T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

Fed'in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi

Yüksek Lisans Tezi

Mustafa KANGAL
200020308

İstanbul, 2022

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

Fed'in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi

Yüksek Lisans Tezi

Mustafa KANGAL
200020308

Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Sinem SEFİL TANSEVER

İstanbul, 2022

FED'İN PARA POLİTİKALARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Özet

1980'li yıllardan sonra dünya genelinde liberalleşme ve küreselleşmenin hızlanmasıyla birlikte, ülkelerin gerek siyasi ilişkileri gerekse iktisadi siyasi etkileşimleri oldukça ilintili hale gelmiştir. Bu tarihten itibaren finansal sistemlerin birbiriyle entegrasyonu, finansal ve iktisadi krizlerin bir ülkeden diğerlerine sıçramasını kolaylaştırmıştır. 1990'lı yıllardan itibaren özellikle gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için iç ve dış dinamiklerin etkisiyle finansal krizler kaçınılmaz olmuştur. Bu bağlamda, FED'in (Federal Reserve Bank) para politikalarının küresel düzeyde krizlere olan etkilerinin incelenmesi önem kazanmıştır. Bu süreçte, dünya mal ve hizmet arz ve talebinin önemli bir kısmını oluşturan gelişmiş ülkeler, GOÜ üzerindeki etkilerini arttırmışlardır. Bu çalışmanın amacı FED'in para politikalarının GOÜ ekonomileri üzerinde anlamlı etkisinin olup olmadığını incelemektir. Çalışmada, Panel VAR metodolojisi kullanılarak FED'in 1993-2020 döneminde uygulamış olduğu geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının GOÜ üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, FED'in geleneksel olmayan bilanço genişletme politikasının GOÜ'in kişi başı geliri ve reel döviz kurunu azaltırken, borçluluk düzeyini arttırdığı tespit edilmiştir. Diğer yandan FED'in geleneksel faiz politikasının da gelişmekte olan ülkelerin enflasyonu üzerinde etkili olduğu, Fed fonlama faizindeki artışın gelişmekte olan ülkelerin kırılganlıklarını ve risk primlerini arttırarak enflasyona neden olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: FED, Geleneksel Olmayan Para Politikaları, Geleneksel Para Politikaları, Finansal Sistem, Finansal Kriz, Gelişmekte Olan Ülkeler

THE IMPACT OF THE FED'S MONETARY POLICIES ON THE DEVELOPING COUNTRIES

Abstract

After the 1980s, with the acceleration of liberalization and globalization around the world, both the political relations and economic-political interactions of the countries have become highly related. Since that date, the integration of financial systems with each other has facilitated the spread of financial and economic crises from one country to another. Since the 1990s, with the impact of internal and external dynamics, financial crises have been inevitable, especially for developing countries. In this context, it has gained importance to examine the effects of the monetary policies of the FED (Federal Reserve Bank) on the global crisis. In this process, developed countries, which constitute a significant part of the world's supply and demand for goods and services, have increased their influence on the developing countries. The aim of this study is to examine whether the monetary policies of the FED have a significant effect on the developing economies. In the study, the effects of the conventional and unconventional monetary policies implemented by the FED in the 1993-2020 period on the developing countries were investigated using the Panel VAR methodology. As a result of the study, it was determined that the unconventional balance sheet expansion policy of the FED decreased the developing countries' per capita income and real exchange rate, while increasing their level of indebtedness. On the other hand, it has been concluded that the conventional interest rate policy of the FED is also effective on the inflation of developing countries, and that the increase in the Fed fund rate may cause inflation by increasing the fragility and risk premiums of developing countries.

Keywords: FED, Monetary Policies, Financial System, Financial Crisis, Developing Countries

İÇİNDEKİLER

Özet ..... **iii**
Abstract ..... **iv**
İÇİNDEKİLER ..... **v**
TABLO LİSTESİ ..... **vii**
ŞEKİL LİSTESİ ..... **viii**
KISALTMALAR ..... **ix**
1. GİRİŞ **1**
1.1. Araştırmanın Önemi 4
2. KURAMSAL ÇERÇEVE **6**
2.1. Para Politikasının Tanımı 6
2.2. Para Politikası Amaçları 6
2.2.1. Fiyat İstikrarı 6
2.2.2. Yüksek İstihdam 7
2.2.3. Finansal Piyasalarda İstikrar 8
2.3. Amaçlarına Göre Para Politikaları 10
2.4. Para Politikasının Faaliyet Hedefleri 11
2.4.1. Döviz Kuru Çapası 12
2.4.2. Para Arzı Çapası 13
2.4.3. Enflasyon Hedeflemesi 14
2.5. Merkez Bankalarının Geleneksel Para Politikası Araçları 15
2.5.1. Açık Piyasa İşlemleri 16
2.5.2. Fed Fonlama Faizi 18
2.5.3. Reeskont Oranı 21
2.5.4. Zorunlu Karşılık Oranları 23
2.6. Geleneksel Para Politikasının Etkinliğini Yitirmesi 24
2.7. FED'in Geleneksel Olmayan Para Politikaları 26
2.7.1. Büyük Ölçekli Varlık Alımları 29
2.7.2. İleriye Dönük Rehberlik 30
2.7.2.1. Kısa-Uzun Vadeli Tahvil Değişimi (Operation Twist) 31
2.7.2.2. Kredi Genişlemesi 32
2.8. Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Politika Araçları Temel Farklılıkları 33
2.9. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Ekonomi Üzerindeki Etki Kanalları 34
2.9.1. Portföy Dengeleme Kanalları 35

2.9.2. Sinyalleşme Kanalı ... 37
2.9.3. Likidite Kanalı ... 38
2.9.4. Döviz Kuru Kanalı ... 39
2.9.5. Kredi Kanalı ... 40
3. FED PARA POLİTİKASININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ ... 42
3.1. Gelişmekte Olan Piyasalara Sermaye Akışına İlişkin Tarihi Bir Perspektif ... 42
3.2. 2008 Krizi Öncesi FED Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi ... 44
3.3. 2008 Krizi Sonrası FED Politikalarının GOÜ Üzerindeki Etkisi ... 50
3.3.1. Faiz Oranı Üzerindeki Etkisi ... 52
3.3.2. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi ... 53
3.3.3. Varlık Fiyatları Üzerindeki Etkisi ... 55
3.3.4. Borçlanma Üzerindeki Etkisi ... 57
4. LİTERATÜR ... 59
5. VERİ SETİ ve METODOLOJİ ... 68
5.1. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistikler ... 68
5.1.1. FED Para Politikası Değişkenleri ... 69
5.1.2. Gelişmekte Olan Ülke Değişkenleri ... 70
5.1.2.1. Kişi Başı Gelir ... 71
5.1.2.2. Reel Efektif Döviz Kuru ... 71
5.1.2.3. Enflasyon ... 72
5.1.2.4. Borçluluk Oranı ... 73
5.2. Metodoloji ... 74
5.2.1. Panel VAR Modeli ... 74
5.2.2. Pesaran CD Testi ... 76
5.3. FED Politikasının GOÜ Ekonomileri Üzerindeki Etkisinin Panel VAR Modeliyle Analizi ... 76
6. BULGULAR VE TARTIŞMA ... 78
7. SONUÇ ... 84
KAYNAKÇA ... 86

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. ABD Enflasyon ve Federal Fon Oranları (1990-1995)..... 45
Tablo 2. Federal Fon Oranları (1997)..... 49
Tablo 3. Federal Fon Oranları (1998)..... 49
Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler 68
Tablo 5. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları 78
Tablo 6. Panel Birim Kök Test Sonuçları 79
Tablo 7. Bilgi Kriterleri Sonuçları..... 79
Tablo 8. Panel VAR Regresyon Sonuçları 80

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. 1970-2019 Yılları İtibariyle ABD'nin Dünya Toplam Nihai Tüketim Harcamalarından Aldığı Pay (%) 3

Şekil 2. Rezerv Para Piyasasında Denge Fed Fonlama Faizinin Belirlenmesi 20

Şekil 3. 2002-2010 Dönemi FED Fonlama Faizi ve FED Iskonto Faizi 25

Şekil 4. Varlık Büyüme Oranı ve Fed Fonloma Faizi 51

Şekil 5. Gelişmekte Olan Ülkelerin Reel Döviz Kuru 54

Şekil 6. FED'in Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Üzerindeki Etkisi 57

KISALTMALAR

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

APİ : Açık Piyasa İşlemleri

BRICS : Brazil, Russia, India, China, South Africa

FED : Federal Reserve

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

GOÜ : Gelişmekte Olan Ülkeler

IMF : International Monetary Fund

QE1 : (Quantitative Easing 1) - Birinci Niceliksel Genişleme Programı

QE2 : (Quantitative Easing 2) - İkinci Niceliksel Genişleme Programı

QE3 : (Quantitative Easing 3) - Üçüncü Niceliksel Genişleme Programı

VAR : (Vector Auto Regressive) - Vektör Otoregresyon Modeli

1. GİRİŞ

1980'li yıllarda dünya ekonomisinde ciddi bir dönüşüm gerçekleşmiştir. Küreselleşme ve finansal serbestleşme gibi liberal politikaların kabul görmesiyle sermayenin önündeki engeller birer birer kaldırılmış ve sermaye hareketleri hızla artmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal liberalleşme politikalarına uyumu IMF ve Dünya Bankası'nın önderliğinde gerçekleşmiştir. Gerek IMF gerekse Dünya Bankası gelişmekte olan ülkelere verecekleri kredi ve hibeler için bu ülkelerden sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmalarını bu şekilde uluslararası finansal sisteme de entegre olmalarını ön şart koşuyordu. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu ülkelerine sermaye çekebilme adına yabancı sermayenin ülkelerine girişinin önündeki engelleri kaldırmakla yetinmemiş, yabancı sermayenin ülkeye girişini teşvik edici vergi politikaları dahil olmak üzere çeşitli ekonomik politikaları uygulamaya koymuştur. Tüm bu gelişmelerin nihayetinde küresel ekonomide finansal serbestleşme sağlanmış, fonlar uluslararası piyasada serbestçe hareket etmeye başlamıştır. Bu süreçte, uluslararası sermayenin hangi ülkelere yatırılacağının temel belirleyicisi ise ülkeler arasındaki getiri ve faiz farklılıkları olagelmiştir

Bu dönemde, finansal liberalleşmenin yanında mal ve hizmet ticaretinin önündeki engellerde kaldırılmaya çalışılmış, bu bağlamda serbest ticaret bölgeleri, bölgesel ve ikili ticaret anlaşmaları ile mal ve hizmet ticaretinin de önündeki engeller kaldırılmıştır.(Bulut, 2017) Sermayenin ülkeler arasındaki geçişkenliğinin hızlanması ve ticaretin ülkelerin milli gelirlerindeki payının artması özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin gelişmiş ülke ekonomilerine daha bağımlı hale gelmesine yol açmıştır.

Son yıllarda gerçekleşen küreselleşmedeki hızlı artış dünyayı finansal olarak daha entegre hale getirmiş ve sınır ötesi sermaye akışını hızlandırmıştır. Bu değişiklikler, ABD finansal sisteminin küreselleşen dünya ekonomisinde giderek daha fazla oynadığı iki önemli role işaret etmektedir.

İlk olarak, ABD finansal sistemi, küresel ekonomi için güvenli varlıklar üreten finans sektörünün ana sağlayıcısına dönüşmüştür. ABD finansal sistemi dünyanın geri kalanının arzuladığı güvenli varlıkları yaratmaktadır. Başta ABD hazine tahvil ve bonoları olmak üzere ABD varlıkları göreceli olarak diğer ülkelerindeki benzer cinsteki varlıklara göre daha güvenlidir. Bu durum herhangi bir iktisadi ya da finansal kriz durumunda ABD varlıklarına olan talebin artmasına neden olmaktadır. ABD'nin güvenli varlık arzı, en güvenli kamu ve kamu garantili varlıklarına giderek daha fazla yoğunlaşmaktadır. İkinci olarak, ABD finansal sisteminin merkez bankası Federal Reserve (FED), büyük ölçüde küresel parasal koşulları belirleyen parasal bir süper güç haline gelmiştir. FED, diğer tüm merkez bankalarından daha yoğun şekilde küresel nominal harcama artışının yolunu şekillendirmektedir. FED'in yetkisi yerel olsa da, etkisi giderek küreselleşmektedir. Beckworth ve Crowe (2017)'un da belirttiği gibi FED'in politika değişiklikleri beklentilerinin küresel finansal koşullarda hızlı bir değişime yol açmasında ABD para birimini kullanan veya ulusal parasını dolara çıpalayan ülkelerin küresel ekonomideki paylarının artması ve doların küresel kredi akışlarındaki rolünün artması oldukça önemli bir yere sahiptir. (Bordo ve Taylor, 2017)

Birbiriyle ilişkili bu iki rol, dünya ekonomisinin ABD finansal sistemine bir şekilde bağlanmasına neden olmaktadır. Dünya, yeterli miktarda güvenli varlık arzı için ABD finansal sistemine bağlıdır ve istikrarlı küresel parasal koşulları sürdürmek için FED'e ihtiyaç duymaktadır. Son yıllarda küresel ekonomide yaşanan gerginliklerin tamamı olmasa da bazıları bu noktadaki başarısızlıklara bağlanabilecektir.

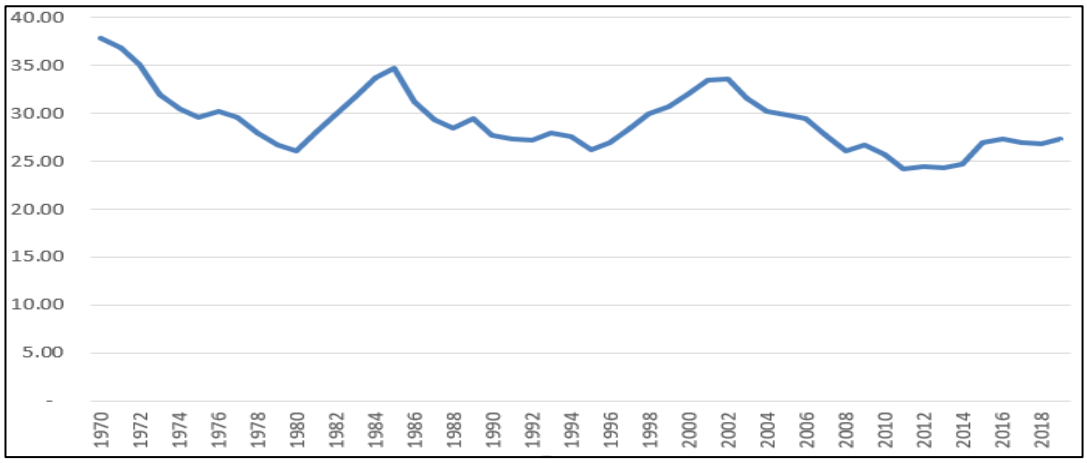
1990'lardan bu yana, özellikle gelişmekte olan ülkelerde hem iç hem de dış faktörlerin etkisiyle finansal krizler kaçınılmaz olmuştur. Bu bağlamda, FED'in para politikalarının gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizler üzerindeki etkisi önemli bir araştırma konusu olagelmiştir. ABD'nin önderliğinde gelişmiş ülkeler, dünya talebinin önemli bir bölümünü oluşturdukları için gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde etkilerini hissettirmişlerdir.

İktisat biliminin en önemli amaçlarından biri ülkelere sürdürülebilir büyüme imkanı sağlayacak ekonomik politikaların ortaya konulabilmesidir. Ancak bu şekilde insanlar arzu edilen sosyal refah düzeyine erişebileceklerdir. Bu açıdan bakıldığında gelişmiş ülkeler vatandaşlarına belli bir refah seviyesini karşılayacak hayat standardı

sunabilirken, dünya nüfusunun %80'ininden fazlasını oluşturan gelişmekte olan ülkelerin ve az gelişmiş ülkelerin vatandaşlarının hayat standartları gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde kalmakta, hatta bu ülkelerin bir çoğunda kişi başı gelir insani yaşama yeterli olacak düzeye dahi ulaşamamaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumu ülkeler arasındaki gelir dağılımı adaletsizliğini gidermek, ve gelir dağılımı adaletsizliğine bağlı olarak ortaya çıkan sıkıntıların önüne geçmek açısından oldukça önemlidir.

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri üzerinde özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası oldukça etkili olduğu düşünülen faktörlerden biri kabul edilen FED'in para politikalarının etkisi araştırılacaktır. Çalışmanın çıktıları gelişmekte olan ülkelerin politika yapıcılarına yol gösterici nitelikte olduğundan oldukça önemlidir. Bu çalışma ile gelişmekte olan ülkelerin politika yapıcılarının politikalarını belirlerken kullanılabilecekleri önemli bulgulara erişilmesi hedeflenmiştir.

Çalışmada özellikle Amerikan Merkez Bankası olan FED'in seçilmesinin nedeni, ABD'nin dünya ekonomisinde önemli konumudur. Dünya Bankası veri bankasından elde edilen istatistiklerden oluşturulan Figür 1'de de görüleceği üzere ABD'nin dünya toplam harcamasından aldığı pay yaklaşık %25 gibi oldukça yüksek bir orandır. Bu pay 1970 yılında %40 civarındayken, özellikle Çin'in dünya ekonomisindeki rolünün artmaya başlamasıyla gerileyerek %25 düzeyine düşmüştür.



Şekil 1. 1970-2019 Yılları İtibariyle ABD'nin Dünya Toplam Nihai Tüketim Harcamalarından Aldığı Pay (%)

Kaynak: World Development Indicators ($-Cari Fiyatlar) verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur. www.databank.worldbank.org/source/world-development-indicators

Ancak dünya toplam nihai tüketim harcamalarının %25'inin tek başına ABD'de gerçekleşmesi, dünya toplam talebinde ABD ekonomisinin önemini ortaya koymaktadır. ABD ekonomisinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde kritik etkisinin olması beklenen bir durumdur. Diğer yandan ABD'nin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisinin özellikle 2008 krizi sonrası uygulamış olduğu para politikaları ile de kendisini daha da fazla hissettirdiği iddia edilebilir. Bu çalışmada FED'in uygulamaya koyduğu geleneksel olmayan para politikalarının da gelişmekte olan ülkeler üzerinde hangi kanallar üzerinden ne şekilde etkili olduğu araştırılacaktır.

1.1. Araştırmanın Önemi

1980'li yıllardan sonra dünya genelinde liberalleşme ve globalleşme dalgasının etkisi ile ülkelerin gerek siyasi gerekse ekonomik politiği birbirleriyle oldukça ilişkili hale gelmiştir. Gelişmiş ülkeler dünya talebinin önemli kısmını oluşturduğundan bu ülkeler her zaman gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini hissettirmişlerdir. Ancak 2008 krizi sonra ekonomik sistemin yeni normale doğru evrildiği yönünde görüşler ortaya çıkmaktadır. Söz konusu yeni normalde merkez bankalarının önemi 2008 Finansal Krizi öncesine göre oldukça artmıştır. Özellikle FED'in politikalarının dünya ekonomisi üzerinde her zamankinden daha etkili konuma gelmiştir.

Merkez Bankalarının para politikalarını geleneksel ve geleneksel olmayan şeklinde kategorize ettiğimizde 2008 Finansal Krizi ile merkez bankalarının faiz üzerinden uyguladıkları geleneksel para politikasının limitlerine kısa sürede ulaşıldığı görülmüştür. Negatif nominal faizini teorik olarak imkansız olması nedeniyle nominal faizin sıfır alt sınırına çok kısa süre ulaşmasının, merkez bankalarının geleneksel politikalarla yatırımı teşvik etmesini imkansız hale getirmiştir. (Schwalb, 2017) Bu durum FED'in önderliğinde merkez bankalarının piyasaları canlandırma amacıyla geleneksel olmayan para politikalarının daha yoğun kullanmalarına neden olmuştur.

Sonuç olarak, 2008 Finansal Krizi sonrasında FED'in özellikle geleneksel olmayan politikalarını yoğun şekilde kullanmasının gerek ABD gerekse gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi önemli araştırma konularından biri olarak ortaya çıkmıştır. Kriz

sonrası FED'in uyguladığı miktarsal genişleme, vade uzatımı, varlık alımı anonsları, kredi genişlemesi gibi geleneksel olmayan para politikaları Japonya, İngiltere ve Avrupa Birliği Merkez Bankaları tarafından da uygulanmıştır. Uygulanan para politikaları gelişmekte olan ülkelerin bağımsız para politikası uygulayabilme kabiliyetlerini ciddi anlamda sınırlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler için bu zorluğu aşma ancak gelişmiş ülkelerin uyguladığı para politikalarının kendi ekonomilerindeki olası etkilerinin tespiti ile belirlenecektir.

2020 yılında KOVID-19 pandemisi ortaya çıkmış, Mart 2020 itibariyle pandeminin ekonomi üzerindeki yıkıcı etkisi ABD'de de hissedilmiştir. Pandeminin ekonomi üzerindeki daraltıcı etkisini giderebilme adına FED yine geleneksel olmayan para politikası uygulamış, hatta bu sefer FED 20 Mart 2020'de yayınladığı tebliğinde korona virüs pandemisinin dünyada ve ABD'de çok önemli ekonomik sorunlara yol açtığı, istihdam ve gelir kaybını sınırlamak, ekonomik toparlanmayı sağlamak adına sert politikaların uygulanması gerektiğini, bu bağlamda FED'in ipoteğe dayalı menkul kıymet ve hazine bono ve tahvil alımında herhangi bir miktar ile sınır olmadan, gerektiği kadar alım yapacağının bilinmesi gerektiğini belirtmiştir. (The Guardian, 3 Mart 2020) Bu durum FED'in pandemi sürecinde 2008 krizindeki gibi sınırları belli niceliksel genişlemeden farklı olarak, "sınırsız niceliksel genişleme" politikası olarak yorumlanmıştır. Önümüzdeki dönemde de başta FED olmak üzere diğer rezerv paraya sahip merkez bankalarınca da geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasının "yeni normal" ekonomik politika olarak karşımıza çıkması beklenebilir. Bu politikanın gelişmekte olan ülkeleri ne şekilde etkileyeceği global ekonomi ve dünya siyaseti açasında yüksek öneme haizdir. Bu çalışma da FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisini anlamaya yardımcı olacaktır.

2. KURAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Para Politikasının Tanımı

Para politikası hükümet, merkez bankası ya da diğer para otoriteleri tarafından fiyat istikrarı, ekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme gibi belli amaçları gerçekleştirmek adına ülkenin para arzı ve paranın maliyeti ya da faiz oranının kontrol edilmesi faaliyetleridir (Iordachioaia, 2011). Dar anlamda para politikası ise açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranı, iskonto oranı benzeri politika araçlarının kullanılması ile piyasanın likidite gereksiniminin karşılanması, piyasa faizinin amaçlanan hedeflerle uyumlu şekilde belirlenmesi işlevini görür.

2.2. Para Politikası Amaçları

Geleneksel para politikası hedeflerinin en önemlisi fiyat istikrarını sağlamak iken, Keynesyen ekonomistler sürdürülebilir iktisadi büyüme ve tam istihdamın da para politikası belirlenirken gözetilmesi gereken hedefler arasında olması gerektiğini savunmuştur.

2.2.1. Fiyat İstikrarı

Para politikalarının temel hedeflerinden biri fiyatlar genel düzeyinde istikrarın gerçekleştirilmesidir. Bilhassa, 1970li yıllardan itibaren stagflasyon olarak adlandırılan enflasyonun ve ekonomik daralmanın birlikte görülmesi durumunun

ekonomi üzerindeki negatif etkilerinin ciddi düzeye çıkması, fiyat istikrarının, para politikası hedefleri arasında öne çıkmasını sağlamıştır. Enflasyon sonucu ortaya çıkan belirsizlik ileriye dönük yatırım planlarının yapılmasını zorlaştırmaktadır. Geleceğe ilişkin planlamanın zorlaşması firmaların yatırım kararlarını almalarını engelleyecek, en iyi ihtimalle ertelemelerine neden olacaktır. Sonuç olarak, firmalar yatırım kararlarını gelecekte elde edecekleri nakit akışlarının bugünkü değerleri ile söz konusu yatırımın bugünkü maliyetini karşılaştırarak verirler. Geleceğe ilişkin belirsizliklerin artması firmaları geleceğe ilişkin tutarlı tahmin yapmalarını engelleyecek, bu ise firmaların yatırım kararı almasını zorlaştıracaktır. Yatırım kararı almanın zorlaşması hem yatırımların hem de istihdamın düşmesine neden olabilecektir.

Fiyat istikrarının sağlanması, sadece merkez bankalarınca yürütülen para politikasına değil, bu para politikalarının hükümet tarafından yürütülen ekonomik politikalarla da desteklenmesine bağlıdır. Ancak bu iki önemli politikanın uyumlu olması ile genel anlamda sürdürülebilir bir büyüme ve fiyatlar genel düzeyinde istikrar beraberce sağlanabilir. (Bölükbaş, 2018) Aksi takdirde para politikası ile amaçlanan fiyat istikrarını sağlamak oldukça güç olacaktır. Örneğin maliye politikasının para politikasını desteklemediği ve bu sebeple mali disiplinin sağlanmadığı bir durumda ortaya yüksek düzeyde bütçe açığı çıkacaktır. Yüksek bütçe açığının bir süre sonra sürdürülemeyen bir borç düzeyine ulaşması ve bunun sonucunda para politikasının maliye politikası baskısı altında kalıp borçlanma için bir araç olarak kullanılması kaçınılmaz duruma gelebilir. Böyle bir ortamda fiyat istikrarı sağlanamayacağı gibi ekonomik büyümenin de sağlanacağı garanti edilemez. Sonuç olarak para politikasının başarısı onun maliye politikası ile koordinasyon halinde olup olmamasına bağlıdır.

2.2.2. Yüksek İstihdam

Bir ekonomide işsizliğin yüksek olması kaynakların tam kullanılmamasının işaretidir. 1929 Büyük Buhranı sadece ABD'de değil global anlamda iktisadi bir daralmaya ve çok yüksek düzeyde işsizliğe neden olmuştur. Söz konusu işsizliğin ortaya çıkardığı büyük problemlerin tecrübe edilmesi, tam istihdamı iktisat politikalarının en önemli

amaçlarından biri haline getirmiştir. Bu bağlamda iktisat politikasının en önemli araçlarından biri olan para politikasının da tam istihdamı dikkate almaması beklenemez. (Kalustyan, 1999)

Para politikası da çeşitli kanallar üzerinden istihdam üzerinde etkili olabilir. Bu kanallardan biri enflasyonun işsizlik üzerindeki etkisidir. Enflasyondan kaynaklanan belirsizlik nedeniyle sanayi yatırımları azalabilir, yerel paranın değer yitirmesi nedeniyle de dış ödemelerde güçlük yaşanabilir. Bunların sonucunda bir yandan ara mal ithalatının güçleşmesi diğer yandan da yabancı sermayenin yurtiçi yatırım arzusunun düşmesi istihdam seviyesinin de azalmasına neden olur. Dolayısıyla fiyat istikrarı tam istihdamın sağlanmasında da önemli rol oynamaktadır (Birinci, 2011).

Keynes, "Say Yasası"nın öngördüğünün aksine ekonomide toplam talebin de yetersiz olabileceğini öngörmüş, talebin yetersiz olduğu durumda talep arttırıcı politikaların arzı arttırarak fiyatlar genel düzeyini yükseltmeden istihdam düzeyinde artış sağlayacağını savunmuştur. Keynes bu bağlamda paranın yansız olduğunu reddederek "Likidite Tercihleri Teorisi"ni geliştirmiş ve para arzının artmasının faiz oranını düşüreceğini, düşen faiz oranının hem tüketimi hem de yatırımı arttırarak efektif talebi artıracağını savunmuştur. Efektif talepteki artış ise daha fazla üretimi teşvik edeceğinden, üretim ve istihdam da artacaktır (Bölükbaş, 2018).

Diğer yandan 1929 Büyük Buhranı aynı zamanda para politikasının da işsizlikle mücadelede tek başına yetersiz olacağını göstermiştir. Her ne kadar "Likidite Tercihleri Teorisi"nin de savunduğu üzere faiz oranlarındaki düşüşün efektif talebi arttırıcı etkisi olsa da likidite tuzağı olarak adlandırılan durumun söz konusu olması haline faiz oranı belli bir seviyeye düştükten sonra parasal tabandaki genişleme faiz oranını düşürmeyecek, faiz oranı düşmeyeceği için de parasal genişleme yatırımlar ve dolayısıyla istihdam üzerinde arttırıcı bir etki ortaya çıkarmayacaktır (Bozkurt, 2010). Likidite tuzağı durumunda para politikası her ne kadar etkinsizleşebilse de konjonktürel işsizliğin önlenmesinde, yapısal, mevsimlik ve arizi işsizliğin giderilmesi veya ortadan kaldırılmasında para politikası kullanılabilir (Kalustyan, 1999).

2.2.3. Finansal Piyasalarda İstikrar

Merkez bankalarının temel hedefi her ne kadar fiyat istikrarını sağlamak olsa da özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası, merkez bankaları finansal istikrarı da dikkate almakta ve finansal istikrarı tehdit edecek şoklara karşılık para politikası araçlarını etkili şekilde kullanmaya çalışmaktadır. Nitekim merkez bankalarının para piyasasının son kredi mercii olması onları bankacılık sisteminin merkezinde konumlandırmıştır. Merkez bankalarının para piyasasındaki söz konusu merkezi konumu, merkez bankalarından finansal istikrarı sağlama adına gerekli tedbirleri almaları yönünde beklenti oluşturmuştur. Nitekim Nitekim FED'in kuruluş kanununda, bankanın finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla da yükümlü olduğu açıkça gösterilmiştir. Bu çerçeveden bakıldığında FED'ten finansal istikrarı sağlaması adına beklenen temel iki önlem vardır:

- Konjonktürel dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkan finansal şokların etkilerini hafifletmek
- Ekonomik kırılganlıkları azaltmaya çalışmak

2008 global ekonomik krizinden çıkarılan en önemli derslerden biri finansal istikrarın ne kadar önemli olduğu ve merkez bankalarının da geçmiş kriz tecrübelerine rağmen gerekli önlemleri almada yetersiz kalabileceğidir. FED eski başkanlarından Alan Greenspan 2008 finansal krizine yönelik yeterli önlem alınmamasına ilişkin verdiği savunmada bankaların kendi çıkarlarını gözetirken, hissedarlarının çıkarlarını da gözetmiş olacağına dair inancında bir yanlışlık olduğunu, krize giden yıllarda aşırı borçlanmaya ilişkin gerekli önlemleri almakta geciktiklerini kabul etmiştir. FED gibi merkez bankacılığının lider kuruluşunun ekonomik istikrarı sağlama konusunda yetersiz kaldığının en üst düzeyde kabul edilmesi nedeniyle IMF'in 2011 yılının Mart ayında yapılan toplantısında, finansal istikrarın merkez bankalarınca en az fiyat istikrarı kadar önemsenmesi gerektiği vurgulanmıştır. Toplantı sonucunda merkez bankalarının 2008 krizi öncesinde finansal istikrara fiyat istikrarı kadar odaklanmadıklarını ancak bundan böyle merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama fonksiyonuna da uygun politikalar takip etmesi, fiyat istikrarı ve istihdam kadar finansal şoklara da aynı düzeyde ağırlık verilmesi gerektiği önerisinde de bulunulmuştur.

2.3. Amaçlarına Göre Para Politikaları

Merkez bankasının ekonominin genel durumu ile uyumlu amaçlarına göre uygulanacak para politikası da farklılıklar arz edebilmektedir. Temel olarak para politikaları iki başlık altında ele alınabilir. Bunlardan birincisi gevşek para politikaları bir diğeri de sıkı para politikalarıdır.

Gevşek para politikaları ekonomide durgunluğun görüldüğü, istihdamın hedeflenen düzeyin altında kaldığı, aynı zamanda enflasyonun da hedeflenen enflasyon oranının altında kaldığı durumlarda faizlerin düşürülmesi suretiyle ekonomiyi canlandırmak için kullanılır. Söz konusu para politikasının uygulanması ile faiz oranları azaltılarak borçlanma maliyetlerinin düşmesi, bir yandan tüketicileri kredi alarak mal ve hizmet harcaması yapmaya, diğer yandan ise şirketleri yeni yatırımlar yapmaya teşvik eder. Hane halklarının tüketim harcamalarını, firmaların da yatırım harcamalarını arttırması mal ve hizmetlere olan toplam talebi de arttırarak ekonomiyi canlandıracaktır. Artan üretim, şirketlerin istihdam talebini de arttıracak, işsizlik düşecek, ekonomi tam istihdam düzeyine yaklaşacaktır. (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020)

Diğer yandan ekonomide yaşanan problemin ekonomik durgunluk değil de yüksek enflasyon olması durumunda ekonomide enflasyon hedeflenen oranın üstünde olacağından, bu durum beklenen enflasyonu arttırarak ilerleyen dönemlerde enflasyonun kalıcı olarak yüksek seviyeye çıkmasına neden olabilecektir. Merkez Bankası bunu engellemek adına faiz oranlarını arttıracak politikaları uygulamayı tercih edebilir. Faiz oranlarının artması borçlanma maliyetlerini de arttıracağından, yüksek faiz oranlarının hem toplam tüketim hem de toplam yatırım üzerinde azaltıcı etkisi olacaktır. Tüketim ve yatırım harcamalarının düşmesi toplam talebin de düşmesi anlamına geldiğinden, faiz oranlarının artması enflasyonu baskılayacak, ve düşük enflasyon hedefi tutturulmaya çalışılacaktır. Görüleceği üzere merkez bankası uygun para politikalarını uygulayarak bir yandan tam istihdamı yaklaşmayı hedeflerken, bir yandan da enflasyonu düşük tutmayı amaçlayabilecektir. Merkez bankaları bu şekilde düşük enflasyon ve tam istihdam olarak tanımlanan “ikili görev” yerine getirilmeye çalışmaktadırlar.

Diğer yandan genişleyici ve sıkılaştırıcı para politikalarının etkisi her zaman beklendiği gibi olmayabilir. Cavallini ve Sandri (2019) genişleyici para politikalarının da ekonominin durumuna göre faiz oranlarının artmasına neden olabileceğini belirtmiştir. Cavallini ve Sandri (2019) bu durumun ekonomide faiz seviyesinin sıfır alt sınırı düzeyine yaklaşması neticesinde ortaya çıkacağına belirtmişlerdir. Buna göre ekonomide faizin sıfır alt sınırına ulaşması durumunda bono getirisinin düşmesi nedeniyle bono fiyatları artacak; bu da bono sahibi yabancıları bonolarını satmaya yönlendirerek, sermayenin yurtdışına çıkmasına neden olacaktır. Bono arzındaki bu artışı bankalar borçlanma kısıtlarını aşmadan karşılayabilirlerse, bankaların borç verme kabiliyetinde herhangi bir azalma ortaya çıkmayacaktır. Ancak, artan bono arzını bankalar ancak borçlanarak karşılayabileceklerse, bu sefer bankaların bono arzını karşılama adına özel sektöre verdiği kredileri azaltması gerekecek, özel sektöre verilecek kredilerin azalması ise kredi faizlerinin arttırılarak talebin düşürülmesi yoluyla gerçekleştirilecektir. Görüleceği üzere piyasa faizinin sıfır alt sınırına ulaşması durumunda genişleyici para politikaları dahi piyasa faizinin artmasına yol açabilecektir.

2.4. Para Politikasının Faaliyet Hedefleri

Temel amacı fiyat istikrarı olan Merkez Bankası'nın bu amacı gerçekleştirmek için uygulayacağı programların bir dayanak unsuruna sahip olması oldukça ciddi bir önem arz etmektedir. Böyle bir dayanak unsurunun olması bir yandan politikaların şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini sağlarken, diğer yandan merkez bankalarının hedeflerini tutturabilmeleri için uygun politikalardan sapmama güdüsü oluşturmaktadır. (Svensson, 1999) Tüm bunlara ek olarak, enflasyon ile mücadelede merkez bankası politikalarının başarılı olmasının temel belirleyicilerinden biri merkez bankalarının enflasyon beklentilerini şekillendirme gücüdür. Enflasyon beklentilerini şekillendirebilme gücü, merkez bankasının ve dolayısıyla bankanın duyurmuş olduğu hedeflerin kredibilitesi ile doğrudan ilgilidir (Yılmaz, 2012). Bu bağlamda, merkez bankaları uyguladıkları politikalarda nominal çapa olarak tabir edilen para arzı üzerinde bir kısıt oluşturmayı sağlayan araç hedeflere ihtiyaç duyarlar. Merkez

bankalarının nominal çapaya uyması bir yandan yurtiçi para arzını sınırlandırıp enflasyon üzerinde azaltıcı etki yaparken, diğer yandan piyasanın merkez bankası politikalarının nominal çapaya uyacağına güvenmesi, enflasyonist beklentileri düşürüp fiyat istikrarını kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla nominal çapa para politikasının amaçları konusunda belirteç olmakta ve beklentilerin gerçekleşmesine yardım etmektedir.

Enflasyonist beklentileri yok etmek ve enflasyon ile mücadele programın kredibilitesini yükseltmek için çoğunlukla döviz kuru ve para arzı gibi nominal çıpalar ile enflasyon hedeflemesi kullanılmaktadır (Doğru ve Savrul, 2013).

2.4.1. Döviz Kuru Çapası

Döviz kuru çapası politikasında fiyat istikrarını sağlayabilmek için enflasyon seviyesi düşük gelişmiş ülkelerin paralarından oluşan bir sepetin döviz kuru sabitlenir. 1980'li yılların ortalarına doğru özellikle hızlı ve yüksek enflasyon oranlı ülkeler için kur oranı temelli istikrar programları önemli bir strateji haline gelmiştir. Sabitlenmiş kur oranları ile gelişmekte olan ülkeler, zaman tutarsızlığı, politika şeffaflığı gibi makroekonomik politikaların başarısı için oldukça elzem koşulları döviz kuru çapası politikası ile belli ölçüde sağlayabilmiştir. (Yıldız, 2006) Para politikasında zaman tutarsızlığı merkez bankasının önceden ilan ettiği politikayı gelecekte değiştirmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. (Kanalıcı Akay, 2011) Gerçekte merkez bankacıları zaman tutarsızlığı probleminin farkında olsalar da politikacılar genişletici para politikası takip etmesi için merkez bankası üzerinde baskı yapabilmektedir. Bu sebeple Kanalıcı Akay (2011) para politikasında ortaya çıkacak zaman tutarsızlığının esas kaynağının merkez bankası değil ona baskı yapan politika otoriteleri olduğunu belirtmiştir. Sabit döviz kuru uygulaması, politika otoritelerinin genişletici para politikası taleplerine karşılık merkez bankasının elini güçlendirerek, zaman tutarsızlığı probleminin çıkma ihtimalini düşürmektedir.

Nominal çapa olma özelliğini yitirmiş yerli para yerine sabitlenmiş döviz kuru veya döviz sepetinin çapa olarak kullanılmasıyla ticarete konu mal fiyatları istikrara kavuşacak, bu durumun da mal ve hizmet ticaretini arttırarak ekonomi üzerinde

genişletici etkisi olacaktır. Döviz kurunun sabit tutulması döviz kurunun enflasyon üzerindeki baskısını da kıracak, hanehalkı ve şirketlerin enflasyonist beklentileri de sona erecektir. (Doğru ve Savrul, 2013) Bu şekilde döviz kuru çapası kullanılarak fiyat istikrarı amacına daha düşük stabilizasyon maliyeti ile erişilebilmektedir. Döviz kuru çapası ile enflasyon oranını düşürme amacı, işsizlik oranının artması veya çıktı düzeyinin düşmesi yoluyla enflasyon oranını düşürmekten daha az fedakarlık gerektirmektedir. (Yıldız, 2006)

Diğer yandan, döviz kuru çapasının sürdürülebilirliği çok ciddi miktarda dış krediye erişim ve/veya yüksek düzeyde rezerv paraya sahip olabilmeye bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelerin olası bir ekonomik daralma esnasında her iki koşul açısından da sıkıntıya girmesi beklendiğinden, gelişmekte olan ülkeler için bu politika uzun dönem sürdürülebilir bir politika olmaktan uzaktır. Bu politika bir yandan dış krediye rahat erişimi gerektirirken, bir yandan da söz konusu rahat erişim nedeniyle ülkenin borçluluk oranını da arttıracak, bu da ülkenin kredi riskinin de artması anlamına gelecektir. Ülke kredi riskinin artması durumunda ise dış sermayeye yeterli miktarda ulaşamama ve beraberinde döviz kuru çapasını sürdürememe durumu ile karşılaşmak kaçınılmaz olacaktır. Buna ek olarak ülke riskinin arttığı durumda döviz kuru çapasından spekülatörlerin de faydalanmak isteyeceği hesaba katıldığında ülkenin rezervlerine spekülatif ataklar yapılması kaçınılmaz olacak, merkez bankasının sabit kuru koruma politikası devalüasyonlardan kar elde etmek isteyen spekülatif ataklara uzun süre dayanamayacaktır. (Doğru ve Savrul, 2013)

2.4.2. Para Arzı Çapası

Parasal kontrole dayalı nominal çapa amaçlamasında merkez bankası, sabit bir para artış hızı taahhüt eder ve elindeki para politikası araçları ile birlikte bu taahhüdünü tutturmaya çalışır. Tüm istikrar politikalarında olduğu üzere para arzı çapasında da amaç, hedeflenen enflasyon düzeyi etrafında fiyat istikrarının sağlanması ve bu seviyenin sürdürülebilmesidir. Bu politikada para arzı gelecek dönem enflasyon oranını belirlemede en önemli faktör kabul edildiğinden, para politikası ile para arzı değiştirilerek gelecek döneme ilişkin fiyat seviyesi de değiştirilebilmektedir. Örneğin,

1970-1993 yılları arasında FED tarafından ABD'de para miktarı ağırlıklı para politikaları uygulanmıştır. Bunun alternatifi olan parasal tabanın banka rezerv kısmının miktarsal kontrolü de FED tarafından 1979-1982 yılları arasında uygulanmıştır

Bu politikanın en önemli avantajlarından biri, sürdürülebilirliğinin döviz kuru çapasından farklı olarak dış krediye veya rezerv paraya erişime bağlı olmamasıdır. Para arzı merkez bankasının doğrudan kontrolü altındadır. Bu politikanın bir diğer avantajı ise "Paranın Miktar Teorisi" nin de öngördüğü üzere para arzının enflasyon üzerindeki etkisinin döviz kuru gibi dolaylı değil doğrudan olmasıdır. Bu sebeplerle, 1970'lerin ortalarından itibaren para arzı birçok devlet tarafından nominal çapa olarak kullanılmıştır (Doğru ve Savrul, 2013).

1990'lardan sonra yapılan çalışmalar ise farklı bir durumu ortaya koymuştur. Kısmi rezerv bankacılığının da etkisiyle merkez bankasının doğrudan kontrolü altındaki para tabanı ile fiyatlar genel seviyesi arasında beklendiği gibi oldukça yüksek bir korelasyon seviyesi olmadığı anlaşılmıştır (Oktar, 1996). Para arzı, parasal tabanın yanında hanehalkı ve şirketlerin bankada tutmak istedikleri mevduat oranından, bankaların kredi politikasından da etkilenmektedir. Bunun sonucunda merkez bankalarının parasal taban üzerinden öngördükleri para arzı hedeflerini gerçekleştirmeleri günden güne zorlaşmıştır. Buna ek olarak para arzının enflasyon üzerindeki etkisi 1990'lardan itibaren önceki dönemlere göre azalmıştır. Elektronik paranın yaygınlaşması, alışverişlerde teknoloji kullanımının artması, yeni nesil uygulamaları daha önceden sabit kabul edilebilen paranın dolaşım hızının da değişkenliğini arttırmıştır. Sonuç olarak enflasyon üzerinde para arzının yanında paranın dolaşım hızının etkisi de günden güne artmaya başlamıştır. Tüm bunların sonucunda merkez bankalarının hem para arzı hedeflerini tutturmalarında sapmalar ortaya çıkmış, hem de söz konusu para arzını tuttursalar bile paranın dolaşım hızı hesaba katılmadığından gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasında tutarsızlıklar gözlemlenmiştir. Bu nedenlerle para arzına dayalı nominal çapa kullanma politikası 1990'ların ilk yıllarında terk edilmeye başlanmıştır (Svensson, 1998).

2.4.3. Enflasyon Hedeflemesi

“Enflasyonun geleceğe yönelik olarak belirli bir zaman döneminde bir nokta veya bant biçiminde duyurularak seviyenin gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesine yönelik para politikası yaklaşımı” olarak ifade edebileceğimiz bu yöntem, 1970 ile 1990 yılları arasında nominal çıpa ve döviz kuru çıpası yöntemlerinin fiyat istikrarını sağlamada yetersiz kalmaları sonucunda ortaya çıkmıştır (Öztürk, 2006). Nitekim enflasyon hedeflemesinin özellikle gelişmekte olan ülkelerde yoğun şekilde kullanılmasının altındaki nedenin eskiden uygulanan parasal büyüklük ve döviz kuru hedeflemelerinin başarısızlık ile sonuçlanması ya da istenilen sonuçları doğurmaması olduğu da savunulmuştur (Turan, 2010).

Enflasyon hedeflemesi yönetimi, merkez bankası tarafından amaçlanan enflasyon oranının duyurularak, merkez bankası araçlarının buna uygun kullanılmasıdır. Bu rejimde enflasyonda beklenen ve amaçlanan değerler arasındaki sapmaya göre para politikası enstrümanlarının para otoritesince kullanılır (Bennett, 1990).

Bu rejimde merkez bankaları kamuoyu ile paylaştıkları hedeflere ulaşabilme konusunda kendilerini bağlamakta ve olası hedefe ulaşılamaması durumunda da gerek hükümet ve gerekse kamuoyu nezdinde hesap vermek ile yükümlü olabilmektedir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi olarak nokta hedefin yerine, aralık hedefi tayin edilmesinin merkez bankasının kredibilitesinin korunması adına daha tercih edilebilir bir seçenek olduğu düşünülmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997).

2.5. Merkez Bankalarının Geleneksel Para Politikası Araçları

Merkez bankaları parasal tabanı doğrudan kontrol ederken para arzı üzerindeki etkileri parasal taban üzerinden dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Para arzı parasal tabanı kontrol ederek yönlendirilebilse de birçok farklı faktörden etkilenen parasal çarpanın da para arzı üzerinde önemli etkisi vardır. Merkez bankaları parasal tabanı doğrudan etkilerken, para çarpanını da çeşitli para politikası araçları ile etkileyebilme güçleri mevcuttur.

Para arzı, bankalarda tutulan mevduat ile dolaşımdaki paranın toplamına eşitken, parasal taban dolaşımdaki nakit para ile banka rezervlerinin tamamından meydana

gelir. Merkez bankalarının uyguladıkları para politikaları söz konusu iki değişkenin büyüklüklerini değiştirmesiyle kendisini gösterir. Diğer yandan, FED banka borçlarını, faiz oranlarını ve parasal büyüklükleri (M1 ve M2) etkileyebileceği açık piyasa işlemleri, reeskont penceresi ve kanuni karşılıklar gibi üç önemli silaha sahiptir. Ancak, bunlardan açık piyasa işlemleri kullanımı nedeniyle en önemli para politikası aracı haline gelmiştir. Zorunlu karşılıklardaki değişimler para çarpanında değişiklik yaratırken, açık piyasa işlemleri ve reeskont penceresi araçları da doğrudan banka rezervlerini ve parasal tabanı etkilemektedir. FED, açık piyasa işlemleri yoluyla, devlet tarafından basılan veya özel yatırımcılara önceden satılan ABD hazine bonolarını satın alabilmektedir. Hazine bonolarının alınmasıyla rezerv tabanı genişlemekte, kredi veren kurumların borç verme kabiliyeti artmakta ve böylece para ve kredi genişlemesine neden olunmaktadır (Labonte, 2015).

Zorunlu karşılık oranı politikası, açık piyasa işlemlerine göre daha az tercih edilmekte ve kullanılmaktadır. Zorunlu karşılık oranları, temelde bankaların karlılığını sınırlayan bir vergi biçimi olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, parasal kontrol amaçlandığında, açık piyasa alım satım aracını, yasal hükümleri değiştirme aracından daha üstün görebiliriz. Açık piyasa işlemleri daha kesin, sağlam ve esnek bir araçtır ve FED akışı istediği zaman değiştirebilmektedir. Zorunlu karşılık oranı aracı büyük ölçüde gereksiz olarak değerlendirilmekte olup, iktisatçılar optimal bir yasal rezerv oranının belirlenmesini desteklemekte ve acil durumlar dışında bunu sabit bir seviyede tutmayı savunmaktadır (Lloyd, 2011).

Merkez bankası politika araçları yukarıda kısaca açıklandıktan sonra ilerleyen bölümde söz konusu politika araçlarının üzerinde daha ayrıntılı biçimde durulacaktır.

2.5.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ) merkez bankasının hedeflediği ekonomik amaca uygun olarak kısa vadeli hazine bonoları ile uzun vadeli devlet tahvillerinin alım ve satım faaliyetlerini içerir. Bono ve tahvillerin merkez bankası tarafından rezerv para

karşılığında alınması bankaların rezervlerini arttırarak onları verdikleri kredi miktarını arttırmalarına teşvik eder.

FED 1914 yılındaki kuruluşundan 1920'li yıllara kadar açık piyasa işlemlerini yoğun olarak kullanmamış, gelirini reeskont krediler üzerinden elde ettiği reeskont faiz oranından sağlamıştır. Özellikle 1929 Büyük Buhranı sonrasında FED hazine bonosu ve devlet tahvili alım satımı yaparak gelir elde etmeye başlamıştır. FED'in yapmış olduğu bu işlemlerin çarpan etkisiyle de piyasada ciddi etkisinin ortaya çıkmasıyla 1920'lerin sonundan itibaren açık piyasa işlemleri FED'in en güçlü silahı haline gelmiştir.

APİ işlemlerinde karar mercii Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC)'dir. FOMC genelde yılda sekiz defa bir araya gelerek APİ ile ilgili kararlar verir. APİ, FED'in piyasada para arzını kontrol etmek için kullandığı en etkili para politikası aracı olduğundan Federal Rezerv Sistemi içinde para politikasının belirlenmesinin merkezinde FOMC yer alır. (Dündar, 2015)

APİ temel olarak iki değişik yöntem ile gerçekleştirilir. Bunlardan ilki uyarınca, bono veya tahvillerin kesin alım veya satımı yapılır. Doğrudan gerçekleştirilen bu işlemlerde merkez bankası rezerv para karşılığında piyasadan hazine tahvillerini satın alır. Bir diğer yöntem ise repo olarak adlandırılan geri satım vaadi ile hazine bonolarının alınmasıdır. Repo anlaşmasında merkez bankası belli bir süre sonra satmak koşuluyla hazine bonosunu alıp, karşılığında bankalara para verirken, ters repoda merkez bankası belli bir süre sonra almak şartıyla hazine bonosunu bankalara satar. Örneğin, FED 2009-2014 yılları arasında "niceliksel genişleme" programıyla özellikle uzun dönemli tahvil alımları yapmıştır. Fakat geleneksel olarak APİ geri satım vaadiyle satın alma, repo veya geri alım vaadiyle satma ters repo yoluyla yürütülmektedir. FED, banka rezervlerini arttırmak istediğinde repo; banka rezervlerini kısmak istediğinde de ise ters repo işlemlerini uygular (Dündar, 2015).

Enflasyon oranının hedeflenen orandan düşük olduğu veya ekonomide ciddi bir daralmanın görüldüğü durumlarda FED açık piyasa işlemleri yoluyla piyasayı hareketlendirmek ve büyümeyi hızlandırmak gayesiyle gecelik faiz oranlarını düşürmeyi tercih ederken; enflasyon oranlarının artması ve ekonominin çok ısınması durumunda ise faiz oranlarını arttırmak yoluyla ekonomiyi şekillendirir.

FED, açık piyasa işlemleri yoluyla federal fonlama faiz hedefi seçimi ile bankaların birbirlerine borç verme düzeyini değiştirerek, faiz oranları üstünde önemli bir etkiye sahip olur.

APİ, yapılan işlemler açısından doğrudan alım-satım ve repo işlemleri olarak sınıflandırılabileceği gibi uygulanan politikanın amaçları bakımından da defansif ve dinamik işlemler olarak sınıflandırılabilir. Defansif açık piyasa işlemlerinde merkez bankaları, bankaların rezervlerini belli miktarda sabitlemek istemektedir. Bankaların rezervlerindeki olası bir düşüş sonrası merkez bankası APİ ile bankalardan hazine bonosu veya devlet tahvili almak isteyecektir. Diğer yandan dinamik karakterli APİ'de merkez bankası bankaların rezerv düzeylerini sabit tutmayı değil değiştirmeyi amaçlamaktadır. Örneğin merkez bankası ekonominin aşırı ısındığını, kredi genişlemesinin tehlikeli düzeylere çıktığını düşünüyorsa merkez bankası bankaların rezervlerini azaltma adına dinamik şekilde hazine bonosu veya devlet tahvili satmak isteyecektir.

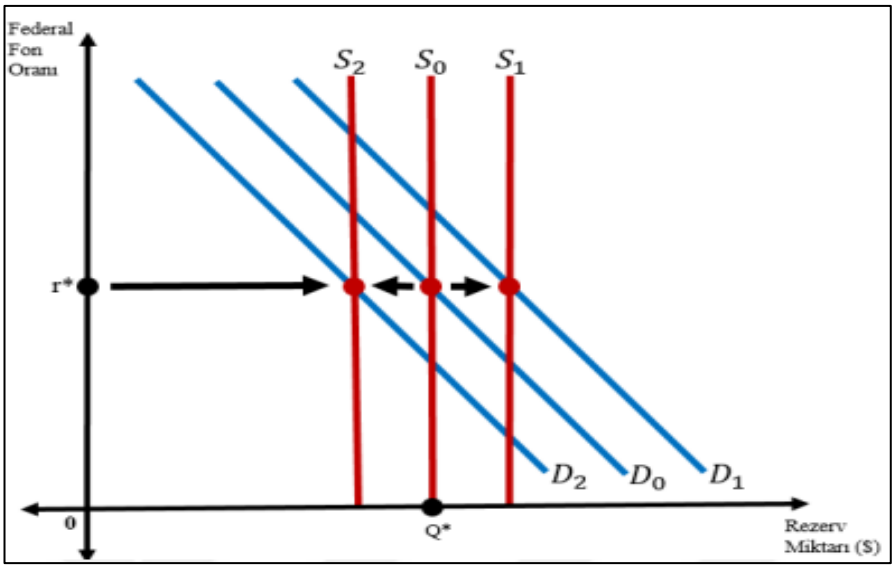
APİ'nin esnekliği onun diğer para politika araçlarına göre en önemli avantajlarından birini oluşturmaktadır. APİ'nin kullanımında kontrol tamamen merkez bankasında bulunmaktadır. Merkez bankası para piyasasına doğrudan bono veya tahvil alım satımı yaparak etki eder. Diğer yandan reeskont işlemlerinde bu derece kontrol bulunmamaktadır. Reeskont işlemlerinde merkez bankası reeskont faizini belirlerken kredinin alınıp alınmayacağı kararı bankalarca verilir. APİ'nin bir diğer avantajı, bu politikanın hızlıca işleme konulabilmesidir. APİ'nin hızlıca işleme konulabilmesi hem piyasa üzerindeki etkisinin hızlı ortaya çıkmasına hem de olası hatalı bir politika uygulandığı durumda uygulunan politikanın zıttını gerçekleştirerek hatalı politikadan hızlıca geri dönülmesine imkan sağlamaktadır.

2.5.2. Fed Fonlama Faizi

Federal fon FED bünyesinde tutulan banka rezervlerinden bankaların birbirlerine verdikleri kısa vadeli borçları ifade etmektedir ve bu piyasadaki faiz oranlarına da federal fon oranı adı verilir. (Ayata, 2019)

Bankalar temel olarak iki amaç doğrultusunda birbirlerinden ve gerektiğinde FED 'den ödünç para alabilirler. Birincisi, bankaların Federal Rezerv Kanunu uyarınca en aşağı zorunlu karşılık tutarı kadar toplam nakit parayı kendi kasalarında veyahut Federal Rezervdeki hesaplarında tutmaları gerekir. Ancak gün sonunda bankaların sahip olmaları gereken rezerv miktarları zorunlu karşılık tutarının altında olursa diğer bankalardan borçlanma ihtiyacı doğacaktır. Böylece, eksik rezervi bulunan bankalar federal fonlama faizi karşılığında bu piyasada borçlanabilmektedir. İkincisi, bankalar ellerinde fazla rezerv de tutmak istememektedir. Çünkü özellikle 2008 finansal krizi öncesinde bankalar Federal Rezerv'de tuttukları nakit üzerinden faiz geliri elde edemiyorlardı. Bu sebeple rezerv fazlası olan bankalar da bu piyasada ellerindeki fazla rezervi ihtiyacı olan bankalara borç vererek yine federal fonlama faizi oranında faiz geliri elde edebilmektedir. (Ihrig, Meade ve Weinbach, 2015) Sonuç olarak yukarıda açıklanan saiklerle, bankalar federal fon piyasası aracılığıyla birbirlerine fon ödünç verebilir veya birbirlerinden fon ödünç alabilirler. Bu piyasada, işlemler genellikle bir günlük olarak gerçekleştiğinden federal fon piyasası gecelik piyasa olarak da isimlendirilmektedir.

Federal fon piyasasında her ne kadar bankalar kendi aralarında borç alıp verseler de FED bu piyasada kendi hedeflediği federal fonlama faizi oranı ile uyumlu olması için bu piyasaya çeşitli politika araçları ile müdahale edebilmektedir. Bu araçlardan ikisi FED'in hedeflediği federal fonlama faizini piyasaya bildirmesi ile açık piyasa işlemleridir. FED açık piyasa işlemleri ile hazine bonosu alıp satarak Federal Rezervi miktarını değiştirebilmektedir. Şekil 2'de gösterildiği üzere FED'in hedef federal fonlama faizinin r* olduğu durumda, piyasada FED'in hedeflediği federal fonlama faizinde bir sapma olursa FED sahip olduğu politika araçları ile gerek arzı gerekse talebi değiştirerek, piyasada oluşan FED fonlama faizi ile kendi hedeflediği FED fonlama faizinin uyumlu olmasını sağlayabilir.



Şekil 2. Rezerv Para Piyasasında Denge Fed Fonlama Faizinin Belirlenmesi

Kaynak: Ayata, Tahsin, 2019, "Döviz Kuru Dalgalanmalarının ve Amerikan Merkez Bankası (Fed) Faiz Kararlarının Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Kararları Üzerine Etkisi" Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi

Federal fon oranlarının dikey eksende, rezerv miktarının ise yatay eksende gösterildiği grafikte, r* oranı federal fon piyasası dengesi gösterilmektedir. Grafikte yer alan negatif eğimli eğri rezerv talep eğrisi iken dikey eksene paralel bir şekilde gösterilen eğri rezerv arz eğrisidir. Buradaki rezervler federal rezerv bankasında özel bankalar tarafından tutulan rezervlerdir. Özel bankalarca talep edilen toplam rezervi gösteren rezerv talep eğrisinin negatif eğimli olmasının sebebi, rezervleri borç almak için ödedikleri faiz oranı düştükçe daha fazla rezerv tutmayı tercih etmeleridir. Federal fonlama faizi düştükçe bankaların borç olarak verdikleri paradan elde edecekleri faiz geliri de azalacağından, bankalar düşük federal fonlama faizinin söz konusu olduğu durumda düşük faiz geliri elde etmek yerine, fazla rezervlerini kasalarında veya merkez bankası hesaplarında tutarak kendilerini herhangi bir finansal riske karşı emniyete almayı tercih edeceklerdir. Bu sebeple talep edilen rezerv miktarını daha düşük bir faiz oranı artıracaktır. Ceteris Paribus varsayımı altında federal fon oranındaki değişiklikler talep eğrisi üzerinde hareket yaratacak ve rezerv miktarına yansıyacaktır. Ancak bunun dışında ekonomik genişleme veya daralma, likidite ihtiyacındaki değişmesi gibi durumlarda talep eğrisi de kayacağından denge federal fon faizi değişebilir.

FED para politikası uygulamasında iki alternatif stratejiden birini uygulamaktadır. Bunlardan ilki talep eğrisinde yaşanabilecek kaymalara karşın rezervleri sabit tutmaktır. Bu sebeple talep eğrisindeki kaymalar, rezervlerin sabit olması sebebiyle federal fon oranlarında değişime sebep olacaktır. İkinci strateji ise FED'in belirli bir federal fon oranına karşılık gelen rezerv düzeyini bulmaktır. Burada ise FED ilk olarak federal fon oranını belirleyecek, daha sonra da bu orana karşılık gelen talep eğrisindeki noktayı bulacaktır. Sonuç olarak, talep eğrisinde bu noktaya karşılık gelen rezerv düzeyini FED, mevcut hale getirir. FED bu strateji ile federal fon oranını talep eğrisi zaman içerisinde değişse de belirli bir değerde sabit tutabilmektedir. FED, son otuz yıldır daha çok ikinci stratejiyi uygulamaya tercih etmiştir. FED, özellikle 1995"den itibaren açık piyasa komitesinin hedeflediği federal fon oranının düzeyi veya aralığı ile ilgili düzenli açıklamalar yapmaya başlamıştır (Hacıoğlu, 2016).

2.5.3. Reeskont Oranı

Reeskont, bir bedel karşılığı başkasına geçmiş olan kıymetlerin, bir bedel karşılığında yeniden bir başkasına geçmesini olarak tanımlanabilir. FED'in kuruluş yıllarında, para politikasını belirlemede temel alınan ilkelerden biri Reel Para Doktrini (Real Bills Doctrine) olarak adlandırılmıştır. Buna göre, bankaların verdikleri kredilerin mal ve hizmet üretiminde kullanılması durumunda bu kredilerin enflasyonist etki yaratmayacağı savunulmaktadır. Bu ilke uyarınca FED'e üye bankalara FED'ten kredi temin etme imkanı ancak ve ancak bu bankaların vermiş oldukları kredilerin üretimde kullanıldığına dair bir muvafakat mektubunu FED'e ibraz etmeleri şartıyla mümkün oluyordu. FED de reeskont faizi olarak adlandırılan oran üzerinden bankalara üretimde kullanılmak üzere söz konusu krediyi veriyordu. Dolayısıyla bu dönemde bankalar FED'ten aldıkları krediyi spekülatif amaçlı yatırımlara kullanamıyor, tarım, endüstri, ticaret yatırımlarına aktarmaları sağlanıyordu.

FED tarafından bankalara verilen kredilerin üretimde kullanıldığını garanti altına alan muvafakat mektubu 1920'li yıllardan itibaren zorunluluk olmaktan çıkarılmış, FED'in bankalara kredi vermesinin önündeki şartlar hafifletilmiş olmasına rağmen FED tarafından bankalara verilen kredilere reeskont krediler ve bu kredilere uygulanan faiz

oranlarına reeskont faiz oranı denilmeye devam edilmiştir. Günümüzde FED'in verdiği reeskont kredileri FED'in teminat karşılığında bankalara verdiği kredilerdir. Teminatın olası temerrüde düşme durumunda kredinin tamamını karşılayacak miktarda olması gerekmektedir. FED tarafından ABD hazine tahvil veya bonosu eyalet veya yerel yönetimlerin menkul kıymetleri, ticari veya tüketici kredileri veya diğer kabul edilebilir kalitedeki müşteri senetleri teminat olarak kabul edilebilir (Clouse, 1994).

FED reeskont faiz oranında değişiklikler yaparak bankalara verdiği kredilerin borçlanma maliyetlerini değiştirebilir. Bankaların daha uygun koşullarda ödünç para bulma imkanı elde etmeleri onları FED'ten rezerv para cinsinden borçlanmaya teşvik etmekte bu da parasal tabanın genişlemesine neden olabilmektedir. Diğer yandan bankaların borçlanarak rezerv para miktarlarını arttırması onları daha fazla kredi verme konusunda teşvik edecek, bu da para arzının artmasına neden olacaktır. Sonuç olarak FED söz konusu politika ile hem parasal taban hem de para arzı üzerinde etkili olabilmektedir.

FED'in reeskont faiz oranını düşürmesi bankaların FED'ten reeskont kredisi alabilmek için teminat olarak kabul edilen menkul kıymetlere olan talebi de arttıracak, talebin artması söz konusu menkul kıymetlerin fiyatlarını yükseltirken getirilerini düşürecektir. Dolayısıyla reeskont faiz oranının düşmesi piyasa faizi üzerinde de düşürücü etki yapacaktır. Piyasa faiz oranının düşmesi para talebini arttıracak, ticari bankaların kredi hacmini yükselterek para arzı üzerinde de arttırıcı etki yapacaktır (Gürsoy, 2020).

Fakat FED bankaların reeskont kredisini doğal bir kaynak olarak görmesini ve reeskont kredisi üzerinden bankaların gelir elde etmesini hedeflememektedir. Reeskont faiz oranı ile piyasa faizi arasındaki farkın yüksek olması bankalara cazip bir arbitraj imkanı sağlayacak ve çok düşük oranla buldukları fonu, yüksek faizle kredi vererek yüksek gelir elde edebilmelerinin yolu açılacaktır. Ancak bankaların bu şekilde reeskont kredisi kullanmayı alışkanlık haline getirmesi istenen bir durum değildir. FED'in piyasaya likidite sağlamasının temel amacı bankalara yüksek rant elde etme imkanı oluşturmak değil son kredi mercii olmak görevini ifa ederek olası paniklerde bankaların iflas etmelerini engellemek, bu suretle finansal paniklerin oluşumuna mani olmaktır. Bu nedenle FED tarafından sağlanan reeskont kredileri esas

itibariyle bankaların ticari kredilerine kaynak olmaktan ziyade, bankaların günlük olarak kapatmaları gereken nakit açıklarının karşılanmasında, ve yahut finansal pozisyonu baskı altına girmiş finansal kurumların bulaşma etkisi ile bankacılık sistemini tehlikeye atmamaları için o kurumlara yardım amacıyla kullanılmaktadır (Akçay, 1997).

Reeskont faiz oranın belirlenmesi, yukarıda da anlatıldığı üzere hem parasal taban hem de para arzı üzerinde etkili olabilse de günümüzde bu politikanın para arzını belirlemede da kullanılması çok tercih edilmemektedir. Hatta aralarında Milton Friedman'nın da yer aldığı bazı iktisatçılar bu politikanın kaldırılmasını önermektedirler. Friedman'a göre reeskont faiz oranı üzerinden bankalar istedikleri miktarda kredi alabilme imkanı ettiğinden, para arzındaki artış miktarı üzerinde FED'in tam bir kontrolü bu politika ile söz konusu olmayacaktır. Bunun yanında, bazı iktisatçılar ABD'nin borçluluk düzeyinin son derece yüksek olmasına bağlı olarak piyasadaki devlet tahvili ve hazine bonosu miktarının zaten çok yüksek olduğunu, bankaların likidite sorunu durumda nakit ihtiyaçlarını reeskont kredilerine başvurmak yerine ellerindeki devlet tahvili ve hazine bonolarını likit varlığa çevirerek karşılayabileceklerini savunmuşlardır. Bu açıdan bakıldığında son kredi mercii görevini yerine getirmek için FED'in reeskont kredilerini kullanmasına gerek olmadığı da öne sürülmektedir (Stackhouse, 1968). Reeskont kredisi politikasının kaldırılmasını savunanların bir diğer argümanı da FED'in belirlediği reeskont faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasında fark oluşması, ve bu farktan bankaların faydalanmak istemeleri ile para arzında oluşabilecek yüksek volatilitedir. Reeskont politikasının rağbet görmemesinin bir diğer sebebi de ekonomiye parasal genişleme ile müdahale edilmesi gereken durumlarda FED'in reeskont faiz oranını indirmesinin para arzını istenen miktarda arttıracağı anlamına gelmemesi, çünkü FED'in reeskont faiz oranını indirme yetkisi olsa da bankaları söz konusu orandan kredi almaya zorlama yetkisinin olmamasıdır. O halde bu politika, FED'in piyasaya aktif şekilde müdahale etmesi gereken olası riskli durumlarda arzu edilen etkiyi gösteremeyebilecektir. Halbuki alternatif para politikası olan açık piyasa işlemlerinde piyasaya istenen yönde çok hızlı şekilde müdahale etmek mümkün olabilmektedir.

2.5.4. Zorunlu Karşılık Oranları

Bankaların topladıkları mevduatlara karşılık, söz konusu mevduatın belli bir oranı kadar merkez bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları parasal tutar zorunlu karşılık olarak adlandırılmaktadır. Bu oran, para çarpanı üzerinden para arzını da etkileyecağinden merkez bankaları tarafından bir para politikası aracı olarak da kullanabilmektedir. FED'in zorunlu karşılık oranını artırması durumunda bankaların tutması gereken zorunlu rezerv miktarı artarken, artık rezervleri azalır, hatta artık rezervler negatife dahi dönebilir. Artık rezervin negatif olması bankanın zorunlu karşılık oranının gerektirdiği miktarda rezervi olmadığını göstermektedir. Bu durumda, bankalar, ihtiyacı olan rezervi bilançolarındaki menkulleri satarak, verdikleri kredi miktarını azaltarak, borç verme standartlarını sıkılaştırarak veya reeskont kredilere başvurarak elde edebilirler (Dündar, 2015).

Ancak zorunlu karşılıklardaki ufak değişikliklerin dahi para çarpanını ve dolayısıyla para arzını önemli miktarda değiştirmesi, bu politikanın sık uygulanmasının bankacılık sisteminde yüksek volatiliteye neden olacağı savıyla eleştirilmesine neden olmuştur. Ancak bu politikanın etkinliğini savunan iktisatçılar, zorunlu karşılık oranı politikasının beklenenden fazla etkili olduğu düşünüldüğünde açık piyasa işlemleri veya reeskont politikası ile volatilitenin azaltılabileceğini savunmuştur.

Zorunlu karşılık politikasına ilişkin bir diğer sorun ise zorunlu karşılıkların bankalar üzerinde bir nevi vergi olarak değerlendirilebilmesidir. Bankalar rezervlerini kredi vermede kullanabilecekken, merkez bankası nezdinde tutulan zorunlu rezervler üzerinden herhangi bir faiz geliri elde edememekte veya çok düşük düzeyde faiz geliri elde etmektedir. Diğer yandan para arzının kontrolünde APİ, zorunlu karşılık oranını değiştirmeden üstün sayılabilmektedir. APİ, daha hassas, sağlam ve esnek bir araç olup FED, dilediğinde ihtiyacı dahilinde akışı değiştirebilir (Dündar, 2015).

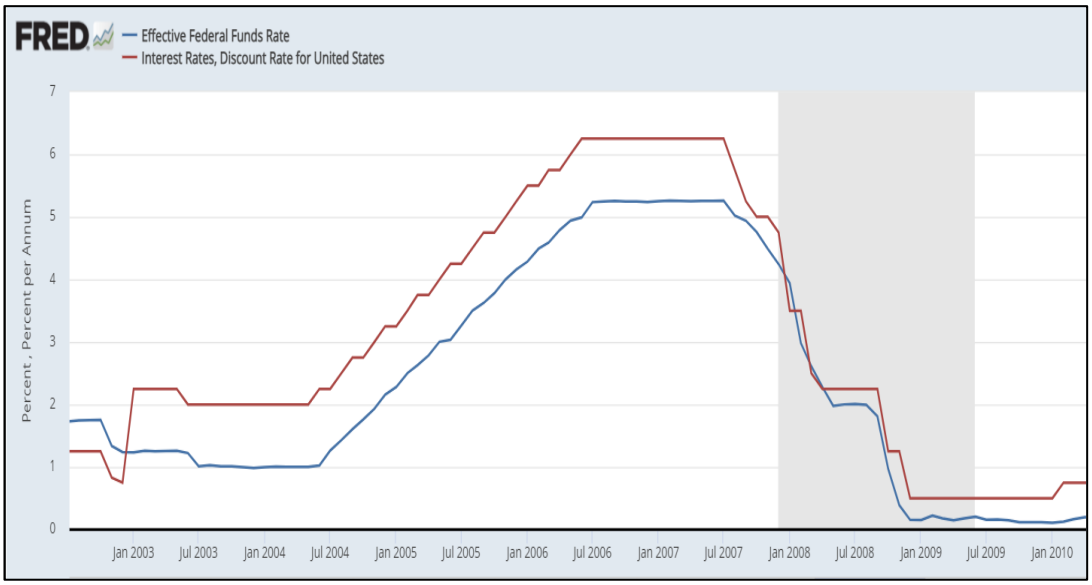
2.6. Geleneksel Para Politikasının Etkinliğini Yitirmesi

2008 finansal krizi öncesi uygulanan geleneksel para politikasında bankalar arası para piyasada belirlenen federal fonlama faizinin FED'in politika faizi hedefi ile uyumlu olmasına çalışılmaktaydı. Merkez bankası fiyat istikrarı, tam istihdam ve finansal istikrar ile uyumlu bir politika faiz oranı belirliyor, FED fonlama faizinin bu oran ile uyumlu olması için gerektiğinde piyasaya likidite yönetim işlemleriyle müdahale

ediyordu. Merkez bankası ilan ettiği bu oran üzerinden bankalara sınırsız rezerv alışverişi yapma imkânı sunuyordu. Bu politikanın uygulanabilirliğinin basit olması ve çoğunlukla pozitif sonuçlar elde edilmesi nedeniyle 1990-2008 döneminde birçok ülke merkez bankası söz konusu politikayı benimsemiştir (Bayır, 2019).

Fed fonlama piyasasını oluşturan temel faktör yukarıda da belirtildiği üzere bankaların zorunlu karşılık tutma yükümlülüğüdür. Bankalar zorunlu karşılık tutarının altında rezervleri bulunduğu durumda, bu piyasadan rezerv borçlanabilirken, serbest rezervlerinin fazla olduğu durumda da yine bu piyasada serbest rezervlerini değerlendirip faiz geliri elde edebilirler.

2008 krizi öncesinde FED'in belirlediği politika faizinin piyasada belirlenen FED fonlama faizi üzerinde güçlü etkisi varken, politika faiz oranın sıfır düzeyine doğru gerilemesi neticesinde bankalar arası piyasada fon elde etme maliyetinin düşmediği, hatta bankalar arası piyasadan fon elde etme imkanının yitirildiği bir durum ile karşılaşılmıştır. FED 'in bankalar arası piyasada oluşan faize etki edememesi, aynı zamanda uzun vadeli faize de etki edememesi anlamını taşımaktaydı. Bu durum Şekil 3'te açıkça gözükmektedir.



Şekil 3. 2002-2010 Dönemi FED Fonlama Faizi ve FED Iskonto Faizi
Kaynak: Federal Reserve of St. Louis Veri bankası, https://fred.stlouisfed.org

Kriz öncesi dönemde iskonto oranı beklenildiği gibi bankalar arası piyasada belirlenen FED fonlama faiz oranının üstünde olurken, 2007 Temmuz ayından itibaren iki faiz oranı arasındaki fark azalmış ve Ocak 2008 itibariyle iskonto oranı, fonlama faizinin

altına düşmüştür. Bu durum bankalar arası piyasada fon alışverişi olmayacağı ve tüm fon ihtiyacının FED tarafından karşılanacağı bir duruma düşüldüğünü göstermektedir. Dolayısıyla söz konusu dönemde FED tarafından belirlenen politika faiz oranının bankalar arası piyasada oluşan faizi etkileme gücü azalmıştır. Şekil 3'te de görüleceği üzere bu dönemde politika faizi gereğinden fazla düşük seviyelerde belirlense de bankalar arası para piyasasında fon elde etme maliyetlerinin düşürülemediği hatta piyasadan fon elde etmenin mümkün olmadığı bir durumla karşılaşılmıştır. Tüm bunlar FED'in gerek kısa vade gerekse uzun vade faizleri üzerindeki etkisini yitirdiğini göstermektedir. Bu sebeple FED için yeni bir takım para politikası araçlarının uygulamaya konulması kaçınılmaz olmuştur.

2.7. FED'in Geleneksel Olmayan Para Politikaları

1970'li yıllarda ABD ekonomisinde enflasyon ile birlikte nominal faiz oranları da yüksekken, FED 'in fiyat istikrarı konusunda devamlı ve ciddi bir politika benimsemesi sonucu 1970'li yılların sonunda hem enflasyon hem de nominal faiz oranlarında ciddi düşüş yaşanmıştır. Nominal faiz oranlarındaki düşüş FED tarafından kullanılan geleneksel faiz politikasının kullanım alanını da oldukça kısıtlamıştır. Nitekim FED, 2000'li yılların ilk senelerinde Amerikan ekonomisinde karşılaşılan dot-com krizinde uyguladığı genişletici para politikası ile beraber politika faizini sıfıra kadar düşürmüştür. Fakat, kısa vadeli faizlerin sıfır seviyesine inmesi dahi hedeflenen genişletici etkilerin ortaya çıkması için yeterli olmamıştır.

McCallum (2000) sıfır alt sınırı düzeyini paranın net marjinal işlevselliğinin sıfır olduğu seviye olarak tanımlamıştır. Paranın net marjinal işlevselliğini yitirmesi için nominal faiz oranlarının sıfır olması da gerekli değildir. Önemli olan ekonomideki likidite artışlarının faiz oranları üzerindeki etkisinin çok düşük olması veya böyle bir etkinin ortaya çıkmamasıdır (Bennett, 2017).

ABD ekonomisi, 2007 senesinin sonlarından itibaren mortgage piyasasında ortaya çıkan ve finansal piyasaların tümüne bulaşan yeni bir ekonomik krizle karşılaşmıştır. FED, bu durum karşısında, konvansiyonel para politikasının gücünü kaybetmesiyle

beraber, dot-com krizindeki uygulamalarıyla çok yakın ancak çok daha büyük miktarlarda ve çeşitlilikte geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmıştır.

Konvansiyonel para politikasının etkinliğini yitirmesinin temel nedeni faiz oranlarının sıfır alt sınırına inmesiyle parasal aktarım mekanizmasının bozulmasıdır. Geleneksel olmayan para politikalarına ihtiyaç tam da bu noktada ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda geleneksel olmayan para politikası, geleneksel para politikasının etkinliğini yitirdiği noktada para politikasına etkinlik kazandırmak için uygulanan bilanço ve iletişim politikaları olarak tanımlamıştır (Kreko, Lehmann, Pulai, Balogh and Vonnak, 2013).

Faiz oranlarının sıfıra inmesinin ekonomi üzerinde istenen canlandırıcı etkiyi oluşturmaması öncelikle kısa vadeli oranlardaki düşüşün uzun vadeli oranları etkilememesine bağlanabilir. Yatırımcı, yatırım kararlarını verirken uzun vadeli faiz oranlarını da dikkate alacak, kısa vadeli faiz oranının sıfır düzeyine düşmesine rağmen uzun vadeli faiz oranlarının düşmemesinin geleneksel para politikasını etkinsiz hale getirecektir (Karagözlü, 2016).

Schwalb (2017) da kısa vadeli faiz oranlarının sıfır seviyesine indiği durumda ekonomide beklenen genişleyici etkinin ortaya çıkmamasının geleneksel olmayan para politikalarına başvurulmasının temel nedeni olduğunu belirtmiştir. Schwalb (2017) geleneksel olmayan para politikasının temel amacının kısa vadeli faiz oranının sıfır düzeyinde olduğu bir ekonomide getiri eğrisini aşağı doğru baskılamak olduğunu savunmuştur. Böylece kısa vadeli faiz oranının yanında uzun vadeli faiz oranı da düşecek, bu hane halkı ve şirketlerin yatırım, tasarruf ve tüketim tercihlerini etkileyerek özel talebin artmasını ve ekonominin canlanmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla bu güncel politika araçlarının ana gayesi piyasalardaki likidite sorununu çözmek ve bunun yanında uzun vadeli faiz oranlarını indirmektir.

Bankacılık kesiminde ortaya çıkan güvensizlik de kısa vadeli faiz oranlarındaki düşüşün beklenen pozitif etkinin ortaya çıkmamasının önemli bir sebeplerinden biridir (Karagözlü, 2016). Bankacılık kesimindeki güvensizlik nedeniyle bankalar FED'den elde ettikleri likiditeyi kredi yoluyla piyasaya vermek yerine, likiditeyi rezervlerinde tutarak sermaye yapılarını güçlendirmeyi tercih etmişlerdir. Nitekim, Krugman (1998) faiz oranlarının sıfır düzeyine düşmesi ve parasal genişlemenin ekonomik etkisinin oldukça sınırlı olmasının temel nedeninin piyasadaki güven eksikliği ile piyasanın kredibilitesinin düşüklüğü olduğunu savunmuştur. Bu sebeple Krugman (1998) faiz

etkisinin azaldığı "sıfır alt sınırı" seviyesinde piyasanın enflasyonist beklentilerini arttıracak politikaların uygulanması gerektiğini savunmuştur. Krugman'ın faiz oranlarının sıfır alt seviyesine indiği durumda enflasyonist beklentileri arttıracak para politikası önerisinin geleneksel olmayan para politikalarının önemli teorik altyapılarından biri olduğu da söylenebilir. Nitekim, likidite tuzağından çıkabilmenin en önemli koşulu ekonomide yerleşen olumsuz beklentileri kırmaktır. Merkez bankasının iletişim politikası da olumsuz beklentileri kırma adına etkin şekilde kullanılabilecektir (Auerbach ve Obstfeld, 2003).

Niceliksel genişleme olarak adlandırılan likidite genişletici politikaların beklentiler üzerindeki etkisi onların finansal kriz sonrasında yoğun şekilde kullanılmasının temel nedenlerinden biri olarak sayılabilir. 1990'lı yılların sonunda Japonya'nın yaşadığı "sıfır alt sınırı" problemi ve bu probleme ilişkin uygulamış olduğu politikalar dikkate alındığında Japonya'da talepte ciddi bir düşmenin yaşandığı, finansal sektörde yaşanan problemlerin gerek tüketicilerin gerekse yatırımcıların beklentilerini oldukça olumsuz etkilediği durumda, ekonomi sıfır alt sınırında ise uygulanacak en iyi para politikası likidite genişlemesidir (Clouse vd., 2000).

2008 Finansal Krizinde ABD'nin durumu 1990'lı yılların sonundaki Japonya'nın durumu ile benzerlik göstermektedir. 2007 mortgage krizi ile tetiklenen finansal kriz sonucunda işsizlik çok ciddi düzeyde artmış buna bağlı olarak da toplam talepte ani ve hızlı bir düşüş yaşanmıştır. Krizin en önemli sebeplerinden birinin bankalar tarafından düşük gelir gruplarına verilen ipotek kredileri ve bu kredilerin menkul kıymetleştirilip ihraç edilmesi olduğundan finansal piyasalara olan güven de kriz döneminde oldukça zedelenmiştir. Böyle bir durumda Japonya için önerilen likidite genişletici politikalar kriz sonrası dönem için ABD için de önerilebilir. Nitekim FED önderliğinde ABD'nin takip etmiş olduğu politikalar Japonya için yapılan politika önerileri ile oldukça uyumludur (Clouse vd., 2000).

Gerek büyük ölçekli varlık alımlarının ve faiz oranlarının düşük seyredeceğine dair ileriye dönük rehberlik politikalarının gerekse kredi genişlemesi politikasının enflasyonist beklentileri arttırdığı düşünülebilir.

Çalışmanın sonraki bölümünde geleneksel olmayan para politikası araçları takip eden bölümde ise geleneksel olmayan para politikası araçlarının ekonomi üzerindeki

etkisinin hangi kanallar üzerinden ortaya çıkacağı açıklanmaya çalışılacaktır (Serel ve Bayır, 2020).

2.7.1. Büyük Ölçekli Varlık Alımları

FED 'in geleneksel para politikası aracı olan faiz politikasında temel mekanizma hazine bono alım ve satımlarıyla yönlendirilen kısa vadeli politika faiz oranının üzerinde ortaya çıkacak etkinin beklentiler hipotezine uygun olarak uzun dönem faiz oranlarını etkilemesidir. Ancak çalışmanın önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere 2008 krizi döneminde faiz oranlarının sıfır alt sınırı düzeyine inmesiyle kısa vadeli faiz oranı ile uzun vadeli faiz oranı arasındaki ilişki ortadan kalkmıştır. Bu noktada para politikasının uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilmesini sağlayan büyük ölçekli varlık alımı politikası başvurulan bir yöntem olmuştur.

Büyük ölçekli varlık alımı politikası yüz milyarlarca dolarlık uzun vadeli ABD Hazine tahvillerinin ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin FED tarafından satın alınması olarak tanımlanmıştır (Swanson, 2018). Büyük ölçekli varlık alımı aynı zamanda merkez bankasının belirlediği faiz oranına varmak amacıyla lazım olan rezerv miktarından çok daha fazla bir parasal genişlemeye gitmesi olarak da tanımlanmıştır (Bernanke ve Reinhart, 2004).

Niceliksel genişleme olarak tanımlanan büyük ölçekli varlık alımı programıyla kısa vadeli değil uzun vadeli devlet tahvili ile ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin satın alınarak FED'in bilanço kompozisyonunun değişmesi ve bu politika ile temel amacın kısa vadeli faiz oranının sıfıra sabitlendiği durumda uzun vadeli faiz oranını düşürerek ekonomiyi canlandırmak olduğu düşünülmektedir (Bhattarai, 2015). Bu politikanın özünde uzun vadeli faiz oranlarını düşürecek piyasayı canlandırma amacı yer almaktadır. Normal şartlarda, FED'ten kısa vadeli düşük faiz ile borçlanan bankalar bu miktarı uzun vadeli devlet tahvillerine yatırarak arbitraj sağlamaktadırlar. Özellikle piyasanın belirsiz olduğu durumda ise bankalar kredi verip faiz geliri elde etmek yerine risksiz arbitraj geliri elde etmeyi tercih edebilir. Bankaları bu tercihi piyasa likiditesini kısarak daraltıcı etkinin ortaya çıkmasına neden olur. Bankaların piyasa belirsizliğini sebep göstererek böyle bir politika takip etmeleri, ekonomik krizin etkilerinin daha da

derinleşmesine neden olacaktır. Diğer yandan FED büyük ölçekli varlık alımlarıyla doğrudan 10 ve 30 yıllık tahvilleri satın alarak tahvillere olan talebi arttırınca uzun vadeli tahvil fiyatları yükselmiş, getirileri ve dolayısıyla uzun vadeli faiz oranları düşmüştür. Bu da bankaların elinden arbitraj yapma imkanını almıştır. Uzun vadeli getiri imkânının azalması, bankaları risksiz arbitraj geliri elde etme yerine aldıkları kısa vadeli borçlar ile firmaları finanse etme ve buradan faiz geliri elde etme yönünde teşvik etmiştir.

2.7.2. İleriye Dönük Rehberlik

Bu politika ile FED 'in temel amacı geleceğe yönelik beklentileri yönetmektir. Bu şekilde FED kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına yansıma düzeyini arttırabilir. Bu politikanın etki gücünün anlaşılmasıyla 2011 yılından itibaren bu politikaya oldukça önem verilmiş hatta dönemin FED Başkanı Bernanke bu politikaya atfedilen önemi şu şekilde ifade etmiştir (Bernanke, 2013).

> "Para politikasının sonuçları uygulanan para politikasının miktarıyla değil, piyasada nasıl anlaşıldığı ile alakalıdır"

Nitekim Yellen'a (2014) göre hane halkı ile şirketlerin, merkez bankasının gelişen ekonomik koşullarda nasıl hareket edeceğini anladıkları durumda para politikasının etkinliği ciddi düzeyde artmaktadır. Piyasa katılımcılarının tahmin etme güçlerinin artması olası ekonomik şoklara piyasa katılımcılarının daha düşük tepki vermesini sağlayacak bu da ekonomik şok ile gelen kaybı sınırlayacaktır (Yellen, 2014).

İleriye dönük rehberlik (forward guidance) politikası FED'in gelecek birkaç çeyrekte federal fon oranının muhtemel yolu hakkında yaptığı iletişim olarak tanımlanmıştır (Swanson 2018). FED'in basın açıklaması ve söylemleri ile FOMC'nin toplantı tutanakları piyasayı çok hızlı bir biçimde şekillendirebilmektedir. Bu durum bir yandan FED'in politik gücünün diğer yandan da piyasanın FED'e olan güveninin önemli bir sonucudur. FED bu yöntem ile ileriye dönük politikalarını önceden

sezdirerek piyasanın ona göre davranmasını amaçlamaktadır. Benzer durum FOMC'un davranışlarında da gözlenmektedir.

FED'in iletişim politikası hem kısa vadeli hem uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde etkin olmaktadır. Etkin iletişim politikasının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin tahminlerin daha hatasız olmasına imkân tanıması, bunun da bir yandan finansal piyasadaki riski azaltırken diğer yandan para politikasının daha etkin olmasını sağlaması beklenir (Yetkin, 2005).

Bu politikanın reel ekonomide oldukça etkili olması finansal piyasalar ve firmaların yatırım kararlarını alırken sadece o dönemki faiz oranlarını değil gelecek yıllar için beklenen faiz oranını da dikkate almasına bağlanabilir (Swanson, 2018). 2008 Finansal Krizi sonrasında iletişim politikasıyla FED faiz oranlarının uzun süre düşük seviyelerde tutulması taahhüdünü vererek piyasa belirsizliğini ortadan kaldırmaya çalışmıştır. Bu politikanın işlevselliği tamamen merkez bankasının güvenilirliği ile doğru orantılıdır (Karagözlü, 2016).

Yellen (2010) FED'in ileriye dönük rehberlik politikasının etkinliğine dair ilk sınamanın 18 Mart 2009'da yapıldığını, bu tarihte FOMC'nin büyük ölçekli varlık alımlarını arttıracağına dair piyasayı bilgilendirdiği ve bu duyuruya piyasanın çok hızlı ve sert şekilde devlet tahvili ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ilişkin faiz oranlarını düşürerek tepki verdiğini belirtmiştir. Yapılan ampirik çalışmalarda da ileriye dönük rehberlik ve büyük ölçekli varlık alım politikalarının kısa vadeli faizin sıfır bandında olduğu durumdaki etkisinin federal fonlama faizinin normal durumda ekonomi üzerindeki etkisi kadar güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Swanson, 2018).

2.7.2.1. Kısa-Uzun Vadeli Tahvil Değişimi (Operation Twist)

FED kısa vadeli faiz oranının sıfır seviyesine ulaşmasının beklenen pozitif etkiyi ortaya çıkarmaması sonucu uzun vadeli faiz oranını düşürecek politika tercihleri üzerinde durmuştur. Bu sebeple niceliksel para politikasını takiben "Operation Twist" olarak adlandırılan politikayı uygulamaya koymuştur.

Kısa-uzun vadeli tahvil değişimi politikasına göre, FED uzun vadeli faiz oranını düşürebilmek için kısa vadeli tahvillerle borçlandığı kaynak ile uzun vadeli tahvilleri (10 yıllık Amerikan tahvilleri) almıştır. Kısa-uzun vadeli tahvil değişimi kısa vadeli tahvillerin uzun vadeli tahvil alımı için kullanıldığı para politikasıdır. Bu politika neticesinde uzun vadeli tahvillerin fiyatı yükselecek ve böylece uzun vadeli faiz indirilecektir. Bu nedenle Kısa-uzun vadeli tahvil değişimi kısa vadeli faiz oranlarının sıfır bandına yaklaştığı ortamda, uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli tahviller kullanılarak düşürüldüğü bir takas programıdır. Faiz oranlarının düşürüldüğü niceliksel genişleme politikasında FED'in bilançosu tarihi rekor seviyelerine çıkarken, Kısa-uzun vadeli tahvil değişimi politikası bir yandan uzun vadeli faiz oranlarını düşürürken diğer yandan FED'in bilançosunda herhangi bir genişlemeye neden olmaz. Bu politikanın uygulanması neticesinde FED'in toplam varlıkları değişmezken, varlıklarında yer alan kısa vadeli hazine bonoları ve devlet tahvilleri, uzun vadeli devlet tahvilleriyle takas edilir. Bu kapsamda, 2011 yılında 400 milyar dolar değerinde vadesi 3 yılın altında bono ve tahviller satılırken, bundan elde edilen kaynakla vadesi 6 ile 30 yıl arasında değişen devlet tahvilleri satın alınmıştır. Benzer şekilde 2012 yılında ise 267 milyar dolar değerinde kısa vadeli bono ve tahviller, uzun vadeli devlet tahvilleri ile takas edilmiştir. Kısa-uzun vadeli tahvil değişiminde temel hedef, kısa vadeli faiz oranları düşmesine rağmen düşmeyen uzun vadeli faiz oranını düşürerek yatırımların teşvik edilmesi ve böylece ekonominin canlandırılarak işsizliğin düşürülmesidir.

2.7.2.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi yöntemi ile vadeli ticari menkul kıymetlerin alımı doğrudan doğruya merkez bankasınca gerçekleştirilmektedir. Bu yöntem ile piyasadaki likidite sorunu ortadan kaldırılıp kaynakların etkin dağıtımı sağlanmaktadır. Bu politika aracında temel amaç işlevini yitirmeye başlamış olan piyasalara tekrar işlevsellik kazandırmaktır. Bu amaç mevcut likidite sıkışıklığı giderilerek ve risk primi azaltılarak gerçekleştirilir. Bu yöntem ile ekonomide yaşanan finansal akışın işlevinin tekrar olağan bir şekilde faaliyete geçeceği düşünülmektedir.

Kredi genişlemesinde, miktar genişlemesinden farklı olarak piyasa likiditesi merkez bankasınca doğrudan para yaratmaktan ziyade, merkez bankasının bilanço kompozisyonu değiştirilip ticari menkul kıymetlerin alınması ile yükseltilmektedir. Böylelikle bu politikayı kullanarak FED, 2008 sonrası dönemde sadece bilanço kompozisyonunu değiştirerek bilanço büyüklüğünde ve vadede hiçbir değişikliğe gitmeden piyasada mevcut olan riskli menkul kıymetler için likidite sağlamıştır.

Bir başka ifadeyle bu yöntem kullanılarak merkez bankaları, riski olmayan menkul kıymetler ile piyasadaki riskli menkul kıymetleri takas ederek piyasadaki kredilerin maliyetini düşürür. Merkez bankalarının riskli varlıklar piyasasına alıcı olarak müdahalesi ile özel sektörde mevcut bahsi geçen menkul kıymetlerin arzı azalmaktadır, bu olay sonucunda menkul kıymetin fiyatı yükselerek, getirisi düşmektedir. Böylece riskli menkul kıymetler piyasasında talebin olmaması ile piyasanın işlevselliğin yitirmesi, merkez bankalarının bu varlıkları talep etmesiyle tekrar işlevsellik kazanmış, yapılan alımlar piyasadaki kredileri daha cazip bir hale getirmiştir.

Bilanço büyüklüğünde herhangi bir değişiklik yapılmadan gerçekleştirilen bu çeşitlendirmelerin, MB tarafından portföyde görülmesi muhtemel olan riskin dağıtılması için uygulanabilecek en doğru yöntemlerden biri olduğu da savunulmaktadır (Morgan, 2013).

2.8. Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Politika Araçları Temel Farklılıkları

Geleneksel para politikaları ile geleneksel olmayan para politikaları arasında temel birtakım farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıkların bir kısmı politikaların operasyonel boyutuna ilişkinken bir kısmı politikaların risk profilindeki, piyasayı etkileme süresindeki farklılıklar ile alakalıdır.

Merkez Bankası geleneksel olmayan politikalarla bilançosunu çok aktif olarak kullandığından bu politikalar piyasadaki likidite durumu ve faiz oranlarını kısa sürede ve doğrudan etkilemektedir (Borio ve Disyatat, 2010). Politikalar operasyonel boyut açısından karşılaştırıldığında, geleneksel para politikalarında bankalar arası likiditenin

kontrolü nedeniyle uygulanan açık piyasa işlemlerinin boyutu geleneksel olmayan para politikalarında uygulanan varlık alımlarının miktarına göre oldukça düşük kalmaktadır. Bu sebeple geleneksel olmayan para politikalarının uygulandığı kriz sonrası dönemde FED'in bilançosunun yaklaşık 5 kat arttığı görülmüştür (Bayır, 2019).

İki politika arasındaki bir diğer önemli farklılık kullanmış oldukları varlıkların özellikleri ile ilgilidir. Her ne kadar iki politikada da açık piyasa işlemleri uygulanmış olsa da geleneksel para politikasında genellikle kısa vadeli hazine varlıkları alınıp satılmaktadır. Diğer yandan geleneksel olmayan para politikasında uzun vadeli devlet tahvillerinin yanında ipoteğe dayalı menkul kıymetler, çeşitli kuruluşların borçları gibi risk profili oldukça yüksek varlıklar yüksek miktarlarda alınmaktadır (Bayır, 2019). Dolayısıyla risk profilleri iki politika arasındaki bir diğer önemli farklılıktır. Geleneksel olmayan para politikalarının risk profilinin yüksek olması uzun vadede merkez bankalarının bağımsızlığını, güvenilirliğini ve fiyat istikrarına ilişkin hedeflerini tehlikeye atabilir (Bayır, 2019).

Geleneksel para politikaları kapsamında uygulanan açık piyasa işlemlerinin merkez bankası yükümlülüklerine bir etkisi yoktur, merkez bankası hazine bonosu alırken karşılığında sahip olduğu rezervleri vermekte, dolayısıyla merkez bankasının yükümlülükleri değişmemektedir. Ancak, geleneksel olmayan para politikaları kapsamında gerçekleştirilen yüksek miktardaki varlık alımları yükümlülükleri arttırarak bilançonun genişletilmesiyle mümkün olmaktadır (Bayır, 2019).

Geleneksel olmayan para politikalarının FED'in hazine bonosu benzeri kısa vadeli varlıklarla piyasa fonlamasını bitirdiği de düşünülmektedir (Bayır ve Serel, 2020). FED geleneksel olmayan para politikaları ile bankalar arası para piyasasını kullanmadan 2008 senesinde direkt olarak kredi programları, devam eden yıllarda ise miktarsal büyüme programları ile olağanüstü düzeyde fonlama yapmıştır. Bunu gerçekleştirirken aynı zamanda özel sektöre ait çok riskli varlıkları (mortgage teminatlı varlıklar) almaktan da çekinmemiştir (Bayır ve Serel, 2020).

2.9. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Ekonomi Üzerindeki Etki Kanalları

2.9.1. Portföy Dengeleme Kanalları

Portföy Dengeleme kanalı uyarınca, yatırımcı sahip olduğu sermaye fonunu farklı menkul kıymet varlıkları arasında razı olacağı risk seviyesine göre gelir düzeyini maksimize edecek şekilde dağıtmalıdır. Bu yapılırken menkul kıymetler getiri, risk ve vadelerine göre ayrı ayrı ele alınarak aralarında karşılaştırma yapılır. Menkullerin gelir seviyesi fazla olanlar ilk seçenek olacaktır, ancak burada önemli hususların başında risk unsuru gelmektedir (Ayata, 2019).

Portföy dengeleme kanalı hem ulusal hem de küresel piyasalarda işleyebilmektedir. FED'in yüksek miktarda devlet tahvili ve bono ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve diğer varlıkları almasıyla bu varlıkları satan kurumların ellerine yüksek düzeyde likidite geçecektir. Bu kurumlar ellerindeki likiditeyi portföylerini dengeleyecek şekilde tekrar varlık alımlarında kullanacaktır. Bu kurumlar tarafından satın alınan varlıkların fiyatı artacak dolayısıyla getirisi düşecektir. Bu durum yüksek getiri amaçlayan hane halkı ve şirketleri diğer varlıklara yönlendirecektir. Birbirini takip eden bu etkiler sonucu varlık piyasası canlanacaktır. Varlık piyasasındaki fiyat artışları hane halkı üzerinde pozitif refah etkisi oluşturarak tüketim harcamalarını arttıracaktır (Kohn, 2009).

Amerikan dolarının global piyasalarda dominant karakterli para birimi olması ve dünya üzerinde rezerv para olarak kabul edilmesi sebebiyle Amerikan hazine bonosu ve devlet tahvilleri global ekonomi piyasasında etkin bir rol almaktadır. Niceliksel genişleme programı ile uzun vadeli devlet tahvillerinin ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yüksek miktarda satın alınması bu varlıkların arzını düşürmüş, dolayısıyla fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Söz konusu uzun dönemli varlıkların fiyatlarındaki artış da uzun dönem getiri oranlarını düşürmüştür. ABD hazine bonosu ve devlet tahvili getirilerinin, FED'in uyguladığı niceliksel genişleme politikası ile düşmesi söz konusu varlıkların yatırımcılarını gelişmekte olan ülkelerdeki benzer riskte ancak daha yüksek getirili yatırım araçlarına yönlendirmiştir. Nitekim, niceliksel genişleme ile ABD devlet tahvillerinin getirilerinin düşmesinin yatırımcıları riskli ama yüksek getirili Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) yatırım araçlarına yönlendirecek, bu da GOÜ'lerdeki varlık fiyatlarının yükselmesine ve uzun vadeli tahvil getirilerinin ise

düşmesine neden olacaktır (Bayır ve Serel, 2020). Söz konusu politikanın GOÜ'lere olası etkileri geçiş kanallarının yetisine bağlı değişik düzeylerde olabilmektedir.

FED'in portföy kanalı üzerinden ekonomi üzerindeki bir diğer etkisi yatırımcıların portföy tercihlerini, portföyleri oluşturan varlıkların piyasasını değiştirebilmesinden kaynaklanmaktadır. Finansal piyasalarda katılımcılar kendi seçim ve kısıtlarına göre tercihlerini yapabilmektedir. Söz konusu piyasaların yatırımcıları, portföyü oluşturan varlıkların niteliklerine göre portföylerini şekillendirmektedir. Merkez bankalarının varlık alımları, alınan varlıkların piyasasına etki etmekte, yatırımcıların kararları da merkez bankasının varlık alımlarına göre değişebilmektedir. Nitekim, 2008 sonrası uygulamış olduğu politikalarla FED, farklı piyasa katmanlarındaki arz ve talebi hedefleri doğrultusunda şekillendirebilmiştir. Örneğin FED kısa-uzun vadeli tahvil değişimi politikasıyla bilançosundaki kısa vadeli hazine bonolarının neredeyse tamamını satarak 667 milyar dolar tutarında vadesi 6 yıl ve 30 yıl arasında değişen uzun vadeli devlet tahvillerini satın almıştır. Buna ek olarak, Aralık 2012'de FOMC'nin onayıyla ayda 45 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili, 40 milyar dolar da ipoteğe dayalı menkul kıymet alacağını taahhüt etmiştir (Sablik, 2012). FED'in piyasaya bu şekilde müdahalesi hem ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasasını, hem de uzun vadeli devlet tahvili piyasasını etkileyerek yatırımcıların portföy tercihlerini değiştirmiştir. Nitekim FED'in hazine bonosu alarak ABD piyasasına yapılan özel yatırımları dışladığı, buna karşılık da yatırımcıların portföylerini yenileyerek ABD hazine bonoları yerine başka ülkelerin tahvil ve bonolarına yatırım yaptıkları da savunulmaktadır (Anaya vd., 2017).

Söz konusu politika ile FED aynı zamanda uzun dönem faiz oranına da etki edebilmektedir. Geleneksel para politikalarından Federal fonlama faiz hedefi ile FED'in kısa vadeli faiz oranları üzerinde belirleyici etkisi varken, FED fonlama faiz hedefi uzun vadeli faiz oralarının belirlenmesinde yeterince güçlü bir politika aracı değildir. Diğer yandan FED kısa-uzun vadeli tahvil değişimi politikasıyla uzun vadeli varlık piyasasında toplam arzı azaltarak, söz konusu varlıkların fiyatlarını arttırmış bu durumda uzun vadeli faiz oranının da düşmesini sağlamıştır.

Portföy dengeleme kanalının etkisi uzun vadeli varlıkların yanında diğer varlıkların üzerinde de kendisini göstermektedir. Uzun vadeli kaynak arayan şirketler, söz konusu politikaların etkisiyle uzun vadeli düşük faiz oranından faydalanma imkânı bulmuş, bu

durum da şirketlerin maliyetlerini düşürücü ve toplam serveti artırıcı bir etki ortaya çıkarmıştır.

2.9.2. Sinyalleşme Kanalı

Sinyalleşme kanalı merkez bankalarının bazı zaman aralıklarında yaptığı açıklamalarla gelecekte yapacağı para politikalarına ilişkin kamuoyunu bilgilendirmesi ve bu bilgilendirmeler aracılığıyla ilerideki para politikası konusunda kamuoyunun beklentilerini biçimlendirmesidir. Bu kanalı ile FED, ileriye dönük rehberlik politikası aracılığıyle kullanmaktadır. FED bu kanal aracılığıyla piyasanın faiz oranlarıyla ilgili gelecek beklentilerine etki edebilmektedir. FED'in büyük kapsamlı varlık alımlarını açıklaması yatırımcılara ABD'de riske duyarsız tahvil getirisinin düşük seviyede belirleneceği döneme geçildiği, uzun vadeli tahvil getirilerindeki beklentilerin de düşeceği anlamına gelir. Aynı zamanda düşük faiz beklentisinin piyasalardaki likidite düzeyinin ileri zamandaki seyriyle alakalı pozitif beklentiler oluşturacağı ve finansal piyasalarda güven düzeyini arttıracağını iddia edilmektedir. FED uzun vadeli faiz oranlarının düşeceği sinyalini aynı zamanda yukarıda da belirtildiği üzere Aralık 2012'de ilan edilen aylık 45 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili, 40 milyar dolar da ipoteğe dayalı menkul kıymet alacağını taahhüdü ile güçlendirmiştir. Bu durum yatırımcılarda gelişmekte olan ülkeler ile ABD uzun dönem faiz farkının kalıcı şekilde yüksek seyredeceği algısını oluşturduğundan, sinyalleşme kanalı üzerinden de gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı artabilmektedir.

Beklentiler hipoteziyle beraber çalışan bu kanalda ilk olarak piyasaya likidite enjekte edilip kısa vadeli faiz düzeyi düşürülmüştür. Merkez Bankaları, bu durumun kalıcı olacağına dair kamuoyuna sinyal vermek için ilerleyen dönemlerde uzun vadeli varlıkları alacağı taahhüdünde bulunur (Chen vd., 2010). Federal Rezerv'in sinyalleşme kanalı üzerinden piyasa üzerindeki etkisi ile varlık alımı üzerinden piyasa üzerindeki etkisini karşılaştırıldığında ve sinyalleşme etkisinin hem anlamlılık hem de büyüklük açısından doğrudan varlık alımının piyasa üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu da tespit edilmiştir (Bauer ve Rudebush, 2014). Benzer şekilde sinyalleşme

kanalının etkisinin gücü üzerinde yapılan araştırmada, faiz oranlarındaki günlük değişimlerin değil gelecekte oluşacak FED politika faizi beklentisinin gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı üzerinde önemli derecede etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Koepke, 2014).

Sinyalleşme kanalı ile merkez bankası faiz oranlarını sıfır bandında tutma niyetini piyasaya gösterebilir (Schwalb, 2017). Bu ise hane halkı ve şirketlerin gelecekteki kısa vadeli faiz oranı beklentilerini de şekillendirecektir. Beklentiler hipotezine göre uzun vadeli faiz oranlarının belirleyicisi kısa vadeli faiz oranları olduğundan kısa vadeli faiz oranlarındaki düşüş uzun vadeli faiz oranlarını da düşürecektir.

Sonuç olarak, FED varlık alımlarına ilişkin yaptığı duyurular ile ileride uygulanacak para politikalarına ilişkin piyasa beklentilerini önemli derecede etkileyebilmekte böylece kısa vadeli faiz oranlarının yanında uzun vadeli faiz oranı üzerinde de etkili olabilmektedir (Bauer ve Rudebush, 2014).

2.9.3. Likidite Kanalı

FED'in istikrarlı şekilde ciddi bir alıcı olması piyasaların sorunsuz işlemesini ve likidite sorunu gerçekleşmemesini sağlamaktadır. Bu durum yatırımcılar için beklenen getirinin bir parçasını teşkil eden likidite priminin de düşmesini sağlayacaktır (Dahlhaus ve Vasishtha, 2014). Likidite risk priminin düşük olması bir yandan faiz oranını düşürürken, diğer yandan likidite riski düşen bankaları kredi verme konusunda daha rahat karar almaya sevk edecektir. Sonuç olarak, likidite risk priminin düşmesi ve bankaların kredi verme konusunda daha rahat olmaları bir yandan borçlanma maliyetlerini düşürürken diğer yandansa bankaların kredi hacmini arttırmakta ve böylece ekonomi üzerinde pozitif bir etkiye neden olmaktadır. Şirket bonolarının temerrüt priminin hazine tahvil ve bonolarının primlerine göre daha yüksek iken, bu varlıkların likiditesi daha düşüktür. Bu bağlamda, FED'in piyasaya likidite sağlayarak sadece devlet tahvil ve bonolarının değil şirket tahvil ve bonolarının alınması likidite riskini de düşürecektir (Schwalb, 2017). Bu etki belirtildiği üzere dolaylı olabileceği gibi FED'in 2008 krizi sonrasında uyguladığı politikalar sonucunda olduğu gibi

doğrudan da olabilir. FED, 2008 Global Krizi sonrası geniş varlık alımlarına başlayarak piyasadaki likidite sorununu ve gerilimi bir nebze yatıştırılmıştır. FED'in varlık alımlarını sürdürmesi ve varlık alımlarının zehirli varlıklar denilen ipoteğe dayalı menkul kıymetleri dahi kapsaması uzun vadeli varlıklar üzerinde yüksek bir talep ortaya çıkarmıştır. FED'in uygulayacağını işaret ettiği politikayla yatırımcılar gerektiğinde bu varlıkları FED'e satma imkânının olduğu sinyalini almış ve uzun vadeli varlık piyasasına olan talepleri artmıştır. Sonuç olarak FED'in bu varlıkları gerektiğinde satın alabileceğine ilişkin inanç bu varlıkların likidite risk primlerini de azaltmıştır.

Sonuç olarak FED'in 2008 Finansal Krizi sonrası uyguladığı politikaların büyük bir kısmı piyasanın likiditesini arttırmıştır. Piyasa likiditesindeki artış, finansal kurumların ellerinde likidite fazlasının birikmesine neden olmuş, söz konusu finansal kurumlar da ellerindeki fazla likiditenin bir kısmını özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasa ve ürünlerinde değerlendirmeyi tercih etmiştir.

2.9.4. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı serbest döviz rejiminin devam ettiği dışa dönük bir ekonomide sürdürülebilir. FED politikaları sonrası kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisinin döviz kuru kanalı üzerinden de ortaya çıkabilecektir. Ulusal nominal faiz oranının göreceli olarak artması, korumasız faiz oranı paritesi uyarınca, ulusal paranın uzun vadede değer kaybetmesine, ancak kısa vadede değerlenmesine yol açacaktır (Ireland, 2005). Nitekim gerek Dornbush (1976), gerek Fleming (1962) gerekse Yeni Keynesyen modellerin öngörüsüne göre ulusal paranın gelecekte değer kaybedeceği beklentisi paranın kısa vadede değerlenmesine neden olur. O halde geleneksel olmayan para politikaları sonrasında FED 'in hem kısa vadeli hem de uzun vadeli faiz oranlarını düşürmesi kısa vadede doların değer kaybetmesine neden olabilecekken uzun vadede doların değer kazanması ile de sonuçlanabilir. Diğer yandan FED 'in uyguladığı para politikaları ile faiz düşürmesinin ilk etkisi GOÜ'lerin merkez bankalarının faizi değiştirmediği varsayıldığında, bu ülkelerin yüksek faiz oranlarının ABD'deki yatırımcıların ilgisini çekmesi ve

sermayenin GOÜ'e doğru akması olarak ortaya çıkabilir. Sermayenin GOÜ'lere akışı ise GOÜ'lerin para biriminin dolar karşısında değerlenmesine yol açacaktır.

2.9.5. Kredi Kanalı

FED'in niceliksel genişleme politikası sonucu bankaların sermayelerinin ve net varlıklarının değerinin artması, teminat sayılmayan bazı varlıkların teminat sayılması hane halkı ve firmaların dış finansman primini düşürecektir. Bu bir yandan kredi marjlarında azalmaya bir yandan da banka kredilerinde artışa neden olacaktır.

FED'in düşük faiz uygulamasının da kredi kanalı üzerinde ekonomiye etkisi olabilir. Faizlerin düşmesi ile düşen borçlanma maliyetleri, yatırım ve üretim için gerekli finansmanın önemli kısmını kredi ile temin eden şirketlerin yatırım ve üretimlerini arttırmalarını sağlamış, böylece bu şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkelerde hem milli gelir hem de toplam ticaret artmıştır. FED'in takip ettiği para politikasının kredi kanalı ile gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi ABD'deki bankalarda oluşan fon fazlasının gelişmekte olan ülkelere kredi olarak verilmesiyle kendisini göstermektedir. ABD'deki bankalarda oluşan fon fazlasının temel nedeninin FED'in takip ettiği kredi genişleme ve miktarsal genişleme politikası olduğu söylenebilir. Bankalar artan rezervlerini yine FED'in uyguladığı politika sonucu ABD'de düşük faizle değerlendirmek yerine gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek faizle değerlendirme yolunu tercih etmişlerdir. Bu sebeple bankalar rezervlerini gelişmekte olan ülkelere kredi olarak aktarmışlardır.

Kredi kanalının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki bir diğer etkisi de ABD'de 2008 Finansal Krizi sonrası faizlerin düşmesi neticesinde azalan kredi maliyetleri nedeniyle borçlanmanın artmasıdır. Artan borçlanma beraberinde hanehalkı ve şirketlerin harcamalarının artmasına ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerden yapılan mal ve hizmet ithalatının da yükselmesine neden olmuştur.

Nitekim, sıkı para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin araştırıldığı bir çalışmada bankaların gerek mevduat toplayarak para arzı üzerinde gerekse kredi vererek yatırım üzerindeki etkisinden dolayı çok kritik bir görevi ifa ettiğini

belirtildikten sonra, özellikle küçük bankalar için mevduatın en temel fon kaynağı, banka kredisinin de özellikle küçük şirketler için en temel yatırım finansmanı kaynağı olduğu ifade edilmiştir (Bernanke and Blinder, 1988). Buna göre herhangi bir açık piyasa işlemiyle banka rezervlerinin düşmesi bankaların kredi verme kabiliyetini düşürecek, bu da ekonomide yatırımların düşmesi şekilde kendini gösterecek, bu ise çıktı düzeyinin ve istihdamın sıkı para politikası ile düşeceği anlamına gelecektir (Ireland, 2015).

ABD para politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisinin öncelikle kredi kanalı üzerinden gerçekleştiğini savunlar da bulunmaktadır (Rafiq, 2015). Buna göre, ABD'nin risksiz faiz oranı düştükçe ulusal borçlanma faizi ile ABD doları cinsinden borçlanma faizi arasındaki fark artacaktır. Dolar cinsinden borçlanmanın maliyetinin azalması bankaların dolar cinsinden borçlanarak likiditelerini arttırmalarını, likiditesi artan bankaların da kredi verme koşullarını biraz daha gevşetmesini ve bu şekilde ulusal ekonominin canlanmasını sağlamaktadır. Ancak bu durumun ulusal ekonomiler üzerindeki etkisi her zaman pozitif olmayabilir. FED politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde bu şekilde etkili olması, gelişmekte olan ülkelerin ulusal ekonomik politikalarını belirlemelerini zorlaştırmaktadır. Örneğin zaten tam istihdam düzeyinin üzerinde üretim yapan bir ekonomide yerel talep bir de FED 'in izlediği politikalar sonucunda artarsa kısa dönemde ulaşılacak yüksek büyümeyi ilerleyen dönemlerde yüksek enflasyon ve tehlikeli düzeyde ekonomik daralma veya ekonomik kriz takip edecektir. Nitekim kredi genişlemesinin çıkış dönemlerinde aşırı yüksek büyüme oranlarına, düşüş dönemlerinde ise yüksek daralma oranlarına neden olduğu, dolayısıyla ABD'nin kredi kanalını kullanarak krizin etkilerini gidermeye çalışmasının özellikle gelişmekte olan ülkelerde volatilitenin yüksek olmasına neden olduğu da savunulmaktadır (Rey, 2013). Ayrıca aşırı kredi büyümesinin krizlerin doğrudan ön göstergesi olduğu, ancak politika yapıcılarının bunun sorumluluğunu üstlenerek yine de söz konusu politikayı kısa dönemde ekonomik büyüme sağlama adına uygularlar (Schularick ve Taylor, 2012).

3. FED PARA POLİTİKASININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1. Gelişmekte Olan Piyasalara Sermaye Akışına İlişkin Tarihi Bir Perspektif

2009 küresel krizi, alışılmadık para politikası ortamının başlangıcı olmuştur. Krizin ardından, gelişmiş ülke merkez bankaları agresif genişletici para politikaları izleyerek politika faiz oranlarını mümkün olan en düşük seviyede tutmuşlar ve nicel genişleme programları izleyerek finansal sisteme büyük miktarlarda likidite enjekte etmeye başlamışlardır. Gelişmiş ülkelerdeki toparlanma hızına ilişkin belirsizlik ve bu ülke varlıklarına duyulan güvenin azalması, gelişmekte olan ülke varlıklarına olan ilgiyi artırmıştır. Küresel likidite bolluğu ve gelişmiş ekonomilerdeki son derece düşük faiz oranları, gelişen piyasalardaki gelişmiş büyüme görünümü ve daha yüksek faiz oranları ile birleştiğinde, gelişmekte olan ülkelere önemli sermaye girişleri gerçekleşmiştir. FED'in Mayıs 2013'te nicel genişleme programını kademeli olarak sona erdireceğinin sinyalini verdiği zaman, FED'in daralma olasılığına ilişkin sinyali daha sıkı para politikasına doğru bir geçiş niyeti olarak yorumlanmıştı. Özellikle, finansal piyasaların tepkileri, FED'in icraatlarından ziyade söylemleri tarafından şekillenmişti. Bu dönem, gelişmekte olan ülkelerin bir alt kümesinde ani sermaye değişimleri ve döviz kurunda şiddetli değer kaybıyla karakterize olmuştur (Aktaş vd., 2018: 4-5).

Daha sıkı para politikası beklentilerine rağmen, 2015 yılının sonuna kadar FED'den bir faiz artışı gelmemiş, Aralık 2015'te para politikasının normalleşmesine yönelik hareketle birlikte FED'in ilk faiz artırımına başlamasıyla küresel piyasaları daha hassas ve nicel para çekme işlemlerinin yoğunlaştığı bir sürece girmiştir. Calvo, Leiderman ve Reinhart'ın (1993) çalışmasıyla başlayan sermaye akışlarına ilişkin geniş literatür, gelişmekte olan piyasalara sermaye akışlarının ana itici gücü olarak gelişmiş ekonomilerin genişlemeci para politikalarını, özellikle FED'in politikalarını,

işaret etmektedir. Fernandez-Arias (1996), Taylor ve Sarno (1997) ve Montiel ve Reinhart (1999) tarafından yapılan çalışmalar da ABD faiz oranlarının gelişmekte olan piyasalara yönelik portföy akışlarının yerel koşullardan daha önemli bir piyasa belirleyici olmasının etkilerini tartışmıştır.

Literatürün odağı, gelişmiş ekonomilerin alışılmadık para politikalarının özellikle de FED'in nicel genişleme programlarının 2008 küresel krizinden sonra sermaye akımları üzerindeki etkilerini anlamaktır. Ahmed ve Zlate (2014) gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının hangi faktörlerden etkilendiğini Brezilya, Endonezya, Kore, Tayvan ve Tayland'ın 2002-2014 dönemi verilerini ele alarak incelemiştir. Çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışlarında en önemli etkenin gelişmekte olan ülke ve gelişmiş ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle 2008 finansal krizi sonrasında gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarında iki grup ülke arasındaki faiz oranı farklılıklarının etkisi daha da anlamlı hale gelmiştir. Bu bağlamda Ahmet ve Zlate (2014) gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının esas belirleyicisinin FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikası olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Fratzcher (2011), bu tür politikaların gelişmekte olan piyasa akışları üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu saptamıştır. Dünya Bankası'nın (2014) hazırladığı "Global Ekonomik Perspektif" raporunda benzer bulgulara ulaşmış, ancak söz konusu etkinin zamanla azaldığını belirtmiştir. Erduman ve Kaya (2014) gelişmekte olan piyasalara yönelik portföy tahvil akışlarının zamanla değişen belirleyicilerini incelediklerinde, nicel genişleme programlarının ilk duyurulduğunda etkilerinin daha kuvvetli olduğunu ve Euro bölgesi krizinden başlayarak etkinin zamanla azaldığını belirtmiştir. Bu çalışmada ABD'nin geleneksel olmayan para politikasının gelişmekte olan sermaye akımları üzerindeki yayılma etkilerinin ülkeye özgü faktörlere bağlı olduğunu iddia edilmiştir. Diğer bir deyişle, gelişmekte olan ülkelerin FED'in para politikasının yayılma etkilerinden ne ölçüde etkilendiğinin, çekme faktörlerine bağlı olduğunu göstermişler ve bu konuda ülkelerin önlemlerini incelemişlerdir.

Koepke (2013) para politikası tasarımında beklenti yönetiminin artan rolü nedeniyle yükselen piyasa sermaye akımlarını açıklarken para politikasının beklenti kanalının da dikkate alınması gerektiğini belirtmiştir. Bu fikir esas olarak para politikasının beklentiler kanalıyla çalıştığını savunan literatüre dayanmaktadır. Bu görüş, politika faizindeki bir değişikliğin, politika değişikliğinin öngörüldüğü ölçüde finansal piyasa

faizleri üzerindeki etkisini daha spesifik olarak analiz etmektedir. Politika faiz oranlarının çoğunlukla tahmin edildiğini, piyasa faiz oranlarının hem beklenen hem de beklenmeyen bileşenleri içerdiğini öne sürmektedir.

Kuttne (2001) FED vadeli işlem sözleşmelerinden FED politika eylemlerinin sürpriz unsurunu ayırmakta ve politika faizindeki değişikliklerin beklenmeyen kısmının piyasa faizlerini etkilediğini, beklenen kısmın ise neredeyse hiçbir önemli etkisinin olmadığını göstermektedir. Hamilton (2008), benzer şekilde, piyasa katılımcıları için FED vadeli işlem sözleşmelerinin, FED'in yaptıklarından ziyade gelecekteki niyetleri hakkında yeni bilgiler olduğunu ifade etmektedir. Bu çizgiyi izleyen ve varlık fiyatlarının yalnızca beklenmedik politika eylemlerine tepki vereceğini varsayan Gürkaynak (2005) ise, FED'in fon vadeli işlem sözleşmelerinden türetilen beklenmedik politika eylemlerini zamanlama, seviye ve eğim bileşenlerine ayırmaktadır. Zamanlama sürprizlerinin yalnızca kısa vadeli etkileri olduğunu, sürprizlerin seviye ve eğim bileşenlerinin ise daha uzun vadeli getirileri etkilediğini ifade etmektedir.

Diğer yandan, FED fon vadeli işlemlerinin gelecekteki faiz oranlarındaki beklenen değişiklikleri yakaladığı ve para politikasını tahmin etmede diğer tüm menkul kıymetlere hâkim olduğu tespit edilmiştir (Gürkaynak vd., 2006). FED politika faiz oranını veya piyasa faiz oranlarını kullanmak yerine, portföy akışları için açıklayıcı bir değişken olarak vadeli işlem sözleşmelerinin kullanılmasının, ortaya çıkan FED politika eylemlerinin etkisini yakalamak için daha iyi bir yaklaşım olduğunu öne sürülmektedir (Koepke, 2016). Daha sıkı para politikası beklentilerinin portföy akışları üzerindeki olumsuz etkisi, daha gevşek bir politika için beklentileri artırıcı etkisinden önemli ölçüde daha güçlüdür.

3.2. 2008 Krizi Öncesi FED Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi

1970'lerden itibaren dünya ekonomisi yeni bir döneme girmiş ve uluslararası piyasalarda finansal serbestleşme gibi bir eğilim etkili olmaya başlamıştır. İngiltere'de ve ABD'de uygulanan para politikaları bu eğilimin başlamasında önemli rol oynamıştır. IMF ve Dünya Bankası, bu dönemde gelişmekte olan ülkeler için aşırı

sayılabilecek liberal politikalar önermiş, ancak çoğu ülke gerekli altyapıyı ve temel makroekonomik altyapıyı kuramadan uluslar arası finansal piyasalara açılma yolunda hızlı adımlar atmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finans piyasalarına açılmasının etkisi ilk dönemlerde oldukça olumlu gözükmüştür. İlk yıllarda, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin artmasıyla yüksek yatırım oranlarına erişilmiş buna bağlı olarak büyüme oranları artış göstermeye başlamışlardır. Ancak, 1980'li yıllar ile beraber, FED'in takip ettiği para politikalarının global ölçekteki etkileri ve global ölçekte ülkelerin içsel sosyo-ekonomik ve politik dinamiklerini değiştirebilmesi, özellikle gelişmekte olan ekonomilerinin tehlikeli finansal krizler yaşamalarına neden olmuştur (Dündar, 2015). Örneğin enflasyon 1980'lerin başında ABD için ciddi bir tehdit olarak zirveye çıkmış, neticede ABD ekonomisi, kritik bir daralma süreci yaşamıştır. ABD'nin 1979'dan 1982'ye kadar yaşadığı resesyonda FED, enflasyonu azaltmak üzere sıkı para politikası yürütmüş ve faizleri yükseltmiştir. FED'in enflasyon ile mücadele adına faiz oranlarını arttırması enflasyon ile mücadelede başarılı olmuş, durgunluk süreci atlatılmıştır. Ancak faiz oranlarında bu dönemde meydana gelen artış, ABD dolarının hızlı değerlenmesine ve dolar cinsinden borçlanan Latin Amerika ülkelerinin hem borçlarının artmasına hem de bu ülkelerden ciddi miktarda sermaye çıkışlarına neden olmuş, FED'in uygulamış olduğu politika bu ülkelerde borç krizinin derinleşmesiyle sonuçlanmıştır (Dündar, 2015).

FED, Tablo 1'de de görüleceği üzere 1990 yılından 1994 yılına kadar faiz oranını düşürme politikasını uygulamıştır. FED'in faizleri düşürmesi yabancı fonların Meksika'ya girmesine yol açmıştır. Bu politika sonucu, Latin Amerika ülkelerine yoğun sermaye girişleri olmuş, 1990 ve 1993 yılları arası Latin Amerika'ya giren toplam yabancı sermaye miktarının yarısı olan 91 milyar dolar sadece Meksika ekonomisine girmiştir (Edwards, 1997). ABD'deki ekonomik genişleme 1993 yılı sonunda güç toplamaya başladıktan sonra faiz oranlarının aynı şekilde bırakılmasının tekrar enflasyonist bir baskı oluşturacağını düşünen FED, federal fon oranlarını Şubat 1994'te arttırmaya başlamıştır. Bir sonraki yıla kadar yedi kez yükseltilen faiz %6 seviyelerine ulaşmıştır (Edwards, 1997).

Tablo 1. ABD Enflasyon ve Federal Fon Oranları (1990-1995)

	1990	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**

Enflasyon Oranı %	5,4	4,2	3,0	3,2	2,6	2,8
Federal Fon Oranı %	8,1	5,69	3,52	3,02	4,2	5,84

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis Veri Bankasından elde veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Enflasyonist baskılar, ABD'nin 1990-1991'deki resesyonundan sonra ilk kez Şubat 1994'te FED'in politika faiz oranlarının artırmasına neden olmuş ve buna paralel olarak ABD'deki uzun vadeli faiz oranları da aynı keskin artışı göstermiştir (Whitt, 1996: 11). ABD politika faizinin ve uzun vadeli faiz oranlarının artması 1994'te Meksika'da sermaye kaçışına neden olmuştur. Bu ortamda, Meksika merkez bankası faiz oranlarını %15'ten %30'a çıkarmasına rağmen, rezervlerini yitirmeye devam etmiş, bir haftada 6,4 milyar dolar tutarında çıkış olmuştur. Meksika'daki ciddi sermaye çıkışı ülkenin borç yükünü artırmış, yeni borçlanma maliyetinin yükselmesine neden olmuştur. Aralık 1994'te Meksika devalüasyon ile birlikte ekonomik krize girmiştir. 1994 krizinde Meksika'nın GSYH'i %7, sanayii üretimi de %15 oranında düşmüştür. Oldukça kritik bir diğer durum ise, ekonomik krizin Meksika sınırlarını aşmasıdır. "Tekila etkisi" olarak adlandırılan bu kriz Latin Amerika ülkelerini ve özellikle Arjantini ekonomik anlamda çok zor duruma düşürmüştür (Krugman, 2008).

1994 yılında Meksika'da ortaya çıkan kriz ve devalüasyon üzerine Arjantin de faiz oranlarını yükseltmiş, ancak 1995'te Arjantin de resesyondan kurtulamamıştır. Hükümet daha sonra kötü yönetilen birçok bankayı kapatarak finansal sistemi güçlendirmeye çalışmıştır. 1998'de Brezilya'nın para biriminin devalüasyonu Arjanin pesosunun dolara aşırı değerlenmesine ve sürdürülemez ciddi ticaret açıklarına neden olmuştur (Kehoe, 2003).

Arjantin ve Türkiye'de 2001 yılında yaşanan ekonomik krizlerin nedenlerinden biri FED'in 2000'li yıllarda uyguladığı para politikalarının sermaye piyasalarına etkisi ve bu ülkelerin kurlarında baskı yaratmasıdır (Dündar, 2015). Nitekim FED'in faiz artırma politikaları gelişmekte olan ülkeleri küresel sermaye hareketliliğinin eşlik ettiği mali krizlerle boğuşmak zorunda bırakmıştır (Seyidoğlu, 2003).

Sonuç olarak, 1994'te Meksika, 1997 Doğu Asya ve 2001 Arjantin krizleri dış finansal piyasalara açılmanın gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçışını, kur kaybını, bütçe

açığını, yüksek borçluluk oranlarını engelleyemediğini ve finans sektörlerinde başlayan krizlerin bu ülkelerin reel ekonomilerini olumsuz etkilediğini göstermiştir. Krizlerin farklı biçimlerde ortaya çıkmasına karşın, birçok ülkede görülen hâkim model, bankacılık krizi ile kur krizinin birlikte ortaya çıkması olmuştur. Bu krizler, bu ülkelere para akışının, döviz kurunun ve iç varlık fiyatlarının yükselmesine neden olduğu dönemlerden sonra ortaya çıkmıştır. Döviz kurlarındaki keskin değer kaybı çoğunlukla eş zamanlı olarak faiz oranlarının artmasına, arz şoklarına ve emtia fiyatlarındaki artışla enflasyon şoklarına neden olur (Kindleberger ve Aliber, 2012)

Tarihsel ekonomik tecrübeler gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin ortaya çıkmasının genel olarak iki nedeni olduğunu göstermektedir. Birincisi, finansal serbestleşme ve küreselleşmenin kötü yönetilmesinin bir sonucu olarak banka bilançolarının bozulması, diğeri ise ekonomideki ciddi finansal bozulmadır. Her iki faktör de döviz kurlarına yönelik spekülatif saldırılarla kur krizlerine ve bu ülkelerdeki para birimlerinin değerinin düşmesine neden olmuştur. Paranın değer kaybetmesi, enflasyon ve faiz oranlarındaki artış, yerli firmaların borç yükünde ciddi artışlara neden olarak bu firmaların net değerinde düşüşe neden olmuştur. Ek olarak, ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunları ekonomik faaliyetleri ve borç vermeyi zorlaştırarak ekonomiyi kötüleştirmiştir. Bu dönemde ekonomik durumun günden güne kötüleşmesi, bun yanında faiz oranlarındaki artış bankalar için kritik düzeyde faaliyet zararlarının ortaya çıkmasına neden olnuştur. (Mishkin ve Eakins, 2012). Finansal liberalleşme ve küreselleşme sürecinde, FED'in para politikalarının elbette etkili olduğunu da gözden kaçırmamak gerekmektedir. FED'in kısa vadeli veya uzun vadeli faiz oranlarındaki bir değişiklik, gelişmekte olan ülkeleri doğrudan ve derinden etkilemektedir. Bu politikaların bir sonucu olarak döviz kurları etkilenmekte, sermaye kaçışları gözlemlenmekte ve merkez bankaları değişen faiz oranları gibi pozisyonlara girebilmektedir.

Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarının az veya aşırı değerlenmesinin etkileri ve boyutları gelişmiş ülkelere göre daha büyüktür. Örneğin, Meksika pesosu 1994'ün sonunda ve 1995'in başlarında yaklaşık %50 değer kaybetmiştir. 1997'nin son altı ayında Tayland bahtı, Malezya Ringiti, Endonezya rupisi ve Güney Kore Wonu %50'den %70'e kadar değer yitirmiştir. Rus rublesi Ağustos 1998'de keskin bir değer kaybı yaşamış, Arjantin Pesosu'nun değeri Ocak 2001'de üçte iki nispetinde

azalmıştır (Kindleberger ve Aliber, 2012). Bu bağlamda, küresel ekonomik işleyiş içindeki en büyük kuruluş olan FED'in para politikalarının da gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin değerini etkilemesi beklenmektedir. Zira, FED'in para politikası küresel ekonomiyi şekillendirerek, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki küresel yatırımcıların konumunu belirlemektedir.

Arjantin'de 1998 yılında 18,3 milyar dolar olan net sermaye girişi, 2001 yılında 4,4 milyar dolarlık net sermaye çıkışına dönüşmüştür. IMF'nin Arjantin'e yeni ve hacimli krediler vermeyi onaylamaması ve Arjantin'in sürdürülemez bir ekonomik programa olan inancı ekonomiyi derinden sarsmıştır. Ticari borç verenler Arjantin'e borç veremeyeceklerini ilan etmiş, bu açıklamaya müteakip Arjantin'e sermaye girişi nerdeyse tamamen durmuş ve Arjantin birikmiş olan 132 milyar dolarlık dış borcunu ödemeyecek duruma düşmüştür. 19 Nisan 2002 tarihinde hükümet Arjantin'deki tüm bankaları süresiz olarak kapatmıştır. Arjantin'deki krizin ana nedenlerinden biri, pesonun sabit bir kur üzerinden dolara bağlanmasıydı. Diğer bir neden ise, 1990'larda Arjantin'e giren uluslararası sermayenin bütçeyi finanse etmesi ve bunun sonucunda bütçe açıkları oluşmasıydı (Buckley, 2009).

Tablo 1'de görüldüğü üzere ABD'de enflasyon oranları 1994 yılı ile artış trendine girmiş ve 1996 yılında %3 bandına ulaşmıştır. Enflasyon baskısına tepki olarak FED, politika faiz oranlarını %4,2'ye çıkarmıştır. 1995'te %5,84'e yükselen faiz, 1996'da yüksek enflasyon oranına rağmen düşmüştür. ABD ekonomisinde 1997 yılında enflasyon oranları düşmüş, ancak yılsonu faiz oranlarının bir önceki yıla göre arttığı gözlemlenmiştir.

Asya ülkeleri ise 1994-1996 krizinden önceki yıllarda düşük enflasyon oranlarına, düşük bütçe açıklarına, düşük kamu borcuna, yüksek tasarruflara ve döviz rezervlerine sahipti (Bustelo, 1998). ABD'de 1997 yılında hem reel hem de nominal faiz oranlarındaki artış spekülatif saldırılara maruz kalan Asya ülkelerindeki yatırımcıların kaçmasına ve krizin derinleşmesine neden olmuştur. Öte yandan, FED kriz nedeniyle Doğu Asya ülkeleriyle ticaret hacminin sürdürülmesinde aktif rol üstlenmiştir. FED ayrıca, ABD'deki Asya bankalarıyla krizden etkilenen ABD bankalarına denetleme ve izleme desteği vererek, koordineli politikalar icra etmiştir. ABD'deki enflasyonist baskı ve istihdam verilerine göre faiz aracını kullanmaya devam eden FED, faiz oranlarını 1997 yılının son aylarında Tablo 2'de görüldüğü gibi %5,5 seviyelerinde

tuttu. Ayrıca, bu politika sayesinde 1998 yılının ilk çeyreğinde ABD ekonomisinde herhangi bir daralma etkisi görülmemiş ve ekonomik istikrar korunmaya çalışılmıştır. Öte yandan, Asya krizinin diğer ülkeler üzerindeki etkileri 1998'in ikinci çeyreğinden sonra kendini gösterdi, Japonya resesyona girdi, Çin parası değer kaybetti ve bulaşıcı etkiyle kriz tüm Asya'yı etkilemeye başladı.

Tablo 2. Federal Fon Oranları (1997)

Ay	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
%	5,25	5,19	5,39	5,51	5,50	5,56	5,52	5,54	5,54	5,50	5,52	5,50

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis Veri Bankasından elde veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

FED hem Güneydoğu Asya'da hem de Rusya'da yaşanan krizlere tepki olarak enflasyonu kontrol altına almak ve büyüme patikasından sapmamak için Tablo 3'te görülen faiz indirimlerini yapmıştır.

Tablo 3. Federal Fon Oranları (1998)

Ay	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
%	5,56	5,51	5,49	5,45	5,49	5,54	5,55	5,51	5,51	5,07	4,83	4,68

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis Veri Bankasından elde veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Diğer yandan 1998 yılında, Türkiye'ye giriş yapan sermayenin büyük bir kısmının sıcak para olarak adlandırılan kısa dönem için gelmiştir. Bu nitelikteki sermayenin olası olumsuz durumlarda yurtdışına çıkmaya meyilli olması ulusal ekonomiler için önemli risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bunu yanında FED'in 1999'un ikinci yarısından itibaren parasal sıkılaşmaya gitmesi ve 2000'li yıllardan 2001'e kadar artan faiz oranları, gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçışına neden olmuştur. Türkiye ekonomisi genel olarak kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı olmuş ve

sermaye girişine aracılık eden mali yapı zayıf ve kırılgan bir temele dayanmıştır. Nitekim, kısa vadeli sermaye girişlerine aracılık eden zayıf bankalar, büyük mali açıklara neden olmuş, Türk lirasına ilk spekülatif saldırı Kasım 2000'de gerçekleştirilmiştir. Ancak bu saldırı bertaraf edilmiş, Şubat 2001'de sabit döviz kuru rejimi terk edilmiş ve Türk lirası dalgalanmaya bırakılmıştır. Böylesine şiddetli bir değer kaybı sonucunda döviz kuru rejiminin terk edilmesi, 2001 yılında Türkiye'de şirket ve banka krizlerine, kredi daralmalarına ve GSYİH'da %7,5'lik bir düşüşe neden olmuştur (Williamson, 2007).

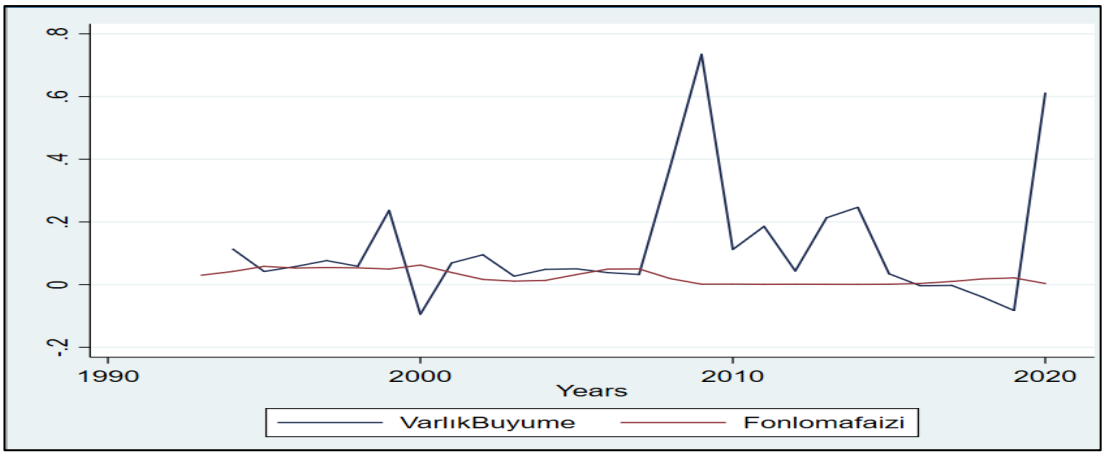
3.3. 2008 Krizi Sonrası FED Politikalarının GOÜ Üzerindeki Etkisi

2008 yılında ABD emlak piyasasında ortaya çıkan ekonomik krizin etkisi ABD ile sınırlı kalmamış, global ölçekte etkili olmuştur. Bulaşma etkisi olarak da adlandırılan söz konusu durumda krizlerin etkisi oluştukları bölge ve sektörle sınırlı kalmaz hızla yayılarak hem farklı sektörlere hem de diğer ülkelere sirayet eder. 2008 Finansal krizi bulaşma etkisi ile tüm dünya ülkelerinde hissedilmiş, ABD'nin krizden çıkış için yoğun şekilde para politikası kullanmasının da etkisiyle, kriz dünya ülkelerinin para politikalarını da önemli derecede etkilemiştir.

FED krizin etkilerinin kısa dönemde sona erdirilmesi amacıyla öncelikle politika faizi oranını sıfıra yakın seviyeye düşürmüş, bunun yeterli olmayacağının anlaşılması sonucu "nicel gevşeme" adı altında büyük ölçekli tahvil satın alım programı başlatmıştır. Bu program çerçevesinde FED geleneksel olarak satın aldığı devlet tahvili ve bonoların yanında emlak piyasasında ortaya çıkan kriz nedeniyle "zehirli varlıklar" diye anılan ipoteğe dayalı menkul kıymetleri de satın almış. Bu işlemler sonucunda piyasaya likidite sağlayarak faiz oranlarını rekor seviyede düşürmüştür.

FED'in ilk nicel gevşeme programı (QE1) Kasım 2008-Nisan 2010 tarihleri arasında uygulanmış, bu program kapsamında piyasaya toplam 1,75 trilyon Amerikan doları likidite sağlanmıştır. Ancak QE1'in yeterli olmadığının anlaşılması üzerine FED, 2010 yılı Kasım ayında ikinci nicel gevşeme (QE2) programını başlatmıştır. QE2 kapsamında da FED Kasım 2010'dan Temmuz 2011'e kadar aylık 75'er milyar dolarlık alımlar ile toplam 600 milyar Amerikan doları tutarında uzun vadeli Hazine

tahvil alımı gerçekleşmiştir. QE2'yi Eylül 2012'de üçüncü nical gevşeme (QE3) izlemiş, aylık 40 milyar dolar tutarında ipoteğe dayalı varlık, 45 milyar dolar tutarında uzun vadeli Hazine tahvili alımı ile toplamda aylık 85 milyar dolarlık varlık alımı gerçekleştirilmiştir. Söz konusu varlık alımı 2014 yılı ocak ayında 65 milyar dolara düşürüldükten sonra ve Ekim 2014'te QE3 sonlandırılmıştır (Chen, vd., 2015). 2008 Finansal Krizi öncesi ve sonrasında FED fonloma faizi ve varlık büyüme oranına Şekil 4'te yer verilmiştir. Varlık büyüme oranındaki yüksek dalgalanmaya karşı Fed fonlama faizi düşük bir aralıkta dalgalansa da aralarındaki negatif ilişki Şekil 4'te gözlemlenebilmektedir.



Şekil 4. Varlık Büyüme Oranı ve Fed Fonloma Faizi
Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis Veri Bankasından elde veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

2008 krizi süreci ve sonrasında izlenen para politikaları neticesinde kriz başlangıcında yaklaşık 865 milyar Amerikan doları olan FED'in bilanço büyüklüğü, 2014 yılı Ekim ayı itibariyle yaklaşık 4,5 trilyon Amerikan doları seviyesine ulaşmıştır. Uygulanan para politikalarının yarattığı likidite bolluğunun ve düşük faiz oranının ABD ve gelişmiş ülkelerin yanında gelişmekte olan ülkeler üzerinde de oldukça güçlü etkisi olmuştur. Döviz kuru artışı, uzun vadeli tahvil getiri azalışı, hisse senedi fiyatlarında artış, sermaye girişi ve yüksek borçlanma FED para politikalarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde en çok hissedilen etkileri arasında sayılabilir.

3.3.1. Faiz Oranı Üzerindeki Etkisi

Fiyatların yapışkan olduğu, etkin finansal piyasaların hüküm sürdüğünün varsayıldığı durumda döviz kurundaki değişimler faiz oranlarında ortaya çıkacak şokların etkisini giderebilir (Clarida, Galí ve Gertler, 2001). Uluslararası piyasalardaki fazi oranlarındaki düşüş bir yandan yerel paranın değer kazanmasına ve ülkede ithalat talebinin artmasına neden olurken, diğer yandan faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle yurtdışında üretim ve dolayısıyla toplam talep artacağından ülkenin mallarına talebi dolayısıyla ihracat talebini de arttıracaktır. Ancak ihracat talebindeki söz konusu artış gecikmeli olarak ortaya çıkacağından uluslararası piyasalardaki faizlerde ortaya çıkan düşüşe gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları politika faizlerini düşürerek karşılık vermektedirler (Miyajima ve Metman 2014).

FED politikalarının faiz üzerindeki bir diğer etkisi ise likidite bolluğunun gelişmekte olan ülke tahvillerine talebi arttırması ile kendini göstermektedir. Nitekim Jaramillo ve Weber (2013), 2007-2013 dönemi aylık verilerin kullanarak Türkiye'nin de dahil olduğu 26 gelişmekte olan ülke için küresel koşulların bu ülkelerin tahvil piyasaları üzerindeki etkilerini araştırmış, ülkelerin tahvil getirilerinin ağırlıklı olarak küresel risk iştahı ve küresel likiditede olmak üzere iki uluslararası faktörden etkilendiği sonucuna varmışlardır. Buna göre, the Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) ile temsil edilen küresel risk iştahı ile gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasalarına yabancı yatırımcı ilgisi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Benzer şekilde, küresel likiditenin artmasının da gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasalarına ilgiyi artırdığı ve bu ülkelerin faiz oranlarını düşürdüğü tespit edilmiştir.

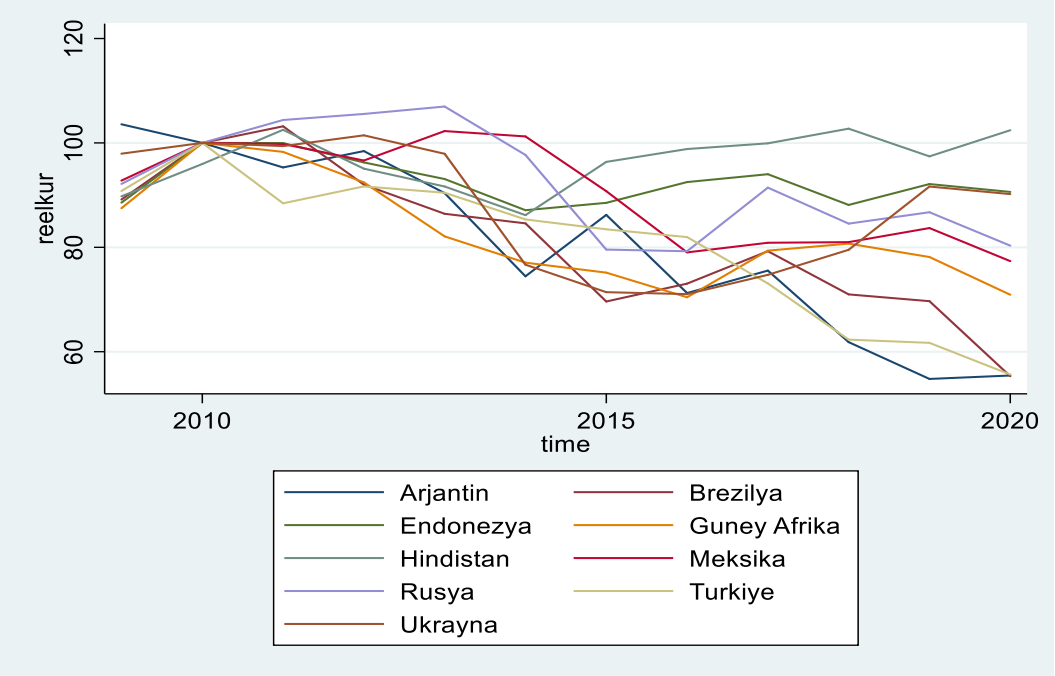
Diğer yandan FED'in 2013 yazında uygulamaya koyduğu bilanço normalleşmesi politikasının da gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde etkisi olmuştur. Fisher (2015) bilanço normalleşmesi döneminde artan global faiz oranlarından dolayı gelişmekte olan ülkelerin borçlanma koşullarının zorlaştığını, bu sebeple hem uygun projelerin finansmanında hem de bütçe açığının finansmanında gelişmekte olan ülkelerin ciddi sıkıntılar yaşadığını belirtmiştir. Bu durumun gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının üzerinde politik baskı unsuru yarattığını bu ülkelerde merkez

bankalarının bağımsızlığını garanti altına alacak yasal düzenlemelerin yeterince tartışılmadığını savunmuştur.

Dahlhaus ve Vasishtha (2014) FED'in bilançosunu normalleştirme kararının gelişmekte olan ülke ekonomilerine sermaye akışını ne şekilde etkilediği konusunda yaptığı çalışmada öncelikle FED Başkanı Bernanke'nin 22 Mayıs 2013'te vermiş olduğu büyük ölçekli varlık alımlarının 2013 yazından itibaren azaltılacağına dair beyanının küresel finans piyasasındaki volatiliteyi ciddi düzeyde arttırdığını belirtmiştir. Normalleşme süreci algısı, Haziran 2013 FOMC duyurusu ile daha da güçlenmiş, FED yetkilileri her ne kadar büyük ölçekli varlık alımlarının düşmesinin federal fonlama faizini yükselerek sıfır alt sınırından uzaklaşacağı anlamına gelmeyeceği şeklinde beyanlarda bulunmuş olsalar da ABD tahvil faizlerinde ciddi bir artış gözlenmiştir. Sonuç olarak finansal piyasa katılımcıları beklentilerini büyük ölçekli alımların azalması ve federal fonlama faizinin artmasına göre uyarlamış, yatırımcılar risk toleranslarını düşürmüş, bu da onları gelişmekte olan ülkelere yaptıkları yatırımları geri çekmeye, yapılacak yatırımları ise ertelemeye teşvik etmiştir. Nitekim, Dahlhaus ve Vasishtha (2014) yapmış oldukları ampirik çalışmada FED'in bilançoda normalleşmeye gideceğine dair beyanının uzun dönem getiri oranını 120 baz puan arttırdığını bunun da ABD GSYIH'ını %1,2 oranında düşürdüğünü, ABD'den gelişmekte olan ülkelere sermaye akışını ise ABD'nin GSYIH'nın %1,2'si kadar azalttığını tespit etmiştir. Bilanço normalleşme politikasının söz konusu etkisi ABD ekonomisi açısından küçük olarak nitelendirilebilse de bu etki gelişmekte olan ülkeler üzerinde oldukça ciddi şekilde kendini hissettirmiş, 2013 yazında gelişmekte olan ülkelerde finansal çalkantıya neden olmuştur. FED'in likiditeyi azaltma yönündeki uygulamalarının özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde finansal dengesizliklere ve beklentilerin olumsuzlaşmasına neden olur (Yılmaz ve Alganer, 2014). Üstelik, gelişmekte olan ülkelere giden sermayenin azalmasının yanında bu ülkelerde kamu faizlerinin de önemli derecede artacağından, gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında önemli derece değer kaybedecektir (Bowman, 2014).

3.3.2. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi

Dışsal para politikası şokunun etkisi Mundell-Fleming yaklaşımı ile tasarruf-yatırım tercihlerini de kapsayacak şekilde modellenebilmektedir. Para şokunun aktarım mekanizması Mundell-Fleming modeli ile ilk defa Frenkel ve Razin (1987) tarafından yorumlanmıştır. Buna göre, genişleyici para politikaları yerel paranın değer kaybetmesine neden olmakta, bu da yerel ürünlerin fiyatlarının ucuzlamasına ve ihracatın artmasına neden olmaktadır. Bu durum yurtiçi üretimi desteklerken, diğer ülkelerin çıktı düzeyini de düşürmektedir. FED'in uyguladığı gevşek para politikalarının da gelişmekte olan ülkelerin para birimi üzerinde benzer etkileri olmuştur. Şekil 4'te gelişmekte olan ülkelerin 2008 krizi sonrası reel döviz kuru endekslerine yer verilmiştir. Bu şekil enflasyon etkisi arındırıldıktan sonra dahi gelişmekte olan ülke para birimlerinin 2008 krizi sonrası ABD doları karşısında değer kazandığını göstermektedir.



Şekil 5. Gelişmekte Olan Ülkelerin Reel Döviz Kuru

Kaynak: 2010 yılının baz alındığı Reel döviz kuru verisi Uluslararası Denkleştirme Bankası'ndan (Bank for International Settlement, BIS)' elde edilmiş, grafik Yazar tarafından STATA programı kullanılarak hazırlanmıştır. www.bis.org/statistics

Diğer yandan, Cavallino ve Sandri (2019) 2008 Finansal Krizi sonrasında FED'in uygulamış olduğu gevşek para politikaları sonucu gelişmekte olan ülkelere yönelen

sermaye transferleri ile 2014 yılından itibaren uygulamaya konulan sıkı para politikaları sonucu bu sefer gelişmekte olan ülkelerden çıkan sermaye transferlerinin gelişmekte olan ülkelerin para politikalarının bağımsızlığını etkileyip etkilemeyeceğini araştırmıştır. Bun göre, gelişmekte olan ülkelerin serbest kur politikasını seçtikleri ve uyguladıkları sürece , bu ülkelerin küresel finans krizlerine ve parasal şoklara karşısında bağımsız para politikası uygulayabilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Cavallino ve Sandri (2019)'e göre serbest döviz kuru uygulandığı müddetçe sermaye akışları gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik istikrarlarına zarar vermeyecektir.

3.3.3. Varlık Fiyatları Üzerindeki Etkisi

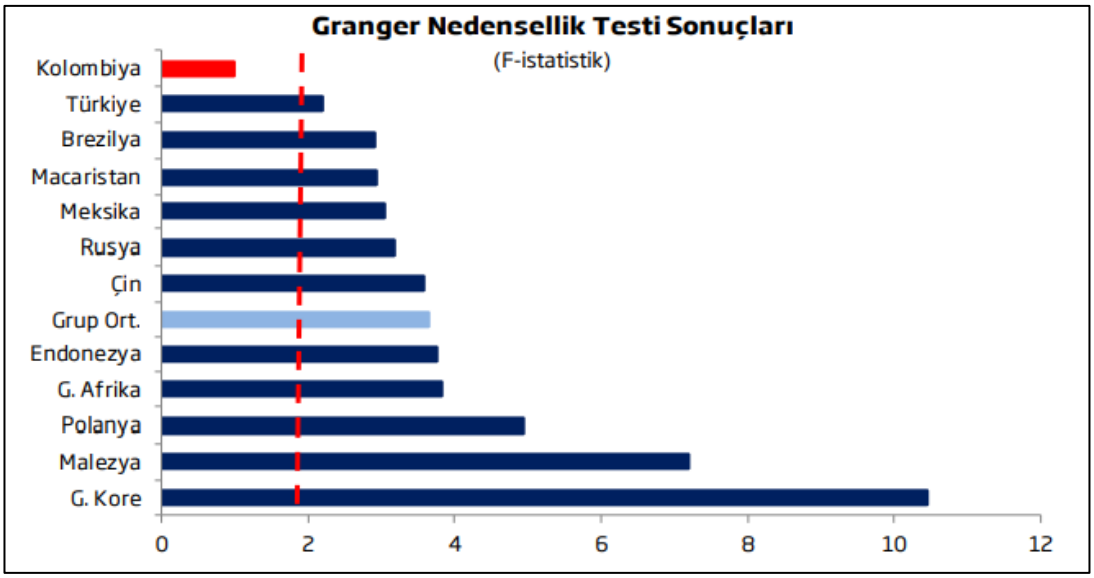
2008 Finansal Krizi'nin derinleşmesine karşı gelişmiş ülkelerin verdiği ilk tepki büyük ölçekte genişleyici yönde para politikası uygulamak olmuştur. Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları bu politika, küresel likiditenin bollaşmasına neden olmuş, bu da hem hisse senedi ve emlak gibi varlık fiyatlarını hem de emtia fiyatlarını önemli ölçüde etkilemiştir. Nitekim bu dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksleri tarihi yüksek seviyelere ulaşmış, emtia fiyatlarında da çok yüksek düzeyde artışlar gözlemlenmiştir. Uygulanan genişleyici para politikalarının krizin etkilerinin hafifletilmesinde ve telafisinde başarılı olduğu savunulabilir. Nitekim Goodfriend (2000) ve Auerbach ve Obstfeld (2003), uzun vadeli varlıkların alınmasıyla likidite düzeyinin hedeflenenin üzerinde artmasının ekonomik canlanmaya katkı sağladığını tespit etmiştir. Borio vd. (2008) FED'in uzun vadeli varlık alımı programının risk profili yüksek ipoteğe dayalı menkul kıymetleri de kapsamasının bu politikanın etkisinin güçlü olmasındaki temel faktörlerden biri olduğunu savunmuştur.

Portföy denge kanalı teorisine göre yatırımcılar döviz kurlarındaki değişme ile varlık getirilerinde beklenen değişmeyi dikkate alır ve portföylerini uluslararası düzeyde yeniden dengelerler (Bauer ve Neely, 2013). ABD finansal varlıklarının küresel piyasalarda oldukça önemli bir paya sahip olması ve doların rezerv para konumu, ABD varlıkları ile diğer ülkelerdeki tahviller arasında ikame ilişkisi oluşturmaktadır. Bu

nedenle, Cehren vd (2012) ABD uzun vadeli varlıkların getirilerinin düşmesinin, yatırımcıları benzer vadede, daha riskli ama daha yüksek getirili gelişmekte olan ülke varlıklarına yönlendireceğini savunmuştur. Bu durum, bir yandan gelişmekte olan ülke varlıklarının fiyatlarını artırmakta, dolayısıyla faiz oranlarını düşürmekte, diğer yandan ise bu ülkelerin finansal piyasaları üzerinde genişletici bir etkiye sebep olmaktadır.

FED'in para politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi "Sinyal Kanalı" üzerinden de kendisini gösterebilmektedir. Bauer ve Neely (2013) sinyal kanalı etkisini "büyük ölçekli varlık alım programlarına ilişkin yapılan duyuruların ve gelecekte takip edilecek para politikası duruşuna ilişkin bilgilendirmelerin gerek ulusal gerekse uluslararası yatırımcılar tarafından gelecekte değerlendirilmesi" şeklinde tanımlamıştır. Yatırımcıların sinyalleşme kanalıyla aldıkları mesajlar kısa vadeli faiz oranlarının düşük seyredeceği şeklinde yorumlandığından, uzun vadeli faiz oranlarının beklenti bileşeninde düşüş ortaya çıkmış ve böylece sinyalleşme kanalının uzun vadeli faiz oranlarının da düşmesinde önemli etkisi olmuştur.

Chen vd. (2012) ve Chen vd. (2015) farklı dönemler için gerçekleştirdikleri çalışmalarında, kriz sonrası uygulanan para politikalarının gelişmiş ülkelerde varlık getirilerini düşürücü ve hisse senedi fiyatlarını ise artırıcı bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Nitekim, Gündoğdu (2014) Brezilya, Çin, Endonezya, Güney Afrika, Güney Kore, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya ve Türkiye'den oluşan gelişmekte olan ülkelerinin borsa endeksleri üzerinde ABD para piyasalarındaki gelişmelerin etkisini ülke bazında Vektör Otoregresyon Modelleri (VAR) metodu ile incelenmiştir. Uygulanan Granger nedensellik testi ile söz konusu veriler arasında orta ve uzun vadeli nedensellik tespit edilmiştir. Şekil 5'te çalışmada yapılan Granger nedensellik test sonuçlarının özetine yer verilmiştir.



Şekil 6. FED'in Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Üzerindeki Etkisi

Kaynak: Gündoğdu, Mustafa Kemal. "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi", Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü, Mayıs, 2014, ss.1-14

Şekil 5'te de görüleceği üzere Kolombiya haricindeki gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri üzerinde FED'in para politikalarının anlamlı etkisi olmuştur. Yapılan çalışma FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülke borsaları üzerinde değer arttırıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Diğer yandan FED'in 2013 yılında uygulamaya koyduğu bilanço normalleşme politikasının da gelişmekte olan ülkelerin varlık fiyatları üzerinde etkili olduğunu savunan görüşler vardır. Derviş (2013)'e göre, dönemin FED Başkanı Bernanke'nin 2013 yazı itibariyle büyük ölçekli varlık alımlarında azalmaya gidileceğine dair anonsu dahi gelişmekte olan ülkelerde oldukça kötümser bir hava oluşturmuş, bu ülkelerin hisse senedi piyasalarında ciddi çöküşler olmuş, hatta söz konusu anonsun gelişmekte olan ülkelerin ekonomik çıkışının sonu olduğu şeklinde dahi yorumlanmıştır.

3.3.4. Borçlanma Üzerindeki Etkisi

FED'in geleneksel olamayan para politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki bir diğer etkisi borçlanma üzerinde ortaya çıkmaktadır. Geleneksel olmayan para

politikaları sonucu ortaya çıkan likidite bolluğu öncelikle ABD'de varlık fiyatlarını arttırarak varlık getirilerini düşürmektedir. Bu sebeple ABD'de oluşan likidite bolluğu gelişmekte olan ülkelerin tüm varlıklarına olduğu gibi tahvil ve bonolarına olan talebi de arttırmıştır. Nitekim, Moore vd. (2013)'in bulgularına göre FED'in geleneksel olmayan para politikası gelişmekte olan ülkelerin borçlanmalarında ABD'nin payının artması ile sonuçlanmıştır. MacDonald (2016) FED'in para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin borçlanmaları üzerindeki etkisini risk primi üzerinden açıklamaktadır. FED'in genişletici politikaları yatırımcıları uzun dönemli yatırımlara ve risk almaya iştahlandırmıştır. Bu da yatırımcıları riskin daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yönlendirmiştir.

4. LİTERATÜR

FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akışını arttırdığı konusunda literatürde bir konsensus olsa da bu sermayenin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisine dair birbirinden farklı sonuçlara ulaşan çalışmalar vardır. Bartkiewicz (2018) FED'in niceliksel genişleme politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini inceleyen 78 akademik makale üzerinde yaptığı meta analiz çalışmasında, niceliksel genişlemenin yükselen ekonomilerde çıktıyı ve enflasyonu arttırdığı, bono getirilerini düşürdüğü, varlık fiyatlarını ve net sermaye girişlerini arttırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Bhattarai ve Chatterjee (2018) tarafından Panel Vektör Otoregresyon (Panel VAR) modeli kullanılarak yapılan, Brezilya, Şili, Kolombiya, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Peru, Güney Afrika, Güney Kore, Tayvan, Tayland ve Türkiye'yi kapsayan Ocak 2004-Kasım 2014 verilerinin kullanıldığı çalışmada niceliksel genişleme politikasının tahvil getirilerini düşürdüğünü, varlık fiyatlarını ve ülkeye sermaye akışını arttırdığını göstermiştir.

Tillmann'ın (2014) kalitatif VAR modeli ile Brezilya, Hindistan, Güney Kore, Meksika, Tayland, Güney Afrika ülkelerinin verileri kullanılarak yapılan, 2007-2013 yıllarını kapsayan çalışmasında FED geleneksel olmayan para politikası şoklarının gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışında, hisse senedi fiyatlarında ve döviz kurunda artışa; tahvil faiz oranlarında ise azalışa neden olduğunu tespit edilmiştir.

Anaya vd. (2017) 19 gelişmekte olan ülke[1] ve 16 gelişmiş ülkenin[2] Ocak 2008- Aralık 2014 dönemlerine ait veriler ile yapısal global panel VAR modeli kullanarak, FED'in geleneksel olmayan genişleyici para politikası şokunun gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye akışını iki çeyrek boyunca artırdığını, ardından yabancı sermaye girişinin olduğu ülkelerde finansal ve reel değişkenlerde kalıcı bir etki ortaya

[1] Arjantin, Brezilya, Filipinler, Kolombiya, Macaristan, Güney Afrika, Güney Kore , Malezya, Meksika, Peru, Polonya, Rusya, Şili, Tayland, Türkiye, Hindistan, Endonezya, İsrail, Singapur

[2] Avusturalya, Belçika, Kanada, Almanya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hong Kong, Italya, Japonya, Hollanda, Norveç, İspanya, İsveç , İsviçre, ve Birleşik Krallık

çıkardığını tespit etmiştir. Ayrıca Anaya vd. (2017) genişleyici geleneksel olmayan para politikalarının büyümeyi ve sermayenin getirisini arttırdığı, yerel para biriminin de reel olarak değerlenmesini sağladığı, kısa vadeli faiz oranlarını düşürdüğü sonucuna ulaşmıştır. Diğer yandan Adhikari (2017) 1995-2014 yıllarını kapsayarak ABD ve BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ülkelerini rassal etkiler panel veri modeli ile incelemiş, düşen faiz oranlarının ABD'den GOÜ'ye değil, GOÜ'den ABD'ye sermaye akışına neden olabileceği sonucuna ulaşmıştır. Buna göre, kredi genişlemesi sonucu düşen faiz oranları ABD'de yatırım yapmanın getirisini arttırmış, bunun sonucunda BRICS ülkeleri başta olmak üzere GOÜ'den ABD'ye yatırım sermayesi akışı olmuş, ve GOÜ'deki yatırımlar düşerek reel GSYİH da azalmıştır.

Ahmed ve Zlate (2014) 12 gelişmekte olan ülkenin[3] 2002-2013 dönemlerine ait çeyreklik verilerini kullanarak artan sermaye girişinin ülke ekonomileri üzerindeki etkisini havuzlanmış panel veri ve sabit etkiler panel veri metodu ile araştırmıştır. Çalışmada, niceliksel genişleme ile GOÜ'e sermaye girişinin artmasının, bu ülkelerde kredi genişlemesine neden olduğu tespit edilmiştir. Ahmed ve Zlate (2014) kredi genişlemesinin GOÜ'de varlık fiyatlarında balon oluşumuna ve finansal istikrarsızlık riskinin artmasına neden olduğu konusunda uyarılarda bulunmuştur. Benzer bir çalışma Moghadam (2011) tarafından yapılmış, gelişmekte olan ülkelere akan sermayenin söz konusu ülke ekonomilerinin büyüme performansına olumlu katkısı olduğu savunulmuştur.

FED politikaları sonucu gelişmekte olan ülkelere artan sermaye girişinin etkisi Fisher (2014) tarafından bir başka açıdan incelenmiştir. Fisher (2014) yüksek miktarda sermaye girişiyle ülkelerin ulusal para birimlerinin değer kazandığını, böylece ihracatın azaldığını ve büyüme performansının düştüğünü savunmuştur. Bernanke (2013) de gelişmiş ülkelerin uygulamış oldukları genişleyici para politikası her ne kadar gelişmiş ülkelerin ortak yararına olsa da, bu politikaların gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisinin negatif olabileceğini savunmuştur. Zira, yüksek sermaye girişleriyle talebin artması enflasyon üzerinde baskı oluşturur. Bu durum da GOÜ'in enflasyonu arttırmadan büyüme amaçlayan ekonomik politikayı takip etmesini güçleştirir. Aşırı kredi genişlemesi ile ısınan ekonomiyi soğutma adına politika

[3] Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler, Tayvan, Tayland, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika

faizinin arttırılması da ulusal para biriminin daha fazla değer kazanmasına neden olacaktır. Bu ise ihracatı düşürerek büyüme üzerinde daraltıcı bir etki ortaya çıkması ile sonuçlanabilecektir.

Moore vd. (2013) FED'in 2007-2011 yılları uyguladığı politikalarının 10 GOÜ[4] ekonomisi üzerindeki etkisini panel veri analizi ile araştırmışlardır. Bu çalışma sonucunda, ABD hazine tahvillerindeki 10 baz puanlık düşüşün GOÜ'lerin borçlanma piyasasında dış sermaye payını yüzde 0,4 oranında artırdığı tespit edilmiştir. Aynı zamanda, ABD tahvillerindeki düşüşün GOÜ'de faiz oranlarını da düşürdüğü ortaya konmuştur. FED'in varlık alımları ile 10 yıllık ABD tahvil getirileri 60-110 baz puan arasında düşmüş, bu da sermaye akımları ile birlikte GOÜ'lerin tahvil getirilerinde azalmaya neden olduğu saptanmıştır.

Kim (2014), 2001-2013 dönemi verileri üzerinden Granger nedensellik testini uygulamış olduğu çalışmasında FED'in 2008 Finansal Krizi sonrası uyguladığı politikanın Güney Kore'nin uzun vadeli faiz oranlarını azalması üzerinde anlamlı bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Venkataramanan (2014) de benzer şekilde, FED'in geleneksel olmayan para politikası ile Hindistan'ın faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi 2008-2013 dönemi verisini kullanarak vektör hata düzeltme modeli (VECM) ile incelemiş ve FED'in geleneksel olmayan para politikasının hem faiz oranı hem de döviz kuru üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ağiralioğlu (2020) panel VAR yöntemiyle Ocak 2008-Aralık 2019 döneminde FED'in geleneksel olmayan politikalarının Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye üzerindeki etkisini araştırmış, FED'in geleneksel olmayan para politikalarının bu ülkelerin borsa endekslerinin değerini anlamlı şekilde arttırdığını tespit etmiştir. Aynı zamanda, söz konusu politikaların ülkelerin ulusal para birimlerinin de değer kazanmasına neden olduğu, iki yıllık tahvil faizleri ile merkez bankası politika faiz oranının ise düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Hurbi (2016) Ekim 2008-Aralık 2014 dönemi verileri ile rassal etkiler panel veri metodunu kullandığı çalışmasında miktarsal genişleme para politikalarının Brezilya, Güney Kore, Meksika, Güney Afrika, Türkiye ve Endonezya'nın para birimlerinin değer kazanmasına sebep olduğunu tespit etmiş, ancak bu etkinin gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik durumuna göre farklılık arz ettiği sonucuna ulaşmıştır. Bowman vd. (2016) da Ocak

[4] Brezilya, Macaristan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Peru, Polanya, Tayland, Türkiye

2006-Aralık 2013 dönemi verilerini kullanarak 17 GOÜ'i panel VAR modeli ile incelemiştir. [5] Çalışmada GOÜ'in devlet tahvili getirileri, döviz kurları ve varlık fiyatları ile ABD'nin geleneksel olmayan para politikaları arasında anlamlı ilişki tespit etmiştir. Bowman vd. (2016) söz konusu etkinin hangi faktörlere bağlı olarak değiştiğini de araştırmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, göre, ülkelerin cari açığının, faiz oranının, kredi risk (CDS) priminin yüksek, büyüme oranının düşük olması, bu ülkeleri FED'in geleneksel olmayan para politikalarına karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Ayrıca, kur rejiminin de para politikasının etkisini değiştiren bir diğer faktör olduğu tespit edilmiş, kur rejiminin serbestleşmesinin, ülkeleri ABD finansal durumundaki değişikliklere karşı daha sağlam yapıya kavuşturduğu, bu ülkelerin varlık fiyatlarının daha az etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Nitekim Hausman ve Wongswan (2011) da uygulanan döviz kuru rejiminin esnekliğinin azalmasıyla, ABD'nin uyguladığı para politikasının ülkelerin hisse senedi fiyatları ve faiz oranları üzerindeki etkisinin arttığını tespit etmişlerdir.

Hördahl vd. (2016) FED'in genişletici para politikalarının global ekonomi üzerindeki etkisinin reel dünya faizi üzerinden olduğunu savunmuş, FED genişletici para politikası uyguladığında, uzun vadeli reel dünya faiz oranlarını düşürdüğünü, bu durumun da ABD tahvil piyasalarını uluslararası parasal aktarım mekanizması içerisinde daha önemli bir hale getirdiğini belirtmiştir.

Moore vd (2013), FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde borçlanma kanalı üzerinden etkisini incelemiş, geleneksel olmayan politikalar sonucunda yabancı ülkelerden borçlanma payının % 0,4 oranında arttığını, gelişmekte olan ülkelerdeki tahvil getirilerinin de ortalama 1,7 baz puan düştüğünü tespit etmiştir.

FED'in geleneksel para politikası olan politika faizlerindeki değişimin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar da literatürde geniş yer almaktadır. Burger vd. (2017) FED'in izlediği para politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini uygun genelleştirilmiş panel veri metodu ile incelemiştir. 15 gelişmekte olan ülkenin[6] 2007-2015 yıllarını kapsayan çalışmada, uzun vadeli

[5] Brezilya, Çin, Çek Cumhuriyeti, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Filipinler, Polanya, Singapur, Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye

[6] Şili, Meksika,Kolombiya, İsrail, Peru, Güney Kore, Filipinler, Malezya, Hindistan, Tayland, Pakistan, Macaristan, Türkiye, Rusya, Güney Afrika

faizlerin ABD'de düşmesinin, ABD'den GOÜ'lerin tahvillerine yatırımları arttırdığı tespit edilmiştir.

Bulut vd (2017) 2008 krizi sonrası dönemde FED'in faiz artırımı kararlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki portföy yatırımları üzerine etkilerini incelemişlerdir. Çalışmalarında 2007-2015 dönemine ait aylık veri kullanılmış, gelişmekte olan 16 ülke[7] ekonomisinde portföy yatırımları üzerinde FED faizinin etkisi dinamik panel veri analizlerinden olan Arellano-Bond (AB) panel GMM tahmin Yöntemi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda, 10 yıllık ABD gösterge tahvil faizleri ile gelişmekte olan ülkelerin 10 yıllık ortalama tahvil faizi farkından oluşan EMBI+ spreadleri arttıkça portföy yatırımlarının azaldığı; diğer bir ifade ile portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerinden çıkış yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada aynı zamanda ABD 2 yıllık hazine bonosu faiz oranları ile portföy yatırımları arasında güçlü ve negatif ilişki tespit edilmiştir.

Aslanselçuk (2020) 2010-2019 dönemine ait aylık verileri kullanarak Türkiye'nin kısa vadeli faiz oranları üzerinde Euro bölgesinin ve ABD'nin kısa vadeli faiz oranlarının etkisini eşbütünleşme analizi ile incelemiştir. FED faiz oranlarının Türkiye'nin kısa vadeli faiz oranı üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi varken, Euro Bölgesi faiz oranlarının Türkiye'nin kısa vadeli faiz oranları üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Edward (2010) ve Hofmann ve Takáts (2015) geleneksel FED politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini incelemiştir. Edward (2010) ABD faiz oranlarının etkisinin Asya ülkelerinde Latin Amerika ülkelerine göre daha yavaş kendini gösterdiği tespit etmiştir. Hofmann ve Takáts (2015) FED'in para politikası aracı olarak da kullandığı Fed fonlama faiz oranı ile ABD'nin kısa ve uzun dönem faiz oranlarının diğer ekonomilerdeki faiz oranlarını önemli derecede etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Byrne ve Fiess (2011) ile Ghosh vd. (2012) de ABD faiz oranının global sermayenin gelişmekte olan ülkelere kaymasında en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu göstermiştir .

FED politikalarının şirket tahvillerinin alış ve satış fiyatları arasındaki fark üzerindeki etkisi de literatürde tartışılan bir diğer konudur. Gilchrist vd. (2009) şirket tahvil alış

[7] Arjantin, Brezilya, Çin, Endonezya, Filipinler, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Polonya, Rusya, Şili, Tayland ve Türkiye

ve satış fiyatları arasındaki farkın artışının ekonomilerde finansal istikrarsızlığa yol açtığını savunmuş, tahvillerinin alış ve satış fiyatları arasındaki farktaki beklenmedik artışın yüksek düzeyde ve kalıcı ekonomik daralmalara neden olacağını belirtmiştir. Dolayısıyla şirket tahvillerinin alış ve satış fiyatları arasındaki farktaki azalışın toplam talebi önemli şekilde canlandıracağı, faiz oranlarından bağımsız şekilde ekonominin toparlanmasına katkı sağlayacağı düşünülebilir. Çalışmaya göre bu kanal oldukça önemlidir, zira geleneksel para politikası sıfır bandında etkisiz hale gelirken, şirket tahvillerinin alış ve satış fiyatları arasındaki farkında azalış sağlayacak politikalar sıfır alt sınırında dahi etkili olabilecektir.

Fratzscher vd. (2012) Ocak 2007- Aralık 2010 döneminde 43 GÖÜ'den 16,000 özel sermaye fonu, 8,000 tahvil fonu günlük verilerini kullanarak yaptığı çalışmada FED'in iletişim politikasının, varlık alımlarına ilişkin duyurularının GOÜ'e kayan sermaye tutarının anlamlı bir belirleyicisi olduğunu tespit etmiştir. Panait (2014) de FED'in varlık alım programlarının sonlandırılacağına ilişkin duyuruları üzerinden FED iletişim politikasının etkisini Ocak 2007-Ağustos 2014 dönemine ilişkin günlük verileri kullanarak Romanya için test etmiştir. Çalışma sonucunda, Romanya'nın döviz ve tahvil piyasalarında anlamlı etkinin ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Diğer yandan Romanya'nın hisse senedi piyasasında anlamlı bir etki tespit edilememiştir.

Mishra vd. (2018), ve Vikram ve Suchanek (2014) FED'in bilanço normalleşme politikasına dönüşünün gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Mishra vd. (2018) FED'in tahvil alımını azaltma açıklamalarının 28 gelişmekte olan ülke[8] ekonomileri üzerindeki etkisini olay çalışma metodu ile incelemiştir. Sonuçlara göre, FED duyurularının etkisi ülkelerin makroekonomik temellerinin gücüne ve finansal piyasalarının derinliğine göre değiştirmektedir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre finansal piyasası derin olan ekonomilerde tahvil alımı azaltma açıklamalarının tahvil getirilerinde oldukça düşük değişime neden olduğu, bu ülkelerin yerel para birimlerinin değer kaybının da yine düşük olduğu görülmüştür. Vikram ve Suchanek (2014) ise FED'in 2013 yılındaki bilanço normalleşmesi açıklamalarının 19 gelişmekte olan ülkenin[9] para birimlerinin değeri üzerindeki etkisini olay çalışma

[8] Arjantin, Brezilya, Filipinler, Kolombiya, Macaristan, Güney Afrika, Güney Kore , Malezya, Meksika, Peru, Polonya, Rusya, Şili, Tayland, Türkiye, Hindistan, Endonezya, İsrail, Singapur, Bulgaristan, Çin, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Kenya, Letonya, Litvanya, Pakistan, Tayvan,Vietnam.

[9] Brezilya, Filipinler, Kolombiya, Macaristan, Güney Afrika, Güney Kore , Malezya, Meksika, Peru, Polonya, Çek Cumhuriyeti Rusya, Şili, Tayland, Türkiye, Hindistan, Endonezya, Çin, Tayvan

metoduyla incelemiş, söz konusu açıklamaların GOÜ'in para birimlerinin değer kaybetmesine, tahvil getirilerinin yükselmesine, hisse senedi fiyatlarının düşmesine ve portföy akımlarının yavaşlamasına neden olduğunu tespit etmiştir.

Dedola vd. (2017) FED'in genişletici değil sıkı para politikasının finansal ve makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin 18 gelişmiş, 18 gelişmekte olan ülke verisini kullanarak incelemiştir. Sonuçlara göre, ABD sıkı para politikalarının yerel para birimi değerini, sanayi üretim endeksini ve GSYİH'leri düşürdüğü, dış ticaret fazlasına neden olduğu, enflasyonu düşürdüğü ve işsizliği arttırdığı tespit edilmiştir.

Diğer yandan, Gündoğdu (2014) GOÜ[10]'in borsa endeksi üzerinde ABD para piyasalarındaki gelişmelerin etkisini ülke bazında Vektör Otoregresyon Modelleri (VAR) oluşturularak incelemiştir. Granger nedensellik testi ile söz konusu değişkenler arasında orta ve uzun vadeli nedensellik tespit edilmiştir. Buna göre, Kolombiya haricindeki GOÜ'in borsa endeksi üzerinde FED'in para politikalarının anlamlı ve arttırıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

FED politikalarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların bazıları FED'in geleneksel politika araçlarına odaklanırken, bazıları da FED'in geleneksel olmayan politika araçlarının etkisini araştırma konusu yapmıştır. Bazı çalışmalar ise, FED'in hem geleneksel hem de geleneksel olmayan para politikası araçlarının etkisini aynı anda incelemişlerdir. Bu çalışmalardan biri 90 ülkenin 1992-2019 dönemine ilişkin verileriyle panel veri metodu kullanılarak Gilchrist vd. (2014) tarafından yapılmıştır. Çalışma sonucunda, gelişmiş ülkelerde, geleneksel para politikasının kısa ve uzun vadeli varlık getirilerini etkilediği, geleneksel olmayan para politikasının ise kısa vadeli varlık getirilerine yönelik etkisinin olmadığı, yalnızca uzun vadeli varlık getirilerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında ise, geleneksel para politikasının etkisinin çok düşük seviyelerde kaldığı ve geleneksel olmayan para politikasının etkisinin daha büyük olduğu görülmüştür.

Miyajima vd. (2014) da hem geleneksel hem de geleneksel olmayan para politikası şoklarının Güney Asya ülkelerinin finansal piyasaları üzerindeki etkisini incelemiştir. Geleneksel olmayan para politikalarının uygulandığı 2008 sonrası dönemde FED'in

[10] Brezilya, Çin, Endonezya, Güney Afrika, Güney Kore, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya ve Türkiye

para politikalarının söz konusu ülkeler üzerindeki etkisinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Miyajima vd. (2014) aynı zamanda gelişmekte olan ülke piyasalarındaki ulusal para birimi cinsinden devlet tahvili getirilerindeki hareketlerin önemli bir kısmının, ABD tahvil getirileri ile ilişkilendirilebileceğini tespit etmiş, ABD 10 yıllık tahvil getirilerindeki yüzde 1'lik artışın, söz konusu Asya ülkelerindeki devlet tahvili getirilerinin ortalama yüzde 0.6 puan artmasına sebep olacağı sonucuna ulaşmıştır. Sözbir (2018) ise FED, Avrupa Merkez Bankası (ECB), ve Japonya Merkez Bankası tarafından uygulanan düşük politika faizi ve niceliksel genişleme politikalarının küresel likiditeyi arttırdığını, bunun da gelişmekte olan ülkelerin tahvil ve bono getirilerini düşürdüğünü tespit etmiş, bu ülkelerin merkez bankası bilançolarını normalleştirme politikalarının da borçlanma maliyetlerini ve tahvil getirilerini arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Turkay (2016) ise niceliksel genişleme politikalarının gelişmekte olan ülkelerin tahvil ve bono getirilerini düşürdüğünü, döviz kurlarında değerlenmeye neden olduğunu, ve ekonomik faaliyetleri canlandırdığını tespit etmiştir. Bunun yanında niceliksel genişleme politikası anonslarının da niceliksel genişleme gibi gelişmekte olan ülkelerin bono faiz oranı üzerinde azaltıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. MacDonald (2016) da FED'in 2008-2014 döneminde gerçekleştirdiği yüksek hacimli varlık alımlarının gelişmekte olan ekonomilerde güçlü ve anlamlı şekilde döviz kuru değerlenmesine yol açtığını, uzun vadeli tahvilllerin getirisini düşürdüğünü, varlık piyasasında fiyatları arttırdığını tespit etmiştir.

Diğer yandan FED'in para politikalarının bazı gelişmekte olan ülkeler üzerinde anlamlı etkisi olmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin Oguanobi vd. (2015) FED'in para politikalarının Gana üzerindeki etkisini VAR analizi ile incelemiş, çalışma sonucunda FED politikalarının reel GSYIH, faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon üzerinde anlamlı etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşmıştır. Panait (2014) 2013 sonrası iletişim politikasının Romanya da hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı etkisi olmadığını bulmuştur. Rafiq (2015) FED'in geleneksel olmayan para politikalarının Vietnam, Sri Lanka, Bangladeş, Kamboçya ve Moğolistan üzerindeki etkisini test etmiş, söz konusu politikaların özel sektöre verilen kredi ve para arzı üzerindeki etkisinin oldukça düşük olduğunu, geleneksel olmayan para politikası sonucu ortaya çıkan sermayeden bu ülkelerin aldıkları payın anlamlı bir farklılık

yaratmadığını, reel döviz kuru üzerinde de anlamlı etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Mete (2019) 2016 yılı içerisinde yapılan FED toplantıları sonucunda açıklanan faiz artırımı kararlarının gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına etkisini incelemiş ve söz konusu kararların gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasaları üzerinde anlamlı bir etkisini tespit etmemiştir.

5. VERİ SETİ ve METODOLOJİ

5.1. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistikler

Bu çalışmada FED'in uygulamış olduğu politikaların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu bağlamda Arjantin, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya, Güney Afrika, Türkiye ile Ukrayna'nın 1993-2020 dönemini kapsayan yıllık veri seti kullanılmıştır.

Çalışmanın dışsal değişkenleri FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır. FED'in geleneksel para politikası FED fonlama faizi ile; geleneksel olmayan para politikası FED'in yıllık bilanço genişlemesi oranı ile modele dahil edilmiştir. FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan politikalarının etkisi farklı kanallar üzerinden gelişmekte olan ülkeler üzerinde etki göstermektedir. Söz konusu etkileri incelemek adına reel döviz kuru, kişi başı gelir, enflasyon ve ülke borçluluk oranı olmak üzere 4 farklı içsel değişken kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan FED fonlama faizi ve FED'in bilanço genişlemesi oranı Federal rezerv bankalarından St. Louis bankasının veritabanından elde edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin reel döviz kuru Uluslararası Denkleştirme Bankası (Bank for International Settlement, BIS)'ten elde edilmiştir. Enflasyon oranı tüketici sepetindeki yıllık değişimlere göre belirlenmiş; ülke borçluluk oranı da ülkelerin toplam dış borcunun ülkelerin GSYİH'sına oranı şeklinde ölçülmüştür. GOÜ'in kişi başı geliri ise ABD doları cinsinden cari fiyatlarla kişi başı geliri ifade etmektedir. Bu değişken modele logaritmik hali ile dahil edilmiştir. Her üç değişken de Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 4'teki gibidir.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
log(Kişi Başı Gelir)	252	3.74	3.59	2.49	4.20
Enflasyon	252	57.65	354.56	-1.17	4,734.91
Dış Borç	252	39.46	24.72	-13.37	168.20
Reel Döviz Kuru	252	95.59	34.33	39.98	276.38
Varlık Büyüme	243	0.12	0.19	-0.10	0.73
FED Fonlama Faizi	252	2.51	2.15	0.09	6.24

Kaynak: Dünya Bankası, Uluslararası Denkleştirme Bankası, St. Louise Federal Rezerve Bankası veri tabanlarından elde edilen verilerden, STATA programı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

5.1.1. FED Para Politikası Değişkenleri

Geleneksel FED para politikası aracı olan federal fonlama faizi, mevduat kurumlarının federal fonlarının (Federal Rezerv Bankalarında tutulan zorunlu karşılıkları ve fazla rezervleri) birbirleriyle takas edildiği gecelik faiz oranıdır. Bir mevduat kurumu FED'in rezerv hesabında fazla bakiyeye sahip olduğunda bu rezerv üzerinden gelir elde etmek isteyip, eksik rezervi olan veya ihtiyacı olan diğer bankalara borç verebilir. Daha basit bir ifadeyle, genellikle likidite olarak adlandırılan fazla nakdi olan bir banka, likiditesini hızla artırması gereken başka bir bankaya federal fonlama faizi üzerinden borç verir.

Borç alan mevduat kurumun borç veren mevduat kurumuna ödediği oran bu iki banka arasında belirlenir. Bankalar arasında belirlenen gecelik federal fonlama faizinin ağırlıklı ortalamasına efektif federal fon oranı denir. Dolayısıyla efektif federal fon faizi esasen piyasa tarafından belirlenir. Bu çalışmada da bu şekilde hesaplanan efektif federal fonlama faizi değişken olarak kullanılmıştır.

Federal fonlama faiz oranı her ne kadar bankalar arasında belirleniyor olsa da FED açık piyasa işlemlerini hedeflediği federal fonlama faiz oranına ulaşmak için araç olarak kullanabilir. Nitekim FOMC, federal fon hedef oranını belirlemek için yılda sekiz kez toplanır. FED bu oranı arttırmak istediğinde, devlet tahvili ihraç ederek likiditeyi azaltır, bankalar ihtiyaçları olan fonu elde etmek için daha yüksek faizi ödemeyi kabul eder. FED'in fonlama faizini arttırmak veya azaltmak istemesi ekonominin durumuna bağlıdır. FOMC, ekonominin çok hızlı büyüdüğüne ve enflasyon baskılarının, fiyat istikrarı ve tam istihdam amacıyla tutarsız olduğuna

inanıyorsa, ekonomik aktiviteyi azaltmak için daha yüksek bir federal fon oranı hedefi belirleyebilir. Diğer yandan, resesyon durumunda FOMC daha büyük ekonomik aktiviteyi teşvik etmek için daha düşük bir federal fon oranı hedefi belirleyebilir. FED fonlama faiz oranı, ABD finans piyasasındaki merkezi faiz oranıdır ve diğer faiz oranlarını etkiler. Bunun yanında söz konusu oran, tamamı tüketici serveti ve güveni için çok önemli olan ipotekler, krediler ve tasarruflar gibi daha uzun vadeli faiz oranlarını dolaylı olarak etkiler. ABD ekonomisi için oldukça yüksek düzeyde önemli olan bu faiz oranının, ABD'nin dünya toplam tüketim harcamasında tek başına %25'lik paya sahip olduğu, ABD dolarının dünyada rezerv para olarak kabul edildiği göz önüne alındığında, GOÜ ekonomileri üzerinde de etkili olması beklenir. Nitekim Edward (2010), Hofmann ve Takáts (2015) FED fonlama faiz oranının GOÜ ekonomilerindeki faiz oranlarının en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu tespit etmiş, Byrne ve Fiess (2011) ile Ghosh vd. (2012) de 2008 Finansal Krizi sonrası bu orandaki düşüşün, sermayenin gelişmekte olan ülkelere kaymasındaki en önemli faktör olduğunu belirtmiştir.

2008 Finansal krizi öncesi ihtiyaç görüldüğü durumlarda APİ ile kısa vadeli hazine bonosu alım satımları yapması FED'in geleneksel politikalarından biridir. Ancak 2008 krizi sonrası FED APİ ile hem oldukça büyük ölçekli uzun vadeli devlet tahvili alımları, hem devlet tahvili ve hazine bonusu dışında uzun vadeli ipoteğe dayalı menkul kıymetler alımları yaparak bilançosunu dikkat çekici düzeyde arttırmıştır. FED'in varlıklarını arttırması ancak yükümlülüklerini arttırmasıyla mümkün olduğundan, 2008 Finansal Krizi sonrasındaki dönemde hem bankaların FED'deki mevduatları hem de dolaşımdaki para miktarı çok yüksek düzeyde artmıştır. Bu politika ile ABD'de artan likiditenin GOÜ üzerinde de etkisi olduğu ampirik olarak birçok çalışma ile tespit edilmiştir. Örneğin Moore vd. (2013) yüksek varlık alımlarının ABD'den GOÜ'lere sermaye akımlarına neden olduğunu bunun yanında, GOÜ'lerin tahvil getirilerinde anlamlı azalmaya neden olduğunu saptamıştır. Kim (2014), FED'in geleneksel olmayan para politikasının Güney Kore'nin uzun vadeli faiz oranlarını azalttığı, Venkataramanan (2014) de benzer şekilde, FED'in geleneksel olmayan para politikasının Hindistan'ın hem faiz oranı hem de döviz kuru üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

5.1.2. Gelişmekte Olan Ülke Değişkenleri

5.1.2.1. Kişi Başı Gelir

Kişi başı GSYİH, GSYİH'nın yıl ortası ülke nüfusuna bölünmesi ile elde edilir. GSYİH, ekonomideki yerleşik üreticiler tarafından ortaya çıkarılan katma değerlerin toplamına mal ve hizmetler üzerinden alınan vergilerin eklenmesi, ürünlerin değerlerine dahil edilmeyen sübvansiyonların çıkarılması ile hesaplanır. Bu hesabın yapılmasında duran varlıkların amortismanı veya doğal kaynakların tükenmesi gibi faktörler dikkate alınmaz. Veriler mevcut ABD doları cinsindendir. Modelde kişi başı gelir doğal logaritması alınarak modele konulmuştur.

Kişi başına GSYİH ülkenin ekonomik performansının en temel göstergelerinden biridir. Bu değişken aynı zamanda ortalama yaşam standardı veya ekonomik refahın geniş bir ölçüsü olarak da kullanılır (OECD, 2012).

Dedola vd. (2017) tarafından yapılan çalışma, FED'in sıkı para politikalarının GOÜ'in sanayi üretim endeksini düşürdüğü sonucuna ulaşmıştır. Sanayi üretim endeksindeki düşüş bir yandan işsizlik oranının artmasına, diğer yandan da kişi başı gelirin düşmesine neden olacaktır. Dedola vd. (2017) bulguları sıkı para politikasının GOÜ'lerin kişi başı gelirini azaltıcı etkisi olduğunu savunurken, Adhikari (2017) ise gevşek para politikasının GOÜ'lerin gelir düzeyi üzerinde azaltıcı etkisi olduğunu savunmuştur. Buna göre gevşek para politikası ile düşen faizler ABD'de yatırım yapmanın getirisini arttıracak, bunun sonucunda ise GOÜ'de ABD'ye yatırım sermayesi akışına neden olacaktır. GOÜ'den ABD'ye yatırım sermayesi akışı ise GOÜ'deki yatırımların düşmesi ve GOÜ'de kişi başı gelirin azalması ile sonuçlanacaktır. Bu çalışmada da FED'in gevşek para politikalarının kısa vadede GOÜ'lerin gelir düzeyini arttırıcı etkisi olduğu, ancak uzun vadede Adhikari'nin (2017) de savunduğu üzere ABD'de doğrudan yatırımların cazip hale gelmesiyle GOÜ'lerin yatırım sermayelerinin düşmesine ve buna bağlı olarak da gelir düzeylerinin düşmesine neden olacağı düşünülmektedir.

5.1.2.2. Reel Efektif Döviz Kuru

Reel efektif döviz kuru, BIS tarafından 1993 yılında beri hesaplanan 2021 itibariyle 52 ülke yerel para birimini kapsayan, döviz kurundaki değişimlerin makroekonomik etkisini test etme amacıyla kullanılan bir değişkendir. Nominal efektif kurda ülkeler arası enflasyon farkları dikkate alınmazken reel efektif kurda hem nominal kurdaki değişimler, hem de enflasyondaki değişimler hesaba katılır. Reel efektif kur, ülkelerin rekabet gücünün ölçülmesinde, ülkelerin finansal pozisyonları hakkında fikir edinmede, ülkelerin dış şoklara karşı kırılganlıklarının tespitinde kullanılan bir değişkendir.

Nominal efektif döviz kuru, ülkelerin birbirleriyle yaptıkları ticaretin hacmine göre ağırlıklandırılmış döviz kuru ortalamasıdır. Reel efektif döviz kuru ise hesaplanan nominal efektif döviz kurunun fiyat endeksleri göz önüne alınarak uyarlanmış halidir. Ülkeler arası ticarette ticaret hacimlerin belirlenirken imalat sektöründe yapılan ticaret dikkate alınır. BIS bu veriyi Birleşmiş Milletler Ticaret veritabanından ve OECD veri tabanından elde etmektedir (Klau ve Fung, 2006).

Tillmann (2014) çalışmasında, FED geleneksel olmayan para politikası şoklarının gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunda artışa, diğer bir ifadeyle GOÜ'in yerel para biriminin değerlenmesine neden olacağını tespit etmiştir. Venkataramanan (2014) FED'in geleneksel olmayan para politikasının Hindistan'ın döviz kurunu arttırıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Sonuç olarak, FED'in gevşek para politikasının GOÜ'lerin yerel para birimlerinin değerini arttırması beklenmektedir.

5.1.2.3. Enflasyon

Dünya bankası veritabanından elde edilen enflasyon oranı, tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişimler dikkate alınarak hesaplanmıştır. Tüketici fiyat endeksi, ortalama tüketicinin tüketim tercihlerine göre oluşturulmuş mal ve hizmet sepetinin maliyetinin yıllar itibariyle hesaplanması ile oluşturulur (IMF,2021).

Bartkiewicz (2018) FED'in niceliksel genişleme politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini inceleyen 78 akademik makale üzerinde yaptığı çalışmada, niceliksel genişlemenin gelişmekte olan ekonomilerde enflasyonu arttırdığı sonucuna

ulaşmıştır. Bernanke (2013) de gelişmiş ülkelerin uygulamış oldukları genişleyici para politikasının GOÜ'e yoğun sermaye girişine neden olarak bu ülkelerde enflasyonu arttırdığını belirtmiş, bu sebeple bu ülkelerde enflasyonu arttırmadan büyüme amaçlayan politikayı uygulamanın zorlaştığı üzerinde durmuştur. Dedola vd. (2017) FED'in sıkı para politikası uygulamasının gelişmekte olan ülkelerde de enflasyonu düşürdüğünü tespit etmiştir.

Economist (2021) önümüzdeki dönemde uygulanması beklenen ABD'nin sıkı para politkasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisinin en çok hangi faktörlere bağlı olduğunu araştırmıştır. Buna göre cari açığı, borçluluk oranı ve enflasyon oranı yüksek ülkelerin ABD'nin sıkı para politikasından en zararlı çıkacak ülkeler olacağını savunmuştur.

Bu çalışmada FED'in gevşek para politikalarının, gelişmekte olan ülkelerin mal ve hizmetlerine olan talebi arttırarak, bu ülkelerin enflasyonu üzerinde arttırıcı yönde baskı yapması beklenmektedir.

5.1.2.4. Borçluluk Oranı

Toplam dış borç stokunun gayri safi milli gelire oranı olarak ölçülen bu değişken Dünya Bankası'nın Uluslararası Borç İstatistikleri veri tabanından elde edilmiştir. Toplam dış borç, para, mal veya hizmet olarak geri ödenebilen ülkenin yerleşik olmayanlara borçlu olunan tutardır. Toplam dış borç, kamu borcunu, kamu garantili borçları ve özel sektörün garantisiz kısa ve uzun vadeli borçlarını, IMF kredisi kullanımını kapsamaktadır. GSMH, tüm yerleşikler tarafından üretilen katma değer, ürünün değerine dahil edilmeyen ürün vergisi (sübvansiyonlar çıktıktan sonraki kısım) ve yurt dışından elde edilen birincil gelirin (çalışanların tazminatı ve mülk geliri) toplamıdır. Bu iki değişkenin birbirine oranı ile ülkelerin borçluluk oranı tespit edilmiştir.

Dış borç, ülkenin toplam borcunda, ülke dışındaki alacaklıların payıdır. Dış borçluluk, bir ülkenin hem kredibilitesini hem de yatırımcının algısını etkiler. Borç oranları, bir ülkenin borç yükümlülüklerinin sürdürülebilirliğini değerlendirmesinde fikir verir. Ancak hangi değerlerin çok yüksek olduğunu belirleyen genel kabul görmüş bir kural

olmasa da GOÜ'in deneyiminin ve borç servisi performansının ampirik analizi, dış borcun bugünkü değerinin ihracatın yüzde 200'üne ulaşması durumunda borç servisi zorluklarının giderek daha olası hale geldiği görülmüştür. Yine de, sürdürülebilir bir borç yükünü neyin oluşturduğu ülkeden ülkeye değişir. Hızlı büyüyen ekonomileri ve ihracatı olan ülkelerin daha yüksek borç seviyelerini sürdürebilmeleri muhtemeldir.

Moore vd. (2013) 2007-2011 yılları arasındaki yüksek varlık alımlarının ABD'de likidite miktarını arttırdığını, ABD faiz oranlarını düşürdüğünü belirttikten sonra, söz konusu politikanın uygulanmasıyla GOÜ'lerin borçlanma piyasasındaki yabancı payını % 0,4 oranında arttığı tespit etmiştir. Sözbir (2018) ise FED, Avrupa Merkez Bankası (ECB), ve Japonya Merkez Bankası tarafından uygulanan düşük politika faizi ve niceliksel genişleme politikalarının küresel likiditeyi arttırdığını ortaya koyduktan sonra, bu durumun GOÜ'in tahvil ve bono getirilerini düşürdüğünü tespit etmiştir. Tahvil ve bono getirilerinin düşmesi borçlanma maliyetlerini düşürdüğü için FED'in uyguladığı genişletici politikaların GOÜ'in borçlanmalarını arttırmaları makul gözükmektedir.

5.2. Metodoloji

FED para politikasının aktarım mekanizması iktisat literatüründe yoğun şekilde Panel Vektör Otoregresif Moldel (Panel VAR) modeli ile incelenmiştir. Bernanke ve Alan (1992), Christiano (1996) ve Tran ve Pham (2020) FED'in para politikasının aktarım mekanizmalarının etkisini Panel VAR modeli ile araştıran çalışmalardan bir kaçıdır.

5.2.1. Panel VAR Modeli

Panel VAR modeli ilk defa Holt-Eakin, Newey ve Rosen (1988) tarafından kullanılmıştır. Bu model geleneksel vektör otoregresif (VAR) modelinin panel veri setine uygulanması ile geliştirilmiştir. PVAR modeli yapısının panel verilere uygulanmasıyla değişkenlerin yatay kesit boyutunun da modele eklenmesiyle güçlü sonuçlar elde edildiği gözlemleniştir.

Panel VAR modelinde de VAR modelinde olduğu gibi sistemde yer alan tüm değişkenler içsel kabul edilmektedir. Böylece herbir değişken hem kendi gecikmeli değerleri hem de diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile tahmin edilmektedir. Dolayısıyla Panel VAR modeli tek bir denklem yerine her değişkenin bağımlı değişken olarak ele alındığı denklemler setinden oluşur.

Panel veri analizini tehdit eden gözlemlenemeyen birim etkilerin bağımsız değişkenlerle ilişkili olması durumu Panel VAR modellerde de söz konusudur. Panel VAR model, bu problemi çözmek, yatey kesitler arasında heterojen yapıyı mümkün kılmak adına sabit etkileri kontrol etmiştir. Maksimum p gecikme uzunluklu Panel VAR modeli aşağıdaki şekilde tanımlanabilir (Türküz, 2016).

$$y_{i,t} = \alpha_{1i} + \sum_{j=1}^{p} \beta_j y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{p} \theta_j x_{i,t-j} + f_{1i} + \tau_{1t} + \varepsilon_{yit} \quad \textbf{(1)}$$

$$x_{i,t} = \alpha_{2i} + \sum_{j=1}^{p} \theta_j x_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{p} \beta_j y_{i,t-j} + f_{2i} + \tau_{2t} + \varepsilon_{xit} \quad \textbf{(2)}$$

Yukarıdaki denklemlerde f_{1i} y değişkenindeki gözlemlenemeyen sabit birim etkileri temsil ederken f_{2i} x değişkenindeki gözlemlenemeyen sabit birim etkileri temsil eder. τ_{1t} ile τ_{2t} da yine sırasıyla y ve x değişkenindeki gözlemlenemeyen sabit zaman etkilerini temsil eder. ε_{yit}ve ε_{xit} ise y ve x değişkenlerindeki rassal etkileri göstermektedir. Panel veri analizi kullanımında dikkat edilmesi gereken en önemli faktörlerden biri birimlerin kendilerine özgü heterojenliklerinin olması ve bu özelliklerinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olmasıdır. Panel VAR modelinde bağımlı değişkenin gecikmeli uzunluklarının da modelde bağımsız değişken olarak yer alması, birimlere özgü faktörlerin model kurulurken dikkate alınmaması durumunda regresyon sonuçlarının sapmalı olmasıdır. Bu sebeple Panel VAR modelinde birim etkiler modelde yer alır.

Panel VAR modelinin kullanılabilmesinin şartlarından biri serilerin durağan olmasıdır. Serilerin durağan olup olmamalarına ilişkin yapılacak testlerin doğru sonuç vermesi için öncelikle serilerde yatay kesit bağımlılığı probleminin varlığı test edilmelidir. Yatay kesit bağımlılığı için Peseran CD Testi uygulanmıştır.

5.2.2. Pesaran CD Testi

Pesaran CD Testi en önemli avantajlarından biri hem yatay kesit birim sayısının (N), zaman serisi dönem sayısından (T) büyük, hem de zaman serisi dönem sayısının yatay kesit birim sayısından büyük olduğu durumda uygulanabilir olmasıdır. Pesaran (2004) her iki duruma göre ayrı CD test istatistiği hesaplamıştır. Buna göre N>T olduğundan kullanılacak CD test istatistiği aşağıdaki şekilde verilmiştir.

$$\boldsymbol{CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}}\left(\sum_{i=1}^{N-1}\sum_{j=i+1}^{N}\widehat{\rho_{i,j}}\right.} \qquad \textbf{(3)}$$

T>N olduğunda ise aşağıdaki formül le hesaplanan CD istatistiği kullanılacaktır.

$$\boldsymbol{CD = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}}\left(\sum_{i=1}^{N-1}\sum_{j=i+1}^{N} T * \widehat{\rho_{i,j}^{2}} - 1\right)} \qquad \textbf{(4)}$$

Peseran CD testinin hem T>N, hem de N>T durumlarında kullanılmasının yanında bir diğer avantajı seride yapısal kırılma olması durumunda dahi tutarlı sonuçlar verebilmesidir (Pesaran, 2004).

5.3. FED Politikasının GOÜ Ekonomileri Üzerindeki Etkisinin Panel VAR Modeliyle Analizi

Panel VAR modeli bir yandan gelişmekte olan ülkelerin enflasyon, kişi başı gelir, döviz kuru, borçlanma gibi içsel değişkenleri modele ekleme imkânı verirken diğer yandan FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası gibi gelişmekte olan ülkeler açısından dışsal değişkenleri modele katma ve onların etkisini test etme imkânı vermektedir. Nitekim, Tran ve Pham (2020) tarafından yapılan FED politikalarının

Asya'daki gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisine yönelik çalışmada, ABD tarafından uygulanan parasal politikalara ilişkin şokların Asya'nın gelişmekte olan ülkeleri için dışsal olduğu özellikle belirtilmiştir (Tran, Pham, 2020: 165). FED'in uygulamış olduğu para politikalarının gelişmekte olan ülkeler için dışsal olması ekonomik literatüre de uygundur. Nitekim, FED para politikalarını belirlerken temel hedefi, global ekonomik istikrardan ziyade ulusal ekonomide fiyat istikrarı, finansal istikrar ve tam istihdamı sağlayabilmektir.

Bu çalışma özelinde kurulan Panel VAR modeli denklemleri de aşağıdaki gibidir:

$$\boldsymbol{log(kişi\ başı\ gelir}_{\boldsymbol{i,t}}) = \alpha_0 + \beta_1 \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) + \beta_2 reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} + \beta_3 enflasyon_{i,t-1} + \beta_4 dış\ borç_{i,t-1} + \theta_1 varlık\ büyüme_{i,t} + \theta_2 fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(5)}$$

$$\boldsymbol{enflasyon}_{\boldsymbol{i,t}} = \alpha_0 + \beta_1 \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) + \beta_2 reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} + \beta_3 enflasyon_{i,t-1} + \beta_4 dış\ borç_{i,t-1} + \theta_1 varlık\ büyüme_{i,t} + \theta_2 fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(6)}$$

$$\boldsymbol{reel\ döviz\ kuru}_{\boldsymbol{i,t}} = \alpha_0 + \beta_1 \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) + \beta_2 reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} + \beta_3 enflasyon_{i,t-1} + \beta_4 dış\ borç_{i,t-1} + \theta_1 varlık\ büyüme_{i,t} + \theta_2 fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(7)}$$

$$\boldsymbol{dış\ borç}_{\boldsymbol{i,t}} = \alpha_0 + \beta_1 \log\left(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}\right) + \beta_2 reeldövizkuru_{i,t-1} + \beta_3 enflasyon_{i,t-1} + \beta_4 dışborç_{i,t-1} + \theta_1 varlıkbüyüme_{i,t} + \theta_2 fonlamafaizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(8)}$$

6. BULGULAR VE TARTIŞMA

Çalışmada, FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politika araçlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi Panel VAR modeli yardımıyla incelenmiştir. Panel VAR modelinin uygulanabilmesinin ilk şartı modelin değişkenlerinin durağan olmasıdır. Diğer yandan Shariff (2015) tarafından da belirtildiği üzere panel verilerde yatay kesit bağımlılığının olması 1.Nesil birim kök testlerinin yanıltıcı sonuçlar vermesine neden olacağından, çalışmada öncelikle değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının var olup olmadığı test edilecektir. Yatay kesit bağımlılığı olmayan değişkenlerdeki birim kök varlığı 1. Nesil panel birim kök testlerinden IPS ile test edilirken, yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilen değişkenlerin durağanlığı ikinci nesil birim kök testlerinden CADF birim kök testi ile test edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler ve söz konusu değişkenlere ilişkin yatay kesit bağımlılığı testi özet sonuçları Tablo 5'te gösterildiği gibidir:

Tablo 5. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Temel hipotez: Yatay kesit bağımlılığı yok			
Değişkenler	**CD test istatistiği**	**Olasılık**	**Sonuç**
log(Kişi Başı Gelir)	25.53	0.000	Yatay Kesit Bağımlılığı Var.
Enflasyon	6.24	0.000	Yatay Kesit Bağımlılığı Var.
Dış Borç	2.23	0.026	Yatay Kesit Bağımlılığı Var.
Reel Döviz Kuru	1.32	0.186	Yatay Kesit Bağımlılığı yok.
Varlık Büyüme	31.18	0.000	Yatay Kesit Bağımlılığı Var.
FED Fonlama Faizi	31.75	0.000	Yatay Kesit Bağımlılığı Var.

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Tablo STATA programı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Yatay kesit bağımlılığı testi sonuçlarına göre, reel döviz kuru hariç, diğer tüm seriler için yatay kesit bağımlılığının olmadığını savunan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Buna göre, reel döviz kuru değişkeni hariç, diğer tüm değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testi sonuçlarına göre reel döviz kuru hariç diğer değişkenler için ikinci nesil birim kök

testinin yapılması gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılık testine göre değişkenlere uygulanan panel birim kök testleri ve sonuçlarına Tablo 6'da yer verilmiştir.

Tablo 6. Panel Birim Kök Test Sonuçları

	Sabitli		**Sabitli ve Trendli**		**Sonuç**
	Statistik	**Olasılık**	**Statistik**	**Olasılık**	
log(Kişi Başı Gelir)	-1.14	0.13	-1.52	0.06	I (1)
log(Kişi Başı Gelir) Birinci Fark	-5.62	0.00	-4.32	0.00	
Reel Döviz Kuru	-1.51	0.06	-0.99	0.17	I (1)
Reel Döviz Kuru Birinci Fark	-9.70	0.00	-8.94	0.00	
Enflasyon	-6.43	0.00	-5.89	0.00	I (0)
Dış Borç	0.65	0.74	-0.08	0.46	I (1)
Dış Borç Birinci Fark	-5.33	0.00	-3.89	0.00	
Varlık Büyüme	-4.95	0.00	-3.01	0.00	I (0)
FED Fonlama Faizi	-1.90	0.03	-7.40	0.00	I (0)

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Tablo STATA programı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Panel birim kök testleri sonuçlarına göre kişi başı gelir, reel döviz kuru ve dış borç ilk farklarda durağan iken, enflasyon, varlık büyüme ve FED fonlama faizi düzeyde durağandır. Buna göre, Panel VAR modeli oluşturulurken kişi başı gelir, reel döviz kuru ve dış borç değişkenleri birinci farkları ile modele eklenirken, enflasyon, varlık büyüme ve FED fonlama faizi ise durağan olan düzey halleri ile modele eklenmişlerdir.

Panel VAR modeline eklenecek değişkenlerin durağanlıkları tespit edildikten sonra uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesi için Akaike, Bayesyen ve Hannan-Quinn bilgi kriterleri kullanılmıştır. Gujarati (2009) bilgi kriterleri içerisinde istatistiği en düşük olan gecikme uzunluğunun, ilgili yöntemce en uygun gecikme uzunluğu olarak tavsiye edildiğini belirtmiştir. Bilgi kriterleri sonuçlarına Tablo 7'de yer verilmiştir.

Tablo 7. Bilgi Kriterleri Sonuçları

Gecikme Uzunluğu	BIC	AIC	HQ
1	-425.3	-91.84	-227.23
2	-275.11	-52.8	-143.06
3	-156.51	-45.36	-90.49

Not: Tablo STATA programı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

İlgili tabloda görüleceği üzere her üç bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğu 1'dir. Çalışmada, optimal gecikme uzunluğu 1 olacak şekilde Panel VAR modeli oluşturulmuştur.

FED'in politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini test etmek amacıyla kurulan modelde, kişi başı gelirin logaritması, reel kur, enflasyon ve dış borç değişkenlerinin dahil olduğu içsel değişkenler ile varlık büyümesi ve fonlama faizinin dahil olduğu dışsal değişkenlerden oluşturulan Panel VAR modelinin sonuçlarına Tablo 8'de yer verilmiştir.

Tablo 8. Panel VAR Regresyon Sonuçları

	Katsayı	Standart Hata	Olasılık Değeri
Log(Kişi Başı Gelir)			
LogKişi Başı Gelir (-1)	0.583	0.112	0.000*
Reel Kur (-1)	-0.004	0.001	0.000*
Enflasyon (-1)	0.000	0.000	0.000*
Dış Borç (-1)	0.003	0.001	0.028**
Varlık Büyüme	-0.180	0.090	0.045***
Fonlama Faizi	-0.001	0.007	0.875
Enflasyon			
LogKişi Başı Gelir (-1)	-31.610	30.395	0.298
Reel Kur (-1)	0.839	0.588	0.154
Enflasyon (-1)	0.091	0.063	0.144
Dış Borç (-1)	0.512	0.337	0.129
Varlık Büyüme	7.420	6.802	0.275
Fonlama Faizi	2.950	0.828	0.000*
Reel Döviz Kuru			
LogKişi Başı Gelir (-1)	27.336	9.392	0.004*
Reel Kur (-1)	-0.356	0.161	0.028**
Enflasyon (-1)	-0.003	0.009	0.694
Dış Borç (-1)	0.019	0.114	0.870
Varlık Büyüme	-12.231	5.199	0.019**
Fonlama Faizi	-0.138	0.539	0.798

Tablo 8. Devam

	Katsayı	Standart Hata	Olasılık Değeri
Dış Borç			
LogKişi Başı Gelir (-1)	-15.215	8.109	0.061***
Reel Kur (-1)	0.200	0.098	0.041**
Enflasyon (-1)	-0.004	0.003	0.100
Dış Borç (-1)	0.015	0.200	0.941
Varlık Büyüme	13.019	5.537	0.019**
Fonlama Faizi	0.898	0.611	0.142

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Tablo STATA programı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

$$\boldsymbol{log(kişi\ başı\ gelir}_{\boldsymbol{i,t}}) = \alpha_0 + 0.583 * \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) - 0.004 * reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} + 0.0001 * enflasyon_{i,t-1} + 0.003 * dış\ borç_{i,t-1} - 0.18 * varlık\ büyüme_{i,t} - 0.001 * fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(9)}$$

$$\boldsymbol{enflasyon}_{\boldsymbol{i,t}} = \alpha_0 - 31.61 * \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) + 0.839 * reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} + 0.091 * enflasyon_{i,t-1} + 0.512 * dış\ borç_{i,t-1} + 7.42 * varlık\ büyüme_{i,t} + 2.95 * fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(10)}$$

$$\boldsymbol{reel\ döviz\ kuru}_{\boldsymbol{i,t}} = \alpha_0 + 27.336 * \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) - 0.356 * reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} - 0.003 * enflasyon_{i,t-1} + 0.019 * dış\ borç_{i,t-1} - 12.23 * varlık\ büyüme_{i,t} - 0.14 * fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(11)}$$

$$\boldsymbol{dış\ borç}_{\boldsymbol{i,t}} = \alpha_0 - 15.22 * \log(kişi\ başı\ gelir_{i,t-1}) + 0.2 * reel\ döviz\ kuru_{i,t-1} - 0.004 * enflasyon_{i,t-1} + 0.015 * dış\ borç_{i,t-1} + 13.02 * varlık\ büyüme_{i,t} + 0.898 * fonlama\ faizi_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \textbf{(12)}$$

Panel VAR sonuçlarına göre FED'in uygulamış olduğu geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin kişi başı gelirleri üzerinde düşürücü etkisi olduğu görülmektedir. FED'in bilançosundaki yüzde 1 puanlık artış gelişmekte olan ülkelerin kişi başı gelirini yüzde 18 düzeyinde düşürmektedir. Bu etki %5 düzeyinde anlamlıdır. Bu bulgu, Adhikari (2017) tarafından BRICS ülkeleri için tespit edilen FED'in gevşek para politikası ile GOÜ'in gelir düzeyi arasındaki negatif ilişkiyi desteklemektedir. Adhikari'ye (2017) göre FED'in uyguladığı gevşek para politikaları nedeniyle ABD'de faiz oranının düşmesi, ABD'yi yatırım yapmayı teşvik etmiş, bunun neticesinde GOÜ'lerden ABD'ye yatırım sermayesi aktarılması, GOÜ'lerde yatırımın düşmesi ile neticelenmiş olabilir. GOÜ'lerde düşen yatırımın da ekonomik büyümeyi negatif etkilemesi beklenebilecek bir durumdur. Nitekim, Fisher (2014) söz konusu negatif ilişkinin başka bir kanaldan gerçekleşebileceğini de savunmuştur. Buna göre, FED'in varlık alımlarıyla likiditeyi arttırması, GOÜ'e yüksek miktarda sermaye girişi ile bu ülkelerin ulusal para birimlerinin değer kazanmasına neden olacaktır. Ulusal paranın değer kazanması ihracatı düşürecek ve düşen ihracat ile beraber büyüme performansı da düşecektir.

Diğer yandan FED fonlama faizinin enflasyon, reel döviz kuru ve dış borç kontrol edildiğinde de kişi başı gelir üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı görülmektedir. FED politikalarının enflasyon üzerindeki etkisine baktığımızda FED fonlama faizinin enflasyon üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu görülmektedir. FED fonlama faizindeki 1 puanlık artışın enflasyonu ortalama %2.95 puan arttırmaktadır. Elde edilen bu sonuç Iacoviello ve Navarro (2018) bulguları ile uyumludur. Her ne kadar FED fonlama faizindeki artışın gelişmekte olan ülkeleri de faiz artırımına teşvik edeceği ve bunun talep yönünden enflasyonu baskılayacağı bir politika olacağı savunulabilse de, Iacoviello ve Navarro (2018) FED'in faiz oranlarını arttırmasının gelişmekte olan ülkelerin kırılganlığını arttıracağını, kırılganlığın artması yabancıların kredi kanallarını açmakta isteksiz davranmalarına, yurtiçinden yurtdışına sermaye çıkışlarına, cari açığa ve sonuç olarak yerel paranın değer kaybı ile enflasyona neden olacağını tespit etmiştir.

Panel VAR sonuçlarına göre FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin reel döviz kuru üzerindeki etkisinin beklenenin aksine azaltıcı yönde olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, varlık alımları, GOÜ'in ulusal para

birimlerinin, reel anlamda, değer kaybetmesine neden olmuştur. Bu durum FED'in varlık alım politikasının GOÜ'in reel döviz kuru üzerinde birbiriyle çelişen iki etkisinin olmasından kaynaklandığı düşünülebilir. FED'in bilanço genişletme politikasının GOÜ'in enflasyonu üzerinde arttırıcı etkisi olduğu söylenebilir. FED'in varlık alımlarıyla arttırdığı rezerv para likiditesi hem global enflasyon hem de portföy denge kanalı üzerinden gelişmekte olan ülkelere yönelerek bu ülkelerde varlık, mal ve hizmet fiyatlarının artmasına neden olabilir. Varlık alımı politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerinde ortaya çıkarabileceği söz konusu enflasyonist baskı reel döviz kuru üzerinde de düşürücü etki ortaya çıkaracaktır. Diğer yandan FED'in bilanço genişletme politikası ABD para arzını arttıracağından yerel para biriminin dolar cinsinden değeri artacaktır. Dolayısıyla FED'in bilanço genişletme politikasının reel döviz kuru üzerinde birbirine zıt iki etkisi ortaya çıkabilecektir. Bu çalışmada geleneksel olmayan politikanın enflasyonist etkisinin ağır bastığı ve bu sebeple FED'in varlıklarındaki büyümenin gelişmekte olan ülkelerin nominal değil reel döviz kuru üzerinde düşürücü etki yaptığı tespit edilmiştir.

Panel VAR sonuçları gelişmekte olan ülkelerin dış borçları açısından değerlendirildiğinde, FED'in varlıklarındaki büyümenin, beklendiği üzere, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını arttırıcı etki oluşturduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre FED'in varlıklarındaki yüzde 1 puanlık bir artış, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını yüzde 0.13 oranında arttıracaktır. Nitekim Poirson (2021) varlık alımlarının 27 gelişmekte olan ülke üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında, varlık alımları ile artan likiditenin yatırımcıların risk algısını düşürdüğünü, bunun neticesinde düşen borçlanma maliyetlerinden gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını arttırdığını tespit etmiştir.

7. SONUÇ

1990'lardan bu yana gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının liberalleşmesi global yatırımcıların bu ülkeleri tercih etmesine neden olmuştur. Gelişmiş ülkeler genel olarak faiz oranlarını aşağıda tutmuş ve yatırımcılarını yurtiçi faiz oranları yüksek gelişmekte olan ülkelere yönlendirmişlerdir. Bu dönemde GOÜ'de sermayenin mobilitesi üzerindeki kısıtlar kaldırılmış, bunun sonucunda da GOÜ'e sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye akışı olmuştur. Öte yandan, bu ülkeler ödemeler dengesine ilişkin sorunlar yaşamış, uluslararası rezervlerdeki düşüş nedeniyle dövize ihtiyaç duymuşlardır. GOÜ'e akan sermaye, ülke ekonomilerinin büyüme performansını olumlu etkilemiş, ülkelerin yatırım düzeylerinin artmasında önemli rol oynamıştır. Sermaye akışı bu olumlu yönlerine rağmen, ülkelerin para birimlerine spekülatif bir saldırı yaratabilmekte ve bu ülkelerde ekonomik, sosyal veya politik yıkımlara yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin nedenleri incelendiğinde neredeyse tamamında benzer nedenlerin olduğu görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı bu iktisadi krizlerin sadece iç şokların sonucu olmadığı aşikardır. Gelişmiş ülkelerde krizden çıkış politikası olarak uygulanan düşük faiz oranı politikasının, daha yüksek faiz oranları sunan ve yatırımcılara yüksek getiri sağlayan gelişmekte olan ülkelere sermaye akımına neden olduğu söylenebilir. Bu durum gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının GOÜ açısından da önemini ortaya koymaktadır. Nitekim, FED'in para politikalarının özellikle GOÜ'in ekonomileri üzerinde kritik öneme sahip olduğu savunulmaktadır. Bu doğrultuda yapılan ampirik çalışmalarda, FED'in faiz kararlarının GOÜ'in sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur.

FED'in faiz oranlarındaki artışlar, gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçışıyla sonuçlanmakta, faiz artışları uluslararası piyasada doları güçlendirebilmekte ve bu ülkelerin döviz kurları üzerinde baskı yaratabilmektedir. Ayrıca bu ülkelerde faiz oranlarındaki artışlar enflasyon oranlarının yükselmesine neden olabilmekte ve özel sektör için borçlanma fırsatlarını zorlaştırırken maliyetleri de artırmaktadır. Bu

bağlamda, FED'in faiz artışları, GOÜ'in makroekonomik dengelerinin büyük ölçüde yabancı sermaye girişlerine dayanması nedeniyle GOÜ'in finansal sistemlerini etkileyen önemli bir faktör olduğu görülmektedir. Bu durum, FED'in varlığı ve politikalarıyla tüm dünya ekonomileri için ne kadar önemli bir kurum olduğunu göstermektedir.

Bu çalışmada, Panel VAR metodolojisi kullanılarak FED'in 1993-2020 döneminde uygulamış olduğu geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Gerekli sınama testleri yapıldıktan sonra belirlenen Panel VAR modeli sonucuna göre FED'in geleneksel olmayan bilanço genişletme politikasının hem kişi başı gelir hem reel döviz kuru hem de borçluluk açısından gelişmekte olan ülkeler üstünde olumsuz etkisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular FED'in geleneksel olmayan varlık alımlarının gelişmekte olan ülkelerin bir yandan kişi başı gelirlerini azaltırken bir yandan da enflasyonist etki ile reel döviz kurlarının düşmesine neden olduğu tespit edilmiştir. FED'in bilanço büyümesi beklendiği üzere gelişmekte olan ülkelerin borçluluk oranlarını da anlamlı şekilde arttırmaktadır. Diğer yandan FED'in geleneksel faiz politikasının da gelişmekte olan ülkelerin enflasyonu üzerinde etkili olduğu, Fed fonlama faizindeki artışın gelişmekte olan ülkelerin kırılganlıklarını, risk primlerini arttırarak enflasyona neden olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının liberalleşmesinin ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz sonuçlarının bir yansıması görülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler, neoliberal politikalar sonucunda sermaye piyasalarını liberalleştirirken finansal sistemlerindeki altyapı gereksinimlerini karşılayamamışlar ve belirli makroekonomik dengeleri sağlayamayarak kırılgan bir iktisadi yapıya sahip olmuşlardır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin hem iç şoklardan hem de FED'in para politikaları sonucunda oluşan ani sermaye hareketinden daha az etkilenmeleri için öncelikle kısa vadeli sermayeye bağımlılıktan kurtulmaları gerekmektedir.

KAYNAKÇA

Adhikari, D. R. (2017). Has Fed's Policy Hurt the World Economy? *The Journal of Developing Areas*, *51*(1), 361-372.

Ağıralioğlu, S., & Demirci, S. (2021). Fed'in Para Politikalarının Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerinde Yayılma Etkileri: Panel Var Yaklaşımı ile Modelleme. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, *13*(24), 1-15.

Ahmed, S., & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of International Money and Finance*, *48*, 221-248.

Akçay, M. A. (1997). Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. (Uzmanlık Tezi), DPT, Ekim, Ankara

Aslanselçuk H. (2020). Euro Bölgesi Ve Fed Faiz Oranlarının Türkiye'deki Kısa Vadeli Faiz Oranları Üzerindeki Etkisine Yönelik Ekonometrik Bir Analiz, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Çanakkale

Anaya, P., Hachula, M., & Offermanns, C. J. (2017). Spillovers of U.S. unconventional monetary policy to emerging markets: The role of capital flows. Journal of International Money and Finance, 73, 275–295. doi:10.1016/j.jimonfin.2017.02.0

Ayata, T. (2019), "Döviz Kuru Dalgalanmalarının Ve Amerikan Merkez Bankası (Fed) Faiz Kararlarının Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Kararları Üzerine Etkisi" Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi

Bartkiewicz, Piotr. (2018). The Impact of Quantitative Easing on Emerging Markets – Literature Review. e-Finanse. 14. 67-76. 10.2478/fiqf-2018-0028.

Bauer M. D., Glenn D. R. (2014). The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases. International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, vol. 10(3), pages 233-289, September

Bauer, M. D., & Neely, C. J. (2012). *International channels of the fed's unconventional monetary policy. Federal Reserve Bank of St*. Louis Working Paper Series, Working Paper 2012-028A.

Bayır M. (2019). ABD Merkez Bankası'nın Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikasının Türkiye Ekonomisine Etkisi.

Bennett T. M. (1990), Inflation: Theory and Evidence. in B. Friedman and F. Hahn (eds.), Handbook of Monetary Economics, Vol. II, Amsterdam: North-Holland, ss. 963–1012.

Bernanke B., Vincent R. R. (2004). Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. American Economic Review, American Economic Association, vol. 94(2), pages 85-90, May.

Bernanke B. (2013). Communication and Monetary Policy: a speech at the National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington, D.C., November 19,2013. Speech 611, Board of Governors of the Federal Reserve System

Bhattarai, S., Chatterjee, A., & Park, W. Y. (2021). Effects of US quantitative easing on emerging market economies. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *122*, 104031.

Birinci, Y. (2011). Enflasyon, Para Politikası ve Stratejileri . İstanbul Üniversitesi *İktisat Fakültesi Mecmuası* , 47 (1-4)

Bozkurt, C., Karatay Göğül, P. (2010). Para Ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi. Cilt 2 Sayı 2

Bordo, M. D., & Taylor, J. B. (Eds.). (2017). *Rules for International Monetary Stability: Past, Present, and Future*. Hoover Press.

Bowman, D., Londono, J.M., Sapriza, H., (2015). U.S. Unconventional Monetary Policy And Transmission To Emerging Market Economies, Journal Of International Money And Finance

Bölükbaş, M. (2018). Para ve Maliye Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi: BRIC Ülkeleri ve Türkiye İçin Bir Bootstrap Panel Granger Nedensellik Analizi The Effect of Monetary and Fiscal Policies on Inflation: A Bootstrap Panel Granger Causality Analysis for BRIC Countries and Turkey.

Bulut, E., Demirel, B., ve Akar, N. Ç. (2017). "2008 Krizi Sonrası FED'in Faiz Artırımının Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Portföy Yatırımları Üzerine Etkileri", Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, 3(1), 35-58.

Burger, J. D., Francis E.W., Veronica C. W. (2017). The Effects Of U.S. Monetary Policy On Emerging Markets Soverign And Corporate Bond Markets. National Bureau Of Economic Research Working Paper Series, No. 23628

Byrne, Joseph P., Fiess, N. (2011). International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants, SIRE Discussion Papers 2011-03, Scottish Institute for Research in Economics (SIRE).

Chen, H., Cúrdia, V., & Ferrero, A. (2012). The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes. *The economic journal*, *122*(564), F289-F315.

Chen, Q., Filardo, A., He, D., & Zhu, F. (2016). Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers. *Journal of International Money and Finance*, *67*, 62-81.

Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2001). Optimal monetary policy in open versus closed economies: an integrated approach. *American Economic Review*, *91*(2), 248-252.

Çakır Y. (2006). Nominal Çapa Politikaları ve Enflasyon Tahmininin Hedeflenmesinde Türkiye Örneği. Azim Yayıncılık. İstanbul

Dedola L., Rivolta G., Stracca L. (2017). If the FED Sneezes, Who Catches a Cold?. Journal of International Economics, No. 108, ss. 23-41

Donald L K. (2009) the Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectations, and Dynamics in the Current Economic Crisis, Princeton University, Princeton, New Jersey,

Doğru, B. & Kılınç S. (2013). Nominal Çapalar Ve Türkiye'deki Uygulama Sonuçları . Sosyal Bilimler Dergisi

Dündar, N. (2015). FED'in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Teorisi Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

Edwards, S. (2010). The international transmission of interest rate shocks: The Federal Reserve and emerging markets in Latin America and Asia. Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 29(4), pages 685-703, June.,

Fratzscher, M., Lo Duca, M., & Straub, R. (2018). On the international spillovers of US quantitative easing. *The Economic Journal*, *128*(608), 330-377.

Frenkel, J. A., & Razin, A. (1987). *Fiscal Policies and the World Economy; An Intertemporal Approach. Cambridge, Mass.: MIT Press.* No. 20438. University Library of Munich, Germany.

Ghosh, Atish R., Qureshi, Mahvash S. & Kim, J. , Zalduendo, J. (2014). Surges. Journal of International Economics, Elsevier, vol. 92(2), pages 266-285.

Gilchrist, S. and Sim, Jae W. and Zakrajsek, E. (2014). Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics. FEDS Working Paper No. 2014-69,

Gilchrist, S., Yankov, V., Zakrajsek, E. (2009). Credit market shocks and economic fluctuations: Evidence from corporate bond and stock markets. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56(4), pages 471-493

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. Boston, Mass: McGraw-Hill.

Hacıoğlu, V. (2016). Makroekonomi (1. Baskı). İstanbul: Beta Yayımcılık

Hausman, J. And J. Wongswan (2011). Global Asset Prices And Fomc Announcements. Journal Of International Money And Finance 30 (3), 547–571.

Helene Poirson, 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries," IMF Working Papers 2021/014, International Monetary Fund.

Hofmann, B., ve Takáts, E. (2015), “International Monetary Spillovers”, BIS Quarterly Review, Eylül, 105-118.

Hurbi A. (2016). The Quantitative Easing And Its Effects On Emerging Market Economy Currencies. The Colorado College Master Thesis,

Iacoviello, M., & Navarro, G. (2019). Foreign effects of higher US interest rates. Journal of International Money and Finance, 95, 232-250.

Iordachioaia A. (2011). Monetary Policy and Economic Policy. Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology, ScientificPapers.org, vol. 1(2), pages 1-4, February

Ireland, P. N. (2005) The Monetary Transmission Mechanism. FRB of Boston Working Paper No. 06-1,

James A. C. (1994). Recent developments in discount window policy. Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), issue Nov, pages 965-977.

Jane E. I. & Ellen E. M. & Gretchen C. W. (2015). Rewriting Monetary Policy 101: What's the Fed's Preferred Post-Crisis Approach to Raising Interest Rates?. Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 29 (4), pages 177-198, Fall.

Jaramillo, L., & Weber, A. (2013). Global spillovers into domestic bond markets in emerging market economies. *International Monetary Fund.*

Kalustyan, R. T. (1999). TCMB Açık Piyasa İşlemleri Değişkeninin Çeşitli Kantitatif Metodlarla Analizi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Fakültesi Ekonometri Bölümü. Yüksek Lisans Tezi , sy. (3-4)

Kanalıcı H. (2011). Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı . İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası , 56 (2) , 141-162 .

Karagözlü, E. (2016), 2008 Krizinde Amerikan Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Analizi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi

Kim, J. (2014). The International Transmission of Monetary Policy: Korea's Experience BIS Paper No. 78n, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2499805

Koç, A, Gürsoy, S. (2020). Amerikan Merkez Bankası FED'in Para Politikası Araçları ve Bağımsızlığı, Econder International Academic Journal, 4 (2), 421-447.

Koepke, R. (2014). Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets, Institute of International Finance Working Paper, Institute of International Finance.

Kreko, J., Lehmann, K., Pulai, G., Balogh, C, Vonnak, B. (2013) International Experiences and Domestic Opportunities of Applying Unconventional Monetary Policy Tools. Magyar Nemzeti Bank Occasional Papers. No:100

Krugman, Paul. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and Return of The Liquidity Trap Brookings Papers on Economic Acivity

Lars E.O. (1999), Inflation Targeting As A Monetary Policy Rule. Journal Of Monetary Economics.

MacDonald, M. (2016). International Capital Market Frictions And Spillovers From Quantitative Easing, Working Paper 1346, Economics Department, Queen's University.

MacDonald, M., & Popiel, M. K. (2020). Unconventional monetary policy in a small open economy. *Open Economies Review*, *31*, 1061-1115.

Mishra P., N'Diaye P., Nguyen L., (2018). Effects of Fed Announcements on Emerging Markets: What Determines Financial Market Reactions?. IMF Economic Review, Palgrave Macmillan;International Monetary Fund, vol. 66(4), pages 732-762,

Miyajima, K., Mohanty, M. S., & Yetman, J. (2014). Spillovers of US unconventional monetary policy to Asia: the role of long-term interest rates.

Moghadam, R. (2011). Recent Experiences in Managing Capital InflowsCross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. *Strategy, policy, and review department, International Monetary Fund*.

Moore J.,Nam S., Shu M., Tepper A., (2013). Estimating the Impacts of U.S. LSAPs on Emerging Market Economies' Local Currency Bond Markets. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 595

Morgan J. (2013) The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy" www.adbi.org/ files/2009.11.11.wp163.role.unconventional.monetary.policy.pdf

Moritz S. & Alan M. T. (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008," American Economic Review, American Economic Association, vol. 102(2), pages 1029-1061, April

Oguanobi C. R., Akamobi, A. A., Ifebi O. E., Maduka A. C., (2015). Does interest rate shocks transmit from united states to Ghana? Evidence from Vector Auto-

Regression. Journal of Developing Areas, Tennessee State University, College of Business, vol. 49(3), pages 1-12, July-Sepe.

Öztürk S. (2006). Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Safranbolu M.Y.O.

Panait, L. (2014). Romanian Financial Market's Reaction to FED Tapering Talk During 2013. *Financial Studies*, 18(4), 19-30.

Rafiq S. (2015). The Effects of U.S. Unconventional Monetary Policy on Asia Frontier Developing Economies. IMF Working Papers 2015/018, International Monetary Fund. Paolo C., Damiano S. (2019). The expansionary lower bound: contractionary monetary easing and the trilemma. BIS Working Papers 770, Bank for International Settlements.

Rey, H. (2013). Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Working Paper, London Business School.

Rogers, J. H., Scotti, C., & Wright, J. H. (2014). Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: A cross-country comparison. *FRB International Finance Discussion Paper*, (1101).

Schwalb, R. (2017). The Effects of Large Scale Asset Purchases on Corporate Bond Yields: Drivers & Channels.

Serel, A., Bayir, M. (2020). Fed'in Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamalarının Türkiye Ekonomisinde Varlık Piyasalarına Etkisi. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi. 10.14784/marufacd.688417.

Shaghil, A., Zlate, A. (2013). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? Available at SRN: https://ssrn.com/abstract=2412153

Shariff, N. S. M., & Hamzah, N. A. (2015). A robust panel unit root test in the presence of cross sectional dependence. Journal of Modern Applied Statistical Methods, 14(2), 14.

Sözbir, M. (2018). Nonlinear Effect Of Global Liquidity On Sovereign Bond Spread: Case Of Turkey. Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Faculty of Economics and Administrative Sciences, Ankara

Stackhouse, B. (1968). Fundamental reappraisal of the discount mechanism: Discount policy and bank supervision. Washington, DC: The Board.

Swanson E. T. (2018). The Federal Reserve Is Not Very Constrained by the Lower Bound on Nominal Interest Rates. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 49(2 (Fall)), pages 555-572.

Talaslı, İ. (2012). *Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,

Timothy S. (2012) Jargon Alert: Operation Twist. Econ Focus, Federal Reserve Bank of Richmond, vol. 16(4Q), pages 1-10.

Tran, T. B. N., & Pham, H. C. H. (2020). The Spillover Effects of the US Unconventional Monetary Policy: New Evidence from Asian Developing Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, *13*(8), 165.

Türkay, M. (2016). International Transmission Mechanism Of Unconventional Monetary Policy, Hacettepe University Graduate School Of Social Sciences Department of Economics, Ankara,

Tillmann, Peter. (2016). Unconventional monetary policy and the spillovers to emerging markets. Journal of International Money and Finance. 66. 10.1016/j.jimonfin.2015.12.010.

Tran, T. B. N., & Pham, H. C. H. (2020). The Spillover Effects of the US Unconventional Monetary Policy: New Evidence from Asian Developing Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, *13*(8), 165.

Turan, Z. (2010). Enflasyon Hedeflenmesi ve Enflasyon Politikaların Uygulanma Sonuçları. Mevzuat Dergisi, Yıl 13, Sayı 150,

Uslu, E. (2012). Reel Kurun Denge Değerinden Sapmasında Balassa-Samuelson Etkisi: Türkiye Örneği. *Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*.

Venkataramanan, S.N. (2014). Impact of quantitative easing on emerging markets : a study on Indian markets.

Yetkin Z. (2005). Merkez Bankalarının Para Politikalarının Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi, s: 50

Yılmaz C. (2012), Türkiye'de Enflasyon Beklentilerini Belirleyen Makroekonomik Unsurlar. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, syf.

Yellen J. (2014) Monetary Policy and the Economic Recovery: a speech at the Economic Club of New York, New York, New York, April 16, 2014. Speech 803, Board of Governors of the Federal Reserve System