dönemde TCMB'nin faiz kararları ile piyasa faiz oranlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen sonuçlar Gordon ve Sellon (1995), Haldane ve Read (2000), Ellingsen ve Söderström (2001), Kuttner (2001), Peersman (2002), Berument ve Froyen (2006)'ın sonuçlarıyla uyumludur. Bu çalışmalarda elde edilen para politikası faiz değişimleri ile uzun vadeli faiz değişimleri arasında aynı yönlü ilişki olduğu doğrultusundaki sonuç ile çalışmamızın bulguları aynıdır. Buna karşın söz konusu

çalışmalarda konunun değişik yönlerine ağırlık verilmiştir. Örneğin Berument ve Froyen (2006)'in çalışmalarında piyasa faiz oranlarının reaksiyonunun uygulanan para politikası rejimlerine göre farklılaştığı vurgulanırken, Haldane ve Read (2000)'in çalışmalarında piyasa faiz oranlarının reaksiyonunun merkez bankalarının şeffaf para politikası uygulamalarına bağlı olarak azaldığı tespit edilmiştir. Öte yandan Ellingsen ve Söderström (2001) ve Peersman (2002)'in çalışmalarında ilişkinin yönünün şokların niteliğine (endojen-ekzojen) bağlı olduğu, arz ve talep şoklarının kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki aynı yönlü ilişkinin temel sebebi olduğu belirtilmektedir. Gordon ve Sellon (1995)'un çalışmalarında ise piyasa faiz oranları üzerinde oluşan etkinin zayıf ve değişken olduğu bu süreçte özellikle politikaların iktisadi birimler tarafından öngörülebilirliğinin önemli bir rol oynadığı vurgulanmaktadır. Diğer yandan Kuttner (2001)'in çalışmasında para politikası kararlarının beklenen ve beklenmeyen bileşenlerine ayrılmasıyla konunun farklı bir yönü ortaya konulmuştur.

## 7.2. Faiz ve Enflasyon İlişkisi

Enflasyonun para politikası faizleri üzerindeki etkisini ortaya koymak için denklem (3)'ten faydalanılacaktır. Denklem (3) 'ün tahmin sonuçları Tablo 3'de verilmektedir.

**Tablo 3: Denklem 3'ün Tahmin Sonuçları**

	Model 1	Model 2	Model 3
Sabit	-0.0450	-2.2026 <sup>a</sup>	-1.3819 <sup>b</sup>
Enflasyon	-0.0514 <sup>a</sup>	-0.0088	0.1479 <sup>b</sup>
R <sup>2</sup>	0.4220	0.088	0.150
$\bar{R}^2$	0.410	0.027	0.123
D-W	0.3838	0.911	1.8850
F-istatistiği (Prob.)	35.7758 (0.0000)	1.4495 (0.2473)	5.6449 (0.0237)

**Not:** Model 1: Şubat 2002-Şubat 2008, Model 2: Şubat 2002-Mart 2005, Model 3: Nisan 2005-Şubat 2008 dönemini kapsamaktadır. Model 1 ve Model 2 için hatalardaki (kalıntılardaki) serisel korelasyon ve değişen varyansın (heteroscedasticity) düzeltilmesinde Newey-West prosedürü kullanılmıştır. Model 3 için parantez içindeki standart hatalar, White'ın tutarlı standart hatalarını göstermektedir. <sup>a</sup> %1 düzeyinde anlamlıdır, <sup>b</sup> %5 düzeyinde anlamlıdır, <sup>c</sup> %10 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3'te yer alan tahmin sonuçları incelendiğinde, enflasyon parametresi Model 1 ve Model 2'de negatif iken Model 3'de pozitifdir. Model 3'de elde edilen parametre beklendiğimize uygun olarak enflasyon ile para politikası faizleri arasında aynı yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla ilgili dönem için enflasyondaki %1'lik artış ortalama olarak para politikası faizlerini % 0.15 arttırmıştır. Model için hesaplanan F istatistiği %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Buradan modelin genel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

---

## 8.SONUÇLAR VE ÖNERİLER

Bu çalışmada para politikası faizlerindeki değişmelerin DİBS faizleri üzerindeki etkileri ve para politikası faizlerinin belirlenmesinde enflasyonun ne ölçüde etkili olduğu araştırılmıştır.

Çalışmamızda Şubat 2002-Mart 2005 döneminde TCMB faiz kararları ile DİBS faizleri arasında anlamlı ilişki bulunamazken, Nisan 2005-Şubat 2008 döneminde TCMB'nin faiz kararları ile uzun vadeli DİBS faizleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. İlgili dönemde DİBS faizleri üzerinde faiz kararlarının hem beklenen hem de beklenmeyen bileşeninin etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak DİBS faizlerinin faiz kararlarının sürpriz bileşenine daha fazla reaksiyon göstermesi piyasa katılımcılarının büyük ölçüde *yeni bilgiler* içeren politika faiz değişimlerine daha duyarlı olduklarını ortaya koymaktadır. TCMB faiz kararlarının piyasa faiz oranlarına yansımaları ilgili dönemde para politikası aktarım mekanizmasında faiz kanalının işlediğini göstermektedir.

Çalışmamızda ulaşılan diğer bir sonuç da ilgili dönemde para politikası faizlerinin enflasyon oranıyla uzun dönemli bir ilişki içerisinde olduğudur. Bu şekilde uzun vadeli faizler üzerinde enflasyondan kaynaklanan bir etkinin olduğu tespit edilmiştir.

2002 sonrası dönemde uygulanan politikalar para politikası faizlerinin düşürülmesi doğrultusunda gelişmiştir. Bu, kısa vadeli faizler ile uzun vadeli faizler arasında bir ilişkinin tespit edildiği dönem için uzun vadeli faizlerin de düşmesi anlamına gelmektedir. Bunun yanı sıra ilgili dönem içinde TCMB'nin fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda zaman zaman faiz oranlarını yükselttiği dikkate alındığında, uygulanan bu politikanın uzun vadeli faiz oranlarına da aynı doğrultuda yansımaları, TCMB'nin amacına uygun bir gelişmedir. Ancak diğer taraftan faiz oranlarındaki yükselmenin gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranları vasıtasıyla uzun vadeli faiz oranlarına yükselme yönünde yansımaları, iktisadi birimlerin uygulanan politikalara güvensizliğini yansıtan bir gelişme olarak da değerlendirilebilir. Çünkü cari dönemde alınan politika faizini yükseltme kararı, iktisadi birimler tarafından enflasyonla mücadelede önemli bir adım olarak algılandığında, uzun vadeli faiz oranları üzerinde düşme yönünde bir etki meydana gelebilecektir. Bu noktadan hareketle uygulanan politikalar değerlendirilirken iktisadi birimlerin beklentileri de mutlaka dikkate alınmalıdır.

## **KAYNAKÇA**

- BERNANKE, B., GERTLER M. (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, 9, 4, 27-48.
- BERNANKE, B., REINHART V. (2004), "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", **American Economic Review**, 94, 2, 85-90.
- BERUMENT, H., FROYEN R. T. (2006), "Monetary Policy and Long-term US Interest Rates", **Journal of Macroeconomics**, 28, 4, 737-751.
- BROOKE, M., COOPER N., SCHOLTES C. (2000), "Inferring Market Interest Rate Expectations from Money Markets Rates", **Bank Of England Quarterly Bulletin**, November, 392-402.
- COOK T., HAHN T. (1989), "The Effect of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970's". **Journal of Monetary Economics**, 24, 3, 331-351.
- COCHRANE J. H., PIAZZESI M. (2002), "The Fed and Interest Rates- A High Frequency Identification", **American Economic Review**, 92, 2, 90-95.
- DEMİRALP S., JORDA O. (2004), "The Response of Term Rates to FED Announcements" **Journal of Money Credit and Banking**, 36, 3, 387-405.
- DOBROMI, S. (2007) "Do Emerging Financial Markets React to Monetary Policy Announcements? Evidence from Poland" **Applied Financial Economics**, 16, 7, 513-523.
- ELLINGSEN, T., SODERSTROM U. (2001), "Monetary Policy and Market Interest Rates", **The American Economic Review**, 91, 5, 1594-1607.
- ELLINGSEN, T., SODERSTROM U. (2004), "Why Are Long Rates Sensitive to Monetary Policy", **Sveriges Riksbank Working Paper**, 160, 1-38.
- ESTRELLA, A., MISHKIN F. (1995), "The Term Structure of Interest Rates and its Role in Monetary Policy for the European Central Bank", **Federal Reserve Bank of New York Research Paper**, 9526, 1995.
- FUHRER, J. (1995), "Monetary Policy and the Behaviour of Long -Term Real Interest Rates", **New England Economic Review**, September-October, 1-9.
- GOODFRIEND, M. (1991), "Interest Rate Smoothing in the Conduct of Monetary Policy" **Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy**, 37, 7-30.
- GOODFRIEND, M. (1993), "Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979-1992", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, 79, 1, 1-23.

- 
- GUTHRIE, G., WRIGHT J. (2000), "Market Implemented Monetary Policy with Open Mouth Operations" **Journal of Monetary Economics**, 46, 2, 489-51
- GÜRKAYNAK, R, SACK B., SWANSON E. (2005), "The Sensitivity of Long Term Interest Rates to Economic News:Evidence and Implications for Macroeconomic Models", **American Economic Review**, 95, 1, 425-436.
- HALDANE, A. G., READ V. (2000), "Monetary Policy Surprises and the Yield Curve". **Bank of England Working Paper**, 106, 1-42.
- HARDY, D. (1998), "Anticipation and Surprises in Central Bank Interest Rate Policy The Case of the Bundesbank", **IMF Staff Papers**, 45, 4, 647-671.
- HONDA, Y., KUROKI Y. (2006), "Financial and Capital Markets Responses to Changes in the Central Bank's Target Interest Rate: The Case of Japan", **The Economic Journal**, 116, 513, 812-842.
- HUBBARD, G. R. (1995), "Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy ?" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May -June, 63-77.
- İMKB; **Günlük Bültenleri**.
- İNAL, D. G. (2006), "Türkiye'de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi". **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**. Ankara: TCMB.
- KAMIN S., TUNER P., DACK J, (1998), "The Transmission Of Monetary Policy In Emerging Market Economies: An Overview" , in The Transmission Of Monetary Policy In Emerging Market Economies, **BIS Policy Papers**, No:3, pp.5-65.
- KING , M. (1994). "The Transmission Mechanism of Monetary Policy", (speech by King delivered at Lombard Street Research on 9 May), **Bank of England**, 261-267.
- KRUEGER, J., KUTTNER K. (1996), "The Fed Funds Futures Rate as a Predictor of Federal Reserve Policy" **Journal of Futures Markets** , 16, 8, 865-879
- KUTTNER, K. (2001), "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence From The Fed Funds Futures Markets", **Journal of Monetary Economics**, 47, 3, 523-544.
- MEHRA, Y. P. (1996), "Monetary Policy and Long Term Interest Rates", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, 82, 3, 27-49.
- MEULENDYKE, A-M. (1998), **US Monetary Policy and Financial Markets**, New York: Federal Reserve Bank of New York.
- MISHKIN F. (2004), **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Seventh Edition, Addison Wesley.

- MULLER, P., ZELLMER M. (1999), “Greater Transparency in Monetary Policy: Impact on Financial Markets”, **Technical Report** No:86, Ottawa: Bank of Canada.
- PEERSMAN G. (2002), “Monetary Policy and Long-Term Interest Rates in Germany”, **Economic Letters**, 77, 2, 271-277.
- POOLE, W., RASCHE R. (2000), “Perfecting the Markets Knowledge of Monetary Policy”, **Journal of Financial Services Research**, 18, 2-3, 255-298
- POOLE, W., RASCHE R. H., THORNTON D. L. (2002), “Market Anticipations of Monetary Policy Actions”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, July-August, 65-97.
- ROLEY, V., SELTON G. ( 1995 ), “Monetary Policy Action and Long-Term Interest Rates”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Fourth Quarter, 73-89.
- ROLEY, V., SELTON G. (1998), “Reaction to Monetary Policy Nonannouncements”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper**, 98-06, 1-29.
- ROMER, C., ROMER D. (2000), “Federal Reserve Information and the Behaviour of Interest Rates”, **American Economic Review**, 90, 3, 429-457.
- RUDEBUSCH, G.D, (1995), “Federal Reserve Interest Rate Targeting, Rational Expectations and the Term Structure”, **Journal of Monetary Economics**, 35, 2, 245-274.
- RUDEBUSCH, GD, (2002), “Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia”, **Journal of Monetary Economics**, 49, 6, 1161-1187,
- RUDEBUSCH, G., MCGOUGH B., WILLIAMS J. (2004), “Using a Long Term Interest Rate as the Monetary Policy Instrument”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series**, 2004-22, 1-32.
- RUSSEL, S. (1992), “Understanding the Term Structure of Interest Rates: The Expectations Theory”, **Federal Reserve Bank of St. Louis**, July-August , 36-50.
- SELTON, G. H (2004), “Expectations and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Fourth Quarter, 5-41.
- TAYLOR, J. (1995), “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, **The Journal of Economic Perspectives**, 9, 4, 11-27.
- TCMB, *Basın Duyuruları*.
- TELATAR, E. (2002), **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin ?**, Ankara : İmaj Yayınevi
- THORNTON, J. (1998), “Real Stock Prices and the Long-Run Demand for Money in Germany”, **Applied Financial Economics**, 8, 5, 513-517.

- 
- ULRICH, T., WACHTEL P. (2005), "Financial Market Responses to Monetary Policy Changes in the 1990's", **Contemporary Economic Policy**, 19, 3, 254-267.
- WATSON, M. (1999), "Explaining the Increased Variability in Long-Term Interest Rates?", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, 85, 4 , 71-96.
- WILHELMSSEN, B. R., ZAGHINI A. (2005), "Monetary Policy Predictability in Euro Area : An International Comparison ", **ECB Working Papers**, 504, 1-34.