

## TEORİ VE UYGULAMADA MERKEZ BANKASI ŞEFFAFLIĞI

Hülya KANALICI AKAY<sup>1</sup>, Mehmet NARGELEÇEKENLER<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Uludağ Üniversitesi, İktisat Bölümü, Yardımcı Doçent Dr.

<sup>2</sup> Uludağ Üniversitesi, Ekonometri Bölümü, Araştırma Görevlisi

### CENTRAL BANK TRANSPARENCY IN THEORY AND PRACTICE

**Abstract:** Central Bank transparency has become the main characteristic of monetary policy in recent years. An increase in central bank transparency has some consequences. These are; decreasing uncertainty of private sector; increasing the elasticity of central bank in applying stabilization policies; decreasing the volatility of production and; helping central banks to act in conformity with social optimality. In this study, the transparency effect of central bank on interbank interest rates is empirically argued. The results show that an increase in transparency leads a decline in interest rates and because of the existence of positive and significant relation between inflation and interest rates, inflation will decline. Economic transparency comprises a more predictable and appropriate conditions for monetary policy applications.

**Keywords:** Central Bank Transparency, Economic Transparency, Monetary Policy, Inflation Rate, Interest Rate,

### TEORİ VE UYGULAMADA MERKEZ BANKASI ŞEFFAFLIĞI

**Özet:** Merkez Bankası şeffaflığı, son yıllarda para politikasının temel özelliklerinden biri haline gelmiştir. Merkez Bankası şeffaflığının artması, özel sektör belirsizliğini azaltır, ekonomik karışıklıkları istikrarlı hale getirmek için Merkez Bankasına daha çok esneklik verir, üretimin volatilitasını düşürür ve Merkez Bankacılarının hareketlerini sosyal olarak optimal hale getirir. Çalışmada Merkez Bankasının İnterbank Faiz Oranları üzerine olan şeffaflık etkisi ampirik olarak ortaya konulmaktadır. Ekonomik şeffaflık arttığında faizin azalacağı ve enflasyon ile faiz oranı arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki nedeniyle enflasyonun da azalacağı görülmektedir. Sonuç olarak ekonomik şeffaflık daha etkin bir para politikası için uygun ve öngörülebilir bir ortam oluşturmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Merkez Bankası Şeffaflığı, Ekonomik Şeffaflık, Para Politikası, Enflasyon Oranı, Faiz Oranı

## I. GİRİŞ

Son zamanlarda para politikası uygulaması ve tartışmasında temel konu, enflasyon hedeflemesi stratejisi ile yakından ilgili olan şeffaflık meselesidir. Benimsenen para politikası ile hedeflere ulaşıp ulaşılamadığı şeffaflık sayesinde denetlenmektedir. Şeffaflık, bir Merkez Bankasının sadece güvenilirliğini sağlamak için değil, ayrıca Merkez Bankasının demokratik meşruiyete sahip bir kurum olarak kabul edilmesinin de bir sonucudur. Kamuoyu tarafından bir Merkez Bankasından beklenen en önemli özellik olan hesap verebilirlik, aynı zamanda Merkez Bankasının şeffaflığa da sahip olmasını gerektirmektedir.

1990'lı yılların başından itibaren, para politikasının kurumsal yapısına artan bir ilgi söz konusudur. Fakat zamanla Merkez Bankalarının kurumsal özellikleri ve ekonomik performansı ile ilgili yeni problemler ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden son yapılan çalışmalar, para politikasında bağımsızlık, hesap verebilirlik ve şeffaflığın optimal derecelerini belirlemeye yönelmiştir. Merkez Bankası bağımsızlığı ile ilgili bol literatüre oranla, para politikasındaki şeffaflık hakkında sınırlı sayıda araştırma mevcuttur. Bu nedenle bu makale şeffaflıkla ilgili literatüre bir bakış sağlar ve yapılan ampirik bir

çalışmayla bazı sonuçlar ortaya koyar. Çalışmanın ikinci bölümünde Merkez Bankacılığı şeffaflığı hem teori hem de uygulama açısından ele alınmıştır. Yine bu bölümde şeffaflığın daha iyi anlaşılması için beş şeffaflık türü ayrı ayrı incelenmiştir. Üçüncü bölümde Merkez Bankası şeffaflığına ilişkin veri tanımı ve ampirik bulgulara yer verilmektedir. Son bölümde ise sonuç ve değerlendirme sunulmaktadır.

## II. LİTERATÜRE BİR BAKIŞ: TEORİ VE UYGULAMA

Merkez Bankası şeffaflığının evrensel bir tanımı yoktur. Şeffaflıktan anlaşılması gereken şey, Merkez Bankasının hedef ve faaliyetleri hakkında halkı bilgilendirmesidir. Halkın bilgilendirilmesi, onların geleceğe dair enflasyon beklentilerini Merkez Bankasının hedefleri doğrultusunda oluşturmasına yardımcı olacaktır. Bu yüzden Merkez Bankasının uyguladığı para politikasının şeffaf olması, uygulanan politikaya güvenin sağlanması bakımından önem taşımaktadır.

Çok sayıda iktisatçı, şeffaflığı, ekonomiye etki eden şoklarla ilgili bilgi, karar verme süreci veya politika kararlarının yürütülmesi ile tercihler ve modellere odaklanarak farklı şekillerde kavramlaştırır. Faust ve

Svensson [1,2], Jensen [3], Geraats [4] ve Tarkka ve Mayes [5] tarafından ortaya konulan modellerin hepsi, Merkez Bankalarının hedefleri ile ilgili özel bilginin önemi üzerinde dururlar. Ayrıca şeffaflık, ekonomik şokların politika aracındaki yansımaları (Cukierman [6]) veya asimetrik bilgi derecesi olarak da modellenmektedir.

Artan Merkez Bankası şeffaflığı, finansal piyasalarda belirsizliği azaltır. Kuttner ve Posen [7], Federal Reserve ve Japonya Merkez Bankasındaki zaman içerisindeki şeffaflık artışının, döviz kuru volatilitisini azaltmaya nasıl katkıda bulunduğunu açıklamaktadırlar.

Para politikasında şeffaflık lehindeki diğer tartışmalar, para politikasını politik baskılardan ayırmayı, artan hesap verebilirliği, maliye ve para politikası koordinasyonunun niteliğini içermektedir.

Faust ve Svensson [1]'a göre, para politikasında yüksek derecedeki bir şeffaflık, refahın artması anlamına gelmektedir. Artan şeffaflık, enflasyon eğilimini, enflasyon ve istihdam değişkenliğini azaltır. Analitik olarak Faust ve Svensson, şeffaflığı üç farklı sisteme ayırmaktadırlar: Birinci sistemde (şeffaflığın az olduğu sistem) ne istihdam hedefi ne de Merkez Bankası niyetleri kamuoyu tarafından gözlenebilir. İkinci sistemde, yüksek bir şeffaflık derecesi ile birlikte Merkez Bankasının niyetleri gözlenebilir hale gelir. Üçüncü sistemde ise, hem istihdam hedefi hem de Merkez Bankası niyetlerinin en yüksek derecede gözlenebildiği "ekstrem" şeffaflık söz konusudur.

Jensen [3], Faust ve Svensson [1]'e benzer şekilde bilgiye dayalı bir yapıyı benimseyerek şu varsayımda bulunur: Üretim hedefi, Merkez Bankası için özel bir bilgidir ve Merkez Bankası, enflasyon kontrol hatasının daha büyük bir yüzdesini ilan ettikçe kamuoyunun anlama kapasitesi artar. Gelecekteki Merkez Bankası hareketlerinin kredibilitate etkileri üzerine odaklanan Faust ve Svensson'un aksine, Jensen, Yeni Keynesyen unsurlu bir modeli kullanır ve cari dönemde enflasyonun marjinal maliyetlerini dikkate alır. Daha çok şeffaflık, enflasyon hedeflerinden sapmaların maliyetlerini artırır ve böylece kredibilitenin yükselmesini sağlar.

Cukierman [8]'in tek dönemli modeline bakıldığında Merkez Bankasının özel bilgisinin yükselen bir şokla ilgili olduğu görülür. Cukierman, çeşitli modellerdeki farklı şeffaflık derecelerinin refah göstergelerini inceler. "Sınırlı" bir şeffaflık rejimi altında Merkez Bankası, kamuoyunun enflasyon beklentileri kurulduktan sonra yükselen şok hakkındaki bilgisini açıklar. Buna karşılık, "tam" şeffaflık altında bu bilgi, kamuoyunun beklentileri şekillenmeden açıklanır.

Geraats [4] ise çalışmasında Merkez Bankası tahminlerinin ilanı üzerine odaklanır. Merkez Bankası hem talep hem de arz şokları hakkında özel bilgiye

sahiptir ve enflasyon hedefini ilan etmez. Birinci dönemdeki daha fazla şeffaflık, özel sektörün 1.dönemin talep ve arz şoklarını gözlemlemesine izin verir ve Merkez Bankasının enflasyon hedefi ile ilgili sonuçlarını gösterir. Şeffaflık, enflasyon değişkenliğini azaltır fakat üretim üzerindeki etki belirsizdir. Daha açık bir şekilde, Geraats'a göre şeffaflık söz konusu olduğunda, arz şokları daha fazla üretim değişkenliğine yol açabilir.

Şeffaflıkla ilgili literatür Chortareas, Stasavage ve Sterne [9] tarafından şu şekilde sınıflandırılmaktadır:

\* Şeffaflık genel olarak Merkez Bankası tahminlerinin ilanı olarak kavramlaştırılır.

\* Literatür, şeffaflığın makro ekonomiyi nasıl etkilediğini ve bu etkileme yollarının neler olduğunu ortaya koyar.

\* Mevcut teorik modellerdeki artan para politikası şeffaflığının etkileri, ortalama enflasyon, üretim ile enflasyon, üretim ve faiz oranı volatilitesi gibi değişkenlerle ilişkilidir.

\* Modellerin çoğunda yer alan genel bir unsur, daha fazla şeffaflığın Merkez Bankası inanılabilirliğini artırması ve hareketlerine daha duyarlı hale getirmesi, böylece enflasyonist politikaları izleme güdüsünü azaltmasıdır.

Şeffaflık aynı zamanda hesap verebilirliğin çok önemli bir fonksiyonudur. Bütün para politikası süreci demokratik hesap verebilirlik için şeffaf olmalıdır. Bu yüzden Merkez Bankaları, geçmiş performansı ve parasal hedeflerine göre gelecek planları hakkında düzenli aralıklarla rapor düzenlemeye gerek görmektedir. Bu durum, açık bir parasal hedefe ulaşılmadığında daha da önemlidir, çünkü bu tür durumlarda Merkez Bankası sadece kendi raporları temelinde karar verebilmektedir [10].

Uygulamaya bakıldığında artan Merkez Bankası şeffaflığı ile ilgili en dikkat çekici örnekler, 1990'ların ilk yıllarında "enflasyon hedefi"ni kabul eden Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç Merkez Bankalarıdır. Brezilya gibi gelişen piyasalardaki Merkez Bankaları, Avrupa Merkez Bankası, ABD, Japonya ve İsviçre gibi iyi işleyen Merkez Bankaları, enflasyon hedeflemesi şeklinde veya aynı ölçüde olmamasına rağmen daha fazla şeffaflığı kabul etmektedirler. Enflasyon hedeflemesi literatüründe şeffaflık, özel sektör tarafından tahmin edilebilirliğin artmasıyla para politikasının yürütülmesini kolaylaştırmasına ilaveten, ilan edilen hedefleri başarmak için Merkez Bankalarını harekete geçirecek güdüyü de sağlamaktadır [2].

Merkez Bankalarının şeffaflığı ile ilgili literatürdeki önemli bir uygulama, Fry vd. [11] tarafından

1998 yılında 94 Merkez Bankası üzerinde yapılmıştır. Bu Merkez Bankalarından % 74'ü Merkez Bankası bağımsızlığını ve düşük enflasyon beklentilerinin korunmasını sağlayarak, para politikasının çok önemli bir unsuru olarak şeffaflığı gerçekleştirirler. Bu iktisatçılar üç unsuru içeren "politika açıklamaları"nın bir indeksini oluşturmuşlardır. Bu üç unsur: (i) Politika kararlarının açıklamaları; (ii) tahminler ve ileriye dönük (forward-looking) analiz açıklamaları ve (iii) yayınlanan değerlendirmeler ve araştırma ile ilgili açıklamalar.

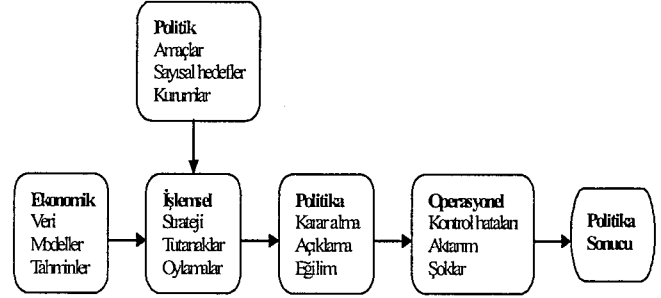
Merkez Bankası şeffaflığı, para politikası yapımcıları ve diğer ekonomik ajanlar arasındaki asimetrik bilginin yokluğu olarak da tanımlanmaktadır. Merkez Bankası şeffaflığının teorik ve pratik olarak daha iyi anlaşılması için belirsizlik (uncertainty) ve teşvik edici (incentive) etkilerin incelenmesi gerekmektedir [12]. Birbirine karşı bu iki etkinin mevcudiyeti, şeffaflık literatürünün bulgularının neden şüpheli olduğunu açıklar. Şeffaflığa karşı olan teorik düşünceler, belirsiz etkilere dayalıdır, halbuki politika yapımcılar, şeffaflığın ilk faydalarından biri olarak belirsizliğin azalmasını kabul ederler. Yine birçok Merkez Bankası, inanılırlıklarının arttıran ve daha çok esneklik meydana getiren teşvik edici etkilerinden yararlanmak için şeffaflığı ele alırlar, ama teorik tartışmalardaki teşvik edici etkiler, Merkez Bankacılarının kaçındıkları zaman tutarsızlığı probleminin varlığına dayanır.

Merkez Bankası şeffaflığı ile ilgili diğer uygulamalı çalışmalara bakıldığında son yıllarda büyük gelişmeler görülmektedir. Örneğin Merkez Bankası şeffaflığı hakkında informal bir tartışma, Blinder vd. [13] tarafından yapılmıştır. Bu iktisatçılar, Federal Reserve ve Avrupa Merkez Bankası, Japonya Bankası, İngiltere Bankası ve Yeni Zelanda Merkez Bankası ile ilgili ayrıntılı analizler yapmışlar, fakat şeffaflık derecesinin herhangi bir ölçüsünü ortaya koymamışlardır.

Ayrıca Bini-Smaghi ve Gros [14], dört önemli unsuru sağlayan 6 büyük Merkez Bankası için hesap verebilirlik ve Merkez Bankası şeffaflığının bir göstergesini sunmaktadırlar. Bu unsurlar: hedefler, strateji, veri ve tahminlerin ilanı ile haberleşme stratejisidir. Bir başka çalışmada Francasso vd. [15], enflasyon hedeflemesini kabul eden 20 Merkez Bankasının enflasyon raporlarını değerlendirirler. Bu değerlendirme, politika yapma sürecinin gösterilmesini ve anahtar makro değişkenlerle ilgili varsayımların açıklığını sağlayarak bilgiye erişebilirliği ve bilginin niceliği ve niteliğini ortaya koyar.

Şeffaflık para politikası yapma ile alakalı olduğu için, politika yapma sürecinin farklı safhalarını yansıtan kavramsal bir çatıyı kullanmak yararlı olur. Geraats [4]'ü dikkate alarak şeffaflığın beş farklı yönü ayırt edilebilir. Bunların her biri şeffaflık için farklı güdülere neden olur. Politika süreci ile ilgili ilişkiler Şekil 1'de

gösterilmektedir (Şeffaflığın bu kavramsal çatısı, ekonomik politika yapmanın diğer şekilleri veya daha genel karar alma politikalarında da uygulanabilir):



Şekil.1. Şeffaflığın Kavramsal Bir Çatısı

Bu beş farklı şeffaflık türü, politik, ekonomik, işlemsel, politika ve operasyonel şeffaflıktır:

1- *Politik şeffaflık*, para politika yapımcılarının güdülerini aydınlatan politika hedefleri ve kurumsal düzenlemeleri hakkındaki açıklığa işaret eder. Bu açık enflasyon hedefleri, Merkez Bankası bağımsızlığı ve anlaşmaları içerir.

2- *Ekonomik şeffaflık*, ekonomik veri, politika modelleri ve Merkez Bankası tahminlerini içeren para politikası için kullanılan ekonomik bilgi üzerine odaklanır.

3- *İşlemsel şeffaflık*, alınan para politikası kararlarının yönünü belirler. Bu ise, raporlar ile politika müzakerelerinin bir hesabını ve para politikası stratejisini gösterir.

4- *Politika şeffaflığı*, bir politika eğilimi şeklinde muhtemel gelecek politika hareketlerinin bir gösterimi, politika kararlarının açıklanması ve bu kararların hızlı ilanı anlamına gelir.

5- *Operasyonel şeffaflık*, makro ekonomik aktarımla ilgili karışıklığı ve işlem amacının kontrol hatalarının ele alınmasını içeren para politikası hareketlerinin yürütülmesidir (Burada ekonomik ve operasyonel şeffaflık arasında önemli bir farklılık vardır. Ekonomik şeffaflık, politika aracına yansıyan beklenen karışıklıkları içerir; halbuki operasyonel şeffaflık, politika yapıcı tarafından beklenmeyen şoklara aittir).

Teorik argümanlar, politik, ekonomik ve operasyonel şeffaflığın, düşük enflasyon yaratarak para politikasının kredibilitasını arttırdığını; işlemsel şeffaflığın karar almanın niteliğini geliştirdiğini ve politika şeffaflığının faiz oranının ayarlanma etkinliğini yükselttiğini göstermektedir [16]. Şeffaflığın bu kavramsal çerçevesinin ayrıntılı olarak ele alınması Merkez Bankası şeffaflığının daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

## II.1. Politik Şeffaflık

Politik şeffaflıkla ilgili teorik katkılar, politika yapıcının tercihleri, açık enflasyon hedeflerinin sonuçları ve Merkez Bankası bağımsızlığı, mukaveleler ile eskisini geçersiz kılan mekanizmalar gibi kurumsal düzenlemeler hakkındaki asimetric bilgi üzerine ışık saçmaktadırlar. Geraats [12], Merkez Bankası tercihleri ile ilgili asimetric bilginin etkisinin, belirsizlikle ilgisini açıklayabilmek için, üretimde quadratik olan bir hedef fonksiyonunu farzeder:

$$W_t = \frac{1}{2}\alpha(\pi_t - \tau)^2 - \frac{1}{2}\beta(y_t - \kappa\bar{y})^2 \quad (1)$$

Burada  $\tau$  sosyal olarak optimal orana (yani  $\bar{\tau}$ ) eşit olduğu farzedilen Merkez Bankası enflasyon hedefi;  $\kappa\bar{y}$  sosyal olarak optimal üretim hedefi ( $\kappa > 1$ );  $\alpha$  ve  $\beta$  sırasıyla enflasyon ve üretim istikrarı için tercih parametreleridir ( $\alpha, \beta > 0$ ). Merkez Bankası üretimi, doğal oranın ( $\bar{y}$ ) üzerinde istikrarlı hale getirmeyi hedefler, bunun nedeni, üretimin doğal oranını sosyal olarak optimal seviyenin ( $\kappa\bar{y}$ ) altına indiren diğer piyasa bozuklukları ve mükemmel olmayan rekabetin mevcudiyetidir.

Hallet ve Viegi [17], Merkez Bankası tercihleri ile ilgili asimetric bilginin her iki yüzü olan özel sektör ve hükümet durumunu ele alırlar. Bu iktisatçılar çalışmalarında, "politik tercih" parametresi ile ilgili belirsizliğin ortalama enflasyonu azalttığını, buna karşılık "ekonomik tercih" parametresi ile ilgili belirsizliğin ortalama üzerinde hiçbir etkiye sahip olmadığını bulmuşlardır. Bu sonuç, tercih ağırlıkları ile ilgili belirsizliği parametreleştirmelerinden dolayıdır.

Son zamanlarda hızla gelişen politik şeffaflık üzerine bir diğer önemli çalışma, Nolan ve Schaling [18] tarafından yapılmıştır. Nolan ve Schaling, Merkez Bankasının tercih hakkı ile ilgili daha az belirsizliğin faydalı bir etkisinin olduğunu ve bunun enflasyon eğilimini azalttığını göstermişlerdir.

Politik şeffaflık, para politikası yapıcılarının güdülerini açıklayan kurumsal düzenlemelerle artırılabilir. Para politikasının optimal kurumsal düzenlenmesi üzerindeki geniş literatüre önemli bir örnek, politik baskılardan para politikasını izole eden ve böylece para politikası yapıcıları tarafından ulaşılmaya çalışılan hedefler hakkında daha fazla açıklama sağlayan Merkez Bankası bağımsızlığıdır. Politik şeffaflık, kurumsal düzenlemelerin gelişmesinden de yararlanmaktadır.

## II.2. Ekonomik Şeffaflık

Birçok iktisatçı para politikasında ekonomik şeffaflığın önemli olduğunu savunmaktadır. Chortareas,

Stasavage ve Sterne [9], ekonomik şeffaflığın, enflasyonu azaltmaya yardım ettiğini ve Merkez Bankası kredibilitesini kendi hareketlerine duyarlı yaptığını ileri sürmektedirler. Aynı şekilde Clare ve Courtenay [19], arz şoku tahminlerini ilan eden Merkez Bankalarını desteklemekte ve bunun nedeninin finansal piyasaların bu veriyi kullanmaları olduğunu söylemektedirler. Bu iktisatçıların görüşlerine göre, ekonomik şeffaflığın iki temel avantajı vardır: (i) Faiz oranı ilanlarına piyasa reaksiyonunun hızını artırır; ve (ii) piyasa reaksiyonu daha şeffaf durumlarda azalır.

Blinder [20] tarafından işaret edildiği gibi, Merkez Bankası inanılabilirliği, yıllar boyunca etkin ve güvenilir bir para politikası oluşturmuştur. Merkez Bankası politikası (örneğin faiz oranı ilanları) ve ekonomik sonuçlar arasında bir zaman gecikmesi bulunmaktadır. Stratejik tamamlayıcılar olan ücret ve fiyatların yapışkanlığı, üretim ve istihdamın sonraki bazı dönemler için etkilendiğini gösterirler. Bu şartlar altında ekonomik şeffaflık, Merkez Bankasının taahhüdünü başarmak için doğru iz üzerinde olduğunu gösteren ve beklentiye yol gösteren nominal bir çıpa olarak uygundur.

Ekonomik şeffaflıkla ilgili teorik literatür, ekonomik veri veya tahminler hakkında asimetric bilginin sonuçlarını dikkate almaktadır. Tarkka ve Mayes [5], Merkez Bankasının, kamuoyunun enflasyon beklentilerinin tahmini ile ilgili asimetric bilginin etkisini analiz ederler. Enflasyon ve üretim için koşulsuz Merkez Bankası tahminlerinin ilanı, hem Merkez Bankasının enflasyon hedefi hem de özel sektör beklentilerinin değerlendirilmesini ifade eder. Ayrıca bu durum üretimin daha az değişkenliği ve para politikasının daha çok tahmin edilebilirliğine de yol gösterir.

Fakat ekonomik belirsizliğin azalması, Gersbach [21] ve Cukierman [22] tarafından gösterildiği gibi, faydalı olmayabilir. Bu iktisatçılar, hedef fonksiyonu (denklem 1) ve  $\kappa=1$  geçerli olduğunda para politikası oyununu ele almaktadırlar. Bu durumda hiçbir enflasyon eğilimi yoktur. Gersbach ve Cukierman, Merkez Bankasının tercihleri hakkında mükemmel bilgi olduğunu ve arz şoku ( $\epsilon$ ) ile ilgili asimetric bilginin etkisini analiz ederler. Şeffaflık durumunda, çok önemli olarak arz şoklarıyla ilgili bilgi, enflasyon beklentileri kurulmadan önce özel sektör tarafından bilinmektedir. Özel sektör arz şokunu, enflasyon beklentilerinin içine dahil ettiği için  $\pi^e = \pi$  olur. Bu ise, arz şoklarının karşısında üretimin istikrarının, Lucas aktarım mekanizmasından dolayı artık mümkün olmadığını gösterir. Ayrıca enflasyon, özel sektör enflasyon beklentileri volatilitesinden dolayı daha değişken olur. Hem üretim hem de enflasyonun daha yüksek varyansı, arz şoku ile ilgili şeffaflığın sosyal refahı azalttığı anlamına gelir. Özel sektör enflasyon beklentileri şekillenmeden önce, gerçek arz şoku yerine Merkez Bankası tahminlerini gözlediğinde, Merkez Bankası arz şoklarını tahmin etmede istikrarlı olamaz ve

tahminlerin ilanı zararlı olur.

Ekonomik şeffaflıkla ilgili modellerde kullanılan denklemler şunlardır: Yeni Keynesyen Phillips eğrisi; sosyal kayıp fonksiyonu; ve Merkez Bankasının ilan yolu ile kamuoyuna ifşa ettiği şoklarla ilgili tahmin. Son denklem, Merkez Bankasının arz şokları tahmini ve bir hata teriminden oluşmaktadır. Hata, Merkez Bankasının şoklarla ilgili özel tüm bilgiyi yayınlamadığı gerçeğinden dolayıdır. Kamuoyu ve Merkez Bankası tarafından gözlenen şoklar arasındaki farklılık, ekonomik şeffaflığın bir ölçüsünü gösterir. Buna göre kamuoyu ve Merkez Bankası arasındaki farklılık arttığında parasal otorite daha az şeffaf olur.

Hem klasik hem de keynesyen teoride, daha düşük bir reel faiz oranı, projelerini gerçekleştirmede girişimciye bir fırsat yaratır. Şeffaf Merkez Bankasına sahip ekonomilerde, bilgi toplamanın maliyeti azalır, böylece projelerdeki kâr beklentisi artar.

Goodfriend [23], Merkez Bankası tarafından kabul edilen ekonomik şeffaflığın finansal piyasalar üzerindeki yararlarını göstermektedir. Merkez Bankası hareketleri ile ilgili bilginin yayılması, arbitraj olasılığını azaltmakta ve finansal piyasaların etkinliğini artırmaktadır. Ayrıca asimetrik bilgideki azalma, menkul kıymet fiyatlarının gerçek değerlerini açıklamaya da katkı yapar.

Ekonomik şeffaflığın diğer bir üstünlüğü, ekonominin mali yanı ile ilgilidir. Kamu borcu ile ilgili standart literatüre göre, şeffaflık durumunda risk primi azalırken, iç borcu döndürmek hazine için daha kolay olur ve böylece yüksek bir nominal faiz oranına olan ihtiyaç azalır.

### II.3. İşlemsel Şeffaflık

İşlemsel şeffaflık, alınan para politikası kararlarının yönünü belirleyen bir şeffaflık türüdür. Ferdi oylama kayıtlarının yayınlanması üzerine odaklanan Gersbach ve Hahn [24], [25] tarafından analiz edilen işlemsel şeffaflıkta da, belirsizlik ve teşvik edici etkiler önemli bir rol oynar. Gersbach ve Hahn [24], belli bir zamanda hükümetin Merkez Bankacılarını seçtiği iki dönemli bir para politikası oyununu ele alırlar. Merkez Bankacıları seçilmekten pozitif faydalar çıkarırlar, tercihleri bilinir, fakat ekonomik bilgileri veya yeterlilikleri özel bilgidir. Ferdi oylama kayıtları ile ilgili gizlilik, ikinci dönemde zararlı bir belirsizlik etkisi meydana getirerek tekrar seçilmeden önce bir Merkez Bankacısının yeteneklerinin değerlendirilmesine yol açar. Diğer taraftan şeffaflık birinci dönemde stratejik bir teşvik edici etki yaratır. Benzer bir modeli fakat farklı varsayımları kullanarak Gersbach ve Hahn [25], oylama şeffaflığının yararlı olduğunu göstermişlerdir. İşlemsel şeffaflık diğer şeffaflık türlerine oranla daha az dikkat çekmiş, bu yüzden hem teoride hem de uygulamada hâlâ

tamamen gelişmemiştir.

### II.4. Politika Şeffaflığı

Politika kararları ile ilgili şeffaflık sonuçlarını analiz eden farklı modeller vardır ve bu modeller politika aracının para arzı için bir hedef koyarak ödünç alınmış (alınmamış) rezervler üzerinde odaklanmışlardır. Banka rezervleri piyasasında, interbank oranı, ödünç alınan ve ödünç alınmayan rezervlerden ibaret olan toplam rezervlerin arz ve talebi arasındaki dengeyi sağlamak için ayarlanırlar. Ödünç alınmayan rezerv hedefi, interbank oranına Merkez Bankasının kısa dönem para hedefine dayanarak Merkez Bankası tarafından ödünç alınmamış rezerv arzı için basit bir reaksiyon fonksiyonu olarak modellenir. Politika şeffaflığı durumunda bu para hedefi açıklanır. Şeffaf olmayan politika durumunda modellerin bilgi yapıları farklıdır ve politika hedefi interbank oranından anlaşılamayacağı için para piyasası karışıklıklarının olması söz konusudur [12].

Tabellini [26], Merkez Bankasının sabit bir ödünç alınmayan rezerv hedefinin olduğunu farzeder. Politikanın şeffaf olmaması durumunda, finansal piyasalar politika hedefini gözleyemezler, fakat daha öncekileri güncelleştirmek için interbank oranını kullanırlar. Gizlilik, interbank oranının özel sektör tahmin hataları varyansını artırır. Gözlenemeyen para politikası karışıklıklarına interbank oranının tepkisi de artar, çünkü bilinmeyen rezerv hedefe doğru yüklenme gerçekleşir. Sonuç olarak, politikanın şeffaf olmaması zararlı etkileri olan interbank oranının varyansını artırır.

### II.5. Operasyonel Şeffaflık

Operasyonel şeffaflıkla ilgili önemli bir çalışma Cukierman ve Meltzer [27] tarafından yapılmıştır. Bu şeffaflık türünde politika yapıcı, politika aracının planlanan oluşumunu açıklamaz ve beklenmeyen kontrol hatalarından dolayı enflasyon üzerindeki kontrol mükemmel değildir. Kamuoyu sadece geçmiş enflasyon sonuçlarını gözler ve bunları politika yapıcının gelecek tercihlerini tahmin etmek için kullanır.

Verilmiş bir parasal kontrol seviyesi için daha fazla operasyonel şeffaflık enflasyonu azaltma eğilimi sağlayarak, kamuoyunun enflasyon beklentilerini enflasyona cevap vermeye hazır hale getirir. Tasarlanan politikanın, özel durumla ilgili üretim hedefi ve inanılabilirliğe daha az tepki verdiği bir durumda Merkez Bankasının "aktivizm"i azalmaktadır. Sayısal analizi kullanarak Faust ve Svensson [1], daha büyük operasyonel şeffaflığın muhtemelen sosyal refahı geliştireceğini, fakat Merkez Bankası tarafından tercih edilmeyeceğini bulmuşlardır. Aynı şekilde Jensen [3]'te, operasyonel şeffaflığın, yüksek kredibilitiyi isteyen Merkez Bankalarının esnekliklerini azalttığı için istenmediği sonucuna ulaşmıştır.

### III. VERİ ve AMPİRİK BULGULAR

Bu çalışmada Merkez Bankasının İnterbank Faiz Oranları üzerine olan şeffaflık etkisi, Türkiye'nin de içinde olduğu 57 ülke (Avrupa Birliğine üye 19 ülke dahildir) verisi kullanılarak analiz edilmektedir. Ekonomik şeffaflık ve enflasyon oranı verileri Fry vd. [11]'dan alınmıştır (Özellikle şeffaflık değişkeni Fry vd [11] tarafından uygulanmış anket verilerine dayanmaktadır. Dolayısıyla çalışmanın kapsamını genişletmek için daha fazla ülke verisine ulaşılamamıştır). Ülkelere ilişkin bilgiler Tablo.1'de sunulmaktadır.

**Tablo.1. Çalışmada Kullanılan Ülkeler**

Avrupa Birliği Üyesi Ülkeler		Diğer Ülkeler		
Belçika	Polonya	ABD	Güneybatı Afrika	Yeni Zelanda
Bulgaristan	Portekiz	Arnavutluk	Hong Kong	Nijerya
Kıbrıs	Romanya	Ermenistan	İzlanda	Rusya
Çek Cum.	İspanya	Avustralya	İsrail	Sierra Leone
Fransa	İsveç	Bahamalar	Jamaika	Güney Afrika
Almanya	İngiltere	Bahreyn	Kazakistan	Sri Lanka
Yunanistan		Barbados	Kenya	İsviçre
Macaristan		Belize	Kuveyt	Tanzanya
İrlanda		Kanada	Kyrgyz Cum.	Türkiye
İtalya		Mısır	Lübnan	Uganda
Letonya		Fiji	Malezya	Uruguay
Litvanya		Gana	Meksika	Zambiya
Malta		Guyana	Moldova	

Ayrıca çalışmada kısa vadeli para piyasası faiz oranlarını temsil etmek üzere IFS'den (International Financial Statistics) temin edilen interbank faiz oranları kullanılmıştır. Son olarak ülkelerin döviz kuru hedefi politikaları olup olmadığını gösteren kukla değişken şu şekilde tanımlanmaktadır: Eğer ülke döviz kuru hedefi politikası uyguluyorsa 1, aksi durumda döviz kuru hedefi politikası uygulamıyorsa 0 değeri almaktadır. Analizin ilk aşamasında çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyonlar Tablo.2'de özetlenmektedir.

Değişkenler arasındaki birlikteliği gösteren korelasyon matrisi incelendiğinde faiz oranı ile ekonomik şeffaflık değişkenleri arasında negatif ve anlamlı (-0.45) bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu durum faiz oranı ile ekonomik şeffaflık değişkenlerinin ters yönlü hareket ettiklerini göstermektedir. Benzer şekilde enflasyon ve ekonomik şeffaflık değişkenleri arasında da negatif ve anlamlı (-0.38) bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca faiz oranı ve enflasyon değişkenleri arasındaki ilişki (0.79) pozitif ve anlamlıdır. Dolayısıyla Merkez Bankası faiz oranları ile enflasyon oranının aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Her ne kadar korelasyon katsayıları nedenselliğin yönü ile ilgili bir fikir vermese de,

korelasyon matrisi şu şekilde yorumlanabilir: Merkez Bankası faiz oranlarının düşmesi için enflasyon oranının düşmesi ve ekonomik şeffaflığın arttırması gerektiği söylenebilir.

**Tablo.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi**

	Faiz (F)	Enflasyon (E)	Şeffaflık (S)	Kur hedefi (KH)
Faiz (F)	1.00	0.79 <sup>a</sup>	-0.45 <sup>a</sup>	-0.37 <sup>a</sup>
Enflasyon (E)	0.79 <sup>a</sup>	1.00	-0.38 <sup>a</sup>	-0.19
Şeffaflık (S)	-0.45 <sup>a</sup>	-0.38 <sup>a</sup>	1.00	-0.17
Kur hedefi (KH)	-0.37 <sup>a</sup>	-0.19	-0.17	1.00

<sup>a</sup> %1 düzeyinde anlamlıdır, <sup>b</sup> %5 düzeyinde anlamlıdır, <sup>c</sup> %10 düzeyinde anlamlıdır.

Faust ve Svensson [1] ve Chortareas, Stasavage ve Sterne [9]'da olduğu gibi daha önce yapılmış çalışmalar, ekonomik şeffaflık ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim Tablo 2 ile verilen korelasyon matrisinde hesaplanan tüm korelasyon katsayılarının işaretleri önsel beklentileri ve bu çalışmaları destekler niteliktedir. Korelasyon analizi değişkenler arasındaki nedensel ilişkileri göstermediği için burada ekonomik şeffaflığın faiz oranları üzerindeki etkisini göstermek için regresyon analizine başvurulmuştur. Tahmin edilecek regresyon modeli en genel haliyle aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$F_t = \beta_0 + \beta_1 E_t + \beta_2 S_t + \beta_3 KH_t + \beta_4 (S_t * KH_t) + u_t \quad (2)$$

Burada kesme (sabit) terimi  $\beta_0$  denge faiz oranını,  $\beta_1, \beta_2$  ve  $\beta_3$  sırasıyla enflasyon, şeffaflık ve kur hedefi değişkenlerinin Merkez Bankası faiz oranları üzerindeki etkilerini göstermektedir. Son olarak  $\beta_4$  şeffaflık ile kur hedefi değişkenlerinin etkileşimi ve  $u_t$  regresyonun hata terimidir. Regresyon tahmin sonuçları Tablo 3'te verilmektedir.

Tablo.3'te sunulan regresyonların tahmin sonuçları incelendiğinde, her üç regresyon modelinde de ekonomik şeffaflık parametresi negatif iken enflasyon parametresi pozitif çıkmıştır. Dolayısıyla tahmin edilen parametrelerin işaretlerinin teorii ve önsel beklentileri desteklediği görülmektedir. Regresyon (2) ve regresyon (3)'e ilave edilen kur hedefi değişkeni de negatif ve anlamlıdır. Faiz oranı ile kur hedefi değişkenleri arasındaki negatif ilişki, kur hedefi politikası yürüten ülkelerde faiz oranlarının daha düşük olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Ayrıca tüm regresyon modellerinin tahmin sonuçları, enflasyon ve ekonomik şeffaflık değişkenlerinin Merkez Bankası faiz oranlarının tahmin edilmesinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir (Enflasyon ve Faiz değişkenlerinin logaritması kullanılmıştır).

Tablo.3. Olağan En Küçük Kareler Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: Faiz	(1)	(2)	(3)
Kesme (Sabit)	1.8676 <sup>a</sup> (0.1529)	2.3064 <sup>a</sup> (0.2044)	2.3496 <sup>a</sup> (0.2583)
Enflasyon	0.4474 <sup>a</sup> (0.0628)	0.3955 <sup>a</sup> (0.0570)	0.3913 <sup>a</sup> (0.0580)
Şeffaflık	-0.5321 <sup>b</sup> (0.2228)	-0.7856 <sup>a</sup> (0.2177)	-0.8583 <sup>b</sup> (0.3359)
Kur hedefi	-	-0.5347 <sup>a</sup> (0.1392)	-0.5965 <sup>b</sup> (0.2375)
Şeffaflık*Kur hedefi	-	-	0.1330 (0.4162)
Gözlem sayısı	57	57	57
Düzeltilmiş $\bar{R}^2$	0.6429	0.7180	0.7130
F-istatistiği	51.4109 <sup>a</sup>	48.5297 <sup>a</sup>	35.7835 <sup>a</sup>

<sup>a</sup> %1 düzeyinde anlamlıdır, <sup>b</sup> %5 düzeyinde anlamlıdır, <sup>c</sup> %10 düzeyinde anlamlıdır.

Not: EViews tahmin sonuçları verilirken kullanılan parantez içerisindeki standart hatalar, White'in tutarlı standart hatalarını göstermektedir.

Tablo.3'te hesaplanan düzeltilmiş determinasyon katsayıları ( $\bar{R}^2$ ) oldukça yüksek bulunmuştur. Buna göre regresyon (1)'de Merkez Bankası faizlerindeki değişimlerin yaklaşık %64'ünü, regresyon (2)'de %72'si ve regresyon (3)'te ise %71'ini açıklamaktadır. Nitekim tahmin sonuçlarından elde edilen F-istatistiklerinin tümünün %1 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo.3'teki regresyon modellerinin üçünde de bulunan ekonomik şeffaflık parametrelerinin negatif ve anlamlı olması (sırasıyla -0.53, -0.79 ve -0.86) ekonomik şeffaflığın artması durumunda faiz oranlarında meydana gelecek düşmeyi gösterir. Bu ters yönlü ilişki, Merkez Bankalarının kredibilite eksikliklerini telafi etmelerinin bir yolu olarak ekonomik şeffaflığın önemini ortaya koyar ve ekonomik birimlerin davranışlarındaki iyileşme beklentisini gösterir. Yani Merkez Bankasının ekonomik şeffaflığı vasıtasıyla, bilgi düzeyindeki artış risk priminde azalışa ve bu da faiz oranlarının düşmesine neden olur. Bulunan sonuçlar, ekonomik şeffaflık arttığında faizin azalacağını ve enflasyon ile faiz oranı arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki (Tablo.2 ve Tablo.3) nedeniyle enflasyonun da azalacağını göstermektedir.

Tahmin edilen modeller incelendiğinde kesme terimini gösteren denge faiz oranı regresyon (1)'de 1.87, regresyon (2)'de 2.31 ve regresyon (3)'te 2.35 olarak bulunmuştur. Her üç regresyon modelinde de denge faiz oranı anlamlıdır. Enflasyon parametresi regresyon (1)'de yaklaşık olarak 0.45, regresyon (2)'de 0.40 ve regresyon (3)'te de 0.39'dur. Yani diğer değişkenler sabitken enflasyon % 1 arttığında Merkez Bankası faiz oranını yaklaşık binde 4 artırır. Ayrıca Tablo 3'te döviz kuru hedefi yürüten ülkelerdeki faiz oranlarının döviz kuru hedefi olmayan ülkelere göre regresyon (2) için -0.53

puan, regresyon (3) için -0.60 puan daha düşük olduğu görülmektedir. Regresyon (3)'e ekonomik şeffaflık ve kur hedefi değişkenlerinin etkileşimi (interaksiyonu) ilave edildiğinde, parametrenin önsel beklentilere uygun olarak pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur.

#### IV. SONUÇ

Merkez Bankası şeffaflığı, son yıllarda para politikasının temel özelliklerinden biri haline gelmiştir. Merkez Bankası şeffaflığının artması, özel sektör belirsizliğini azaltır, ekonomik karışıklıkları istikrarlı hale getirmek için Merkez Bankasına daha çok esneklik verir, üretimin volatilitasını düşürür ve Merkez Bankalarının hareketlerini sosyal olarak optimal hale getirir. Uygulamada birçok Merkez Bankasının, enflasyon tahminleri, kararlarının arkasındaki mantıksal açıklamalar ve politika kararlarındaki "eğilim" tartışmalarını kullanarak şeffaflıklarını arttırdıkları görülmektedir.

Bu çalışmada Merkez Bankasının İnterbank Faiz Oranları üzerine olan şeffaflık etkisi ampirik olarak ortaya konulmaktadır. Bulunan sonuçlar, ekonomik şeffaflık arttığında faizin azalacağını ve enflasyon ile faiz oranı arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki nedeniyle enflasyonun da azalacağını göstermektedir. Kur hedefi değişkeni ile faiz oranı arasındaki negatif ve anlamlı ilişki, kur hedefi politikası uygulayan ülkelerde faiz oranlarının ortalama 0.5 puan daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Ampirik analiz, teorik modellerdeki sonuçlarla tutarlıdır.

Ekonomik şeffaflık, orta ve uzun dönemdeki faiz oranı üzerindeki belirsizliği azalttıkça, Merkez Bankası para politikasındaki bilginin niteliğini geliştirir. Bilginin kalitesindeki bu iyileşme Merkez Bankasına daha kesin bir şekilde politikalarının sonuçlarını değerlendirme imkânı sağlar. Böylece ekonomik şeffaflık daha etkin bir para politikası için uygun ve öngörülebilir bir ortam oluşturmaktadır.

#### YARARLANILAN KAYNAKLAR

- [1] Faust, J. & Svensson, L.E.O. (2001). Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals. *International Economic Paper*, 42(2), 369-397.
- [2] Faust, J. & Svensson, L.E.O. (2002). The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(2), 520-539.
- [3] Jensen, H. (2000). Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking. *Working Paper*, University of Copenhagen.
- [4] Geraats, P.M. (2001). Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts. *Working Paper No. 41*, European Central Bank.

- [5] Tarkka, J. & Mayer, D.G. (1999). The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts. *Discussion Paper 22/99*, Bank of Finland.
- [6] Cuikerman, A. (2000). Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does It Make? *Working Paper*, Tel-Aviv University.
- [7] Kuttner, K.N. & Posen, A.S. (2000). Inflation, Monetary Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility. *Working Paper 00-06*, Institute for International Economics.
- [8] Cuikerman, A. (2000). Establishing a Reputation for Dependability by Means of Inflation Targets. (Eds.: Mahadeva, L. & Sterne, G.). *Monetary Frameworks in a Global Context*. London: Routledge.
- [9] Chortareas, G.; Stasavage, D. & Sterne, G. (2002). Does It Pay To Be Transparent? International Evidence From Central Bank Forecasts. *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84(4), 99-118.
- [10] DeHaan, J. & Eijffinger, S.C.W. (2000). The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-Tales. *Journal of Common Market Studies*, 38(3), 393-407.
- [11] Fry, M.J.; Julius, D.; Mahadeva, L.; Roger, S. & Sterne, G. (2000). Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework. (Eds.: Mahadeva, L. & Sterne, G.). *Monetary Frameworks in a Global Context*. London: Routledge.
- [12] Geraats, P.M. (2002). Central Bank Transparency. *The Economic Journal*, (112), 532-565.
- [13] Blinder, A.; Goodhart, C.; Hildebrand, P.; Lipton, D. & Wyplosz, C. (2001). "How Do Central Banks Talk?" *Geneva Report on the World Economy*. Vol.3.
- [14] Bini-Smaghi, L. & Gros, D. (2001). Is the ECB Sufficiently Accountable and Transparent? CEPS *Working Document*, No. 169.
- [15] Fracasso, A.; Genberg, H. & Wyplosz, C. (2003). How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks. Vol. Special Report 2 of *Geneva Reports on the World Economy*, Centre for Economic Policy Research.
- [16] Eijffinger, S.C.W. & Geraats, P.M. (2006). How Transparent Are Central Banks? *European Journal of Political Economy*, 22(2), 1-21.
- [17] Hallett, H.A.J. & Viegi, N. (2001). Credibility, Transparency and Asymmetric Information in Monetary Policy. *CEPR Discussion Paper 2671*.
- [18] Nolan, C. & Schaling, E. (1996). Monetary Policy Uncertainty and Central Bank Accountability. *Working Paper*, Bank of England, No. 54.
- [19] Clare, A. & Courtenay, R. (2001). What can we learn about monetary policy transparency from financial market data? *Discussion Paper No. 06/01*.
- [20] Blinder, A. (2000). *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge: MIT Press.
- [21] Gersbach, H. (2003). On the Negative Social Value of Central Banks' Transparency. *Economics of Governance*, 4(2), 91-102.
- [22] Cuikerman, A. (2001). Accountability, Credibility, Transparency and Stabilization Policy in the Eurosystem. (Ed.: Wyplosz, C.). *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, Oxford: Oxford University Press.
- [23] Goodfriend, M. (1986). Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. *Journal of Monetary Economics*, 17(1), 63-92.
- [24] Gersbach, H. & Hahn, V. (2001a). Should Individual Voting Records of Central Bankers Be Published? *Bundesbank Discussion Paper 02/01*.
- [25] Gersbach, H. & Hahn, V. (2001b). Voting Transparency and Conflicting Interests in Central Bank Councils. *Bundesbank Discussion Paper 03/01*.
- [26] Tabellini, G. (1987). Secrecy of Monetary Policy and the Variability of Interest Rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 19(4), 425-436.
- [27] Cuikerman, A. & Meltzer, A.H. (1986). A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation Under Discretion and Asymmetric Information. *Econometrica*, 54(5), 1099-128.

#### Hülya KANALICI AKAY

(hulyakanalici@uludag.edu.tr) is an Assistant Professor in Economics at Uludağ University. She received her PhD from Uludağ University, Bursa. Her research interests include macroeconomics, finance, monetary policy, and economics.

#### Mehmet NARGELEÇEKENLER

(mnargele@uludag.edu.tr) is a Research Assistant in Econometrics at Uludağ University. He is a PhD. student in Econometrics at Uludağ University, Bursa. His research interests include econometrics, time series, forecasting, and panel data.