

NİCELİKSEL GEVŞEME POLİTİKALARININ TÜRK FİNANSAL PİYASALARI ÜZERİNDEKİ KISA VADELİ ETKİLERİ

Sıtkı SÖNMEZER*

Öz

Bu çalışmada, FED'in niceliksel gevşeme politikaları ile ilgili yaptığı açıklamaların Türkiye finansal piyasaları üzerindeki kısa vadeli etkileri ölçülmüştür. Çalışmada, politika açıklamaları QE 1:11/2008-11/2009, QE 2:8/2010-11/2010, QE 3:8/2012-11/2012 dönemlerine ayrılarak analiz edilmiştir. Sonuç olarak; niceliksel gevşeme politika açıklamaları sonucunda yabancı ve yerli yatırımcıların Türkiye finansal piyasalarındaki tahvillere yönelip, bu enstrümanların fiyatlarını belirgin şekilde artırdığı, beklenen açıklamalarda ise bilginin fiyatlara, açıklama tarihinden evvel yansıtıldığı ve etkili olmadığı görülmüştür.

* Yrd.Doç.Dr., Beykent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, sitkisonmezer@beykent.edu.tr

Anahtar Kelimeler: Niceliksel Gevşeme, Borsa, Faiz, Tahvil

Short Term Effects of Quantitative Easing Policies on Turkish Financial Markets

Abstract

In this study, effects of the announcements made by FED regarding with quantitative easing policies on Turkish financial markets are measured. Quantitative Easing announcements are classified into three groups and analyzed as QE 1:11/2008-11/2009, QE 2:8/2010-11/2010, QE 3:8/2012-11/2012. As a result, Quantitative Easing Announcements led foreign and domestic investors to move the prices of Turkish bonds as they are alternative instruments, however, when the announcement is expected, it has been seen that information had already been reflected in prices and no significant effect is found.

Keywords: Quantitative Easing, Stock Markets, Interest Rate, Bonds

GİRİŞ

Niceliksel Gevşeme, geçmişte daha gerilere gitmesine rağmen, son 2008 finansal krizinden itibaren sıkça ifade edilen bir kavram haline gelmiştir. Bu politikalar, merkez bankalarının, uzun vadeli tahvil fiyatlarını alımlarla etkilemek suretiyle daha kısa vadeli tahvillerin fiyatlarına da etki etmek ve dolaylı olarak ikame etkisi ile alternatif yatırım araçlarına olan talebi yönlendirmelerine olanak sağlamışlardır. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED) tarafından tatbik edilen birinci, ikinci ve üçüncü niceliksel gevşeme politikalarının gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına olan etkileri yeteri kadar araştırılmış olmakla birlikte, bu politikaların gelişen piyasalar üzerine etkilerinin araştırılması sınırlı kalmıştır. Bu çalışmanın amacı, bahsi geçen politikaları ele almaktır ve politikaların açıklanmasının Türk finansal sistemine etkisi olup olmadığı incelenmektedir. Çalışmada Türkiye finans piyasasının seçilmesinin nedenleri arasında, görece daha yüksek faiz oranlarına sahip olması sebebiyle bir ikame etkisi

yaratması bulunmaktadır. Bir diğer neden, Türk tahvillerinin yatırımcılar tarafından, gelişen bir ülke olması sebebi ile gelişmiş ülke tahvillerinden daha farklı hareket edeceğinin; dolayısıyla daha düşük korelasyonu sayesinde portföy riskini azaltıcı bir etkisinin olacağına düşünülmesidir. Türk tahvillerinin tarihte geri ödeme sorunu yaşamamış olması ve yabancılar tarafından serbestçe işlem yapılıyor olması da çalışmamızdan sağlıklı çıkarımlar yapmamızı sağlayan unsurlar arasında yer alabilir. Bu politikaların finansal sisteme orta ve uzun vadeli etkileri, gelecekte çalışılabilecek ilginç bir konu olmakla birlikte, bu çalışmanın kapsamı dışındadır.

Bu çalışmada parasal genişleme politikalarının uygulanacağına duyurulduğu ve uygulanmaya başlandığı tarihler kullanılarak finansal piyasalara etkileri araştırılmıştır. Yurt dışında yaratılan fazla paranın dış piyasalarda riski gözetken, görece yüksek getirili alternatif yatırımları değerlendireceği açıkken bu niceliksel gevşeme politikaları gelişmesi beklenen ülkelerdeki inşaat-taahhüt, alışveriş merkezi vs. gibi projelerin fon bulunmasını kolaylaştırmış ve bu ülkelerin büyümelerine olumlu etkiler sağlamışsa da bu etkiler bu çalışmanın kapsamının dışındadır.

Bu çalışmada dikkat çekilmek istenen bir diğer husus; gelecekte bu politikaların yarattığı fazla parayı yine aynı karar vericiler muhtemel zıt politikalar izleyerek piyasada azaltmak istediklerinde, finansal piyasaların yaşayabileceği sıkıntılara dikkat çekmektir.

1. PARASAL GENİŞLEME POLİTİKALARININ TERCİH EDİLME NEDENLERİ

FED'in uzun vadeli hazine tahvili alımlarının döviz kurlarına ve ticarete nasıl etki ettiği finansal piyasalarda sıkça tartışılmıştır. ABD'nin Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) niceliksel gevşeme politikaları ile Amerikan dolarını zayıflatmayı amaçlamış böylece var olan devasa cari açıklarını azaltmayı, ticari denge-sizlikleri kendileri lehine çevirmeyi amaçlamıştır. Politikaların he-deflendiği ölçüde başarılı olmamasının birinci sebebi Çin'in kar-

şı hamleleridir. Çin büyük miktarda fazlaya sahip olduğu için finansal piyasalara müdahil olabilmekte ve ihracatı için yaşamsal öneme haiz kurları kontrolü altında tutabilmektedir. Amerikan otoritelerin Çinli meslektaşlarına yaptıkları revalüasyon baskıları, 2010'daki Çin'in para birimi Yuan'daki küçük artış sayılmazsa, sonuçsuz kalmıştır. Zira Çin ihracattaki üstün konumunu muhafaza etmenin yolunun kurunun değerini muhafaza etmekten geçtiğini bilmektedir. Niceliksel gevşeme politikalarının etkinliklerinin yaşadığı ikinci bir zorluk faizlerin düşük seviyesidir. Bu politikaların etkinliğinin daha yüksek faizli ortamlarda artabileceği savunulmuştur. (Sibert, 2010)

FOMC aynı zamanda yaptığı alımlarla gayrimenkul piyasasını destekleyen Amerikan kurumlarına arka çıkmış ve kredi piyasalarındaki koşulları iyileştirmeye yardımcı olmuştur. (Gagnon, Raskin, Remache ve Sack, 2011a) Bu alımlarla gayrimenkul piyasalarında oluşacak olası bir çöküşe engel olma niyeti aşıkardır.

Parasal Genişleme Politikalarının Tarihçesi

2000 yılında Japonya Merkez Bankası (BOJ), düşük faiz seviyelerine rağmen hedef faiz oranı açıklayıp onu tutturmaya yönelik çaba harcamaktansa niceliksel gevşeme politikası uygulamayı yeğlemiştir. Merkez bankasını bu yöntemle iten klasik para politikalarının etkisizliğinin görülmesidir. Yeni bir yöntem olarak merkez bankası Yen cinsi tahvilleri satıp parasal tabanı genişletmiştir ve bu örnek olay konvansiyonel niceliksel gevşeme politikası olarak kabul edilir. Japon Piyasalarında hüküm süren düşük faiz ortamı arzu edilen hedeflere ulaşılmasını engellemiştir.

25 Kasım 2008 tarihinde, uzun vadeli varlıkların FED tarafından 2009 sonuna kadar satın alımlarının yapılacağı açıklanmıştır. Bu durum, literatürde QE I diye adlandırılmıştır. (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2011). Bahsi geçen uzun vadeli varlıklar arasında hazine tahvilleri, tut-sata dayalı menkul kıymetler ve Freddie Mac, Ginnie Mae ve Fannie Mae'ye ait

menkul kıymetler vardır. 2008 sonu itibarı ile, Federal Rezerv Sistemi toplam varlık tabanını 915 Milyar USD'den 2,316 Milyar USD' ye yükseltmiştir. (Sibert, 2010) Bu devasa alımları takiben hazine tahvillerinin getirileri azalan arz ve artan fiyatların etkisiyle belirgin bir biçimde azalmıştır.

3 Kasım 2010 tarihinde, FOMC, FED'in niyetinin 2011 ortalarına kadar uzun vadeli hazine tahvillerinde 600 milyar USD'lik alım yapmak olduğunu açıklamıştır ve bu durum QE II olarak adlandırılmıştır. QE II beklentilerin açıklanan miktara yakın olmasından ötürü faizleri belirgin bir biçimde değiştirmeyi başaramamıştır (Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen, 2011)

Mart 2009'da İngiltere Merkez Bankası (BOE) Para Politikaları Kurulu büyük ölçekli varlık alımı programını başlatmıştır. Burada amaçlanan, ekonomiye ilave para enjekte ederek nominal harcamalardaki büyümeyi orta vadeli enflasyon hedefini tutturacak şekilde arttırmaktır. Bu doğrultuda Şubat 2010 tarihine kadar 200 milyar sterlinlik alım gerçekleştirilmiştir ve bu alımların çoğu İngiliz hükümetinin hazine tahvilleridir. (Joyce, Lasasosa, Stevens ve Tong, 2011).

FED, 12 Eylül 2012 tarihinde her ay kırk milyar Amerikan doları tutarında kamu ipoteğe dayalı menkul kıymetleri alacağını duyurmuş ve bu politikanın biteceği bir tarih belirtmemiştir. Bu politika finansal çevrelerde QE III olarak adlandırılmıştır.

Literatür Taraması

Niceliksel gevşeme ile alakalı çalışmalar karar vericileri temel alınarak dört sınıfa ayrılabilir. Bu sınıflandırmanın dayanağı Fawley ve Neely'nin niceliksel gevşeme politikalarının hikayelerinin detaylandırıldığı makaleden alınmıştır (Fawley, Neely 2013); karar vericilerin ismini belirtmek gerekirse; Amerika Birleşik Devletleri – Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası, Japon Merkez Bankası - BOJ, Avrupa Birliği – Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası - BOE diye belirtilebilir.

Breedon, Chadha ve Waters (2012) çalışmalarında BOE'nin niceliksel gevşeme politikalarının hazine tahvili getirilerini 50 ila 100 baz puan düşürdüğüne dair bulgular sunmuşlardır. Yine Joyce, Lasaosa, Stevens ve Tong (2011), 100 baz puanlık bir düşüş tespit etmişlerdir.

Kozicki, Santor ve Suchanek (2010) merkez bankası bilanço büyüklüklerinin zaman serisi verilerini çalışmışlar ve bilanço büyüklüklerindeki artışın vadeli faiz oranlarının uzun vadeli olanlarındaki düşüşle ilişkili olduklarını ortaya koymuşlardır.

Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen (2011) birinci niceliksel gevşemenin 30 yıllık ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde 128 baz puanlık 2-günlük ortalama düşüşe sebep olduğunu ve 10 yıllık hazine tahvillerinin getirilerini de benzer şekilde 107 baz puan düşürdüğünü belirtirken; %99 güvenle QEII için, ortalama bir günlük düşüşün altı baz puan olduğunu belirtmişlerdir.

1.3. Olası Etkilerinin Değerlendirilmesi

Niceliksel gevşeme politikalarının etkileri çeşitli yönlerden araştırılmış ve uzun vadeli yatırım araçlarının getirilerinin nasıl etkilendiği araştırılmıştır. Fawley (2013)

n – yıllık bir tahvilin reel getirisini aşağıdaki gibi bölümlenmiştir:

$$y_{t,t+n} = \check{Y}_{t,t+n} + TP_{t,n} E_t \pi_n$$

Burada $y_{t,t+n}$ terimi t zamanda n- yıllık bir tahvilin beklenen reel getirisi,dir,

$\check{Y}_{t,t+n}$ terimi, t zamanda önümüzdeki n yıl boyunca ki ortalama beklenen gecelik faiz; $TP_{t,n}$ t zamanda n- yıllık bir tahvilin vade primi ve $E_t \pi_n$ terimi ise t zamanda önümüzdeki n yıl boyunca ki beklenen ortalama enflasyon oranıdır. Fawley'e göre uzun vadeli reel getirilerde yaşanacak bir düşüş ya beklenen enflasyonda bir artış ya da beklenen politika faizi patikasında ya da vade priminde bir düşüş yaşanması suretiyle gerçekleşebilir. Burada süregelen niceliksel gevşeme politikaları vade primini tahmin etmeyi giderek zor tahmin edilir hale getirmektedir

çünkü sırada ne şekilde bir politika ile karşı karşıya kalacağımızı tahmin etmek giderek zorlaşmaktadır.

Bir diğer çalışmada uzun vadeli getiriler iki sınıfa ayrılmıştır; kısa vadeli risksiz getiri oranlarının vadeye kadar beklenen ortalamaya seviyesi ile risk primidir ki bu primin en önemli bileşeni vade primidir. (Gagnon, Raskin, Remache ve Sack, 2011a)

Uzun vadeli enstrümanların getirilerindeki düşüşlerin gelişen piyasalara ikame etkisi ile olumlu akışlar sağlayacağını söylemek çok iddialı değildir. Alternatif yatırım olanakları gözleyen yabancı fonlar gelişen piyasalardaki projeleri ve yatırımlarını gelişmiş piyasaların tahvillerinde yaşadıkları getiri kayıplarını azaltmak adına, portföy mantığı içinde, değerlendirdikleri ve değerlendirecekleri düşünülmektedir. Bu durumun alternatif yatırımların fiyatlarını yukarı yönlü etkileyeceği beklenir.

2. VERİ ve METODOLOJİ

Literatürdeki çalışmaların da çoğunda olduğu gibi bu çalışmada da olay inceleme yaklaşımı kullanılmıştır ve yapılmış olan açıklamaların bir gün sonraki etkileri araştırılmıştır. Bu çalışmada elde edilmek istenen FED'in uyguladığı niceliksel gevşeme politikaları ile ilgili Kasım 2008 ve Eylül 2012 arasında yaptığı açıklamaların ve attığı adımların Türkiye finansal piyasalarına olan etkilerini ortaya koymaktır. Bu bağlamda yapılacak analiz için literatürde kullanılan on iki gün belirlenmiş ve bugünlerde yapılan açıklamaların 2030 ve 2034 vadeli Türk Euro tahvillerinin, 2 yıllık hazine tahvilinin, 5 yıllık hazine tahvilinin, VIX oynaklık endeksinin ve BIST İstanbul'un getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Seçilen tarihlerde ilave etki yaratabilecek duyuru, açıklama olup olmadığı kontrol edilmiştir.

Bu tarihler ve özellikleri aşağıdaki gibidir:

- 25 Kasım 2008- Büyük ölçekli varlık alımlarının yapılacağına duyurulduğu ilk açıklama tarihi; 100 milyar \$

kamu ajansı borçları 500 milyar \$'a kadar kamu ajansı ipoteğe dayalı menkul kıymetler.

- 1 Aralık 2008 - Başkan Bernanke'nin finansal şartları etkileyebilmek adına uzun vadeli hazine tahvillerini satın alabileceklerini açıkladığı tarih
- 16 Aralık 2008 - FOMC'un alımları genişletmeyi düşündüğünü ve uzun vadeli hazine tahvillerinin alımını başlattığını duyurduğu açıklama
- 28 Ocak 2009 - FOMC'un alımları genişletmeyi düşündüğünü ve uzun vadeli hazine tahvillerinin alımını başlattığını duyurduğu açıklama
- 18 Mart 2009 - Yine FOMC'un alımları uzun vadeli hazine tahvillerinde 300 Milyar \$'a kadar; kamu ajansı borçlarında 200 Milyar \$'a kadar; kamu ajansı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerinde 1,250 Milyar \$'a kadar alım kararını açıklama tarihi
- 12 Ağustos 2009 - FOMC ifadelerinden alımlardaki evelden açıklanmış miktarlarla ilgili "kadar" ifadelerinin ortadan kaldırılması ve zaman içinde bu alımların yaşılayacağını açıklanması
- 4 Kasım 2009 - FOMC'un yaklaşık 175 Milyar \$'lık kamu ajansı borcu satın alacağını açıkladığı tarih.
- 27 Ağustos 2010¹ - Bernanke'nin QE II'yi ima ettiği konuşması
- 1 Ekim 2010² - FED New York başkanı William Dudley'nin yine QE II'yi ima ettiği konuşması

¹ Nellis (2013) bu tarihin ihmal edilmesi neticesinde Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen'in (2011) QE1 ve QE2'nin etkilerini yüksek tahmin ettiklerini belirtmiştir.

² Nellis (2013) bu tarihin ihmal edilmesi neticesinde Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen'in (2011) QE1 ve QE2'nin etkilerini yüksek tahmin ettiklerini belirtmiştir.

- 3 Kasım 2010 - Bu tarihte, FOMC, FED'in niyetinin 2011 ortalarına kadar uzun vadeli hazine tahvillerinde 600 milyar USD'lik alım yapmak olduğunu açıklamıştır
- 22 Ağustos 2012- İlk kez QE III'ün düşünüldüğü anlaşılan FOMC tutanaklarının duyuru tarihi.
- 13 Eylül 2012- FED her ay 40 Milyar USD tutarında kamu ajansı ipoteğe dayalı menkul kıymet alacağını açıklamıştır.
- 2 Kasım 2012- San Fransisko FED başkanı Williams'ın FOMC'un uygulanan politikaların çalışmadığını veya belirgin ekonomik sorunlara yol açtığını tespit ettiği takdirde ayarlama yapabileceği hatta bu politikaları sonlandırabileceğini belirttiği konuşma

3. FED'İN NİCELİKSEL GEVŞEME POLİTİKALARININ TÜRK FİNANSAL ARAÇLARININ GETİRİLERİ ÜZERİNE GÜNLÜK ETKİLERİ

Niceliksel gevşeme politikaları genelde finansal piyasaları nasıl etkiler diye düşünüldüğünde ilk olarak "duyuru etkisi" akla gelmektedir. Merkez Bankalarının açıklamaları sadece ekonominin nasıl görüldüğü hakkında bilgi vermez aynı zamanda karar vericilerin gelecekte nasıl hareket edebileceği hakkında da fikir verir. Yatırımcılar bu duyurulardan yaptıkları çıkarımlarla yatırımları yönlendirebilirler ve finansal enstrümanların fiyatlarını aşağı veya yukarı yönlü değiştirebilirler. Bu süreçte "sürü etkisi", manipülasyon veya çeşitli davranışsal unsurlar aynı anda veya tek tek etkin olabilirlerse de bu etkiler bu çalışmada nötr olarak kabul edilmiştir.

Yatırımcılar elden çıkarmakta zorlanacaklarını düşündükleri varlıkları satın almak için zorluk derecesine göre bir likidite primi isterler ve bu prim fiyatları düşürürken getirileri arttırır. Politikaların ikinci bir etkisi ise piyasaya verilen paraların etkisiyle likiditenin artması ve varlık fiyatları üzerindeki likidite priminin azalmasıdır.

Politikaların olası üçüncü olası etkisi ise, merkez bankalarının alımları ile yükselen fiyatlara ulaşmış varlıklara sahip fonların ve yatırımcıların, ellerinde bulundukları karlı portföylerini getiri düşen eski yatırımları yerine alternatif bir yatırıma yönlendirme olasılığı üzerinde olacaktır. Burada gelişen piyasaların, projeleri, tahvilleri ve hisse senedi piyasaları ile cazibe merkezleri haline geldiği düşünülebilir.

4. BULGULAR

Bu çalışmada, niceliksel gevşeme politikaları ile ilgili açıklamaların etkileri, birinci, ikinci ve üçüncü niceliksel gevşeme politikaları adları altında üç ana bölümde incelenmiştir. Analiz edilen tarihlerde etki edecek bir başka açıklamanın yapıp yapılmadığı Türkiye Merkez Bankasından edinilen bir haber dosyası ile kontrol edilmiştir. Bu dosyada, ilgili açıklama tarihlerinde, yine fiyatlara etki edecek bir başka açıklama, itfa veya ilan var ise, bu durumu belirtip, yanlış çıkarım yapmamak adına ortaya koymak amaçlanmıştır.

Tablo 1’de özetlendiği üzere, 25 Ekim 2008 ila 4 Ekim 2009 tarihleri arasında gerçekleşen niceliksel gevşeme politikalarına dair yapılan açıklamaların bir günlük etkileri incelendiğinde; tüm açıklamalardan sonra fiyatlarda anlamlı düzeltmeler yaşanmıştır; özellikle 2-yıllık gösterge tahvilin getirilerini anlamlı şekilde azalttığı görülmektedir. Burada yatırımcıların, piyasaya verilecek paraların bir kısmının ilgili tahvillere de geleceğini ve bu araçların fiyatlarını arttıracaklarını düşünüp, hızlı bir şekilde bu bilgileri fiyatlara yansıttıkları görülmektedir. Kısaca birinci niceliksel gevşemelerle ilgili yapılan açıklamaların bir günlük etkilerinin anlamlı düzeyde olduğu bulunmuştur.

Tablo 1: QE I politikalarına ait belirgin günlerin bazı finansal piyasa araçlarının 1-günlük getirileri üzerine etkileri

Tarih	Olay	Tahvil 2-yıllık	Tahvil 5-yıllık	TR Euro tahvil 2030	TR Euro tahvil 2034	VIX Endeksi	İMKB TÜM
25/11/2008	İlk Açıklama	-0,0352**	-	-0,0239*	-0,0382**	0,0982**	-0,0025

		*			*	*	
1/12/2008	Bernanke'nin Konuşması	- 0,0367** *	-	0,0195	0,0396** *	- 0,0807** *	0,0035
16/12/2008	FOMC Bildirisi	- 0,0397** *	-	-0,0144	- 0,0603** *	-0,0483	0,0280** *
28/1/2009	FOMC Bildirisi	0,0113** *	-	0,0168	0,0275** *	0,0518** *	- 0,0192** *
18/3/2009	Yeni Alım Açıklaması	-0,0161	-	- 0,0358** *	-0,0274**	0,0904** *	0,0188** *
12/8/2009	FOMC Bildirisi	-0,0186	-0,0049	-0,0010	-0,0029	-0,0291	0,0144*
4/11/2009	FOMC Bildirisi	- 0,0279** *	- 0,0208** *	-0,0025	-0,0084	-0,0488	0,0202** *
Toplam		-0,1629	-0,0257	-0,0413	-0,0701	-0,1629	0,0632

*% 10 seviyesini, ** % 5 seviyesini, ve *** % 1 seviyesini ifade eder.

27 Ağustos 2010 ile 3 Kasım 2010 tarihleri arasında gerçekleşen niceliksel gevşeme politikalarına dair yapılan açıklamaların bir günlük etkileri incelendiğinde; ikinci niceliksel gevşeme politikalarının etkilerinin benzer yönde geliştiği gözlemlenmiştir. Tablo 2'de, tahvil cinsi araçların getirileri düşmüş ve İMKB değer kazanmışsa da 3 Kasım 2010 tarihinde gözlenen anlamlı değişikliklerde, aynı tarihte açıklanan enflasyon verilerinin de etkisi olduğu görülmüştür.³ Bu iki etki ayrıştırılmadığından dolayı, 1 Ekim'deki Dudley'nin konuşmasının 5 yıllık tahviller üzerindeki anlamlı etkisini saymazsak, ikinci niceliksel gevşemelerle ilgili yapılan açıklamaların bir günlük etkilerinin anlamlı düzeyde olduğunu söyleyemeyiz.

Bu tarihe kadar iki ayrı dönemde niceliksel gevşeme politikaları, QE I ve QE II, ile ilgili gerçekleşen açıklamaların ilk etkileri karşılaştırılacak olsa, ilkinin 2 yıllık gösterge tahvilin getirisini; ikincisinin 5 yıllık gösterge tahvilin getirisini görece olarak daha fazla azalttığı söylenebilir. Genel olarak finansal araçlara alım getiren bu açıklamalar, fiyatları yükseltmiştir ve piyasada faizlerin daha da düşeceği inancının yaygın olması ile piyasaların etkin

³ 3 Kasım 2010 tarihinde Ekim ayı tüketici enflasyonu beklenti anketleri % 1.30 iken %1.83 olarak açıklanmıştır. Yine üretici enflasyonu beklenti anketleri % 8.04 iken % 8.62 olarak açıklanmıştır. Diğer tarihlerde benzer ek bir açıklama yapılmamıştır.

bir şekilde gelen bilgileri fiyatlara yansıtılabildiği hususunda fikir vermektedir.

Türk Euro tahvilleri incelendiğinde birinci niceliksel gevşeme politikaları ile ilgili açıklamalar ilan edildiğinde 2034 tahvilinin 2030 vadeli tahvile nazaran daha fazla etkilendiği gözlemlenmiştir. Bu durum vade etkisi ile açıklanabilir; politikalarında amaçladığı gibi, uzun vadeli tahvillere gelen alımlar bu tahvillerin fiyatlarını görece daha fazla arttırmış dolayısı ile daha uzun vadeli enstrümanların getirilerini görece daha fazla düşürmüştür.

Tablo 2: QE II politikalarına ait belirgin günlerin bazı finansal piyasa araçlarının 1-günlük getirileri üzerine etkileri (Baz puan cinsinden)

Tarih	Olay	Tahvil 2-yıllık	Tahvil 5-yıllık	TR Euro tahvil 2030	TR Euro tahvil 2034	VIX Endeksi	IMKB TUM
27/8/2010	Bernanke'nin Konuşması	0,0037	0,0046	0,0014	0,0000	-0,1067***	0,0100
1/10/2010	Dudley'nin Konuşması	-0,0074	0,0231** *	-0,0028	-0,0028	0,0458***	0,0079
3/11/2010	Resmi Açıklama	-0,0013	0,0184** *	-0,0335***	-0,0169*	-0,0932***	0,0323***
Toplam		-0,0050	-0,0369	-0,0349	-0,0197	-0,1541	0,0502

*% 10 seviyesini, ** % 5 seviyesini, ve *** % 1 seviyesini ifade eder.

Tablo 3'te özetlendiği gibi, üçüncü niceliksel gevşeme politikalarının açıklandığı 22 Ağustos 2012 ila 2 Kasım 2012 tarihleri arasında yapılan açıklamaların bir günlük etkileri incelendiğinde; ilk iki açıklamadan sonra, TL cinsi, iki ve beş yıllık devlet tahvillerinde anlamlı fiyat artışları gözlemlenirken; dolar cinsi, daha uzun vadeli Euro tahvillerde fiyat artışı istenilen anlam düzeyinde gerçekleşmemiştir. Bu açıklamaların, oynaklık üzerindeki etkisi anlamlı bulunmuştur, borsa üzerinde etkisi olmamıştır. Williams'ın açıklaması borsayı anlamlı şekilde etkilememiştir. Geri kalan enstrümanları beklenen yönde ve anlamlı şekilde etkilemiştir.

Tablo 3: QE III politikalarına ait belirgin günlerin bazı finansal piyasa araçlarının 1-günlük getirileri üzerine etkileri (Baz puan cinsinden)

Tarih	Olay	Tahvil 2-yıllık	Tahvil 5-yıllık	TR Euro tahvil 2030	TR Euro tahvil 2034	VIX Endeksi	İMKB TİM
22/8/2012	FOMC Açıklamalarının duyurulması	-0,0154***	-0,0122*	-0,0060	-0,0060	0,0563** *	0,0053
13/9/2012	Resmi Açıklama	-0,0149***	-0,0114**	-0,0140	-0,0150	0,0327** *	0,0132
2/11/2012	Williams'in Konuşması	-0,0142***	- 0,0246***	-0,0271**	-0,0214*	0,0472** *	-0,0062
Toplam		-0,0445	-0,0482	-0,0471	-0,0424	0,0937	0,0123

*% 10 seviyesini, ** % 5 seviyesini ve *** % 1 seviyesini ifade eder.

SONUÇ

Niceliksel gevşeme politikalarının açıklandığı tarihlerde ve-ya açıklanacaklarının ima edildiği konuşmaların tarihlerindeki açıklamaların; ülkemizdeki başlıca TL ve USD cinsi tahvillerindeki fiyatları anlamlı bir şekilde etkileyebildikleri görülmüştür. Alınan bilgilerin ivedilikle fiyatlara yansıtılması, tahvil piyasasının etkinliği ile ilgili olumlu bir durum iken aynı zamanda, bu bulgu, Amerikan ekonomisi için alınan kararların eş zamanlı olarak diğer finansal piyasalara da etki ettiğine, edebileceğine örnek teşkil edebilir.

Birinci niceliksel gevşeme politikalarının etkilerinin diğer niceliksel gevşeme politikalarının etkilerinden daha anlamlı fiyat değişikliklerine sebebiyet verdiği gözlemlenmiştir. Bu durum, QE II ve QE III'ün piyasalar tarafından beklenildiğini ve fiyatlara önceden yansıtılmış olabileceğini düşündürmektedir. Bahsi geçen alımların süreceği beklentisinin fiyatların içinde olması ise, Türk piyasaları gibi gelişen piyasalar için dikkatle izlenmesi gereken bir tehdittir. FED'in daraltıcı politikalara geçiş yapması durumunda, diğer piyasalara etkisinin yine anlamlı olacağını kestirmek zor olmamakla beraber önlem alınmasının bir gereklilik olduğu açıktır.

KAYNAKÇA

- Breedon F., J. S. Chadha ve A. Waters, 2012, "The Financial Market Impact of UK Quantitative Easing," *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford University Press, Vol. 28(4), p. 702-728,
- Fawley B. W., C. J. Neely, 2013, "Four Stories of Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), p. 51-88.
- Gagnon, J.; Raskin, M.; Remache, J. ve Sack, B., 2011b, "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases." *International Journal of Central Banking*, 7(1), p. 3-43.
- Gagnon, J.; Raskin, M.; Remache, J. ve Sack, B., 2011a, "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 17(1), p. 41-59;
- Joyce, M, Lasaosa, A, Stevens, I ve Tong, M., 2011, "The Financial Market Impact of Quantitative Easing", *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, p. 113-61.
- Kozicki, S., E. Santor, ve L. Suchanek., 2010. "Central Bank Balance Sheets and Long-Term Forward Rates." Unpublished paper, Bank of Canada.
- Krishnamurthy, Arvind ve Vissing- Jorgensen, A., 2011, "The Effects of Quantitative Easing on Long Term Interest Rates", *Brookings papers on Economic Activity*, 43(2):215-287
- Morgan, P.J., 2011. "Impact of US Quantitative Easing Policy on Emerging Asia" ADBI Working Paper 321.
- Nellis D., 2013, "Measuring the Change in Effectiveness of Quantitative Easing" *Issues in Political Economy*, Vol 22, p. 108-126
- Sibert, A., 2010, "Quantitative Easing and Currency Wars", *Economic and Monetary Affairs*, Directorate for Internal Policies, European Parliament.