

T.C.
İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

MERKEZ BANKACILIĞINDA PARA POLİTİKASI ARACI OLARAK
SÖZLÜ YÖNLENDİRME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Fırat Bora TAŞ

1800005493

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: Para ve Sermaye Piyasaları

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Sinan ALÇIN

NİSAN 2022

T.C.
İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

MERKEZ BANKACILIĞINDA PARA POLİTİKASI ARACI OLARAK
SÖZLÜ YÖNLENDİRME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Fırat Bora TAŞ

1800005493

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: Para ve Sermaye Piyasaları

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Sinan ALÇIN

Jüri Üyeleri : Doç. Dr. Deniz Dilara DERELİ

Dr. Öğretim Üyesi Levent POLAT

NİSAN 2022

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR LİSTESİ.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
GİRİŞ.....	1-3

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞINDA PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

1.1. Para Politikası Tanımı.....	4
1.2. Parasal Aktarım Mekanizması.....	4-7
1.3. Para Politikası Stratejileri.....	7
1.3.1 Ara Hedefleme Stratejisi.....	8
1.3.2 Doğrudan Enflasyon Hedefleme Stratejisi.....	8-9
1.4. Para Politikası Araçları.....	9
1.4.1 Doğrudan Para Politikası Araçları.....	10
1.4.1.1 Faiz Oranı Kontrolü.....	11
1.4.1.2 Kredi Tavanı Kontrolü.....	11-12
1.4.2 Dolaylı Para Politikası Araçları.....	12-13
1.4.2.1 Açık Piyasa İşlemleri (APİ).....	13
1.4.2.2 Faiz Politikası.....	14
1.4.2.3 Kur Politikası.....	14
1.4.2.4 Zorunlu Karşılıklar Politikası.....	14
1.4.2.5 Niceliksel Gevşeme.....	15
1.4.2.6 Para Arzı.....	15
1.4.2.7 Açık Sözlülük Politikası.....	16

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI İLETİŞİMİ

2.1. Merkez Bankacılığı İletişimi.....	17-18
2.2. Merkez Bankacılığı İletişim Politikaları.....	18-19
2.3 Merkez Bankacılığı İletişim Stratejileri.....	20

2.4 Merkez Bankacılığında İletişim Kanalları ve İletişim Araçları.....	20
2.5 Merkez Bankacılığında İletişim Araçları: TCMB Örneği.....	21
2.5.1 Para Politikası Kurulu (PPK) Açıklamaları.....	22
2.5.2 Para Politikası Kurulu (PPK) Toplantı Özetleri.....	22
2.5.3 Enflasyon Raporu.....	22
2.5.4 Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu.....	22
2.5.5 Finansal İstikrar Raporu.....	23
2.5.6 Konuşmalar.....	23
2.5.7 Basın Duyuruları.....	23
2.5.8 Basınla İlişkiler.....	23
2.5.9 Para ve Kur Politikası Metinleri.....	23
2.5.10 Açık Mektup.....	24
2.5.11 Yıllık Rapor ve Stratejik Plan.....	24
2.5.12 Kitaplar, Kitapçıklar, Broşürler.....	24
2.5.13 Yayınlar, Veriler.....	24
2.6 Merkez Bankacılığında İletişim Politikası ve Para Politikası İlişkisi.....	26-27

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ARACI OLARAK SÖZLÜ YÖNLENDİRME

3.1 Sözlü Yönlendirme.....	28-30
3.2. Sözlü Yönlendirmenin Tarihsel Süreci.....	30
3.2.1 Birinci Dönem (1990'lara kadar) “Tema: Sözlü Yönlendirme Yoktur”.....	30-31
3.2.2 İkinci Dönem (1990'lı yıllar) “Tema: Sözlü Yönlendirme Kullanılabilir”.....	31-32

3.2.3 Üçüncü Dönem (2008’den günümüze) “Sözlü Yönlendirme Para Politikası Aracıdır”.....	32-33
3.3.Sözlü Yönlendirme Türleri.....	33-34
3.3.1 Açık Uçlu Sözlü Yönlendirme.....	34
3.3.2 Zamana Bağlı Sözlü Yönlendirme.....	35
3.3.3 Duruma Bağlı Sözlü Yönlendirme.....	35-36
3.3.4 “Delphic” Sözlü Yönlendirme.....	36-37
3.3.5 “Odyssean” Sözlü Yönlendirme.....	37

SONUÇ	38-39
KAYNAKÇA	40-42

KISALTMALAR LİSTESİ

AMB	:Avrupa Merkez Bankası
BIST	:Borsa İstanbul
BoE	:İngiltere Merkez Bankası
BoJ	:Japonya Merkez Bankası
DİBS	:Devlet İç Borçlanma Senetleri
EVDS	:Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
Fed	:Federal Reserve
FOMC	:Federal Açık Piyasa Komitesi
GSYH	:Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
PPK	:Para Politikası Kurulu
RBNZ	:Yeni Zelanda Merkez Bankası
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
Yİ-ÜFE	:Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi
ZLB	:Zero Lower Bound

TABLO LİSTESİ

Tablo 1	Parasal Aktarım Mekanizması.....	5
Tablo 2	Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması.....	6
Tablo 3:	Doğrudan Para Politikası Araçları.....	10
Tablo 4:	Dolaylı Para Politikası Araçları.....	13
Tablo 5:	TCMB İletişim Araçları.....	21
Tablo 6:	Sözlü Yönlendirme Türleri.....	34

ÖZET

Bu çalışma, merkez bankacılığının geçmişinde tümüyle reddedilmekteyken günümüzde para politikası araçları arasında sayılan sözlü yönlendirmeyi tarihsel süreç, para politikası araçları ve merkez bankacılığı iletişimi ile birlikte özet bir yaklaşımla incelemeyi amaçlamaktadır. Merkez bankacılığında iletişim 1980'li yılların başına kadar tamamen reddedilirken 2008 küresel finansal krizle birlikte parasal aktarım mekanizmasının verimliliğinde yaşanan zorlukları yönetebilmeye yönelik çözüm arayışlarını takip ederek günümüzde para politikası yönetiminin yüksek önem atfedilen bir bileşeni haline gelmiştir.

Günümüzde Merkez bankası uygulamalarının tüm paydaşlar tarafından amaçlandığı gibi anlaşılmasının, para politikası etkinliğinin mümkün olan en yüksek seviyede gerçekleşmesine katkı sağladığı genel kabul görmektedir.

Sözlü yönlendirme ise para politikası araçlarının etkinliğini artırması ve hatta bu araçların yetersiz kaldığı noktalarda devreye girecek bir araç olarak görülmesiyle öne çıkmaktadır.

Merkez bankacılığı para politikası araçları, merkez bankacılığı iletişimi ve sözlü yönlendirmeye dair bilimsel araştırma yöntemlerine uygun özet bilgi hazırlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: sözlü yönlendirme, para politikası araçları, merkez bankacılığı iletişimi

ABSTRACT

This paper aims to analyze forward guidance -which is considered among the monetary policy tools today- with a brief approach.

While communication in central banking was completely rejected until the early 1980s, it has become a highly important component of monetary policy management, following the search for solutions to manage the difficulties experienced in the efficiency of the monetary transmission mechanism with the 2008 global financial crisis.

Today, it is generally accepted that the central banking practices are understood as intended by all stakeholders, contributing to the realization of monetary policy effectiveness at the highest possible level.

Forward guidance, on the other hand, stands out as a tool to increase the effectiveness of monetary policy tools and even to come into play when these tools are insufficient.

In this paper, summary information has been prepared in accordance with research methods on central banking monetary policy tools, central banking communication and forward guidance.

Anahtar Kelimeler: forward guidance, monetary tools, central banking communication

GİRİŞ

Merkez bankaları açısından iletişim giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Merkez bankalarının belirlediği temel amaçlara ulaşmak için para politikası iletişimi proaktif çerçevede uygulama alanı bulmaktadır.

Bu çalışmada, sözlü yönlendirme, merkez bankacılığının geçmişinde iletişimin tamamen reddedilmesiyle başlayan ve günümüzde para politikası aracı olarak kabul edilmesine uzanan tarihsel süreciyle birlikte açıklanmaktadır.

Günümüzde, merkez bankacılığında iletişim politikaları ve para politikaları arasındaki ilişki oldukça önemsenmektedir. Merkez bankacılığı iletişimi, merkez bankalarının ekonomideki rolü ve uygulamalarının toplumun tüm kesimleri tarafından amaçlandığı şekilde anlaşılması ile para politikalarının etkinliğinin en yüksek seviyede gerçekleşmesi ile birlikte merkez bankalarının kredibilitesinin yönetilmesi açısından belirleyici unsur konumundadır.

Geçmişte ise iletişime yönelik yaklaşımın bugünkünden çok daha farklı olduğu görülmektedir. Bu çalışmada uygulama örneklerine sıklıkla yer verilen ABD Merkez Bankası (Fed) 1976-1993 yılları arasında detaylı bir karar özeti açıklamadan tamamen belirsizlik içinde kalmayı tercih ettiği, merkez bankacılığında iletişimin reddedildiği uzun bir dönem bulunmaktadır.

Bugün para politikası araçları arsasında yer aldığı kabul edilen sözlü yönlendirme, geleneksel para politikası araçlarının sınırlıkları karşısında aranan yolları arasında öne çıkmıştır. Bu kapsamda sözlü yönlendirmenin tarihsel sürecinde 2008 küresel finansal krizi önemli bir dönüm noktasıdır. Finansal kriz sırasında G-10 ülkeleri merkez bankalarının faiz oranlarının yüzde sıfır oranına yaklaşılması ile karşı karşıya kalınan alt sınır probleminin (zero lower bound) parasal aktarım

mekanizmasında faiz oranı kanalının yetersizliklerini açığa vurması, beklenti kanalını öne çıkararak sözlü yönlendirmeyi merkez bankalarının birincil gündemine yerleştirmiştir.

2020 yılında küresel koronavirüs salgını ise merkez bankalarının 2008’dekine benzer para politikası sorunlarıyla yeniden karşılaşmalarına neden olmuş ve bu kez sözlü yönlendirme aracı somutlaşarak para politikası araçları arasında somut bir yer edinmiştir. Bu durum, eski Fed Başkanı Ben Bernanke’nin 4 Ocak 2020’de yayınlanan “Para Politikasının Yeni Araçları” başlıklı makalesinde sözlü yönlendirmenin parasal genişleme ile birlikte yer bulduğu “Fed’in temel araçları” ifadesine yansımıştır:

“Son yıllarda varlık alımlarının dışında neredeyse tüm majör merkez bankaları tarafından kullanılan diğer yeni araç sözlü yönlendirmedir.” (Bernanke, 2020:15)

Bu çalışmada, yukarıda belirli bölümlerine dikkat çekilen anahat çerçevesinde sözlü yönlendirmeyi para politikası aracı olarak açıklayarak tarihsel süreciyle birlikte ele alınması hedeflenmektedir.

Bu kapsamda çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde merkez bankacılığı para politikası araçları işlenmiştir. Sözlü yönlendirme, parasal aktarım mekanizmasının beklenti kanalında rol oynamaktadır. Bu nedenle birinci bölüm, parasal aktarım mekanizması ve para politikası stratejilerine geniş yer ayırmaktadır.

İkinci bölümde merkez bankacılığı iletişiminden bahsedilmiştir. İletişim politikaları ve para politikaları arasında ilişkinin de açıklandığı ikinci bölüm aynı zamanda merkez bankacılığı ve iletişim arasındaki ilişkiyi de ele almaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde sözlü yönlendirme incelenmiştir. Sözlü yönlendirmenin tarihsel olarak üç ayrı bölüme ayrıldığı bu bölümde, 1990'lara kadar olan dönem, 1990'lı yıllar ve 2008'den günümüze kadarki süreç ayrı ayrı sınıflandırılarak merkez bankacılığında sözlü yönlendirmenin tamamen tartışmaya kapalı olduğu, tartışmaya açıldığı ve uygulama alanı kazandığı dönemler ele alınmıştır. Aynı bölümde, sözlü yönlendirmenin uygulama örneklerine de yer verilmektedir.



BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞINDA PARA POLİTİKASINA İLİŞKİN TEMEL BİLGİLER

1.1 Para Politikası Tanımı

Para politikası kavramı; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade etmektedir. (TCMB, 2018:9)

Para politikalarının düzenlenmesi ve uygulanmasından ülke merkez bankaları sorumlu olup merkez bankalarının uyguladığı politikaların tamamı para politikasının çerçevesini oluşturmaktadır.

Genel bir tanımla para politikası, merkez bankası tarafından sağlanan para arzının maliyeti ve erişimini etkilemeye yönelik karar seti olarak değerlendirilebilmektedir.

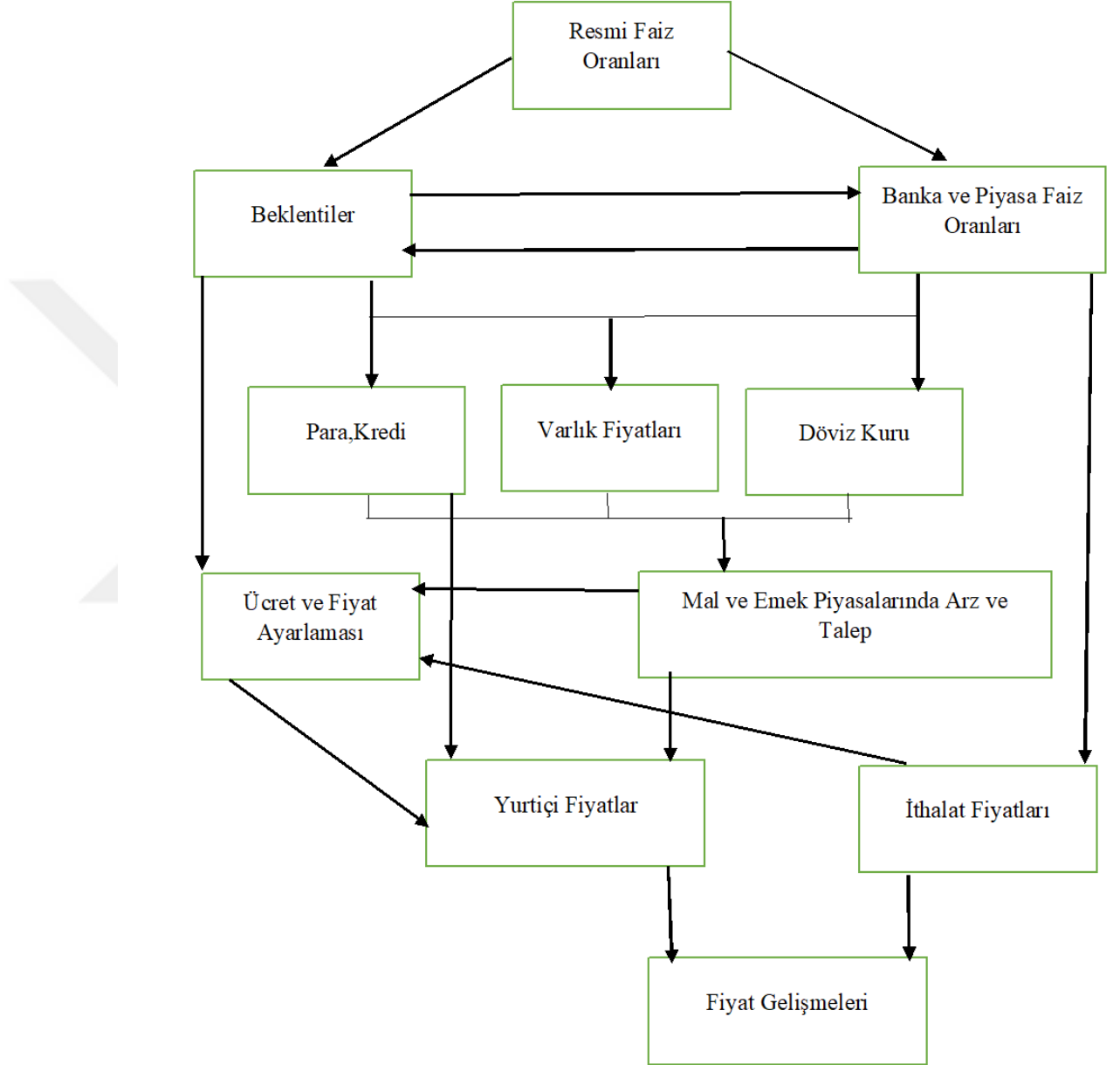
Çalışmanın birinci bölümünde, parasal aktarım mekanizması, para politikası stratejisi ve para politikası araçlarından bahsederek para politikası için daha somut bir açıklama yapabilmek için bu kavramlara dair özet bilgilere yer verilmiştir.

1.2 Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankalarının parasal hedeflerine ulaşmak için para politikalarının uygulamasında aktarım mekanizması önem taşımaktadır.

Literatürde parasal aktarım mekanizmasının genel kabul görmüş bir formülü bulunmamaktadır. Bu nedenle parasal aktarım mekanizması “kara kutu olarak adlandırılmıştır. (Bernanke ve Getler, 1995: 3)

Parasal aktarım mekanizması, faiz ve beklenti kanalının da yer aldığı bir diyagramla Avrupa Merkez Bankası (AMB) tarafından aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.(Tablo 1)



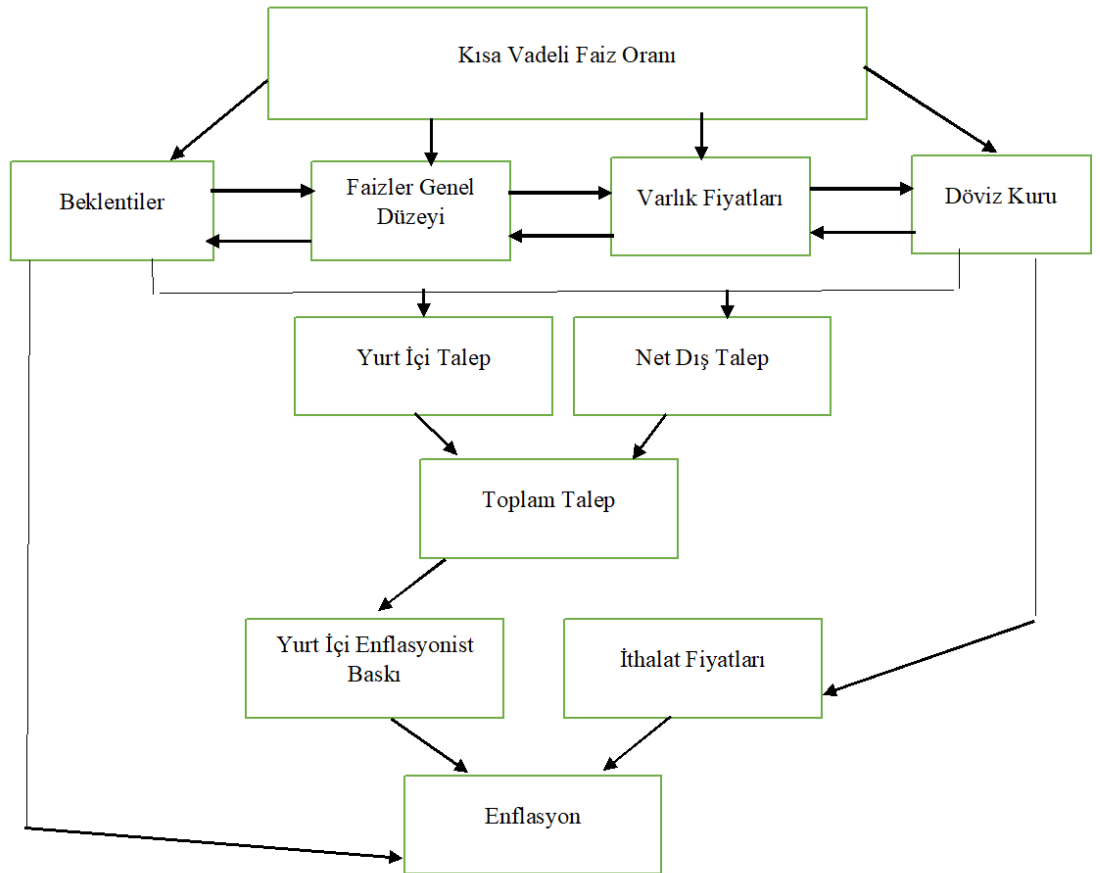
Tablo 1: Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: *The Monetary Policy of the ECB, 2001*

TCMB, para politikası araçlarına yönelik alınan kararların enflasyon üzerindeki etkisi “parasal aktarım mekanizması” yoluyla gerçekleştiğini belirttiği çalışmada, şu ifadelere yer vermektedir:

“Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldıkları kararlar basitleştirilmiş bir anlatımla beklentiler, faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru kanalları ile tüketici ve üreticilerin harcama, tasarruf ve yatırım kararlarını yönlendirerek toplam talebi, dolayısıyla ekonomik aktivite ve enflasyonu etkilemektedir”. (TCMB, 2011)

TCMB, basitleştirilmiş bir gösterimle parasal aktarım mekanizmasını aşağıdaki tabloda özetlemektedir. (Tablo 2)



Tablo 2: Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: Merkez bankaları ve iletişim: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında iletişim politikalarının gelişimi, 2011

Yukarıda bahsedilen yaklaşımlardan yola çıkarak enflasyon hedeflemesi bulunan merkez bankalarının belirlediği para politikalarının beklenti, faiz, döviz kuru ve varlık fiyatları kanalıyla enflasyona etki yaptığı ifade edilebilir.

Parasal aktarım mekanizması çerçevesinde para politikalarının faiz kanalıyla enflasyon hedefine ulaşmada karşılaşılan ana problemin doğrudan kontrol edilmesi mümkün olmayan fiyatlama davranışlarına işaret etmesi kriz dönemlerinde beklenti kanalı yönetimini öne çıkarmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde detaylı olarak incelenen sözlü yönlendirme bu kapsamda para politikası araçları içinde stratejik önem kazanmıştır.

1.3.Para Politikası Stratejileri

Sermaye hareketlerinin kısıtlanmadığı koşullarda merkez bankalarının faiz, döviz kuru ve parasal taban değişkenlerinden sadece biri üzerinde tam kontrol sağlayabilmektedir. Merkez bankaları fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için para tabanını veya döviz kurunu; döviz kuru hedefine ulaşmak için ise faiz oranını veya para arzını hedef değişken olarak kullanabilir. (Gutián, 1996:4)

Literatürde imkansız üçlü olarak işaret edilen bu durum, merkez bankacılığında para politikası stratejilerine önem atfetmektedir. Bu noktada para politikası stratejilerinin iki ana başlıkta incelendiği görülmektedir:

1)Ara hedefleme stratejisi

2)Doğrudan enflasyon hedefleme stratejisi

1.3.1 Ara Hedefleme Stratejisi

Ara hedef stratejisi, para politikasında iki ayrı aşama belirlemektedir. Ara hedef stratejisi uygulayan merkez bankaları ikinci aşamaya geçiş için belirlemiş oldukları değişkenin hedefe ulaşmasını koşul kabul etmektedir.

Geçmiş uygulamalar incelendiğinde parasal hedef, kur çapası ve bilanço hedefinin ara hedef stratejilerinde yer aldığı görülmektedir.

Ancak ara hedef stratejilerinin küresel piyasalardaki gelişmelerle zaman içinde enflasyon hedefiyle korelasyon sağlamakta verimsizleşmesi üzerine doğrudan enflasyon hedefleme stratejileri öne çıkmıştır.

1.3.2 Doğrudan Enflasyon Hedefleme Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi, pek çok üstünlüğünden dolayı para hedeflemesinin yerine geçmiştir. (Mishkin, 2007:134)

1985 yılında Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesine geçmesi ile küresel merkez bankacılığında ilk kez doğrudan enflasyon hedefleme stratejisi uygulama alanı bulmuştur. Bu ülkede %17 dolayındaki enflasyonun gelecek 4 yılda %5'e kadar gerilemesi tüm dünyada ara hedefleme stratejisinden doğrudan enflasyon hedefleme stratejisine geçişi hızlandırmıştır.

Doğrudan enflasyon hedeflemesi, isminde de yer verildiği üzere önceden belirlenmiş bir enflasyon oranının hedeflenmesi üzerine kuruludur. Strateji, belirlenen oranın nominal çapa misyonu ile beklenti kanalına etki yapabilme fonksiyonu ile katma değer sağlayabilmektedir.

Kamuoyu ile şeffaf iletişimi öne çıkaran bu strateji, ekonomi aktörlerinin para politikası aksiyonu tahminlerini enflasyon beklentilerine yakınsama ve sapmaya göre şekillendirecekleri bir çerçeve ortaya koyarak kazandığı öngörülebilirliği toplumsal

mutabakat ile hedefe ulaşmak için merkez bankasının lehine kullanım avantajı sağlamaktadır.

1.4.Para Politikası Araçları

Merkez bankalarının parasal hedeflerine yönelik kullandıkları, merkez bankalarının kendi kontrolünde bulunan değişken ve büyüklükler para politikası araçları olarak tanımlanabilmektedir.

Para politikasının uygulanmasında merkez bankasının doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki ayrı türde parasal araçları bulunmaktadır. Mevduat ve kredilerin miktar ve faizlerini belirleyen merkez bankaları, doğrudan parasal araçları kullanmış olur ve finansal kurumların bilançolarını hedef alır. Piyasadaki arz-talep koşullarını etkilemeye yönelik aksiyon alan ve merkez bankasının kendi bilançosunu hedefleyen merkez bankaları ise dolaylı para politikası araçları kullanır.

Doğrudan ve dolaylı araçların uygulamasındaki iki temel ayrımı şu şekilde açıklanmaktadır:

“Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz - talep koşulları etkilenecek yürütülmektedir.

Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlarken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkanlarının fiyatlarını (faizlerini) etkilemeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlardır.” (Gray ve Hoggarth, 1996:21).

1.4.1 Doğrudan Para Politikası Araçları

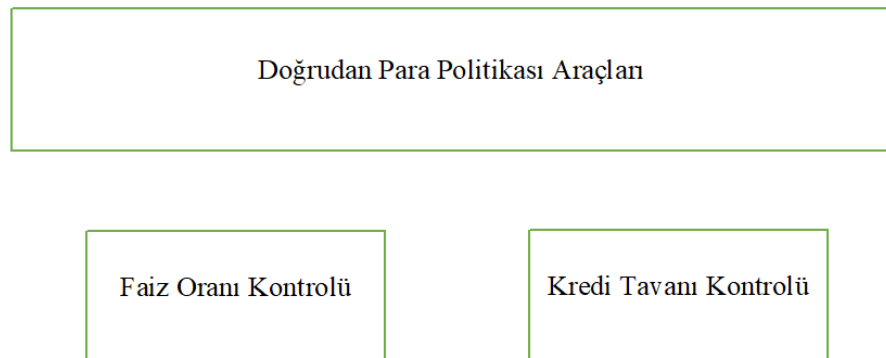
Doğrudan para politikası araçları, merkez bankalarının para politikası hedeflerine kanun kuvveti ile ulaşmayı amaçladığı uygulamalardır. Doğrudan para politikası araçları piyasa fiyatlamalarını etkilemek yerine bankacılık sistemindeki mevduat ve kredilerin fiyat ve miktarını doğrudan belirlemeye yöneliktir.

Doğrudan para politikası araç setinde merkez bankalarının en çok faiz oranı ve kredi tavanı uygulamalarının yer aldığı görülmektedir.

Doğrudan para politikası araçlarının özellikle kriz dönemlerinde kullanıldığı görülmektedir. Para ve sermaye piyasalarının yetersiz derinliğe sahip olduğu ülkelerde merkez bankalarının para politikası araçlarının verimsiz kalması da doğrudan araçları öne çıkarmaktadır.

Ancak doğrudan para politikası araçları para ve sermaye piyasalarının gelişimini engelleyici etkiye sahip olup etkin bir bankacılık sistemi için kısıtlayıcı olmaktadır.

Literatürde doğrudan para politikası araçları ağırlıklı olarak iki başlıktan oluşmaktadır. Bunlar, Faiz Oranı Kontrolü ve Kredi Tavanı Kontrolüdür. (Eğilmez, 2012)



Tablo 3: Doğrudan Para Politikası Araçları

1.4.1.1 Faiz Oranı Kontrolü:

Doğrudan para politikası araçlarından faiz oranı kontrolünde merkez bankası, bankaların uygulayacağı mevduat ve kredi faizlerini doğrudan belirlemektedir. Günümüzde serbest piyasa koşullarında etkin bankacılık sistemi ve merkez bankacılığı faaliyetlerinin bir kazanımı olarak terk edilmiş olan faiz oranı kontrolü uygulaması mevduat ve kredi faizleri arasında belirli bir makas belirleyerek de gerçekleştirilebilmektedir.

1.4.1.2 Kredi Tavanı Kontrolü:

Kredi tavanı kontrolü uygulaması sektörel, kamu kesimi, özel kesim ve/veya banka bazında ayrımlarla toplam kredi büyümesini tahsis etmektedir. Kredi tavanı kontrolü, selektif kredi dağılımı hedeflemesinin yanı sıra toplam kredi büyüme oranının belirlemek için de kullanılmıştır. Kredi dağıtım mekanizmasında yapısal problemlere ve enflasyonist baskı oluşturabilen nitelikte likidite yönetim problemlerine neden olan uygulama faiz oranı kontrolü gibi günümüzde terk edilmiştir.

Merkez bankacılığında doğrudan para politikası araçları arasında merkez bankalarının moral takviyesi (moral suasion) ve gayriresmi öğüt yöntemi de yer almaktadır. Merkez bankalarının ekonomik aktörler üzerindeki kredibilitesi ve otoritesinin bileşik gücünden faydalanan bu araçlar söz yoluyla ikna ve etki sağlamayı amaçlamaktadır. Böylece moral takviyesi ve gayriresmi öğüt yöntemleriyle resmen kredi tavanı ya da faiz oranı kontrolü uygulamalarına gidilmeden kısmen ya da tamamen bankacılık sektörünün bu uygulamaların hedeflerine yönltilmesi sağlanabilmektedir.

Moral takviyesi ve gayriresmi öğüt yöntemleri, sözlü yönlendirme gibi söz yolunu kullanıyor olsa da belirli kurallara dayalı ve resmi para politikası iletişimde yer alan sözlü yönlendirmeden ayrılmaktadır.

Sözlü yönlendirme, kamuya açık ve tüm kamuoyunun bilinmesini hedefleyen dolaylı para politikası aracı olarak kabul edilebilirken moral takviyesi ve gayriresmi öğütler, kapalı devre ve çoğunlukla resmiyet taşımayan para politikası araçları olarak literatürde atıf bulmaktadır. (Parasız, 1994:305)

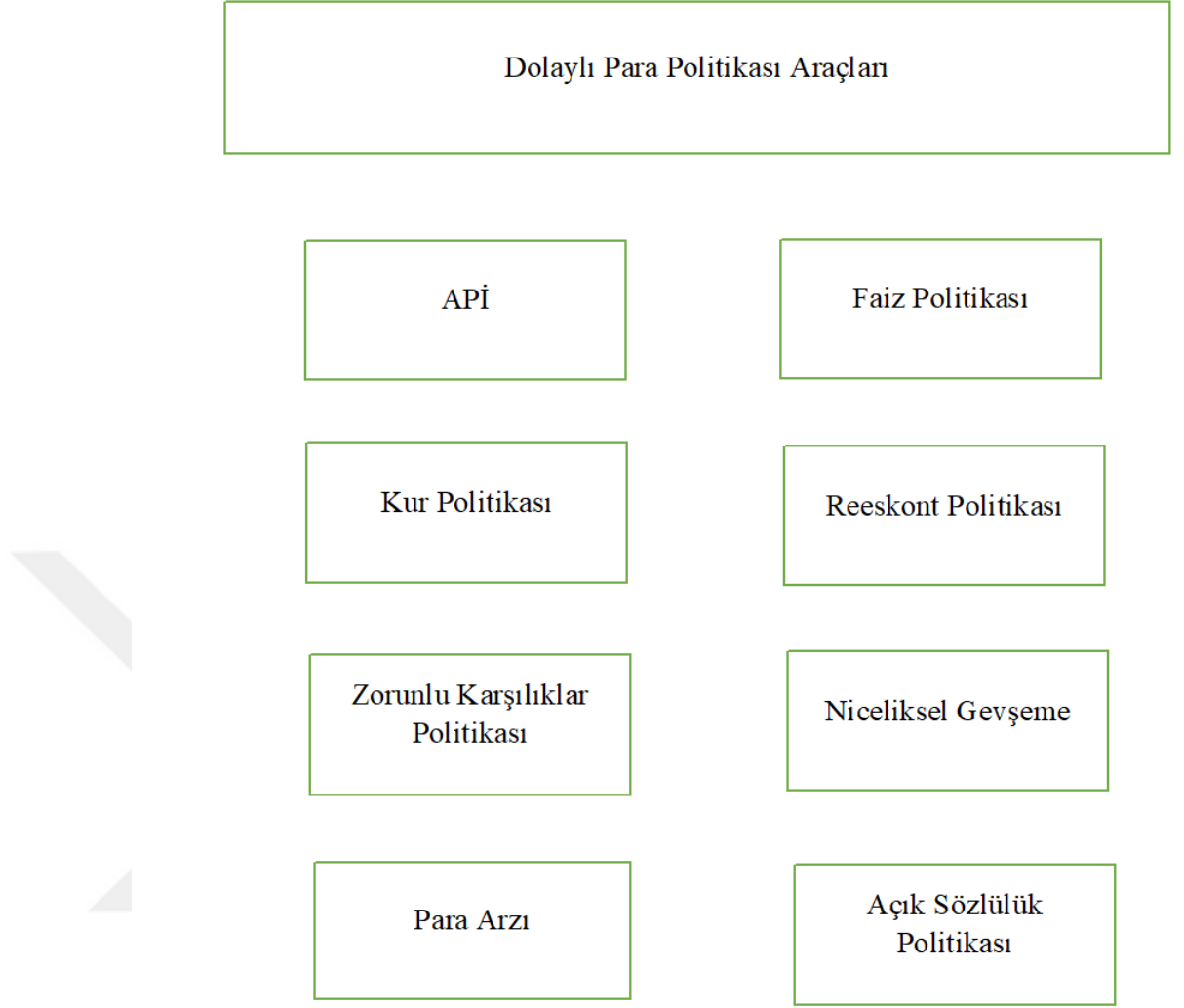
1.4.2 Dolaylı Para Politikası Araçları

Dolaylı para politikası araçları piyasayı etkilemeyi temel almaktadır. “Dolaylı para politikası araçları piyasa mekanizmaları aracılığıyla parasal hedefe ulaşmayı amaçlar.” (Leite, 1992:8).

Doğrudan para politikası araçlarının sermaye hareketlerine yönelik riskleri nedeniyle küresel merkez bankacılığında kullanılan para politikası araçları ağırlıklı dolaylı para politikası araçlarıdır.

Dolaylı para politikası araçları ile kısa vadeli faiz oranlarını etkilemeyi amaçlayan merkez bankaları bu yolla hedeflerine ulaşmayı gözetmektedir. Bu sayede para ve sermaye piyasalarının gelişimi ve etkin bir bankacılık sistemi oluşumu için destekleyici bir iklime de katkı sağlanmaktadır.

Literatürde dolaylı para politikası araçları ağırlıklı olarak sekiz başlıkta aşağıdaki sıralanmaktadır. Bunlar, Açık Piyasa İşlemleri (APİ), Faiz Politikası, Kur Politikası, Reeskont Politikası, Zorunlu Karşılıklar Politikası, Niceliksel Gevşeme, Para Arzı ve Açık Sözlülük Politikasıdır. (Eğilmez, 2012)



Tablo 4: Dolaylı Para Politikası Araçları

1.4.2.1 Açık Piyasa İşlemleri (API):

Açık Piyasa İşlemleri, Merkez Bankası'nın yalnızca para politikası amacıyla piyasadan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) ve diğer menkul kıymetleri alım satımının tanımlanmasıdır.

Merkez bankaları, API ile piyasadaki likiditeyi belirleyerek dolaylı olarak talebi etkileyebilmektedir.

1.4.2.2 Faiz Politikası:

Merkez bankaları, bankacılık sistemine sağladıkları para fonlamasının faiz oranını belirlemektedir. Böylece, sistemdeki fonlama maliyetleri üzerinden dolaylı olarak piyasa faizleri etkilenebilmektedir.

1.4.2.3 Kur Politikası:

Merkez bankaları, para biriminin değerini belirlemeye ya da kurdaki oynaklığı azaltmaya yönelik olarak döviz piyasası işlemleri gerçekleştirebilmektedir. Böylece, döviz kuru üzerinden dolaylı olarak ithal fiyatlar ve fiyatlar genel düzeyi etkilenebilmektedir.

1.4.2.4 Reeskont Politikası:

Merkez bankaları, bankaların elindeki DİBS'leri satın alıp karşılığında para vererek reeskont işlemleri yapabilmektedir. Böylece, reeskont faizleri üzerinden piyasadaki faiz oranı etkilenebilmektedir. Diğer taraftan piyasadaki likidite düzeyi üzerinden dolaylı olarak talebin etkilenebilmesi mümkün olabilmektedir.

1.4.2.4 Zorunlu Karşılıklar Politikası:

Bankaların topladıkları mevduatın belirli bir oranını Merkez bankası hesaplarında tutması gerekmektedir. Merkez bankaları söz konusu zorunlu karşılık oranını değiştirerek bankaların kredi maliyetlerini ve bankacılık sistemindeki mevduatın dağılımını etkileyebilmektedir.

Zorunlu karşılıklar ile bankacılık sistemi bilançosunda etki oluşturularak talebin etkilenebilmesi mümkün olabilmektedir.

Bunun dışında zorunlu karşılıkların dolaylı para politikası aracı olarak merkez bankaları için beş ana işlevi bulunduğu belirtilmektedir: (Alexander v.d., 1995: 5)

- a) Bankacılık sisteminde risk yönetimi işlevi
- b) Para arzını belirleme işlevi
- c) Kısa vadeli faiz oranlarını daha etkin belirleme işlevi
- d) Likidite yönetimi işlevi
- e) Senyoraj geliri elde etme işlevi

1.4.2.5 Niceliksel Gevşeme:

Niceliksel gevşeme, özellikle 2008 küresel finansal krizi takiben merkez bankalarının başvurduğu dolaylı para politikası araçlarından olmuştur. Niceliksel gevşeme programları uzun vadeli menkul kıymetlerle uzun vadeli faizleri etkilemeyi amaçlamaktadır. Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) Mart 2001'deki varlık alım programı gibi uzun vadeli faizler yerine parasal tabanı genişletmeyi amaçlayan programlar bu kapsama girmemektedir.

Fed'in Kasım 2008'de ilan ettiği ve Ekim 2014'te 3.8 trilyon dolar ile ABD GSYH'sinin %22'sine ulaşan varlık alımları niceliksel gevşeme örneğidir. Bu dönemde Fed'in portföyündeki menkul kıymetlerin vadesi yaklaşık olarak 1.5 yıldan 7 yıla çıkmıştır. İngiltere Merkez Bankası (BoE) Mart 2009'da ve Avrupa Merkez Bankası (AMB) Ocak 2015'te niceliksel gevşeme programları uygulamaya başlamıştır.

1.4.2.6 Para Arzı:

Merkez bankaları, para arzını artırma yoluyla likiditeyi artırabilmektedir. Bu yöntemle likidite bolluğu ya da darlığı üzerinden talebi etkilemek mümkün olmaktadır.

1.4.2.7 Açık Sözlülük Politikası:

Merkez bankalarının gelecekte ekonomi ve para politikasının nasıl bir seyir izleyeceğine dair iletişimleri açık sözlülük politikası olarak tanımlanmaktadır.

(Guthrie ve Wright, 2000:1)

Geçmiş çalışmalarda açık ağız politikası ya da açık sözlülük politikası ismiyle bahsedilen sözel uygulamaların ortak özelliği beklentiler üzerinden para politikası etkinliğine katkı sağlamak olmuştur. Bu noktadan hareketle olgunlaşan ve belirli bir çerçeve kazanarak günümüzde para politikası araçları içerisinde yer bulan sözlü yönlendirmeyi de dolaylı para politikası araçları arasında sıralamak mümkündür.

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI İLETİŞİMİ

2.1. Merkez Bankacılığı İletişimi

Bu bölümde, merkez bankacılığı iletişimi tarihsel süreç yaklaşımıyla ele alınmaktadır.

Merkez bankacılığı incelemelerinde 15 Ağustos 1971 tarihi özel bir öneme sahiptir. Bu tarihte Bretton Woods Uluslararası Para Sisteminin terk edilmesi küresel merkez bankacılığında yeni bir dönem başlatmıştır. Bretton Woods'un altına dayalı standardının tersine para birimlerinin değer belirlenmesi konusu, para politikalarından sorumlu olan merkez bankalarının politika çerçevesine dahil olmuştur.

1990'ların başlangıcına kadar merkez bankalarının kamuoyuna kapalı kalarak uygulamalarını gizlilik altında yürütmeleri genel kabul görmüştür. Fed eski Başkanı Alan Greenspan, 1987 yılında, "Merkez bankacı olduğumdan beri, anlamsız bir şekilde mırıldanmayı öğrendim. Eğer sözlürüm sizin için aşırı derecede açıkça, söylediklerimi mutlaka yanlış anlamışsınızdır" ifadeleri ile bu durumun para politikasının tepe yönetimine yansımaları arşiv kayıtlarına taşımıştır. (Geraats, 2005:12).

Merkez bankalarının etkisinin, para politikası kararlarının ne kadar şaşırtıcı bağlı olacağı değerlendirmeleri ise en iyi uygulamaların temeli olarak literatürde yer almıştır. (Vayid, 2013:8).

Bu bağlamda, Greenspan'ın sözlüleriyle arşiv kayıtlarına geçen kapalı iletişimden açık iletişime geçilmesine Merkez bankalarının hedef yaklaşımındaki değişimin eşlik ettiği söylenebilir. Kapalı iletişim döneminde merkez bankaları, birden

fazla hedefe ve çoklu para politikası araçlarına sahipti. (Jenkins, 2001:4) Tek bir ana hedef ve ana para politikası hedefine yönelik sınırlı sayıda araç yaklaşımının en iyi uygulamalarla ilişkilendirilmesine ise merkez bankaları için kamuoyunda bu hedeflerin bilinmesi ihtiyacına bağlı olarak açık iletişim yaklaşımı eşlik etmiştir. Merkez bankacılığında kapalı yerine açık iletişimin etki kazanacağı ve merkez bankaları ne kadar açık iletişim politikası uygulayabilirse ekonomik aktörlerin beklentilerini o ölçüde şekillendirebileceğine yönelik teoriler güç kazanarak uygulama alanı bulmaya başlamıştır. (Blinder ve diğerleri, 2008:48)

. Sözlü yönlendirme ise Ocak 2009'dan itibaren uzun vadeli ekonomik projeksiyonların açıklanmaya başlamasından Mart 2011'de Fed başkanının kararlar sonrası basın konferansı düzenlemesine kadar gelişme yaşamıştır. (Lindsey, 2016:53)

Sözlü yönlendirme, merkez bankacılığı iletişim politikası ile para politikası arasında ortak bir uygulama alanı oluşturmaktadır.

2.2. Merkez Bankacılığı İletişim Politikaları

Merkez bankası iletişim politikaları, para politikası hedeflerine ulaşmak için paydaşların beklentilerini yönetmeye odaklanır.

Paydaşların beklentilerini yönetebilmek için öngörülebilir bir para politikasına ihtiyaç bulunmaktadır. Bunun için para politikası kararlarının, nedenleri ile birlikte ilan edildiği toplantı karar metni ve tutanaklarının yayınlanma uygulaması merkez bankacılığı iletişim politikalarında önemli bir yer edinmiştir. Bu sayede paydaşların merkez bankalarının ne zaman neye göre karar aldığı ve bundan sonra hangi koşulda nasıl karar alınabileceğine dair bir beklenti çerçevesi edinimi sağlanarak geleceğe yönelik ekonomik çerçeveye dair merkez bankalarının tercih ettiği doğrultuda bir akım sağlanması amaçlanmaktadır. Bu yaklaşım altında iletişim politikaları ve şeffaflık ile

para politikasının etkinliği arasındaki ilişkinin büyük ölçüde parasal aktarım mekanizmasını parasal hedeflere yönelik destekleyici beklenti yönetimi kapsamında uygulama alanı bulduğu söylenbilir.

Aynı kapsamda enflasyon hedeflemesini esas alan para politikası stratejileri, para politikası başarımında iletişim ve şeffaflık konusuna özel önem atfetmektedir. Bu strateji, enflasyon ngrleri ve hedefleri ile paydaşlara geleceğe yönelik bir enflasyon erevesi sağlamaktadır. Böylece enflasyonun belirli bir patikada hareket etmesi için beklenti kanalından pozitif rüzgar elde edilmesi amaçlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarımında toplumsal mutabakata olan ihtiyaç iletişimde proaktif bir politikayı zorunlu kılmaktadır.

Finansal istikrarı tehdit eden en önemli unsur, enflasyon oranındaki beklenmedik değişikliklerdir. (Friedman ve Schwartz, 1963:38) Dolayısıyla merkez bankaları da bu beklenmedik gelişmeleri belli bir ereve ve/veya tarihsel seyir içine hapsetmek, kısacası beklenilir hale getirmek ile görevlendirilmiştir.

Bu bağlamda merkez bankacılığı iletişiminin, belirsiz hedeflerden açık ve somut hedeflere evrilen para politikası yönetimiyle şeffaflık kazanırken iletişimin öneminin arttığı söylenbilir. Para politikası kararlarında şeffaflığın etkinlik elde etmesinde ise ekonomik krizlere bağlı parasal aktarım mekanizmasında karşılaşılan zorlukların itici faktör olduğu açıktır. Bu tür konjonktürlerde merkez bankalarının kararlarını kamuoyu ile paylaşmada yeni yöntemlere başvurduğu görülmektedir.

Bu kapsamda düzenli basın toplantıları ve karar metni yayımları ilk sırada yer almaktadır. Merkez bankaları karar metni yayımları ile ilan ettikleri kararlar dair kısa bir özetle nedensellik sunarken basın toplantıları ile katılımcılara Guvernr düzeyinde soru-cevap imkanı sunulmaktadır.

2.3 Merkez Bankacılığı İletişim Stratejileri

Merkez bankalarının para politikası hedeflerine ulaşmaları için paydaşların beklenti yönetiminin kazandığı önem, iletişim faaliyetlerinin planlanmasını da beraberinde getirmiştir.

Merkez bankacıları halkla iletişimin önemini vurgulamaktadır. (Yellen, 2014:2) Merkez bankalarının iletişim için iki gerekçesinden biri şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi iken diğer gerekçe de beklenti ve davranışları etkileyerek para politikasının etkinliğini güçlendirmektir. (IMF, 1999: 2)

Bu kapsamda merkez bankacılığı iletişim stratejileri hem piyasalar ve kamuoyuna para politikasının anlatılması hem de söz konusu kesimlerin görüşlerinden geri bildirim alınması üzerine iki ana başlığı kapsamaktadır. (TCMB, 2011:7)

İletişim stratejileri merkez bankalarının kendi ihtiyaçları ve hedef kitlelerine yönelik olarak vermek istedikleri mesajları en iyi şekilde iletebilecekleri şekilde planlanmaktadır. Bu noktadan hareketle iletişim stratejileri, mesajlarının hangi kanallarla aktarılacağı ve hangi araçların kullanılacağı ile bunların frekanslarını belirlemektedir.

2.4 Merkez Bankacılığında İletişim Kanalları ve İletişim Araçları

Merkez bankaları iletişim stratejilerine bağlı olarak iletişim kanallarını belirlemektedir.

Merkez bankası başkanı (Guvernör) ve yardımcıları ile yönetim kurulu üyeleri, para kurulu üyeleri, başekonomist ve basın sözcüsü ve/veya basın danışmanının kişisel iletişimleri ya da halka açık açıklama ve konferansları iletişim kanalları arasındadır. (TCMB, 2011:8)

Ayrıca, merkez bankasının kurumsal internet sitesi ve e-posta hizmeti de iletişim kanalları olarak kullanılmaktadır.

Merkez bankaları, para politikası hedeflerini odak noktasına alan iletişim stratejileri hazırlamaktadır. Bu iletişim stratejileri kapsamında her bir iletişim kanalına yönelik iletişim araçları ve kullanım şekli, içerik ve frekansı belirlenmektedir.

2.5 Merkez Bankacılığında İletişim Araçları: TCMB Örneği

Bu bölümde, iletişim araçların örneklerle açıklanması tercih edilmiş olup kapsayıcı bir örnek olarak, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın günümüzde kullandığı iletişim araçlarına yer verilmiştir.

Ayrıca, ana iletişim kanalları olan TCMB Genel Ağ websitesi ve mikrositelerinden bahsedilmiştir.



Tablo 5: TCMB İletişim Araçları

2.5.3 Para Politikası Kurulu (PPK) Açıklamaları:

PPK açıklamaları, TCMB para politikasının ana iletişim araçları arasında sayılmaktadır. Açıklamalar, Yılda 12 kez gerçekleşen PPK toplantılarının ardından aynı gün 14:00’da “Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu” adıyla TCMB Genel Ağ web sitesinde Türkçe ve İngilizce olarak yayımlanmakta ve e-posta ile abonelere dağıtılmaktadır.

Her yıl sonunda takip eden yılın 12 ayı ve bir sonraki yılın ilk 3 ayına ait PPK toplantı tarihleri, Para ve Kur Politikası Metinleri ile ilan edilmektedir.

2.5.2 Para Politikası Kurulu (PPK) Toplantı Özetleri:

PPK toplantı özetleri, PPK toplantısından sonraki beşinci iş gününde TCMB Genel Ağ web sitesinde Türkçe ve İngilizce olarak yayımlanarak e-posta ile abonelere dağıtılmaktadır. Toplantı özeti, faiz oranlarına ilişkin basın duyurusuna göre daha genişletilmiş metni olarak kamuoyu ve piyasa katılımcılarına ayrıntılı bilgi sunmaktadır. Bahsi geçen iki iletişim aracı birbirinin tamamlayıcısı olarak değerlendirilebilir.

2.5.3 Enflasyon Raporu:

TCMB’nin temel amacı fiyat istikrarı olup Banka enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaktadır. Bu kapsamda PPK açıklamaları ile birlikte Enflasyon Raporu TCMB para politikasının ana iletişim araçları arasında yer almaktadır. Yılda 4 kez yayımlanan Enflasyon Raporu tarihleri her yıl sonunda takip eden yıla ait Para ve Kur Politikası Metinleri ile ilan edilmektedir. Enflasyon Raporu, TCMB Başkanı tarafından PPK üyelerinin de katıldığı soru-cevap bölümü içeren bir basın toplantısı ile kamuoyuna sunulmakta olup bu haliyle interaktif bir iletişim aracıdır. Günümüzde Enflasyon Raporu, içinde bulunan yıl ve gelecek iki yıl için farklı senaryolara dayalı enflasyon tahminleri ve orta vadeli öngörüler ile seçilmiş analizlerin yer aldığı kutu bölümlerinden oluşmaktadır.

2.5.4 Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu:

Türkiye İstatistik Kurumu’nun (TÜİK) açıkladığı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ve Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi’nden (Yİ-ÜFE) bir iş günü sonra Aylık Fiyat

Gelişmeleri Raporu yayınlanmaktadır. Rapor, ilgili ayda enflasyona dair TCMB'nin özet değerlendirmelerini içeren bir iletişim aracı olarak kullanılmaktadır.

2.5.5 Finansal İstikrar Raporu:

Her yıl Mayıs ve Kasım aylarında olmak üzere iki kez yayımlanan Finansal İstikrar Raporu, TCMB'nin finansal kesim ve makroekonomi ağırlıklı değerlendirmelerini paylaştığı bir iletişim aracıdır. Raporda ayrıca seçilmiş analizlerin yer aldığı kutu bölümleri de bulunmaktadır.

2.5.6 Konuşmalar:

TCMB Başkanı ve Başkan tarafından görevlendirilen Başkan Yardımcıları ve üst düzey yöneticilerin kamuya açık ya da kapalı devre konuşma, toplantı ve sunumları TCMB iletişim araçları arasında yer almaktadır. Söz konusu konuşma ve sunumlar TCMB Genel Ağ web sitesinde yayınlanabilmektedir. Merkez bankalarının diğer iletişim araçlarını tamamlayıcı ve etkili bir iletişim aracıdır.

2.5.7 Basın Duyuruları:

Basın duyuruları konu özelinde ve takvimden bağımsız olarak proaktif bir iletişim aracı olarak TCMB iletişim araçları arasında yer almaktadır. Para politikası ya da bankanın çalışma alanlarında hedefe yönelik konularda basın duyuruları yapılabilmektedir. Basın duyuruları TCMB Genel Ağ web sitesinde Türkçe ve İngilizce olarak yayımlanmakta ve e-posta ile abonelere dağıtılmaktadır.

2.5.8 Basınla İlişkiler:

Basın danışmanı ve/veya basın sözcüsü üzerinden yürütülen TCMB basınla ilişkileri interaktif bir iletişim aracı olarak hem basın mensuplarının sorularının iletişim politikası çerçevesinde yanıtlanması hem de geribildirim elde edilmesini sağlamaktadır. Ayrıca, basın bilgilendirme toplantıları takvimden bağımsız olarak konu özelinde düzenlenebilmektedir.

2.5.9 Para ve Kur Politikası Metinleri:

TCMB, her yıl sonunda takip eden yıla ait Para ve Kur Politikası Metinleri ile hem cari yıla hem de gelecek yıla ait para ve kur politikasına dair uygulamalara yönelik çerçeveyi paylaşmaktadır. PPK, Enflasyon Raporu, Finansal İstikrar Raporu yayımlanma tarihleri de Para ve Kur Politikası Metinleri ile kamuoyuna

duyurulmaktadır. Ayrıca, TL ve döviz likidite yönetimine dair çerçeve bilgilere yer verilmektedir.

10) Açık Mektup:

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan TCMB, enflasyon hedefinden sapma halinde hükümete açık mektup yazarak bilgilendirme yapmaktadır. Açık Mektup, TCMB Kanunu'nun 42. Maddesinde düzenlenmiştir:

“Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.”

11)Yıllık Rapor ve Stratejik Plan:

TCMB, her yıl Olağan Genel Kurul'da paylaşılıp TCMB Genel Ağ web sitesinde yayımlanacak şekilde Yıllık Rapor adıyla faaliyet raporu hazırlamaktadır. TCMB Başkanı'nın önsözüne yer verildiği rapor, aynı zamanda Türk Ticaret Kanunu kapsamında anonim şirket olmanın yükümlülüklerindendir. Raporda, TCMB'nin yıllık faaliyetleri ve finansal tabloları kamuoyuna sunulmaktadır.

Stratejik Plan, TCMB'nin odak alanlarını ve üç yıllık dönemlerde para politikasının yanı sıra diğer çalışma alanlarındaki planlamalarını içermekte olup Yıllık Rapor ile birlikte yayımlanmaktadır.

12) Kitaplar, Kitapçıklar, Broşürler:

TCMB, kamuoyunu seçilmiş konularda merkez bankacılığı konularında bilgilendirme amacına yönelik olarak kitap, kitapçık ve broşürler yayımlamaktadır. Söz konusu içerikler TCMB Genel Ağ web sitesinde yer almaktadır. 100 Soruda Merkez Bankacılığı, YUVAM Bilgilendirme kitapçıkları örnek gösterilebilir.

13) Yayınlar, Veriler:

TCMB'nin iletişim araçları arasında yayın ve veriler önem arz etmektedir. TCMB Genel Ağ web sitesinde, Merkez Bankası mensuplarının araştırma yayınlarına erişilebilmektedir. Bu kapsamda, görüşleri yazarlar ait olmak üzere Çalışma Tebliğleri ve Ekonomi Notları, hakem değerlendirmesi sonrası ilgili sayfalarda yer almaktadır.

Ayrıca, Merkezin Güncesi bloğunda makroekonomi ve merkez bankasının çalışma alanlarında TCMB mensuplarının analizleri yayınlanmaktadır.

Diğer taraftan 1993 yılından beri yayında olan ve 2017’de önemli bir güncelleme ile bugünkü arayüz ve kapsamına ulaşan Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) ile analitik bilanço, anketler, ödemeler dengesi ve faiz, parasal ve finansal, bankacılık ve genel makroekonomi gibi merkez bankacılığı alanında 315 veri grubu yayınlanmaktadır.

TCMB Genel Ağ websitesi:

1994 yılından itibaren www.tcmb.gov.tr web adresinde yayınlanmakta olan TCMB Genel Ağ websitesi iletişim araçlarının ana merkezi olarak konumlanmıştır. Kitaplar, kitapçıklar, broşürler, yayınlar, veriler, konuşmalar, PPK açıklamaları ve tüm basın duyuruları burada yer almaktadır. 2000’den bu yana siteye abone olarak tüm gelişmeleri e-posta bildirimleriyle takip etmek mümkündür.

Ayrıca, Bilgi Edinme Hakkı Kanunu kapsamında TCMB Genel Ağ websitesinden kamuoyunun soruları alınmakta ve yanıtlanmaktadır.

TCMB mikro websiteleri:

Genel Ağ web sitesinin yanı sıra iletişim stratejisi kapsamında önem verilen belirli alanlarda mikro siteler hazırlanıp yayınlanmaktadır.

Finansal okuryazarlığa katkı amacıyla merkez bankacılığı ve ekonomi konularında kamuoyunu doğru bilgilendirmeye yönelik olarak herkesin.tcmb.gov.tr’de yayınlanan Herkes için Ekonomi sitesi, yuvam.tcmb.gov.tr’de yayınlanan Yurt Dışında Yerleşik Vatandaşlar Mevduat Katılım Sistemi (YUVAM) bilgilendirme sitesi, TCMB Sanat Koleksiyonu ve Banknotlara dair görsel ve bilgilerin yer aldığı sanalmuze.tcmb.gov.tr söz konusu mikro websiteleri olarak iletişim araçları arasında yer almaktadır.

Merkez bankaları, iletişim araçlarını iletişim stratejisiyle belirlenen para politikasını destekleyici hedefleri kapsamında eşgüdümlü olarak kullanmaktadır. İletişim araçları, para politikalarının etkinliğine yönelik olarak geliştirilmekte, içerik ve kullanım frekansları buna göre şekillenmektedir.

2.6 Merkez Bankacılığında İletişim Politikası ve Para Politikası İlişkisi

Para politikalarının etkinliği konusu, merkez bankalarının iletişim politikalarına verdiği önemin temelinde yer almaktadır. Merkez bankacılığında iletişim politikası ve para politikası ilişkisi, TCMB'nin "Merkez bankaları ve iletişim :Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında iletişim politikalarının gelişimi" başlıklı kitapçığında aşağıdaki şekilde açıklanmıştır:

"Para politikası uygulamalarının gerekçelerinin kamuoyuna açıklanması, hem bu uygulamaların daha iyi anlaşılmasını, içselleştirilmesini ve desteklenmesini sağlamakta, hem de güvenilirlik ölçüsünde beklentilerin politika hedefleri doğrultusunda oluşmasına katkıda bulunmaktadır. İletişim politikaları ve şeffaflık ile para politikasının etkinliği arasındaki bu ilişki büyük ölçüde beklenti yönetimi kapsamında oluşmaktadır."

Merkez bankacılığı iletişimi, beklenti ve davranışlara tesir ederek para politikasını destekleyici ve etkinliğini güçlendirici etkisi ile birlikte parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde alan bulmaktadır.

İletişimin parasal aktarım mekanizmasının işleyişine etkisi iki yolla olmaktadır.

Birinci olarak, etkili bir iletişim stratejisi ile iyi işleyen bir beklentiler kanalı ekonomik birimlerin ileriye yönelik beklentilerinin merkez bankalarının uygulamaları ve hedefleri doğrultusunda şekillenmesini sağlamaktadır. Diğer bir deyişle beklentiler kanalı, enflasyon beklentilerinin hedeflerle tutarlı hale gelmesinde doğrudan etkili olan kanaldır. Ekonomik birimlerin merkez bankasının fiyat istikrarına bağlı olduğuna inanmaları, fiyatlama ve ücret belirleme davranışlarının merkez bankası hedefleri doğrultusunda şekillenmesini sağlamaktadır.

İkinci olarak ise iletişim politikası ve beklentiler faiz oranları kanalını da etkilemektedir. Faiz kanalı, kısa vadeli politika faiz oranlarının, piyasada oluşan uzun vadeli faiz oranlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır. Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Ancak ekonomik birimler yatırım ve tasarruf kararlarını alırken uzun vadeli faiz oranlarını dikkate almaktadır. Kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranlarını birbirine bağlayan en önemli unsur ise beklentilerdir.

Etkili bir iletişim politikası ile kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin daha doğru tahminler yapılabilmesini, diğer bir ifadeyle kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilir olmasını sağlamak, hem piyasalardaki risk ve oynaklığın azalmasına, hem de kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki uyumun artmasına katkıda bulunmaktadır.

Öngörülebilirlik aynı zamanda bilginin fiyatlara yansımaları kolaylaştırmakta, varlık fiyatlarının daha etkin ve doğru biçimde oluşmasını sağlamaktadır.” (TCMB, 2011:6)

Merkez bankalarının iletişim politikalarına bu kapsamdaki yaklaşımı, sözlü yönlendirmenin günümüz itibarıyla birincil para politikası araçları arasında sayıldığı bir gelişime yol açmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde sözlü yönlendirme para politikası aracı olarak incelenecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ARACI OLARAK SÖZLÜ YÖNLENDİRME

Bu bölümde sözlü yönlendirmeye dair tanımlayıcı yaklaşımlar ve sözlü yönlendirmenin tarihsel süreci ele alınmaktadır. Daha sonra sözlü yönlendirme türlerine değinilerek öne çıkan örneklerle birlikte para politikası aracı olarak sözlü yönlendirmenin açıklanması amaçlanmıştır.

3.1. Sözlü yönlendirme

Sözlü yönlendirme için merkez bankasının para politikası iletişimine değinen tanımlar yer almaktadır.

Sözlü yönlendirme, bir merkez bankasının fiyat istikrarı görünümüne ilişkin değerlendirmelerine bağlı olarak geleceğe yönelik para politikası niyetlerine dair bilgi vermesidir. (AMB, 2021)

Sözlü yönlendirme, merkez bankasının kamuoyuna gelecekteki muhtemel para politikası seyrine dair iletişim sağlamasıdır. (Fed, 2015)

Merkez bankaları sözlü yönlendirmede bulunduğunda ekonomik aktörler bu bilgiyi harcama ve yatırım kararlarında kullanmaktadırlar. Bu nedenle sözlü yönlendirme ekonomik ve finansal koşullar üzerinde etkiye sahiptir.

Sözlü yönlendirmenin merkez bankacılığındaki yeri açısından finansal krizlere bağlı para politikası zorlukları öne çıkmaktadır. Bu açıdan merkez bankalarının yeni politika arayışlarına yöneldiği 2008 küresel finansal krizi sözlü yönlendirmeyi merkez bankacılığında kullanımında belirleyici olmuştur.

2008 krizi sırasında mevcut para politikası araçlarının ekonomik dengelere beklenen katkıyı sağlamayarak istenen sonuçların elde edilememesi üzerine o tarihe

kadarki en büyük varlık alım programları başlamış, heterodoks politikalar uygulama alanı bulmuştur. Bu değişime, merkez bankalarının iletişim politikalarında yaşanan değişimler eşlik etmiştir. G-10 merkez bankalarının uyguladığı faiz oranlarının yüzde sıfıra yaklaşmasına rağmen parasal hedefler dair başarımlar sinyali alınamaması, merkez bankalarını daha sonra para politikası araçları arasında sayılacak ve günümüzde birincil para politikası araçları arasında yer alacak olan sözlü yönlendirme uygulamalarına başvurmaya itmiştir.

FOMC, 2008 krizinde federal fonlama faizini yaklaşık sıfıra düşürdükten sonra gelecek para politikasına dair bilgi vermeye başlamıştır. Bu açıdan Aralık 2008'deki FOMC karar metninde yer alan “bir süre için son derece düşük federal fonlama oranının garanti edilmesi muhtemeldir” ifadeleri sözlü yönlendirmenin merkez bankacılığındaki ilk en etkin kullanımlarından biri olmuştur. Bu ifadeyle başlayan sözlü yönlendirme daha sonra para politikasının ekonomik koşullara bağlı senaryolarıyla geliştirilmiş ve niceliksel genişleme programlarında da kullanılmıştır.

Sözlü yönlendirme, 2008'den sonra Fed dahil merkez bankalarının büyük kısmı tarafından uygulanmaya başlamıştır. (Evans, 2012:4). Fed'deki ilk uygulamaların benimsenmesinde politika faiz oranlarının alt sınırlara yaklaşmasının etkili olduğu belirtilmektedir. Literatürde, faiz oranlarının iletişim açısından etkisini kaybetmesi üzerine Fed'in sözlü yönlendirmeye odaklandığı belirtilmektedir. (Woodford, 2012:2).

FOMC karar metinlerinin piyasa etkisini inceleyen çalışmalar, bu metinlerin gelecekteki para politikası aksiyonlarına yönelik olarak piyasa beklentiler üzerinden fiyatlamaları etkilediğini ortaya koymuştur. (Gürkaynak v.d., 2005:18)

Sözlü yönlendirme ile merkez bankaları, daha şeffaf para politikaları ile daha öngörülebilir bir para politikası hedeflemektedirler. (Başçı, 2012:3)

3.2. Sözlü Yönlendirmenin Tarihsel Süreci

Merkez bankacılığında sözlü yönlendirmenin para politikası aracı olarak kullanılmaya başlamasına dair tarihsel süreç, üç ayrı dönemde sınıflandırılabilir. Merkez bankalarının birden fazla hedefe sahip olduğu ve çok sayıda parasal aracın uygulandığı 1990'lara kadar olan dönem, sözlü yönlendirmenin reddedildiği birinci dönem ya da sözlü yönlendirme öncesi dönem olarak görülebilir. Bu yaklaşımla, fiyat istikrarının ana hedef olarak benimsendiği ve parasal araçların sadeleştiği 1990'lı yıllar ise sözlü yönlendirmenin merkez bankacılığında yer bulmaya başladığı ikinci dönem kabul edilebilir. Aynı çerçevede, 2008 küresel finansal kriziyle birlikte 2020 koronavirüs pandemisinin de yer aldığı günümüzde süregelen dönem ise sözlü yönlendirmenin para politikası aracı olarak kabul gördüğü üçüncü dönem olarak değerlendirilebilir.

3.2.1 Birinci Dönem (1990'lara kadar) “Tema: Sözlü Yönlendirme Yoktur”

Merkez bankaları, 1990'lara kadar olan sözlü yönlendirmenin birinci dönemi ya da sözlü yönlendirme öncesi dönem olarak kabul edilen dönemde faaliyetlerini gizlilik içinde yürütmeyi ve toplumla mümkün olduğunca az iletişim kurmayı esas almıştır. Bu dönemde merkez bankalarının kamuoyuna çok düşük frekanslarda ve üstü kapalı olarak iletildiği görülmektedir.

Söz konusu dönem, eski ABD Merkez Bankası Başkanı Greenspan'ın 1987 yılındaki “Merkez bankacı olduğumdan beri, anlamsız bir şekilde mırıldanmayı öğrendim. Eğer sözlerim sizin için aşırı derecede açıksa, söylediklerimi mutlaka yanlış anlamışsınızdır” ifadelerinde yansıma bulmuştur. (Geraats, 2005:7).

Diğer taraftan İngiltere Merkez Bankası'nın iletişim politikası 20. Yüzyılın başlarında “Asla açıklama, asla özür dileme” sloganı üzerine kurulduğu bilinmektedir. (Liaquat, 2009:82) Merkez bankalarının faaliyetlerinde kapalı iletişimi bu örneklerle tarihe not düşülmüştür.

Bu konuda bir başka görüş de merkez bankalarının bağımsızlıklarını Hazine'nin siyasi baskılarından korumaya yönelik endişelerinin kapalı iletişimde etkili olduğu şeklindedir. Böylece merkez bankalarının yapacağı açıklamaların gündelik siyasi tartışmalarla aynı potada yer almaması sağlanmıştır. (Clarida, 2013:3).

Sözlü yönlendirmenin birinci döneminde görev yapan merkez bankacılarının genel açıklamaları, para politikasının etkisi için kararların piyasalar açısından “sürpriz” niteliğinde olmasına yönelik fikir birliğine işaret etmektedir.

3.2.2 İkinci Dönem (1990'lı yıllar) “Tema: Sözlü Yönlendirme Kullanılabilir”

Bretton Woods Uluslararası Para Sistemi'nin 15 Ağustos 1971 yılında terk edilmesini takip eden yıllarda (Ekim 1973) yaşanan petrol şoklarının da etkisiyle küresel ekonominin maruz kaldığı yüksek enflasyon merkez bankacılığı hedefleri arasında fiyat istikrarını öne çıkarmaya başlamıştır.

1990'lı yıllara gelindiğinde merkez bankaları, fiyat istikrarına odaklanmıştır. Bu durum, kamuoyu ile daha yoğun ve açık iletişimi gündeme getirmiştir. Böylece, fiyat istikrarı odağı ve daha şeffaf merkez bankacılığı faaliyet ortamının birlikte gelişimi sağlanmıştır. (Siklos ve Sturm, 2013:14).

Fiyat istikrarı tek hedefine yönelim ve bu hedefe ulaşmak için toplumsal mutabakat ihtiyacı, gizlilikten şeffaflığa geçişin patikasını oluşturmuştur.

Diğer taraftan Fed'in 1994 yılında 5 yıl aradan sonraki ilk ve 25 baz puanlık faiz artışından sonra dönemin Fed Başkanı Alan Greenspan'ın kısa açıklaması da bu

döneme denk gelmektedir. Fed başkanı tarafından ilk kez bir faiz kararından sonra kısa da olsa açıklama yapması piyasa katılımcılarına paniğe neden olarak kısa vadeli tahvil faizlerinde hızlı sıçrama ve finansal piyasaların genelinde volatiliteye neden olmuştur.

3.2.3 Üçüncü Dönem (2008’den günümüze) “Sözlü Yönlendirme Para Politikası Aracıdır”

Finansal krizde merkez bankalarının etkin çabalarına rağmen kamuoyuna kendilerini anlatamadıklarını değerlendirmeleri, yüzde sıfıra yaklaşan faiz oranlarına ulaşmışken daha fazla gevşeme için beklenti yönetimine duyulan ihtiyaç ve merkez bankasının para politikası hedefinin açık bir şekilde ifade edilmesi halinde enflasyon beklentilerinin merkez bankalarının istediği çerçevede kalacağına yönelik konsensüs sözlü yönlendirmenin para politikası aracı olarak kabul edildiği günümüz merkez bankacılığını betimlemektedir.

2006–2014 yılları arasında Fed başkanlığı yapmış olan Ben Bernanke, “Fed’deyken sıklıkla gözlemlediğim para politikasının %98’sinin konuşmak, %2’sinin ise eylem olduğudur.” ifadeleriyle iletişimin önemine açık vurgu yapmıştır. (Bernanke, 2015)

Daha sonra Bernanke, sözlü yönlendirmeyi yeni para politikası araçları arasında saymıştır. (Bernanke, 2020:16) İlk başta sadece politika faizinin sınırlarına gelindiğinde yardım amaçlı başvurulmuş sözlü yönlendirme, para politikası zorlukları karşısında elde ettiği başarılar nedeniyle parasal aktarım mekanizmasının beklenti kanalında doğrudan uygulanabilen bir para politikası aracı olarak kabul görmüştür.

Günümüzde, merkez bankalarının ekonomik etkisi, uygulamakta oldukları faiz oranlarının cari seviyesinin yanı sıra ekonomik aktörlerin geleceğe yönelik

beklentilerine olan etkisi ile birlikte değerlendirilmektedir. (Blinder ve diğerleri, 2008).

Sözlü yönlendirme farklı koşullar altında farklı türleri ile uygulanarak merkez bankalarına esnek bir şekilde geleceğe yönelik beklentileri yönetme imkanı tanımaktadır. Bu konuda uygulamalar geliştikçe sözlü yönlendirmenin türleri de gelişerek para politikası aracı olarak sözlü yönlendirmeyi daha fazla olgunlaştırmaktadır.

3.3. Sözlü Yönlendirme Türleri

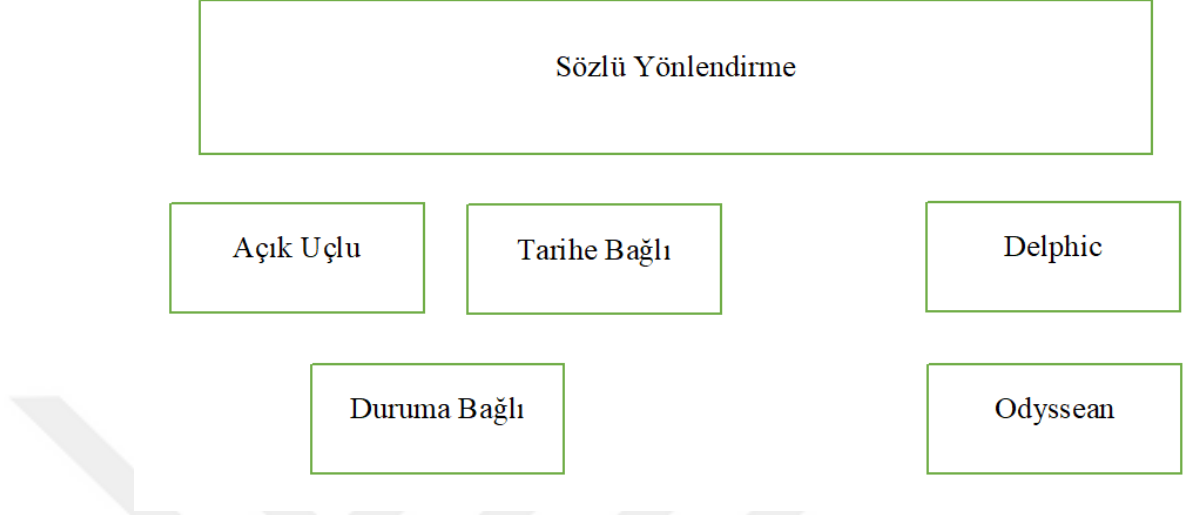
Merkez bankalarının sözlü yönlendirme uygulamaları para politikası hedeflerine dair çerçeve çizmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde sözlü yönlendirmenin türleri incelenmektedir. Literatürde, sözlü yönlendirme türlerine yönelik olarak iki ayrı sınıflama öne çıkmaktadır.

Bunlardan birincisi, sözlü yönlendirmeyi açık uçlu, tarihe bağlı ve duruma bağlı olarak üç ayrı başlıkta sınıflandırılmaktadır. (BoE, 2013: 21) Açık uçlu sözlü yönlendirme para politikası aksiyonu için taahhüt ortaya koymazken, tarihe bağlı sözlü yönlendirme belirli bir takvim ufkunda taahhüt içermekte, duruma bağlı sözlü yönlendirme ise genellikle makroekonomik göstergelerde gelişmelere bağlı olarak para politikasında gelecek aksiyonların şekilleneceği patikaya dair kesin olmasa da taahhüte yakın bir çerçeve oluşturmaktadır.

İkinci olarak, “Delphic” ve “Odyssean” isimleri altında Antik Yunan’daki efsanelere benzetme yapan ayrı bir sözlü yönlendirme sınıflaması yapılmıştır. (Campbell v.d. : 3) Delphic sözlü yönlendirme geleceğe yönelik para politikası aksiyonu için taahhüt niteliğindeki mesajlardan oluşurken Odyssean sözlü yönlendirme

sadece makroekonomik tahminler ve bunlara bağı muhtemel para politikası aksiyonlarına yönelik mesajlar içermektedir.



Tablo 6: Sözlü Yönlendirme Türleri

3.3.1. Açık Uçlu Sözlü Yönlendirme

Açık uçlu sözlü yönlendirme, para politikalarının gelecekteki seyrine dair üstü kapalı, belirsizlik aralığı geniş mesajlar iletmektedir.

2013 yılında Japonya Merkez Bankası (BoJ) Fed ve Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) faizlerin ne kadar uzun süre mevcut seviyelerde kalacağına dair yaptığı niteliksel gösterge tayin eden, büyüme görünümünün sürdürülebilir şekilde iyileşmeden faizlerin artmayacağını belirtmesi gibi açıklamaları açık uçlu sözlü yönlendirmeye örnek gösterilebilecektir.

Açık uçlu sözlü yönlendirmede tam olarak ne zaman para politikası aksiyonu alınacağı belirtilmeden, kesinleşmemiş bir tanımla esnek bir yönlendirme imkanı elde edilmektedir.

3.3.2. Tarihe Bağlı Sözlü Yönlendirme

Tarihe bağlı sözlü yönlendirme, para politikalarının gelecekteki seyrine dair belirli bir zaman ortaya koyarak beklentilerin bu tarihe göre şekillendirilmesini hedefleyen mesajlar iletmektedir.

Para politikası aksiyonunun belirli bir dönem sonunda gerçekleşeceği mesajı piyasa katılımcıları için beklenti takvimi oluşmasını sağlamaktadır. Bu tür sözlü yönlendirme yönteminin katılığı nedeniyle merkez bankaları uygulamada daha esneklik kazanabilecekleri iletişim kanallarını tercih etmektedir.

Tarihe bağlı sözlü yönlendirme ilk kez Ağustos 2011’de FOMC’nin federal fonlama faizlerinin “en az 2013 ortasına” kadar sıfıra yakın kalacağı mesajı ile uygulamada öne çıkmıştır. FOMC, daha sonra bu tarihi Ocak 2012’de “2014 sonu”, ve Eylül 2012’de ise “en az 2015 ortası” olarak revize etmiştir.

Fed’in resmi karar metinleri yerine bölgesel Fed başkanlarının katıldıkları konferanslarda gelecek tarihlere dair tahminlerini paylaşması da bu tür yönlendirmeye örnek olabilir.

3.3.3 Duruma Bağlı Sözlü Yönlendirme

Duruma bağlı sözlü yönlendirme, para politikalarının gelecekteki seyrine dair senaryolar ortaya koyarak karar mekanizmalarına dair piyasa katılımcılarında ve kamuoyunda farkındalık oluşturmayı hedefleyen mesajlar iletmektedir.

Duruma bağlı sözlü yönlendirme, ortaya koyulan koşula karşı hassasiyet nedeniyle çeşitli ekonomik verilere aşırı tepki de oluşturabileceğinden iletişim kanalı ve iletişim araçlarının nasıl kullanıldığı ile farklı sonuçlar verebilmektedir. Aynı zamanda kredibilite yönetimine de bağlı bir yönlendirme türüdür.

Yakın dönem incelendiğinde duruma bağılı sözlü yönlendirme için FOMC'nin Aralık 2012'de tarihe bağılı sözlü yönlendirmeden duruma bağılı sözlü yönlendirmeye geçişı öne çıkmaktadır. FOMC, bu tarihte faizlerin en az 2015 ortasına kadar sıfıra yakın kalacağı yönlendirmesini “işsizlik oranı yüzde 6,5'in altına düşene dek üyeler faiz artırmayı tartışmaya bile açmayacak” şeklinde duruma bağlayarak güncellemiştir. Bu ifade daha sonra işsizlik oranının uzun süre %6,5'in altında kalacağı koşuluyla esnetilmiştir.

FOMC'nin 2015'teki faiz artırımına kadar vurguladığı “tam istihdam” ve “%2 enflasyon” hedefleri de duruma bağılı sözlü yönlendirmeye örnek gösterilebilir.

3.3.4 “Delphic” Sözlü Yönlendirme

Delphic sözlü yönlendirmenin ismini aldığı Delphi, Antik Yunan'da dini merkez olan Parnassos Dağı'nın yamacında bir kasabadır. Delphi'de düzenlenen dini törenlerde “oracle” da denilen kahinler, bulundukları ortamdaki nesnelere anlamlar yükleyerek belirli belirsiz sözlerle Yunan mitolojisinin tanrılarında Apollon'a sorulan sorulara yanıt verdiği anlatılmaktadır. Buradan hareketle Delphic sözlü yönlendirme türü, piyasa katılımcıları ve kamuoyunu bilgilendirme taşıyan, para politikası yapıcılarında ekonomik görünüme dair bakış açıları ve aksiyon planlarını anlamalarını amaçlayan mesajları içermektedir. (Bernanke, 2020:16)

Bu yaklaşımla “delphic” sözlü yönlendirme için geleceğe yönelik tahmin edilebilirlik ufkunda bilinen belirsizliğine nükte ile kahince, kehanete dayalı sözlü yönlendirme iması yapıldığı görülmektedir. Delphic sözlü yönlendirme, ekonomik aktörlerin kendi tahminlerindeki belirsizliği azaltarak makroekonomik gerçekleştirmelerde iyileşme sağlamayı amaçlamaktadır. (Campbell v.d. : 3)

Fed'in FOMC üyelerinin makroekonomik tahminlerini içeren ve çeyreksele dönemlerde açıklanan dot-plot olarak bilinen nokta grafikleri, TCMB'nin enflasyon raporunda yer alan makroekonomik tahminleri delphic sözlü yönlendirmeye örnek gösterilebilir.

3.3.5 “Odyssean” Sözlü Yönlendirme

Odyssean sözlü yönlendirme, ismini Antik Çağ'da yaşamış olan Homeros'un Odyseia destanından almaktadır. Odyseia destanında bahsedilen açık denizde gemicileri kayalıklara çekerek gemilerinin batmasına neden olan sirenlerin bulunduğu bölgede gemi kaptanı Odysseus, mürettebatının kulaklarını tıkamalarını ve kendisinin de sirenlerden uzaklaşana kadar gemi direğine bağlamalarını istemiş ve geçiş sırasında tüm isteklerine rağmen kendisini duymayan mürettebatın ilk sözüne bağlı kalarak Odysseus'u direktten çözmemesi sayesinde geminin batmadan yola devam etmesinin sağlandığı anlatılmaktadır. Buradan hareketle Odyssean sözlü yönlendirme, makroekonomik tahminlerin ötesinde para politikası yapımcılarının en az duruma bağlı olarak taahhüte yakın bağlayıcılığı olan mesajlarını içermektedir. (Bernanke, 2020:16)

Bu yaklaşımla “odyssean” sözlü yönlendirme için geleceğe yönelik taahhütler ya da taahhüt olarak anlaşılabilecek sözlerden sonra piyasa katılımcılarının buna bağlı destekleyici ya da karşıt aksiyonlar alacağına nükte ile bağlayıcı sözlü yönlendirme iması yapılmıştır.

Fed'in 2008'de ilk kez karşılaştığı alt sınır problemini (zero lower bound) takiben “daha uzun süre düşük faiz” mesajlarının yer aldığı FOMC karar metinleri ve dönemin Fed başkanı Ben Bernanke'nin takip eden dönemde ise Janet Yellen'in açıklamaları odyssean sözlü yönlendirme örnekleri olarak görülebilir.

SONUÇ

Tarihsel süreçte merkez bankalarının iletişim yaklaşımını geliştiren iki unsur olmuştur. Biri, merkez bankalarının hedef yaklaşımındaki değişim, diğeri ise ekonomik krizlerde para politikası araçlarının etkinliğini artırma ihtiyacının yönelttiği arayıştır.

Bu çalışmada elde edilen bulgular, merkez bankalarının para politikası hedeflerine ulaşmak için parasal aktarım mekanizmasında karşılaştıkları zorluklar faiz kanalının yanında beklenti kanalına önem katarak geçmişte tümüyle reddedilen sözlü yönlendirme uygulamasının önce para politikası araçları arasında ve daha sonra birincil para politikası araçları arasında sıralanacağı patikayı oluşturduğunu ortaya koymaktadır.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde beklenti kanalının yeri sözlü yönlendirme açısından önem taşımaktadır. Bulgular, beklenti kanalının merkez bankacılığı iletişim politikası ve para politikası arasında yer almasının sözlü yönlendirmeyi öne çıkardığını göstermektedir.

Tarihsel süreç açısından değerlendirildiğinde ise fiyat istikrarının merkez bankaları için ana hedefe dönüşmesi söz konusu patikanın temel taşı olarak görülmektedir. 2008’de yaşanan küresel kriz ve 2020’de karşılaşılan COVID-19 küresel pandemisine bağlı olağanüstü makroekonomik koşulların fiyat istikrarı hedefine yönelik faiz kanalında yapılabilen girişimlerin alt sınır problemi (zero lower bound) engeliyle karşılaşılarak sınırlandırılması parasal aktarım mekanizmasında beklenti kanalını öne çıkararak iletişim ve şeffaflık temasının merkez bankacılığında odak noktasına yerleşmesini sağlamıştır.

Bu çalışmada özetlenen tarihsel süreç sonunda, günümüzde, sözlü yönlendirme varlık alımları ile birlikte birincil para politikası araçları arasında sırlandığı görülmektedir.

Hem 2008 finansal kriz döneminin Fed başkanı olarak hem de merkez bankacılığı literatürüne katkılarıyla takip edilen Bernanke'nin sözlü yönlendirmeyi para politikası araçları arasında sıralaması bu çalışmanın başlığında da sözlü yönlendirmenin para politikası aracı olarak bahsedilmesini sağlamıştır.

Para politikası yapıcılarının hedeflerine yönelik etki oluşturmak için ekonomi ve para politikasının nasıl gelişeceğine dair beklentilerinin iletişimini gerçekleştirdiği “açık ağız politikası” olarak da nitelenen sözlü yönlendirmenin sağladığı kazanımlar ile birlikte merkez bankacılığında gizliliğin yerini yönetilen şeffaflığın aldığı görülmektedir.

Sözlü yönlendirme aracı ile politika yapıcıları değişen koşullar karşısında kendilerini kısıtlayıcı nitelikte olmayacak şekilde, olası şoklara karşı duruşun değiştirileceğine ve gerekli politika tedbirlerinin alınacağına dair beklenti yönetimi yapabilmektedir.

Sözlü yönlendirmeyi merkez bankacılığında para politikası ve iletişim politikası ile birlikte zet bir yaklaşımla açıklamayı amaçlayan bu çalışmada ortaya koyulan sonuçlar, para politikalarının sözlü yönlendirmede en iyi uygulamalarla desteklendiği takdirde merkez bankalarının politika hedeflerine ulaşmada karşılaştıkları engellere karşı beklenti kanalındaki rüzgarı lehlerine çevirerek başarı oranlarına katkı sağlayabildiğini göstermiştir.

KAYNAKÇA

Alexander, W. E., Balino, T. J. T. ve Enoch, C. . *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*. IMF,1995.

Avrupa Merkez Bankası (AMB). *The Monetary Policy of The ECB*. AMB, 2001.

Avrupa Merkez Bankası (AMB). “*What is forward guidance?*” AMB, 2021. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html> Web. 2 Ocak 2022.

Bank of England (BoE). *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*. BoE, 2013.

Bernanke, B. *Inaugurating a new blog*. Brookings, 2015. <<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/30/inaugurating-a-new-blog/>> Web. 2 Ocak 2022.

Bernanke, B. *The New Tools of Monetary Policy*. American Economic Association Presidential Address, 2020

Bernanke, B. S. ve Getler, M. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. American Economic Association, 1995.

Başçı, Erdem. *TCMB Yıllık Rapor*. TCMB, 2012. <<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2013/tr/m-0-4.php>> Web. 10 Mayıs 2020.

Blinder, A., Ehrman, M., Fratzscher, M., De Haan, J. ve Jansen, D.-J. “*Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*.” Avrupa Merkez Bankası Çalışma Tebliği Serileri, 2008

Campbell, J.R.; Evans, C.L.; Fisher, J.D.M. ve Justiniano, A. .*Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*. Federal Reserve Bank of Chicago. 2012

Clarida, R. *A Comparative Study of Global Central Bank Practices in Publishing Policy Rate Forecasts*. New York. Columbia University. 2013

Guthrie, G., Wright J. . “*Open Mouth Operations*”. Journal of Monetary Economics 46, 2000.

Eğilmez, M. *Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları*. <<https://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>> Web. 2 Ocak 2022.

Ehrmann, M. ve Fratzscher, M. *Explaining Monetary Policy in Press Conferences*. International Journal of Central Banking, 5, 2, 42-84, 2009

Evans, C. L. . *Monetary Policy Communications and Forward Guidance*. International Research Forum on Monetary Policy Seventh Conference. Frankfurt am Main. 2012

Fed. “What is forward guidance, and how is it used in the Federal Reserve's monetary policy?”. Fed, 2015. <<https://www.federalreserve.gov/faqs/what-is-forward-guidance-how-is-it-used-in-the-federal-reserve-monetary-policy.htm>> Web. 2 Ocak 2022.

Friedman, Milton ve Anna J. Schwartz. *A Monetary History of the United States: 1867-1960*. Princeton N.J.: Princeton University Press, 1963

Geraats, P. M. “*The Mystique of Central Bank Speak*.” Österreichische Nationalbank Çalışma Tebliği, 2015

Gray, S. ve Hoggarth, G. *Introduction to Monetary Operations*. Londra: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 10. (1996).

Guitián, Manuel. “*Policy and Operational Aspects of Exchange and Interest Rate Coordination*.” 21st SEANZA Central Banking Course, Kunning, Çin (1996).

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack, and Eric Swanson. “*Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements*.” . International Journal of Central Banking, 2005.

IMF. *Para ve Maliye Politikalarında Şeffaflığın İyi Uygulama Kodları*. 1999

Jenkins, P. *Communicating Canadian Monetary Policy: Towards Greater Transparency*. BIS Review, 2001

Leite, S. P. *Monetary Policy Instruments*. IMF Monetary and Exchange Affairs Department, 1992.

Liaquat, A. *Lords of Finance*. Penguin, 2009.

Lindsey, David. *A Century of Monetary Policy at the Fed: Ben Bernanke, Janet Yellen, and the Financial Crisis of 2008*. Palgrave Macmillan, 2016

Mishkin, F. *Para Politikası Stratejisi*. MIT, 2007.

Parasız, İlker. *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Ezgi, 1994.

TCMB. “Enflasyon Raporu 2013-4.”. TCMB, 2013.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/53d9c916-a7a6-4fcf-b43c-e5730ac56bd1/enf-ekim2013_tam.pdf> Web. 2 Ocak 2022.

TCMB. “100 Soruda TCMB”. TCMB, 2018.
<<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ea189a24ad/100+Soruda+TCMB+web.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ea189a24ad-mR8fxaz>> Web. 2 Ocak 2022.

TCMB, “Merkez bankaları ve iletişim:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında iletişim politikalarının gelişimi”. TCMB, 2011.<<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c0e05a8-bc4a-4eae-8901-8a94800c3778/11-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c0e05a8-bc4a-4eae-8901-8a94800c3778-m3fB7Ju>> Web. 2 Ocak 2022

Vayid, I. “Central Bank Communications Before, During and After the Crisis: From Open-Market Operations to Open-Mouth Policy.”. Kanada Merkez Bankası Çalışma Tebliği, 2013.

Woodford, M. *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*. Columbia: Columbia University, 2012.

Yellen, J. “What the federal reserve is doing to promote a stronger job market.” National Interagency Community Reinvestment Conference. Chicago, 2014.