

ULUSLARARASI SOSYAL ARAŞTIRMALAR DERĐİŐİ THE JOURNAL OF INTERNATIONAL SOCIAL RESEARCH

Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi / The Journal of International Social Research
Cilt: 14 Sayı: 77 Nisan 2021 & Volume: 14 Issue: 77 April 2021
www.sosyalarastirmalar.com Issn: 1307-9581

FED'İN PARA POLİTİKALARINDAN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN FİNANSAL PİYASALARINA OLAN ETKİLER: KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ* EFFECTS OF THE FED'S MONETARY POLICIES ON THE FINANCIAL MARKETS OF DEVELOPING COUNTRIES: A COMPARATIVE ANALYSIS

Mary İNCİYAN ERSOY**

Öz

Bu alıőmada; FED'in uyguladıđı para politikalarının MSCI endeksinde yer alan geliőmekte olan 20 űlkenin borsa endeksi, dűviz kuru ve faiz oranı űzerindeki etkileri, 2000:M01-2020:M09 dűnemi verileri kullanılarak, Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testiyle incelenmiőtir. Yapılan analizlerde; FED faiz oranından geliőmekte olan űlkelerdeki faiz oranlarına dođru, FED'in parasal tabanında da geliőmekte olan űlkelerdeki borsa endeksi ve faiz oranına dođru nedensellik iliőkilerinin var olduđu belirlenmiőtir. Amerika kıtasında yer alan geliőmekte olan űlkelerin faiz oranlarının, FED'in faiz oranından etkilenmediđi gűrűlmüőtir. Asya'daki geliőmekte olan űlkelerin FED'in uygulamalarına daha duyarlı oldukları bulunmuő olup, yatırımcıların bu duruma dikkat etmelerinde yarar vardır.

Anahtar Kelimeler: FED Para Politikaları, Geliőmekte Olan űlkeler, Finansal Piyasalar, Panel Nedensellik Analizi.

Jel Kodları: E44, E58, E63, F31, N20.

Abstract

In this study, the effects of the monetary policies implemented by the FED on the stock market index, exchange rate and interest rate of 20 developing countries included in the MSCI index were examined with Dumitrescu and Hurlin (2012) panel causality test using the data of the 2000:M01-2020:M09 period. In the analysis, it has been determined that there are causality relationships from FED's interest rate to the interest rates of developing countries, and monetary base of the FED towards stock market index and interest rate in developing countries. It has been observed that the interest rates of the developing countries in the American continent are not affected by the interest rate of the FED. Developing countries in Asia have been found to be more sensitive to the FED's practices, investors should pay attention to this situation.

Keywords: FED's Monetary Policies, Developing Countries, Financial Markets, Panel Causality Analysis.

Jel Codes: E44, E58, E63, F31, N20.

* Bu alıőma yazar tarafından İstanbul űniversitesi Sosyal Bilimler Enstitűsü İktisat Ana Bilim Dalında hazırlanan ve 28.12.2020 tarihinde savunularak kabul edilen "ABD Merkez Bankası FED'in Para Politikası Kararlarının Geliőmekte Olan űlke Finansal Piyasalarına Etkileri" baŐlıklı tezi temel almaktadır.

** Dr., İstanbul űniversitesi Sosyal Bilimler Enstitűsü, ORCID : 0000-0002-0958-7616, inciyanmary@yahoo.com



1. GİRİŞ

ABD Merkez Bankası FED'in para politikası kararları, gelişmekte olan ülke ekonomilerini yakından etkilemektedir. ABD ekonomisinin ve finansal piyasalarının büyüklüğü, ABD Dolarının dünyadaki en önemli rezerv para birimi olması ve Dolar basma yetkisinin de FED'in elinde bulunması, FED kararlarının ve politika uygulamalarının, tüm dünyada yakından izlenmesi sonucunu doğurmaktadır. Özellikle 2008 küresel ekonomik krizi ve 2020 Covid-19 pandemisi sürecinde uyguladığı genişletici para politikaları ve 2014-2019 döneminde uyguladığı daraltıcı para politikaları ile hem ABD hem de dünya ekonomisine yön veren FED'in politika kararlarının tüm ülkeler açısından yakından takip edilmesinde yarar vardır. Özellikle dış borç stoku yüksek, cari işlemler açığı veren, üretim ve tüketimde ithalata yüksek derecede bağımlı gelişmekte olan ülkeler, FED kararlarından önemli ölçüde etkilenebilmektedirler.

Günümüzde politika yapımcılar, ekonomistler ve yatırımcılar tarafından dikkatle izlenen FED kararları ABD ekonomisini olduğu kadar tüm dünya ekonomilerini de yakından ilgilendirmektedir. FED almış olduğu kararlarla bir yandan ABD ekonomisine yön verirken, diğer yandan rezerv para olma özelliği nedeniyle ve ABD ekonomisinin büyüklüğüyle diğer ülkeleri de etkileyebilmektedir. Küreselleşmenin de katkılarıyla ABD'de yayınlanan önemli veriler dünya genelinde yakından takip edilmekte ve FED'in alması muhtemel kararlar üzerinde tahminler yürütülmektedir. Çünkü FED, ABD'deki gelişmeleri ve ekonomik verileri göz önünde bulundurmanın yanı sıra, dünya genelindeki kriz, salgın hastalıklar ve diğer önemli gelişmeleri de değerlendirmeye almakta ve bu veriler ışığında para politikalarını belirlemektedir. Bu yüzden ABD ekonomisindeki para politikası değişiklikleri, dünya ekonomilerini borsa endekslerinden, merkez bankası politikalarına, ticaret hacminden döviz kurlarına kadar çok geniş bir yelpazede etkileyebilmektedir. Dolayısıyla diğer ülke merkez bankaları da para politikası kararlarını alırken FED'in kararlarını göz önünde bulundurmak zorunluluğu duymaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, FED'in kararlarını yakından izlemekte, kendi para ve maliye politikalarını buna göre şekillendirebilmektedirler. FED'in para politikası toplantıları ve bu toplantılarda alınacak kararlar (hatta bu kararlara yönelik önsel beklentiler bile) dünya genelindeki finansal haber akışlarında önemli bir yer tutmakta, yatırımcıların ve ülkelerin geleceğe dönük planlamalarında ana belirleyicilerden biri olmaktadır. Bu yönüyle FED bir anlamda supranational (uluslarüstü) bir finansal kurum şekline gelmiştir (Yılmaz ve Alganer, 2014, 59-60).

Bu çalışmada FED'in aldığı faiz kararlarının ve FED'in parasal tabanında meydana gelen değişimlerin (miktaral genişleme politikalarının) MSCI endeksinde yer alan¹ 20 gelişmekte olan ülkenin merkez bankaları tarafından belirlenen faiz oranlarına, borsa endekslerine ve döviz kurlarına olan etkileri, 2000:M01-2020:M09 dönemi için panel veri analizi yöntemiyle araştırılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde merkez bankacılığı hakkında açıklamalar yapılmış, üçüncü bölümünde FED'in işleyişi ve görevleri hakkında kısaca bilgiler sunulmuştur. Dördüncü bölümündeki literatür özetini takip eden beşinci bölümde ekonometrik analizler gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma; FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarını bir arada ele alması, bu politikaların gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerindeki etkilerini ekonometrik olarak analiz etmiş olması, analize dahil edilen ülkelerin, bütün dünyanın dikkatlerini üzerine çeken hızla gelişen ülkeler (Emerging Countries) olması, bu ülkelere ait erişilebilen en geniş ve frekansı en yüksek veri seti ile çalışılmış olması, analizlerin sadece panelin geneli için değil, aynı zamanda daraltılmış ülke sepetleri ve kıtalar bazında da gerçekleştirilmiş olması ve analizlerde elde edilen bulgulara dayanılarak geliştirilen politika önerileri ile literatüre önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.

2. MERKEZ BANKACILIĞI

ABD'li komedyen Will Rogers'ın esprili biçimde "insanlığın ateş ve tekerlekten sonraki üçüncü büyük buluşu" olarak nitelendirdiği merkez bankası, bütün para ve kredi sisteminin merkezinde yer almaktadır. Merkez Bankaları, devlet adına yerel para basma yetkisini kanunlarla tekelinde bulduran, basmış olduğu paraları tedavüle sokmakla ve böylece para arzını kontrol etmekle yükümlü, yerel paranın istikrarını ve değerini korumak amacıyla para politikalarının uygulanmasını sağlayan ve dolayısıyla finansal kesimi büyük ölçüde etkileyen tüm parasal sistemden sorumlu banka olarak tanımlanabilir (Cukierman, 1996). Ancak banka olarak adlandırılmasına rağmen kâr amacı gütmeyen, devletin bir kurumu olmakla/olabilmekle birlikte hükümetlerden bağımsız, ancak hükümet politikalarıyla uyumlu çalışan ve

¹ 2020 yılı itibarıyla MSCI endeksinde yer alan ülkeler Ek 1'de yer almaktadır.



ülkelerinin ekonomileri için hayati öneme sahip para otoritesini elinde bulunduran bir bankadır (Fischer, 1995a, 4).

Merkez bankaları bankacılık sisteminin ve para politikalarının düzenleyicisi olmakla birlikte, bankaların ellerindeki fazla mevduatları yatırdıkları ve aynı zamanda bankalar için nihai kredi mercii (lender-of-last-resort) olmaları nedeniyle de “bankaların bankasıdır” (Altuntaş, 2012: 73). Çünkü Merkez Bankaları halka doğrudan kredi vermezler ve halktan mevduat toplamazlar. Mevduatı ticari bankalar toplar ve bu paraları fon talep edenlere kredi olarak kullanırlar. Verilen bu kredilerden, tekrar bankacılık sistemi içinde kalan kısım, bankalar tarafından kaydı para yaratılmasına imkân sağlayarak, para arzının artmasına neden olur (FRBR, 1962, 2-3). Ticari bankalar, halktan topladıkları mevduatların tamamını kredi olarak kullanmaz, merkez bankalarına, zorunlu karşılık oranı (ZKO) olarak yatırılırlar. Merkez bankaları, ZKO oranını değiştirerek ve diğer politika araçlarını (Açık piyasa işlemleri, reeskont oranları, rezerv opsiyon mekanizmaları vb.) kullanarak, ticari bankaların elindeki ödünç verilebilir fon miktarını ve maliyetlerini etkiler. Merkez bankaları bu yolla bankaların verecek oldukları kredi hacmini kontrol ederek, para ve kredi politikalarını ekonominin ihtiyacına göre düzenlemek suretiyle, ülkelerinin para politikalarını yürütmüş olurlar (Rich, 2008).

Merkez bankaları ister devlet sermayesi ile ister özel sermaye ile kurulmuş olsun, kamu yararına hizmet ederler. Faaliyetlerindeki asıl amaç kâr elde etmek değil, ülkesinin para politikalarını en doğru biçimde yönetmektir (TCMB, 2019). Merkez bankalarının para ve kredi hacmini düzenlerken gelişmiş veya gelişmekte olan ülke ekonomisi ayrımı yapılmaksızın herhangi bir siyasi etki altında kalmayan “bağımsız” hareket edebilen bankalar olması tezi savunulur. Ancak günümüzde para politikasının, genel ekonomi politikalarının bir parçası olması, hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki hâkimiyetinin artmasına yol açmaktadır (Zarakolu, 1988, 1-5).

Tarihte banknot (kâğıt para) basıp piyasaya süren ilk bankalara 1650 sonrası dönemde rastlanmaktadır. 1661’de Stockholm Bankası ilk banknotu ihraç etmiş, ancak bu paraların piyasadaki geçerlilik süresi oldukça kısa olmuştur. Daha sonra merkez bankası niteliklerine sahip ilk banka olan İsveç Devlet Bankası (Riksbank), 1668 yılında kendi bastığı kâğıt paraları piyasaya sürmüştür. Aynı zamanda Riksbank’ın kurucusu da olan Johan Palmstruch (1611 - 1671), banknot ihracı ile ticari senetlerin iskontosu arasındaki ilişkiyi belirleyerek, iskonto işlemini yaptırımlara madeni para yerine bankanın çıkardığı banknotları vermeye başlamıştır. Verilen banknotlar, bankanın imzasını taşıdığı ve istendiği zaman madeni para (altın veya gümüş) ile değiştirilebileceğine dair bir not yazılı² olduğu için piyasalarda genel kabul görmüştür (Irwin, 2013, 19 - 20).

Tarihte ilk merkez bankaları, özel ticari bankalar olarak kurulmuştur. Bu bankaların kâr amacı gütmeyen kamu kurumları şekline dönüşmesi ise bir hayli zaman almıştır. Ancak yine de bu bankalar hükümetin bankerliğini yapma ve banknot ihraç etme yetkileri nedeniyle, özel donanımlara/haklara ve yetkilere sahip olmuşlardır. Bazı ülkelerde özellikle İsveç, Norveç, Finlandiya, Danimarka, Hollanda ve Avusturya-Macaristan’da merkez bankalarına tekeli imtiyazlar tanımak neredeyse zorunlu hale gelmiştir. Çünkü kuruldukları dönemlerde bu bankalar neredeyse ülkelerindeki tek ticari banka konumunda olmuşlardır. Bu ülkelerde bankaların kurulmasını teşvik etmenin en önemli sebebi ise ticari faaliyetlerin gerçekleştirilebilmesi için gerekli hizmetlerin sunulmasını sağlamak olmuştur. Aksi takdirde bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesi mümkün olamayacaktır (Goodhart, vd., 1994, 4 - 5).

Paranın ekonomik hayatta etkinliğinin ve fonksiyonlarının artması, paranın yönetimini de zorunlu hale getirmiş ve merkez bankalarının doğuşuna zemin hazırlamıştır. İlk zamanlarda birçok ticari bankaya para basma hakkı verilmiştir. Ancak bu bankaların, bastıkları kâğıt para kadar kasalarında altın bulundurma yükümlülükleri de bulunmaktadır. Sonraki dönemlerde ekonomik hayatın canlanması ve ticaretin para ile yapılması, devletlerin bu konularla ilgilenmesine ve hatta denetim mekanizmalarının kurulmasına neden olmuştur. Bu sürecin doğal bir sonucu olarak devletler daha az maliyetle borçlanmak, para ve kredi işlemlerini ekonominin ihtiyacına göre düzenlemek, denetlemek ve para basma görevini yerine getirmek, dolaşıma süreceği paranın emisyon ve tedavülüne karar vermek ve bankacılık faaliyetlerini düzenlemek ve denetlemek için merkez bankalarını kurmuşlardır (Fischer, 1995b, 3).

1600’lü yıllarda kurulan ve dünyada ilk merkez bankalarına örnek olarak gösterilen Bank of Amsterdam, Sweden Riksbank veya Bank of England’ın ortak yönleri; para basma yetkilerinin olması, devlete savaş finansmanı için borç vermeleri, altın ve gümüş gibi metallerin rezervlerini kontrol etmeleri ve

² Kâğıt paralar, üzerlerindeki bu notta dolaylı “Banka Notu” anlamına gelen “Banknot” adını almıştır. Osmanlı Devleti’nde bastırılan ilk kâğıt paraların üzerinde de “Bedeli Dersaadet”te altın olarak tesviye olunacaktır” yazmaktadır (AA, 2015).



daha etkin bir ödeme sistemi kurmaya çalışmalarıdır. Çünkü bu dönemde bankacılık faaliyetlerine aracılık eden kişiler borçlarını ödeyememişler ve bu durumun neden olduğu bunalım sonrasında İsveç kralı Karl X. Gustav'ın çabaları ile Stockholm Banco kurulmuştur. Yeni banka, para basımında bakırın değerini düşürmüştür. Yatırımcılar yatırdıkları eski bakırları almak için bankaya hücum etmişler, ancak toplam bakır miktarı bu talebi karşılamaya yetmemiştir. Bakırın ağır bir metal olması ve üretiminin zor olması, para olarak kâğıdın kullanılmasına zemin hazırlamıştır. Kâğıt paranın icadı ile birlikte işlemler artmış, ancak basımı kolay olduğundan, gereğinden fazla para basılmış ve bunun sonucunda enflasyon yükselmiştir. İsveç hükümeti artan enflasyon nedeniyle bankaya el koymuş ve piyasadaki kâğıt para miktarını azaltma yoluna gitmiştir. İsveç parlamentosu da daha sıkı kontrol edilebilen bir bankanın gerekliliğine karar vermiştir. 1656 yılında özel bir banka olarak kurulan ve bugün İsveç Merkez Bankası olan Sveriges Riksbank'ın temelleri, bu yaşanan tecrübelerden sonra, 1668 yılında atılmıştır (Irwin, 2013, 18-23).

Riksbank, İsveç parlamentosu tarafından 1668 yılında İsveç'in parasallaşmasında merkezi bir role sahip olarak kurulmuş ve dünyanın en eski merkez bankası olarak tarihe geçmiştir (Edvinsson, Jacobson ve Waldenström, 2010, 13). Kâr amacı gütmekten çok, özel bir ticari banka olarak Hollandalı iş adamı Palmstruch'ın yardımlarıyla kurulan Sveriges Riksbank veya daha çok kabul gördüğü ismiyle Riksbank, 350 yılı aşan tarihiyle dünyanın en eski merkez bankası olarak kabul görmesine rağmen (Riksbank, 2018), çağdaş anlamda ilk merkez bankası olup olmadığını tartışmak mümkündür. İngiltere Bankası, Riksbank'tan çeyrek yüzyıl kadar sonra kurulmuş olmasına rağmen, devletin bankası olmak, banknot ihraç etme tekeline ve likiditenin son mercii fonksiyonuna sahip olmak üzere üç önemli fonksiyonu içerecek şekilde ortaya çıkmış olması nedeniyle çağdaş anlamda ilk merkez bankası olarak kabul edilmeyi daha çok hak etmiştir (Selgin, 2010: 171).

İsveç Merkez Bankası Sveriges Riksbank'tan sonra dünyanın en eski ikinci merkez bankası olan ve günümüz çağdaş merkez bankacılığının oluşumuna önderlik eden İngiltere Bankası (Bank of England), hem Fransa ile Dokuz Yıl Savaşlarının finansmanını sağlamak, hem de savaşın finansmanı için yeni çıkarılan kâğıt paradan özel kâr elde etmek üzere İskoç iş adamı Willeam Peterson tarafından Londra'da 1664 yılında kurulmuştur (Kindleberger, 1993, 52). 1802 yılında Henry Thornton bazı eksikliklerin farkına varmış ve günümüz çağdaş merkez bankacılığına yakın bir merkez bankası kurulmasına önayak olmuşsa da çoğu tarihçiler 1844 tarihli Peel Kanunu ile ıslah edilen İngiltere Merkez Bankasını, dünya merkez bankacılığında bir dönüm noktası olarak kabul etmeyi uygun görmüşlerdir (Capie vd. 2001, 5).

Merkez bankacılığı esas itibarıyla 19. yüzyıldan sonra gelişmiştir. İsveç Merkez Bankası ve İngiltere Bankasından sonra 1800'de Fransa Bankası, 1811'de Finlandiya Bankası, 1814'te Hollanda Bankası, 1816-181'de Avusturya Milli Bankası ve Norveç Bankası, 1818'de Kopenhag Milli Bankası, 1850'de Belçika Milli Bankası, 1856'da İspanya Bankası, 1860'ta Rus Bankası, 1873'te İtalya Milli Bankası, 1875'te Reichsbank (Almanya'da), 1882'de Japonya Bankası, 1887 de Portekiz Bankası, 1893 de İtalya Bankası, 1907 de İsviçre Milli Bankası ve 1913'te Federal Reserve System (ABD'de) kurulmuştur (Ugolini, 2018).

1800'de kurulan Fransa Bankası da diğer bankalar gibi devletin bankeri olmuş ve yalnızca Paris'te banknot ihracı yetkisi almıştır. Bu banka sonradan şubelerinin sayısını artırmış ve Fransa genelinde banknot ihraç etme yetkisine sahip olmuştur. Fransa Bankası; hazine işlemleri ve banknot ihraç etme görevlerinin yanında, ticari bankalardaki mevcut finansal varlıkların koruyucusu ve bankalar için son kredi mercii olma görevlerini de yerine getirmeye başlamıştır. Fransa Bankası, merkez bankası haline geldikten sonra da İngiltere Bankası'ndan farklı olarak, ticari banka olma özelliklerinden tamamıyla vazgeçmemiş, bazı müşterilerine doğrudan alacak senedi iskontosu yapmaya ve belirli teminatlar karşılığında ödünç para vermeye devam etmiştir (Önder, 2005, 11 - 12). Almanya'da ise siyasi birliğin tamamlanmasıyla birlikte 33 bankanın banknot çıkarma yetkisi 1875 yılında çıkartılan bir yasayla Reichsbank'a devredilmiştir. Daha sonraları 26 Temmuz 1957'de Frankfurt'ta sermayesi kamuya ait olan Bundesbank kurulmuş ve dünyadaki bağımsız merkez bankacılığına öncülük etmiştir (Francke ve Hudson, 1984, 42). 1900 yılından önce kurulan merkez bankaları Tablo 1'de yer almaktadır.



Tablo 1: 1900 Yılından Önce Kurulan Merkez Bankaları

Merkez Bankaları	Kurulduğu Ülke	Kuruluş Yılı	Para Basma Yetkisi Verilmesi	Son Kredi Veren Mercii Olması
Sverige Riksbank	İsveç	1668	1897	1890
Bank of England	İngiltere	1694	1844	1870
Banque de France	Fransa	1800	1848	1880
Bank of Finland	Finlandiya	1811	1886	1890
Nederlandsche Bank	Hollanda	1814	1863	1870
Austrian National Bank	Avusturya	1816	1816	1870
Norges Bank	Norveç	1816	1818	1890
Danmarks Nationalbank	Danimarka	1818	1818	1880
Netherlands Antilles	Hollanda Antilleri	1828	-	-
Indonesia	Endonezya	1828	-	-
Banco de Portugal	Portekiz	1846	1888	1870
Belgian National Bank	Belçika	1850	1850	1850
Banco de Espana	İspanya	1874	1874	1910
Reichsbank	Almanya	1876	1876	1880
Bulgaria	Bulgar	1879	-	-
Romania	Romanya	1880	-	-
Bank of Japan	Japonya	1882	1883	1880
Serbia	Sırbistan	1883	-	-
Banca D' Italia	İtalya	1893	1926	1900

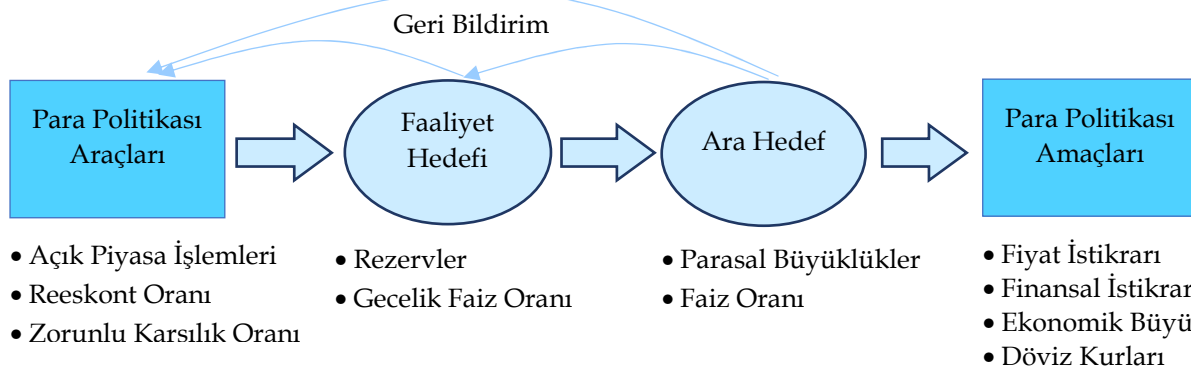
Kaynak: Capie vd. (2001, 6).

Tablo 1'den de anlaşılacağı üzere 1820 yılına kadar kurulmuş olan az sayıdaki bu kurumların, merkez bankası fonksiyonlarının bir kısmını yerine getirdikleri görülmektedir. Yirminci yüzyıla gelindiğinde ise gerçek anlamda merkez bankası görev ve yetkilerine sahip sadece 18 kurum kurulmuştur (Capie vd. 2001, 5).

Merkez bankalarının ilk kuruldukları yıllardaki esas amaçları; bütçe denkliliğini sağlamak ve savaş giderlerini finanse etmek iken, ilerleyen yıllarda gerçekleştirilen yasal ve yapısal değişikliklerle günümüzdeki çağdaş merkez bankacılığı sistemine ulaşılmıştır (Turna, 2014, 42). Tarihsel süreçte merkez bankalarının görevleri artan bir seyir izlemiştir. Kuruluşundan günümüze kadar geçen sürede önemli değişikliklere uğrayan merkez bankaları, klasik merkez bankacılığında çağdaş merkez bankacılığına geçiş yapmışlardır. Önceleri hükümetleri finanse etmekle ve birçok makroekonomik hedefi gerçekleştirmekle görevli olan merkez bankaları günümüzde; hükümetlerden bağımsız, şeffaf, hesap verebilen, temel amacı fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak olan, ülkelerinin para politikalarını, serbest piyasa koşullarına uygun biçimde tespit eden ve uygulayan çağdaş bir yapıya kavuşmuşlardır (Akyazı, 2001, 3).

Merkez bankaları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek için; para politikası araçlarını kullanarak öncelikle bir kısım faaliyet hedeflerine ve ara hedeflere odaklanırlar. Merkez bankaları, bu yolla bir kısım para politikası araçlarını kullanarak, önce ara hedeflere, sonra ana hedefine ulaşabilmektedir. Bu süreç Şekil 1 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 1: Merkez Bankalarının Hedeflerine Ulaşma Aşamaları



Kaynak: Şıklar (2004)'dan yararlanılmış, para politikası araçları ve para politikası amaçları bölümleri yazar tarafından güncellenmiştir.



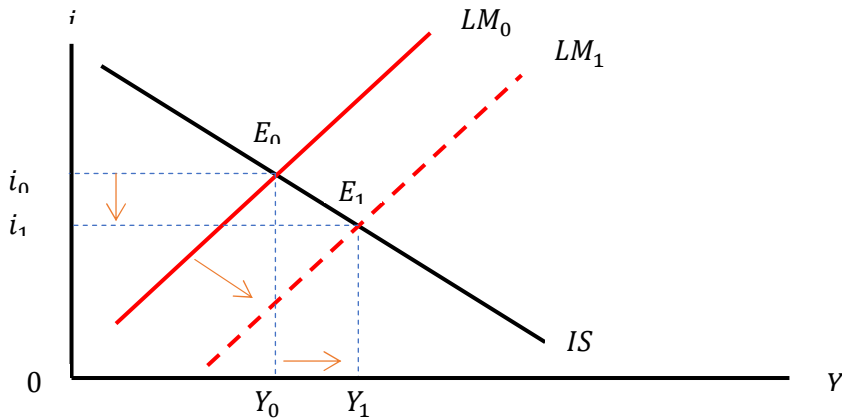
Şekil 1'den de görüldüğü üzere merkez bankaları; fiyat istikrarı, finansal istikrar, ekonomik büyüme ve döviz kurlarını belirli aralıkta tutma gibi ana politika hedeflerine ulaşabilmek için açık piyasa işlemleri, reeskont oranları ve zorunlu karşılık oranları gibi para politikası araçlarını kullanarak öncelikle rezervler ve gecelik faiz oranları gibi faaliyet hedeflerine, sonra parasal büyüklükler ve faiz oranları gibi ara hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Tabii bu işlemleri yaparken sürekli olarak geri bildirimleri derlemekte ve uyguladığı politikaları buna göre revize etmektedir.

Merkez bankaları bu işlemleri gerçekleştirirken, amaç belirlemede hükümetle koordineli çalışmalı, fakat kullanacağı politika araçlarını belirlerken bağımsız davranabilmelidir. Merkez bankalarının bağımsızlığı; bu bankaların kurumsal, yönetsel, finansal ve para politikasına ilişkin kararları noktasında, hükümet veya başka bir kurumdan herhangi bir baskı, zorlama, yönlendirme veya kısıtlamaya tabi olmamasını ifade etmektedir. Yani merkez bankaları, alacakları her türlü kararda tam bağımsız bir şekilde, siyasi otoritenin kontrolünden uzak, kendi özgür iradesi ve bilimsel gerçeklerin yol göstericiliği içinde davranabilmelidirler (TCMB, 2012a). Özerklik, sağlıklı para politikasının temel taşlarından biridir. Siyasetçiler oy kaygısı ile daha yüksek enflasyonu, düşük büyüme ve yüksek işsizliğe tercih edeceklerdir. Bunun için de merkez bankalarının para arzını artırarak, ülkedeki ekonomik faaliyetleri hızlandırmaları konusunda onlara baskı/yönlendirme yapabilmektedirler. Oysa bu tür popülist politikalar uzun dönemde ekonomiye daha çok zarar vermektedir. 1990'lı yıllarda Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyonun arkasında; sık sık yapılan seçimler ve bu seçimlerde daha fazla oy alabilmek için merkez bankası kaynaklarını karşılıksız biçimde kullanan hükümetler vardır. Bu nedenle siyasetin ekonomiden ve merkez bankalarından uzak durması yararlı olacaktır (Yüret, 2019, 7). Merkez bankalarının özerk olmaları; siyasi otoritenin önceliklerine göre hareket etmek yerine, mevcut ekonomik durum ve ülke öncelikleri çerçevesinde hareket etmelerini gerektirmektedir (Kaykusuz, 2013, 4). Ancak bağımsız merkez bankaları hedeflerine ulaşmaya çalışırken, aynı zamanda şeffaf hareket etmeli, gerektiğinde hesap da verebilmelidirler. Merkez bankalarının, halkın seçtiği parlamentoya karşı sorumlu olmaları, ekonomide bir denge-kontrol mekanizması görevini de görecektir. Parlamentoların, merkez bankalarını başarılı olduklarında ödüllendirmesi, başarısız olduklarında ise hesaba çekmesi hatta cezalandırması, finansal sistemin etkin biçimde işlemesine katkı sağlayacaktır. Tamamen bağımsız ve hesap verilebilirliği olmayan bir merkez bankacılığı, finansal sistemi öngörülemeyen noktalara sürükleyebilecektir (Yüret, 2019, 9).

Merkez bankalarının bağımsızlık seviyelerini ölçebilmek için çeşitli endeksler geliştirilmiştir. Cukierman, Webb ve Neyapti (1992), 72 ülkenin 30 yıllık dönemde merkez bankası başkanlarının görevde kalma sürelerini temel alarak oluşturduğu endeks değerleri ile enflasyon arasında, sanayileşmiş ülkelerde negatif bir ilişki olduğunu, ancak bu ilişkinin gelişmekte olan ülkelerde geçerli olmadığını tespit etmiştir. Valila (1999) ise gelişmekte olan ülkelerde de merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon oranı arasında negatif bir korelasyon olduğunu tespit etmiştir. Az gelişmiş ülkelerle ilgili yapılan çalışmalarda; merkez bankalarının bağımsızlığı ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmüştür (Crowe ve Meade, 2008).

Günümüzde merkez bankaları piyasalara doğrudan müdahale edebilmektedirler (Ağcaer, 2003, 1). Merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikalarının faiz oranları (i) ve reel GSYH (Y) üzerindeki etkileri, Şekil 2'de yer alan IS-LM modeli yardımıyla incelenebilir.

Şekil 2: Genişletici Para Politikalarının Reel Ekonomiye Etkileri: IS-LM Modeli

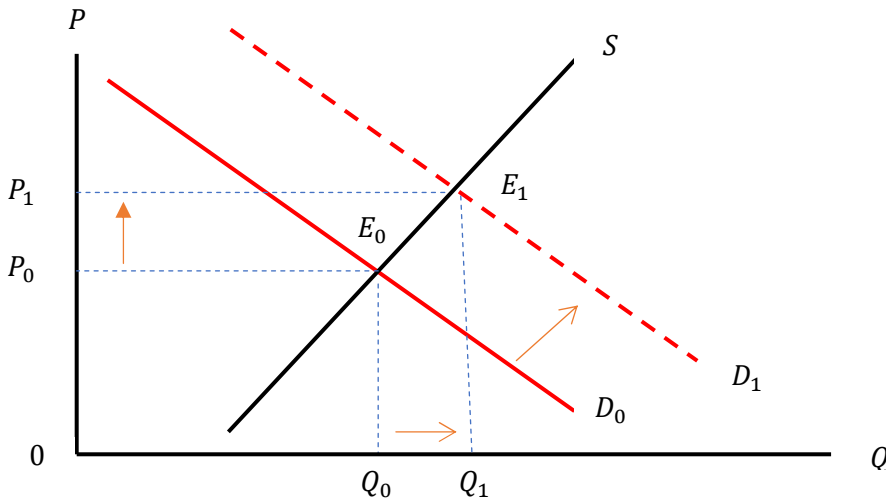


Kaynak: Yıldırım, Karaman ve Taşdemir (2009, 222)'den yararlanarak, yazar tarafından çizilmiştir.



Şekil 2’de IS; yatırımlar (Investments: I) ve tasarruflar (Savings: S) olup, reel ekonominin üretim kısmını temsil etmektedir. LM ise; para arzını (Liquit Money: LM) göstermektedir. İlk durumda ekonomi; i_0 faiz oranı ve Y_0 reel milli gelir düzeyi ile E_0 noktasında dengede iken, merkez bankası tarafından genişletici bir para politikası izlendiğini ve piyasadaki likidite miktarının (para arzının) artırıldığını varsayalım. Bu durumda LM eğrisi sağa doğru kayarak LM_1 haline gelecektir. Yeni durumda faiz oranları i_0 ’dan i_1 ’e düşecek, reel üretim miktarı Y_0 ’dan Y_1 ’e yükselecek ve ekonomi E_1 noktasında yeni dengesine ulaşacaktır. Görüldüğü gibi; merkez bankası tarafından uygulanacak bir genişletici para politikası, ekonomide faizleri düşürerek bir yandan tüketici kredilerinin maliyetini düşürerek tüketim talebini, diğer yandan da yatırım maliyetlerini düşürüp, yatırımların karlılığını artırarak, yatırım ve üretim seviyesini artıracaktır. Yeni yatırımlar, ülkede istihdamın da artmasına imkân sağlayacaktır. Genişletici para politikasına bağlı olarak, istihdamın ve reel milli gelirin artmasının, fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkileri, Şekil 3’teki arz-talep diyagramı yardımıyla incelenebilir.

Şekil 3: Genişletici Para Politikasının Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkileri



Kaynak: Dinler (2012, 78)’den yararlanarak, yazar tarafından çizilmiştir.

Şekil 3’te P; fiyatlar genel düzeyini (Prices), Q; mal miktarını (Quantity), S; ekonomideki toplam arzı (Supply) ve D; ekonomideki toplam talep (Demand) miktarını göstermektedir. Başlangıçta ekonomi P_0 fiyat düzeyi ve Q_0 talep düzeyi ile E_0 noktasında dengede iken merkez bankasının genişletici para politikası izlediğini ve buna bağlı olarak, ülkede istihdam, üretim ve harcanabilir gelir düzeyinin arttığını varsayalım. Bu durumda ekonomide talep artışı yaşanacak ve D doğrusu sağa doğru kayarak D_1 haline gelecektir. Bunun sonucunda fiyatlar genel düzeyi P_1 ’e, talep miktarı Q_1 ’e yükselecek ve ekonomi E_1 noktasında yeni dengesine ulaşacaktır. Görüldüğü gibi; merkez bankası tarafından uygulanan bir genişletici para politikası ekonomide; faizleri düşürecek, istihdam ve üretimi artırarak, toplam talebi yükseltecek ve fiyatlar genel düzeyini arttıracaktır. Tersine daraltıcı para politikası da faizleri artırıp, üretim, istihdam toplam talebi azaltarak, fiyatlar genel düzeyini düşürecektir.

Aynı zamanda artan para arzı ile piyasada oluşan likiditenin bir kısmı hisse senedi borsalarına giderek, borsa endeksinin yükselmesine, likiditenin bir kısmı kıymetli madenlere (altın, gümüş vb.) giderek bunların da fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır. COVID-19 sürecinde başta ABD Merkez Bankası FED olmak üzere birçok ülke merkez bankası tarafından uygulanan genişletici para politikaları neticesinde ABD’de borsa endekslerinin rekor seviyelere ulaşmış olması, dünya genelinde altın ve gümüş fiyatlarının tarihi zirveleri görmesi, Türkiye’de araba ve konut fiyatlarının anormal ölçülerde artması, burada sözü edilen olguları desteklemektedir.

3. FED’İN İŞLEYİŞİ VE GÖREVLERİ

23 Aralık 1913’te kurulan FED, sermayesi üye bankalara ait olup, tamamen özerk bir kurumdur. FED’in sermayesi, üye 8 bankaya aittir. Bu bankalar; Rothschild Bank, Lazard Brothers Bank, Israel Moses Seif Bank, Warburg Bank, Lehman Brothers Bank, Kuhn, Loeb Bank, Chase Manhattan Bank ve Goldman Sachs Bank’tır. Üye bankalar, sermaye ve kârlarının %6’sı kadar FED hissesi almak zorundadırlar. Bunun %3’ünün nakit olarak ödenmiş olması gerekmektedir. Kalan %3’lük kısım için FED Güvernörler Kurulu’nun



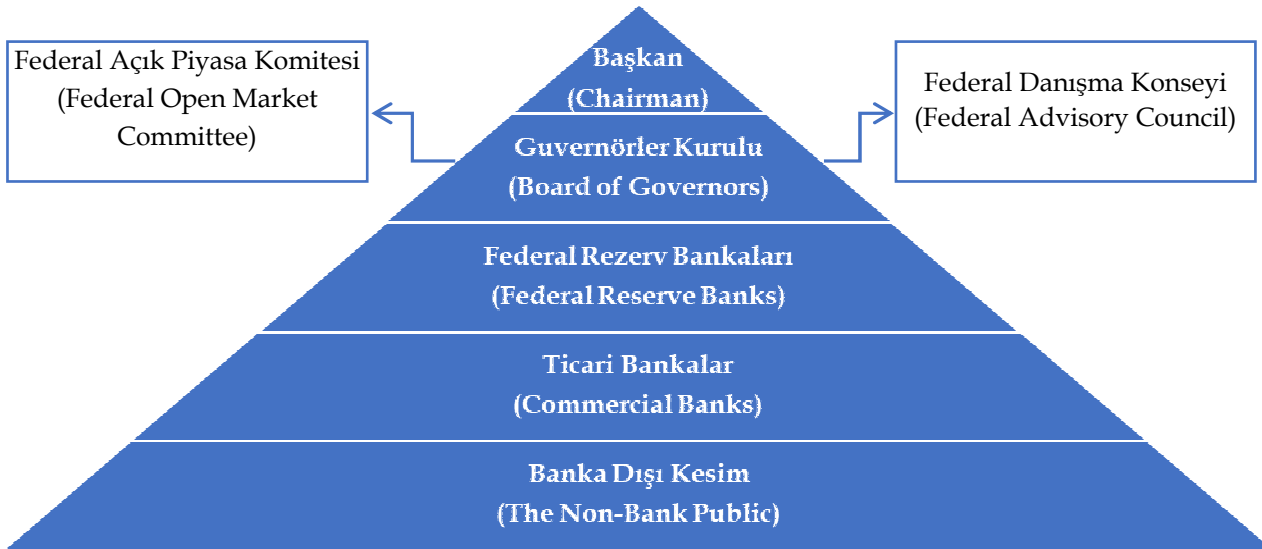
çağrılarını beklenebilir. Ticari bankalar bu yatırımdan %6 oranında kâr payı alırlar. Böylece şeklen her merkez bankası, üyesi olan bankaların sahibi olduğu bir banka durumundadır. Ancak bu durum, ticari bankaların FED'in politikalarına etki edebileceği anlamına gelmemektedir (Flaherty, 2020).

FED, ABD'nin para politikalarını yönetmekle görevlidir. Bununla birlikte FED, ABD'nin mali sisteminde de istikrarın sağlanmasında ve sürdürülmesinde çok önemli sorumluluklara sahiptir. FED genel olarak dört temel görevi yerine getirmekle görevlidir (Bechter, 1994, 6):

- Para arzı ve kredi hacmini düzenlemek suretiyle ABD'nin para politikalarını yürütmek ve ABD'deki fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak,
- Mali kurumları işleyişini düzenlemek ve denetlemek suretiyle ABD'deki finansal istikrarı korumak,
- ABD hükümeti adına banknot basmak ve ihraç etmek (piyasadan tahvil olarak bankacılık sisteminin kullanımına sunmak), kendi ülkesi dışında yapılan ABD Doları transferlerine aracılık etmek (muhabir bankacılık hizmeti sunmak) ve
- Hükümet için mali araştırmalar yapmak.

FED bu dört temel görevi yerine getirirken, dış ticaret, fiyat istikrarı, yüksek istihdam ve ekonomik büyüme gibi makroekonomik amaçları da dikkate almak zorundadır. FED, para ve kredi sorumluluklarına ilave olarak, faaliyet gösteren yabancı banka ve holdingleri denetleme ve düzenleme yetkisine de sahiptir (Ayyubov, 2012). FED'in temel bileşenleri ve bunlar arasındaki hiyerarşi Şekil 4'te yer alan FED Piramidi yardımıyla incelenebilir:

Şekil 4: FED Piramidi



Kaynak: Amosweb (2020).

Bu hiyerarşide en üstte yer alan FED başkanı, ABD devlet başkanı tarafından, Guvernörler Kurulu üyeleri arasından aday gösterilir ve ABD Senatosu tarafından onaylandıktan sonra dört yıllık bir süre için görevlendirilir. Görev süresinin bitmesinin ardından başkan tekrar aday gösterilebilir ve Senatonun onaylaması halinde birden fazla dönem görev yapabilir. Örneğin; William Martin, 1951'den 1970'e kadar FED başkanı olarak görev yapmış olup, bu görevi en uzun süre devam ettiren FED Başkanı unvanına sahiptir. FED başkanı, ABD başkanına bağlı olarak çalışmaz, devlet başkanı tarafından görevinden alınamaz, ancak isterse kendisi, görev süresi bitmeden istifa edebilir. FED başkanı, FED'in aktif icra görevlisi olup, yılda iki defa ABD Kongresine FED'in para politikası hedefleri ve uygulamaları hakkında rapor vermek zorundadır.

FED'in yönetim kurulu olan Guvernörler Kurulu, FED'in en önemli ve etkili kurumu olup, para politikası kararlarının temel sorumlusudur. Guvernörler Kurulu 7 kişiden oluşmaktadır. Kurul üyeleri ABD başkanı tarafından belirlenip, senato tarafından onaylanarak, 14 yıl görev yaparlar. Her iki yılda bir üyelerden birinin görev süresi dolacak şekilde, kurul üyeleri kademeli olarak değiştirilir. Bu şekilde hem yeni gelen üyelere adaptasyon imkânı tanınır, hem de işi öğrenen kurul üyelerinin ABD'ye uzun süre hizmet etmesi sağlanmış olur. Görev süreleri içinde kurul üyeleri görevlerinden alınamazlar. Çoğunlukla bankacı veya ekonomistlerden oluşan kurul üyeleri, bir daha bu göreve seçilemezler. FED başkanı ve yardımcısı,



Guvernörler Kurulu üyeleri arasından, ABD Devlet Başkanı tarafından seçilir ve senato tarafından onaylanır (FED, 2013).

Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee: FOMC), FED'in en etkin birimi olup, Guvernörler Kurulu (Yönetim Kurulu) üyeleri ve 5 bölgesel FED başkanından (toplam 12 üyeden) oluşmaktadır. Üyelerden 8 tanesi kalıcı üye olup, New York FED başkanı da bu üyelerden biridir. FED'in para politikalarını belirlemekle görevli olan Federal Açık Piyasa Komitesi, aldığı kararlarla sadece ABD ekonomisini değil, tüm dünyayı da etkilemektedir. FOMC üyeleri ortalama 6 haftada bir Washington'da toplanırlar, toplantı sonrasında FOMC toplantı bildirisi, bu toplantıları takip eden 3 hafta sonra da toplantı tutanakları yayımlanır. Bu toplantı tutanakları da ekonomi çevreleri tarafından yakından takip edilmektedir. FOMC aynı zamanda açık piyasa işlemlerini de yürütmektedir (Karagözlü, 2016: 75). FOMC toplantılarında başkanlık görevini, FED Başkanı, başkan yardımcılığı görevini de New York Fed Başkanı yürütmekte olup, bu kişilerin daimi oy hakkı vardır. Diğer 4 üye ise 2-3 yılda bir yapılan rotasyonla yerel FED başkanları arasından seçilmektedir (AA, 2015b).

Bankacılık sektörünün 12 temsilcisinden oluşan Federal Danışma Konseyi (Federal Advisory Council) üyeleri, belirli aralıklarla yaptıkları toplantılarla, Federal Açık Piyasa Komitesi'ne tavsiye niteliğinde kararlar almaktadırlar. FED Başkanı aynı zamanda ABD'nin uluslararası para ve mali konularda danışma kurulu olan Ulusal Danışma Konseyi'nin de üyesidir (Akyazı, 2001, 13). Federal Danışma Konseyi, kendi içinde üçe ayrılmaktadır. Bunlar; (i) Yasal danışma konseyi olan Federal Danışma Konseyi (Federal Advisory Council), (ii) Tüketici Danışma Konseyi (Consumer Advisory Council) ve (iii) Tasarruf Kuruluşları Danışma Konseyi (Thrift Institutions Advisory Council) şeklindedir. Federal Rezerv Bankaları da ayrıca danışma komiteleri kullanılmaktadırlar. Bunların en önemlileri; her bir yerel FED bünyelerinde oluşturulan zirai, küçük ve orta boy işletmelere (KOBİ) ilişkin ve emeğe ilişkin komitelerdir (FED, 2013a). Federal Danışma Konseyi, Kurul'un yetki alanı içindeki tüm konularda Kurul'a tavsiyelerde bulunma ve danışmanlık görevini yapma yetkisine sahip olup, bankacılık endüstrisinin 12 temsilcisinden oluşmaktadır. Konsey düzenli olarak her yıl Şubat, Mayıs, Eylül ve Aralık aylarının ilk Cuma günleri Washington D.C.'de toplanmaktadır. Üyeler üç yıllık dönemler için seçilmektedir (FED, 2013b). Tüketici Danışma Konseyi, tüketici sorunları konusunda uzman 30 üyeden oluşmakta ve yılda dört defa, Guvernörler Kurulu ile birlikte toplanarak, tüketicilerin sorunlarını ve bu alanlarda FED'in alması gereken önlemleri görüşmektedirler. Tasarruf Kuruluşları Danışma Konseyi ise tasarruf, ödünç verme ve kredi birliklerinin temsilcilerinden oluşmakta olup, tasarruf kurumlarının sorunları ve gereksinimleri hakkında FED'e görüşlerini sunmaktadırlar (FED, 2020a).

ABD'deki 12 ekonomik bölgeye ait 12 tane Federal Rezerv Bankası bulunmaktadır. Bunlar; Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York, Philadelphia, Richmond, St. Louis ve San Francisco Federal Rezerv Bankalarıdır. FED'in asıl merkezi; Washington D.C. de bulunmaktadır. Her Rezerv Bankasının 9 kişiden oluşan bir yönetim kurulu bulunmaktadır. Bu yönetim kurulları da kendi içinde 3 eşit sınıfa (A, B ve C) ayrılmaktadır. Bu üyelerin altı tanesini ilgili Federal Rezerv Bank yönetimi, üç tanesini de Guvernörler Kurulu atamaktadır. Bu dokuz üye, Rezerv Bank'ın Direktörünü seçer ve Guvernörler Kurulu'nun onayına sunarlar. Rezerv Bank'ların büyük çoğunluğunun en az bir şubesi bulunmaktadır. Her şubenin de kendine özgü yönetim kurulu vardır. FED, kendisine bağlı çalışan bu 12 Federal Rezerv Bankası ve bunlara bağlı şubeler yardımıyla, ülke çapındaki ödemeler sisteminin işletimini, ülke parasının dağıtımını, üye bankalar ve banka holding şirketlerinin denetlenmesi ve düzenlenmesi gibi görevleri yürütmektedir (Yılmaz ve Alganer, 2014, 64).

ABD'de faaliyet gösteren tüm ticari ve yatırım bankaları, FED'in denetiminde olup, 1980 yılından beri FED tüm ticari bankalara, topladıkları mevduatlar üzerinden zorunlu karşılık oranı uygulamaktadır. Ticari bankalar da seçtikleri temsilciler aracılığıyla FED'in kararlarında söz hakkına sahip olmaktadır. ABD'deki ticari bankaların hepsi FED'e doğrudan üye değildir. FED'e doğrudan üye olan 8 büyük banka bulunmaktadır. Bunlar; Rothschild Bank, Lazard Brothers Bank, Israel Moses Seif Bank, Warburg Bank, Lehman Brothers Bank, Kuhn, Loeb Bank, Chase Manhattan Bank ve Goldman Sachs Bank'tır (Flaherty, 2020). FED'e üye olan bankalardan toplanan paralar, FED'in sermayesini oluşturmaktadır. Yani FED'in sermayesinde hiç devlet katkısı bulunmamaktadır. Bu durum, FED'in bağımsız bir merkez bankası olma konumunu sağlamlaştırmaktadır (Cukierman, Webb ve Neyaptı, 1992, 4). FED'in elde ettiği karlardan, üye ticari bankalara, FED'in sermayesine olan katkıları oranında kâr dağıtımı yapılmaktadır.

Banka Dışı Kesim (The Non-Bank Public) denilen ve FED piramidinin en altında yer alan ama en büyük paya sahip olan kesim, aslında ABD nüfusunun tamamını kapsamaktadır. Ticari bankacılık hizmetlerinden yararlanan tüketiciler, firmalar ve devlet kurumlarının tamamı bu kesimi oluşturmaktadır.



Temel olarak, FED sisteminin asıl amacı; bankacılık sisteminin verimli bir şekilde çalışmasını sağlayacak şekilde para politikalarını yöneterek, daha düşük işsizlik, daha düşük enflasyon ve daha fazla ekonomik büyümeyi sağlayarak, banka dışı kesimin refahını artırmaktır (Yılmaz ve Alganer, 2014: 65). FED'in bu politika amaçlarına ulaşabilmek için kullandığı politika araçları Tablo 2 de yer alan politika araçlarını kullanmaktadır.

Tablo 2: FED'in Para Politikası Araçları

Geleneksel Araçlar	1- Federal Fon Oranları (Federal Funds Rate: FFR)
	2- Açık Piyasa İşlemleri (Open Market Operations: OMO)
Geleneksel Olmayan Araçlar	1- İskonto Oranı (Discount Rate: DR)
	2- Zorunlu Karşılıklar (Reserve Requirement: RR)
	3- Miktersal Genişleme
	4- Sözlü yönlendirme

Kaynak: Yılmaz ve Alganer (2014).

Tablo 2'de yer alan bu politika araçlarından Federal Fon Oranları; FED'in bankalara uyguladığı gecelik borç verme ve borç alma faiz oranlarını ifade etmektedir. FED bu yolla; bankaların fon maliyetlerini etkileyerek, piyasalarda uygulanacak kredi faizlerini ve kredi miktarlarını etkileyebilmektedir. Bunlardan açık Piyasa İşlemleri; FED'in para politikası araçları arasında en esnek ve en önemli olan politika aracıdır. FED, portföyünde bulunan hazine bonosu ve tahvillerini, bankalar arası piyasada alıp satarak, ekonomideki likidite seviyesini ayarlamaktadır. Açık piyasa işlemlerinin ne şekilde uygulanacağına FMOC karar vermekte ve bu işlemler New York Federal Rezerv Bank tarafından yürütülmektedir. Açık piyasa işlemleri, "dinamik" ve "savunmaya yönelik" olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. Dinamik açık piyasa işlemlerinde; parasal tabanda ve bankaların rezervlerinde değişiklik yapılarak, ekonominin likiditesi ayarlanmaktadır. Savunmaya yönelik açık piyasa işlemlerindeyse; FED'in parasal taban hedeflerinde kendi isteğinin dışında bir değişim ortaya çıkması durumunda, bu değişimi dengeleyici yönde bir işlemin yapılması söz konusudur. Bu işlemlerin yapılmasında karar verme yetkisi tamamen FED'e aittir. FED, istediği zaman, istediği hacimde (portföy büyüklüğünün elverdiği ölçüler içinde), açık piyasa işlemlerini yürütebilmektedir (Beckworth, 2019).

İskonto oranı; Federal Rezerv Bankalarının, merkez bankası olmalarının bir gereği olarak, ekonomideki son ödünç verici kurum olmaları yönüyle, bankaların ellerindeki iskonto edilerek piyasadaki alınmış senetleri tekrar iskonto ederek (reeskont) bankalara nakit desteği (kredi) sağlamakta kullandıkları bir politika aracıdır. Günümüzde bu kredilerin illa ki senet karşılığı verilmesi şartı yoktur. Finansal piyasalarda panik yaşanması durumunda FED ticari bankalara üç kategoride ödünç fon (kredi) sağlamaktadır. Bunlar (i) uyum kredisi, (ii) mevsimlik kredi ve (iii) genişletilmiş krediler şeklindedir (Mishkin, 2013, 364). Uyum kredileri; bankaların geçici nakit sıkıntısını karşılamak için kullanılırken, mevsimlik krediler; mevsime bağlı olarak (yaz mevsiminde turizm hareketlerinin yaratacağı para ihtiyacı gibi) ortaya çıkan nakit sıkıntısının aşılması amacıyla hizmet etmektedir. Genişletilmiş krediler ise; daha önemli ölçekteki likidite sıkıntılarının giderilmesi için verilmektedir. İskonto oranının piyasa şartlarına doğrudan etkisi küçük düzeyde olmakla birlikte, FED'in gelecekte uygulayacağı para politikalarının yönü hakkında bir sinyal verebilmesi açısından önemlidir. İskonto oranının bu özelliği "ilan etkisi: announcement effect" olarak da anılmaktadır (Investopedia, 2020a).

Zorunlu karşılıklar da FED'in bir diğer para politikası aracıdır. 1980 yılından önce sadece FED'e üye bankalar için kanuni karşılık oranı uygulanırken, 1980 yılında kabul edilen "Parasal Kontrol Yasası" gereğince ülkede faaliyet gösteren bütün bankalar için aynı karşılık oranları uygulanmaya başlanmıştır. Günümüzde zorunlu karşılıklar, iskonto oranına göre daha az değiştirilmektedir. Bunun nedeni, zorunlu karşılık uygulamasının mevduat kurumları ve ekonomi üzerine çarpıcı etkisinin olmasıdır (Conti-Brown, 2020). Zorunlu karşılık oranları da gelecekte uygulanacak para politikalarının yönünü ve kamunun para politikasına olan güvenini etkilediği için "ilan etkisi" özelliği taşımaktadır. FED'in kullandığı bu geleneksel ve diğer politika araçlarının, dünyadaki diğer ülke merkez bankalarına da örnek oluşturduğu (Örneğin; TCMB'nin de benzer bir politika araç seti kullandığı) görülmektedir.

4. LİTERATÜR ÖZETİ

Konuyla ilgili literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde; FED'in para politikalarının ABD ve diğer ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini sözel olarak ve tablo/grafik yardımıyla inceleyen çalışmalara



rastlansa da konuyu ekonometrik analizlerle ele alan çalışma sayısının oldukça sınırlı olduğu dikkati çekmiştir. Bu çalışmalardan erişilebilenlerin kısa bir özeti buraya yayımlanma tarihi sırasına göre alınmıştır.

Ehrmann ve Fratzsher (2004), ABD'deki para politikası sürprizlerinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkilerini, 1994-2003 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiştir. Para politikası sürprizlerini; FED tarafından açıklanan faiz oranı ile Reuters tarafından açıklanan faiz oranı beklentisi arasındaki farkla ölçen yazarlar, analizler sonucunda; para politikası sürprizlerinin, hisse senedi fiyatlarını etkilediğini belirlemiştir.

Berument, Ceylan ve Olgun (2007), FED'in beklenen ve beklenmeyen para politikalarının Türkiye ekonomisi (gece bankalararası piyasa faiz oranları, Dolar/TL kuru, BIST100 endeksi ve devlet tahvili faizleri) üzerindeki etkilerini, 6 Haziran 1989 - 20 Eylül 2005 dönemi verilerini kullanarak Kuttner (2001) yöntemiyle analiz etmiştir. Ampirik bulgular, örneklemin tamamı için, federal fon oranı hedefinin ne beklenen ne de beklenmeyen unsurlarının, Türkiye'deki finansal değişkenler üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını göstermiştir. Analizi alt dönemler için de yineleyen araştırmacılar, 1 Ocak 2002-20 Eylül 2005 döneminde federal fon oranlarının Türkiye'deki makroekonomik değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilemeye başladığını belirlemiştir.

Berument ve Ceylan (2008), FED faiz oranlarındaki beklenmedik şokların MENA ülkeleri (Cezayir, Bahreyn, İsrail, Ürdün, Kuveyt, Tunus ve Türkiye) üzerindeki kısa dönemli etkilerini, 1989: M03-2005: M12 dönemi için VAR yöntemiyle analiz etmişler ve FED faiz oranlarındaki artışların, Ürdün haricindeki ülkelerde faiz oranlarını da artırdığını tespit etmişlerdir. Bu analizleri Türkiye'nin 2002-2005 dönemi için yenileyen araştırmacılar; FED faiz oranının artmasının Türkiye'deki 3 aylık ve 12 aylık Hazine Bonusu faizlerini artırdığını, FED faiz oranının azalmasının ise bankalararası faiz oranını negatif yönde etkilediğini görmüşlerdir.

Wongswan (2009), FED'in para politikası kararlarının Asya, Avrupa ve Latin Amerika'da yer alan 15 ülke hisse senedi piyasası üzerindeki etkilerini, 29 Eylül 1998 - 11 Kasım 2004 dönemi günlük verilerini kullanarak analiz etmiş ve FED faiz oranlarındaki 25 baz puanlık bir düşüşün, bu ülkelerdeki varlık fiyatlarını (borsa endeksini) %0.5 - %2.5 arasında artırdığını belirlemiştir. Yazar bu çalışmada; FED'in para politikası kararlarının en çok Arjantin, Meksika, Hong Kong, Güney Kore ve Tayvan ekonomisi üzerinde etkili olduğunu, bu etkinin derecesinin, ülkelerin ABD'nin finansal piyasalarıyla bütünleşiklik derecesine bağlı olduğunu da ifade etmiştir.

Valente (2009), FED'in para politikası kararlarının uluslararası ekonomiye etkilerini Hong Kong ve Singapur'un 1994-2004 dönemi verilerini kullanarak, Olay İncelemesi yöntemiyle analiz etmiştir. Bu çalışmada FED'in para politikası kararları, 3 aylık Eurodolar varlıkların faiz oranı ile temsil edilmiştir. Ampirik sonuçlara göre; ABD para politikası değişiklikleri, Singapur'daki politika değişikliklerinin hisse senedi getirilerine etkisine kıyasla, ABD ve Hong Kong'daki borsa getirilerini daha büyük ve daha önemli ölçüde etkilemiştir. Ek olarak, olumlu para politikası şoklarının, ABD'deki hisse senedi getirileri üzerinde olumlu tepkilere yol açtığı görülmüştür. Ancak tahvilin vadesi arttıkça, para politikası etkisinin büyüklüğü azalma eğilimindedir. Çalışmada genel olarak; Singapur ve Hong Kong tahvil getirilerinin, ABD para politikası şoklarıyla pozitif korelasyon gösterdiği belirlenmiştir.

Hausman ve Wongswan (2011), FED politika değişikliği duyurularının gelişmekte olan 20 ülkedeki varlık fiyatlarına (hisse senedi borsa endekslerine) olan etkilerini, 1994:M02 - 2005:M03 dönemi verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemiyle incelemiş ve 25 baz puanlık FED politika faizi azaltılmasının gelişmekte olan ülke borsalarını ortalama %1 artırdığını, döviz kurlarını ortalama %0.5 azalttığını tespit etmiştir. Bu çalışmada sadece Türkiye borsasının FED'in faiz indirimi karşısında negatif etkilendiği görülmüştür. Bu çalışmada da ABD'deki para politikası değişimlerine gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere daha yüksek ve anlamlı tepkiler verdiği gözlenmiştir.

Campbell vd. (2012), ABD'deki Para Kurulu (FOMC)'nin açıklamalarının etkilerini, sadece FED'in faiz oranının sıfıra yakın olduğu dönemler için Gürkaynak vd. (2005) yöntemiyle araştırmış ve FOMC kararlarının yalnızca ABD hazine bono faizlerini değil, enflasyon ve işsizlik oranlarını da etkilediğini belirlemiştir.

Fratzcher, Duca ve Straub (2013), FED'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının küresel yayılım etkilerini (varlık fiyatları ve döviz kurları üzerinden) 65 ülkenin 2007:M01 - 2010:M12 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemleri yardımıyla analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda; FED'in geleneksel olmayan para politikalarının bu ülkelerdeki hükümet bonoları üzerinde azaltıcı, borsa endeksleri üzerinde artırıcı etkilerinin olduğu belirlenmiştir.



Rogers, Scotti ve Wright (2014), FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini analiz edebilmek için aralarında ABD, Euro Bölgesi Ülkeleri, İngiltere ve Japonya'nın da yer aldığı bir ülke sepeti için ülke karşılaştırmalı analiz yapmıştır. Çalışmanın sonucunda; FED'in para politikası açıklamalarının ABD'deki devlet tahvil getirilerini öncelikli olarak (derhal) etkilediği, sonra geçiş mekanizmaları ile diğer ülkeleri de etkilemeye başladığını tespit etmişlerdir. Yazarlar dar pencere veri seti ile gerçekleştirdikleri Olay İncelemesi çalışmasında ise ABD'deki genişletici para politikası açıklamalarının İngiltere ve Almanya'da 10 yıllık tahvil getirilerini azalttığını, borsa endekslerini artırdığını, döviz kurlarını (ABD haricindeki ülkelerde ABD Dolarının ulusal paralar karşısındaki değerini) düşürdüğünü belirlemişlerdir.

Bowman, Londono ve Sapriza (2015), FED'in geleneksel olmayan para politikalarına ilişkin açıklamalarının, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu seçilmiş 17 gelişmekte olan ülkenin makroekonomik verileri (2 ve 10 yıl vadeli Hazine tahvil faizleri, yüksek getirili şirket bonoları, borsa endeksleri ve ABD Doları karşısındaki döviz kurları) üzerindeki etkilerini, 2006: M01-2013: M12 dönemi verilerini kullanarak VAR yöntemiyle analiz etmiş ve ABD'deki parasal genişlemelerin, diğer ülkelerdeki Hazine tahvillerinin faizlerini negatif yönde etkilediğini, döviz kurlarını düşürdüğünü ve borsa endekslerini artırdığını tespit etmiştir.

Unalmis ve Unalmis (2015), FED'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının ABD'deki varlık fiyatları (borsa endeksi), tahvil piyasası ve döviz kuru (ABD Dolarının Euro, İsveç Frangı ve İngiliz Pound'u karşısındaki değeri) üzerindeki etkilerini, 1994: M02-2008: M11 dönemi ve 2008: M12-2014: M06 dönemi verilerini kullanarak, GMM yöntemiyle analiz etmiştir. Analiz sonucunda FED'in geleneksel olmayan para politikalarının borsa endeksleri üzerinde, borsalar ve tahvil piyasalarındaki risk iştahı üzerindeki etkilerinin, geleneksel para politikalarına göre daha düşük olduğunu belirlemişlerdir.

Gündoğdu (2015), FED'in uyguladığı para politikalarının gelişmekte olan ülkelere ait hisse senedi borsaları üzerindeki etkilerini, aralarında Türkiye'nin de olduğu 12 ülkenin 2002:M01-2015:M06 dönemi verilerini kullanarak, VAR, GARCH ve Granger Nedensellik testi yöntemleriyle analiz etmiş ve ABD tahvil faiz oranları ile bu ülkelerin borsa endeksleri arasında açık bir ilişki tespit edememiştir. Yazar bu durumun nedenini; gelişmekte olan ülkeler açısından en önemli belirleyicinin, ABD'deki faizler değil, ülkelere ait risk primleri olması şeklinde açıklamıştır. Yazar gerçekleştirdiği varyans ayrıştırması analizinde; tüm gelişmekte olan ülke borsalarının, ABD'deki faiz oranlarına duyarlı olduğunu görmüştür. Bu kapsamda BIST'teki değişimlerin %10'unun ABD'deki tahvil faiz oranları tarafından açıklandığı görülmüştür. Yapılan Granger Nedensellik testinde; ABD tahvil faizlerinden gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerine doğru güçlü nedensellik ilişkilerinin var olduğu bulunmuştur. Son olarak GARCH analizinde; BIST100 endeksinin ABD tahvil faizlerine verdiği tepkinin, gelişmekte olan ülke grubu ortalamasına yakınsadığı tespit edilmiştir.

Adhikari (2017), FED'in "parasal (miktarsal) genişleme" gibi geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının BRICS ülkeleri üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında; miktarsal genişleme politikasının, ABD'deki kısa dönem ve uzun dönem faiz oranlarını düşürerek, tüketim ve yatırım harcamalarını artırdığını tespit etmiştir. FED'in parasal genişleme politikasının BRICS ülkeleri üzerindeki etkilerini Genel Denge Modeli ile analiz eden yazar; bu sayede BRICS ülkelerindeki mal ve para piyasalarındaki gelişmeleri eşanlı olarak göz önünde bulundurabilme imkânına da kavuşmuştur. Çalışmada BRICS ülkelerine ait reel GSYH bağımlı değişken, BRICS ülkelerindeki döviz kurları ve parasal taban da bağımsız değişken olarak kullanılmış ve FED'in miktarsal genişleme politikalarının BRICS ülkelerinin reel milli gelirlerini olumsuz yönde etkilediğini tespit etmiştir. Araştırmacı bu etkinin nedeninin; FED tarafından uygulanan genişletici para politikası ile düşen faiz oranlarına bağlı olarak, ABD'deki yatırımların getirisinin artması olduğunu ifade etmiştir. Yazar, ABD'de artan nispi getiri oranının, BRICS ülkeleri de dâhil olmak üzere yurt dışından ABD'ye sermaye akışının artmasına neden olduğunu, bu sermaye çıkışının da gelişmekte olan BRICS ülkelerinin ekonomik büyümelerine zarar verdiğini dile getirmiştir. Ülkeler bazında elde edilen bulgulara bakıldığında ise; FED'in genişletici para politikası uygulamasının, doğal kaynak zengini/ihracatçısı Rusya ve Brezilya ekonomilerini olumsuz, Çin, Hindistan ve Güney Afrika ekonomilerini ise olumlu yönde etkilediği görülmüştür.

Literatürde yer alan çalışmalara bakıldığında genel olarak ABD ve sınırlı sayıda ülke için yapılmış oldukları, çoğunlukla FED'in geleneksel para politikalarının etkileri üzerinde yoğunlaşıldığı ve ekonometrik analizden ziyade Olay İncelemesi yönteminin daha yaygın kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada; MSCİ³

³ Morgan Stanley Capital International (MSCI); ABD haricindeki finansal piyasalar için küresel sermayenin performansını ölçmek amacıyla 1968 yılında tasarlanmış, daha sonra 1986 yılında uluslararası sermaye endekslerinin Morgan Stanley tarafından lisansları devralmış ve MSCI endeksi olarak tanınır olmuştur. MSCI endekslerinin kullanımı 1990'lı yıllarda çok yaygınlaşmış ve ABD dışındaki



endeksinde göre verilerine ulaşılabilen bütün ülkeler analize dâhil edilmiş, FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları bir arada ele alınmış ve panel veri analizleri gerçekleştirilmiştir. Ayrıca analizler; bütün grubun yanında, alt gruplar için de yinelenerek, konu bütün yönleriyle ele alınmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bu yönleriyle literatüre önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.

5. AMPİRİK ANALİZ

5.1. Örneklem

Bu çalışmada MSCI endeksi gelişmekte olan ülkeler sınıfında yer alan ve verilerine tam olarak ulaşılabilen 20 ülkenin 2000:M01-2020:M09 dönemi verileri kullanılmıştır. FED'in geleneksel para politikasının bir göstergesi olarak FED faiz oranı (FEDFO), geleneksel olmayan para politikalarının bir göstergesi olarak da FED parasal tabanı (FEDPT) etkileyen değişkenler olarak alınmıştır. Etkilenen değişkenler olarak ise gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri (BE), ABD Doları karşısındaki döviz kuru (DK) ve politika faiz oranları (FO) verileri kullanılmıştır. Bu verilerle ilgili detaylar Tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3: Çalışmada Kullanılan Veriler

Veri	Kısaltması	Kaynağı	Kullanım Biçimi (Birimi)
Borsa Endeksleri	BE	Investing.com	Endeks Değeri, Logaritmik
Döviz Kurları	DK	IMF-IFS (2020a)	Dolar Başına Düşen Ulusal Para Miktarı
Faiz Oranları	FO	IMF-IFS (2020b)	Para Politikasıyla İlgili Faiz Oranı (Yıllık, %)
FED faiz oranları	FEDFO	Macrotrends (2020)	FED'in Belirlediği Faiz Oranları (%)
FED Parasal Tabanı	FEDPT	FRED (2020)	FED'in Parasal Tabanı (Milyar Dolar), Logaritmik

Analize dâhil edilen ülkeler; Tablo 4'te yer almaktadır.

Tablo 4: Analize Dahil Edilen Ülkeler ve Yer Aldıkları Kıtalar

Amerika	Avrupa, Orta Doğu ve Afrika	Asya
1- Arjantin	1- Çek Cumhuriyeti	1- Çin
2- Brezilya	2- Mısır	2- Hindistan
3- Şili	3- Polonya	3- Endonezya
4- Meksika	4- Katar	4- G. Kore
5- Peru	5- Rusya	5- Malezya
	6- Suudi Arabistan	6- Pakistan
	7- Güney Afrika	7- Tayland
	8- Türkiye	

Kaynak: MSCI (2020).

Ek 1'deki MSCI Emerging Markets sınıflandırmasında yer alan ülkelerden Kolombiya, Macaristan, Birleşik Arap Emirlikleri ve Tayvan; borsa endeksi verilerine 2000 yılına kadar erişilemediği için, Yunanistan; Euro bölgesinde yer aldığı ve kendisine ait bir ulusal döviz kuru ve faiz oranı olmadığı için analizlerden dışlanmak zorunda kalmıştır. Veri setine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 5'te yer almaktadır.

Tablo 5: Veri Setine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	FEDFO	LNFEPT	LNBE	DK	FO
Ortalama	1.81	7.42	8.23	638.04	7.54
Ortanca	1.30	7.60	7.97	8.37	5.00
En Büyük	6.33	8.55	11.66	15867	689
En Küçük	0.04	6.36	4.33	0.55	0.05
Standart Sapma	1.74	0.75	1.45	2378.7	14.15
Çarpıklık	1.02	-0.11	0.18	4.33	27.97
Basıklık	3.00	1.28	2.29	20.96	1208.9
Jarque-Bera Olasılık Değeri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Gözlem	4980	4980	4980	4980	4980

Tablo 5'teki bulgulara göre; döviz kuru (DK) ve faiz oranı (FO) haricindeki serilerin en büyük ve en küçük değerleri arasındaki fark düşük olup, seriler kendi ortalamaları etrafında dalgalanmaktadırlar. Burada DK ve FO serilerindeki farkın büyüklüğü, bu serilerin logaritmalarının alınamamış olmasıdır. Bunun nedeni ise Arjantin'de 2000:M01 - 2001:M12 döneminde döviz kurlarının ABD Doları ile bire bir (1-1)

piyasalar için izlenen en önemli endeksler arasında yerini almıştır. Küresel piyasalarda en çok izlenen MSCI endeksi ise MSCI Emerging Market Index (MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi)'dir. Bu çalışmada da MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksinde yer alan ülkeler analizlere dâhil edilerek, bu alanda önemli bir adım atılmıştır.



eşleştirilmiş olması (Arjantin'in ilgili dönemdeki döviz kuru = 1) ve 1'in logaritmasınının 0 olmasıdır ki bir ülkenin döviz kurunun 0 olması ve analizlerde böyle kullanılması mantıksız olacaktır. Diğer yandan Türkiye'de 2000: M01 - 2001: M04 döneminde döviz kurları 1'den küçük olup, bu sayıların logaritması alındığında negatif değerler ortaya çıkacaktı ki bir ülke döviz kurunun negatif olması da iktisat teorisi açısından kabul edilebilir bir durum değildir. Benzer durum faiz oranı serisi (FO) için de geçerlidir. Arjantin'de 2009 yılında faiz oranları 0.50'ye kadar düşürülmüştür. FED'in faiz oranları zaten uzun zamandır 1'in altında seyretmektedir. Bu değerlerin logaritmaları alındığında negatif hale gelecektir ve bu da söz konusu ülkenin negatif faiz oranı uyguladığı gibi hatalı bir bilgiye dönüşecektir. Veri setine ait korelasyon matrisi⁴ Tablo 6'da yer almaktadır.

Tablo 6: Korelasyon Matrisi

	FEDFO	LnFEDPT	LnBE	DK	FO
FEDFO	1	-0.70	-0.21	-0.02	0.14
LnFEDPT	-0.70	1	0.38	0.04	-0.14
LnBE	-0.21	0.38	1	-0.08	-0.08
DK	-0.02	0.04	-0.08	1	0.00
FO	0.14	-0.14	-0.08	0.00	1

Tablo 6'daki bulgulara göre; FED'in faiz oranı (FEDFO) ile FED'in parasal tabanı (LnFEDPT) negatif ilişkili çıkmıştır ki bu beklenen bir durumdur. Zira para arzı arttığında (parasal taban genişlediğinde), bankaların elindeki ödünç verilebilir fon miktarı artacak, bu da ABD'de faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. FEDFO ile gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri arasında negatif ve görece düşük bir ilişki tespit edilmiştir ki bu beklenen bir sonuçtur. Zira FED faiz oranını artırdığında, gelişmekte olan ülke borsalarında duran uluslararası fonların bir kısmı bu piyasalardan çıkarak, daha risksiz gördükleri ABD piyasasına yöneleceklerdir. FED faiz oranı ile döviz kuru (DK) arasında negatif, ama çok zayıf bir ilişki belirlenmiştir. FED'in faiz oranı (FEDFO) ile gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranı (FO) arasında belirlenen pozitif ilişki, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının FED'i izlediğini ve FED faiz oranını artırdığında, bu ülkelerin de benzer yönde politikalar uyguladıklarını göstermektedir.

5.2. Metodoloji

5.3.

Bu çalışmada analize dâhil edilen seriler arasında nedensellik ilişkilerinin varlığını sınavabilmek için Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testinden yararlanılmıştır. Y ve X şeklindeki iki değişken arasında bu testi uygulayabilmek için aşağıdaki eşanlı denklem sisteminden yararlanılmaktadır:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^p \beta_i^j Y_{it-j} + \sum_{j=1}^p \gamma_i^j X_{it-j} + u_{it} \quad (1)$$

$$X_{it} = \theta_i + \sum_{j=1}^p \phi_i^j X_{it-j} + \sum_{j=1}^p \delta_i^j Y_{it-j} + v_{it} \quad (2)$$

Burada p ; optimum gecikme uzunluğudur. Denklem (1), X 'ten Y 'ye; Denklem (2) ise Y 'den X 'e doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını sınamaktadır. Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testi, bazı yatay kesitlerde (i 'lerde) var olabilecek nedensellik ilişkilerini de belirleyebilmektedir ve bu yönüyle Granger (1969) testinden daha güçlüdür. Testin hipotezleri;

$H_0: \gamma_i^{(k)} = 0, \forall i$ için. Yani bütün yatay kesitlerde X 'ten Y 'ye doğru nedensellik ilişkisi yoktur.

$H_1: \gamma_i^{(k)} \neq 0, \exists i$ için. Yani bazı yatay kesitlerde X 'ten Y 'ye doğru nedensellik ilişkisi vardır.

Bu yöntem, zaman boyutu (T), yatay kesit boyutundan (N) büyük olduğunda da küçük olduğunda da kullanılabilir ve dengesiz panel veri setlerinde de etkin sonuçlar üretebilmektedir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012, 1457).

⁴ Korelasyon; iki serinin birlikte hareket etme derecesini göstermekte olup, korelasyon katsayıları -1 ile +1 arasında değişen değerler olmaktadır. Korelasyon katsayısının negatif olması; değişkenlerin zıt yönlerde hareket ettiğini gösterirken, katsayısının işaretinin pozitif olması; serilerin aynı yönde hareket ettiklerini ifade etmektedir. Korelasyon katsayısının değerinin ± 1 'e yaklaşması, değişkenler arasındaki ilişkinin güçlü olduğunu, katsayısının değerinin 0'a yaklaşması ise değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu göstermektedir (Şen, 2016).



5.4. Uygulama

Çalışmada Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testleri yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 7’de sunulmuştur⁵.

Tablo 7: Panel Nedensellik Testi

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	2.73	1.56	0.11
FEDFO → DK	1.08	0.008	0.33
FEDFO → FO	11.65***	21.19***	0.00
LnFEDPT → LnBE	2.93**	2.03**	0.04
LnFEDPT → DK	1.14	0.41	0.31
LnFEDPT → FO	6.97***	10.91***	0.00

Not: *** ve **; %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 7’deki sonuçlara göre; FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru bir nedensellik ilişkisi vardır. Bu durum; gelişmekte olan ülkelerin FED’in aldığı faiz kararlarını takip ettiğine işaret etmektedir. Diğer yandan FED’in parasal tabanından da gelişmekte olan ülkelerdeki borsa endeksi ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkilerinin var olduğu belirlenmiştir. Nedensellik testi alt gruplar için de yinelenmiştir. Bu kapsamda dönemsel olarak sabit döviz kuru rejimi uygulayan Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin ve Malezya hariç tutularak, nedensellik testi yeniden yapılmış ve Tablo 8’deki sonuçlara ulaşılmıştır⁶.

Tablo 8: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 1)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	2.65	1.22	0.22
FEDFO → DK	1.90	-0.21	0.83
FEDFO → FO	7.72***	10.87***	0.00
LnFEDPT → LnBE	2.59	1.09	0.27
LnFEDPT → DK	4.56***	4.84***	0.00
LnFEDPT → FO	7.46***	10.38***	0.00

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 8’deki sonuçlara göre; FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED’in parasal tabanından da gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurları ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır.

ABD Doları karşısındaki döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak nedensellik testi yinelenmiş ve Tablo 9’daki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 9: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 2)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	2.44	0.84	0.39
FEDFO → DK	0.62	0.11	0.53
FEDFO → FO	12.80***	21.22***	0.00
LnFEDPT → LnBE	2.72	1.39	0.16
LnFEDPT → DK	11.84***	20.76***	0.00
LnFEDPT → FO	6.61***	9.04***	0.00

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 9’daki sonuçlara göre; FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED’in parasal tabanından da gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurları ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır. Panelden dönemsel olarak sabit döviz kuru rejimi uygulayan Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin ve Malezya ile ABD Doları karşısındaki döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek

⁵ Bu çalışmada nedensellik analizleri yapılırken değişkenler ikili gruplar halinde ele alınmıştır. Optimum gecikme uzunlukları kontrol edilmiş, 2’nin en az bir bilgi kriterine göre genel olarak alınabilir bir gecikme uzunluğu olduğu görülmüştür.

⁶ Daraltılmış ülke sepetleri Ek 2-4’te yer almaktadır.



olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan çıkarılarak nedensellik testi yinelenmiş ve Tablo 10'daki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 10: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 3)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	2.22	0.33	0.73
FEDFO → DK	1.98	-0.05	0.95
FEDFO → FO	7.97***	9.71***	0.00
LnFEDPT → LnBE	2.15	0.22	0.82
LnFEDPT → DK	4.54***	4.12***	0.00
LnFEDPT → FO	7.11***	8.31***	0.00

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 10'daki sonuçlara göre; FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanından da gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurları ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır. Nedensellik analizleri kıtalar için de yinelenmiştir. Bu kapsamda Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 11'de yer almaktadır.

Tablo 11: Panel Nedensellik Testi (Amerika)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	2.05	0.04	0.96
FEDFO → DK	0.94	-1.18	0.23
FEDFO → FO	3.07	1.16	0.24
LnFEDPT → LnBE	2.25	0.26	0.79
LnFEDPT → DK	3.32	1.43	0.14
LnFEDPT → FO	1.75	-0.28	0.77

Not: Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 11'deki sonuçlara göre; FED faiz oranından ve parasal tabanından Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerdeki borsa endeksi, döviz kuru ve faiz oranlarına doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Bu durumun nedeninin; Arjantin, Brezilya, Meksika, Şili ve Peru gibi ülkelerin kendilerine ait borç sorunları ve diğer makroekonomik istikrarsızlıkları olduğu değerlendirilmektedir. Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 12'de yer almaktadır.

Tablo 12: Panel Nedensellik Testi (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	1.96	-0.07	0.93
FEDFO → DK	0.57	0.10	0.56
FEDFO → FO	15.75***	19.11***	0.00
LnFEDPT → LnBE	1.13	-1.22	0.22
LnFEDPT → DK	5.10***	9.99***	0.00
LnFEDPT → FO	8.22***	8.63***	0.00

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 12'deki sonuçlara göre; FED faiz oranından Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanından da bu gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurları ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır. Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 13'te yer almaktadır.

Tablo 13: Panel Nedensellik Testi (Asya)

Nedenselliğin Yönü	W İstatistiği	Z İstatistiği	Olasılık Değeri
FEDFO → LnBE	4.08***	2.69***	0.00
FEDFO → DK	1.45	-0.72	0.46
FEDFO → FO	13.09***	14.41***	0.00
LnFEDPT → LnBE	5.48***	4.51***	0.00
LnFEDPT → DK	4.82***	3.64***	0.00
LnFEDPT → FO	9.28***	9.45***	0.00



Not: *;** %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 13'teki sonuçlara göre; FED faiz oranından Asya'da yer alan gelişmekte olan ülkelerdeki borsa endekslerine ve faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanından bu ülkelerdeki borsa endeksi, döviz kuru ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri belirlenmiştir. Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testinde elde edilen sonuçlar Tablo 14'teki özet olarak sunulmuştur.

Tablo 14: Panel Nedensellik Testi (Özet Tablo)

	<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>Nedenselliğin Varlığı</i>
Bütün Ülkeler	<i>FEDFO → LnBE</i>	-
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	+
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	+
	<i>LnFEDPT → DK</i>	-
	<i>LnFEDPT → FO</i>	+
Dönemsel Olarak Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) Hariç	<i>FEDFO → LnBE</i>	-
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	+
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	-
	<i>LnFEDPT → DK</i>	+
	<i>LnFEDPT → FO</i>	+
ABD Doları Karşısındaki Döviz Kurları Diğer Ülke Döviz Kurlarına Göre Yüksek Olan Ülkeler (Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan) Hariç	<i>FEDFO → LnBE</i>	-
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	+
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	-
	<i>LnFEDPT → DK</i>	+
	<i>LnFEDPT → FO</i>	+
Dönemsel Olarak Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkeler ve ABD Doları Karşısındaki Döviz Kurları Diğer Ülke Döviz Kurlarına Göre Yüksek Olan Ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) Hariç	<i>FEDFO → LnBE</i>	-
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	+
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	-
	<i>LnFEDPT → DK</i>	+
	<i>LnFEDPT → FO</i>	+
Amerika Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ülkeler	<i>FEDFO → LnBE</i>	-
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	-
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	-
	<i>LnFEDPT → DK</i>	-
	<i>LnFEDPT → FO</i>	-
Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Kıtalarında Yer Alan Gelişmekte Olan Ülkeler	<i>FEDFO → LnBE</i>	-
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	+
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	-
	<i>LnFEDPT → DK</i>	+
	<i>LnFEDPT → FO</i>	+
Asya Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ülkeler	<i>FEDFO → LnBE</i>	+
	<i>FEDFO → DK</i>	-
	<i>FEDFO → FO</i>	+
	<i>LnFEDPT → LnBE</i>	+
	<i>LnFEDPT → DK</i>	+
	<i>LnFEDPT → FO</i>	+

Not: *;** %1 anlamlılık düzeyinde birinci değişkenden ikinci değişkene doğru nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.



Tablo 14'teki sonuçlara göre; FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanında da gelişmekte olan ülkelerdeki borsa endeksi ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır. Bazı dönemlerde sabit kur rejimi uygulayan ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) haricindeki ülkelerde FED faiz oranından bu ülke faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanında da bu gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurları ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır. Aynı durum ABD Doları karşısındaki döviz kurları diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek olan ülkeler (Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan) haricindeki ülkeler ve bu iki gurup harici ülkeler için de geçerlidir. Kıtalar bazında yapılan incelemelere göre ise; Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde FED faiz oranından ve FED'in parasal tabanından bu ülke değişkenlerine doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde FED faiz oranından bu ülkelerin faiz oranlarına doğru ve FED'in parasal tabanından bu ülkelerdeki döviz kuru ve faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler için yapılan analizde; FED faiz oranından bu ülke borsalarına ve faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkileri tespit edilirken, FED'in parasal tabanından Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerin borsaları, döviz kurları ve faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir. Burada FED faiz oranı ile borsa arasında belirlenen nedensellik ilişkisi literatürde yer alan Gündoğdu (2015) çalışmasının bulgularıyla uyumludur.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

ABD Merkez Bankası FED, farklı organizasyon yapısı, bağımsız duruşu ve uyguladığı para politikaları ile hem ABD hem de dünya ekonomisi için önemli bir karar merciidir. ABD Dolarının dünyada rezerv para olması ve Dolar basma yetkisinin FED'in elinde bulunması, FED kararlarını daha da önemli hale getirmektedir. Özellikle 2008 küresel ekonomik krizi ve 2020-2021 Covid-19 pandemisi sürecinde uyguladığı genişletici para politikaları, 2014-2019 döneminde uyguladığı daraltıcı para politikaları ile hem ABD hem de dünya ekonomisine yön veren FED'in politika kararlarının tüm ülkeler açısından yakından takip edilmesinde yarar vardır. Özellikle dış borç stoku yüksek, cari işlemler açığı veren, üretim ve tüketimde ithalata yüksek derecede bağımlı olan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, FED kararlarından önemli ölçüde etkilenmektedirler. Bu nedenle FED'in para politikası kararlarının, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin sıklıkla analiz edilmesine ve sorunlu görülen alanlarda gerekli tedbirlerin ivedilikle alınmasında yarar vardır.

Bu çalışmada FED'in aldığı faiz kararlarının ve FED'in parasal tabanında meydana gelen değişimlerin MSCI endeksinde yer alan 20 gelişmekte olan ülkenin merkez bankaları tarafından belirlenen faiz oranlarına, borsa endekslerine ve döviz kurlarına olan etkileri, 2000:M01-2020:M09 dönemi için panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Yapılan korelasyon analizinden elde edilen bulgulara göre; FED'in faiz oranı ile FED'in parasal tabanı arasında negatif bir ilişki çıkmıştır ki bu akla yatkın bir durumdur. Çünkü FED tarafından para arzı artırıldığında (parasal taban genişlediğinde), bankaların elindeki ödünç verilebilir fon miktarı artacak, bu da ABD'de faizlerin düşmesine sebep olacaktır. FED'in faiz oranı ile gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri arasında negatif ve görece düşük bir ilişki tespit edilmiş olup, bu beklenen bir sonuçtur. Zira FED faiz oranını artırdığında, gelişmekte olan ülke borsalarında duran uluslararası fonların bir kısmı bu piyasalardan çıkarak, daha risksiz gördükleri ABD piyasasına yöneleceklerdir. Bu da gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi borsalarında düşüşlere sebep olabilecektir. FED faiz oranı ile döviz kuru arasında negatif, ama oldukça zayıf bir ilişki belirlenmiştir. FED'in faiz oranı ile gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranı arasında pozitif bir ilişki belirlenmiş olup, bu durum; gelişmekte olan ülke merkez bankalarının FED'i izlediğini ve FED faiz oranını artırdığında, bu ülkelerin de benzer yönde politikalar uyguladıklarını göstermektedir.

Çalışmada seriler arasındaki nedensellik ilişkileri Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiş ve FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanında da gelişmekte olan ülkelerdeki borsa endeksi ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkilerinin var olduğu belirlenmiştir. Ülke sepeti daraltıldığında ya da kıtalar bazında incelendiğinde kısmi değişiklikler görülse de sonuçlar genel olarak benzer yöndedir. Bu analizlerde özellikle Amerika kıtasında yer alan ülkelerin finansal büyüklüklerinin FED'in faiz oranından ve parasal tabanından etkilenmiyor olmaları dikkati çekmiştir. FED'in faiz oranı ve parasal taban uygulamalarına en duyarlı ülkelerin, Asya kıtasında yer alan ülkeler olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durumda özellikle Asya'da yer alan gelişmekte olan ülkelerin



finansal piyasalarında işlem yapan yatırımcıların FED'in para politikalarını daha dikkatle takip etmelerinin gerektiği ifade edilebilir.

FED faiz oranlarındaki değişimlerin (geleneksel para politikasının), gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri ve döviz kurları üzerinde yeterince etkili olmadığı görülmüştür. Bu durumun; FED'in faiz oranlarının zaten düşük olması ve yapılan değişikliklerin küçük olmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Buna karşılık, FED'in uygulamakta olduğu geleneksel olmayan (miktaral genişleme şeklindeki) para politikalarının, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerinde daha etkili olduğu tespit edilmiştir. Politika yapımcıların ve yatırımcıların bu noktaya da dikkat etmelerinde fayda vardır.

Bu çalışmadan elde edilen bulgulara dayanarak; FED'in gelişmekte olan ülkeler için rol model bir merkez bankası olduğu, ancak döviz kurları ve borsa endekslerinin ülkelere özgü dinamikler tarafından belirlendiği ifade edilebilir. Bu nedenle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının; faiz oranları ve parasal taban uygulamaları yönünden FED'in kararlarını takip edebilecekleri, ancak özellikle döviz kurları ve buna bağlı olarak fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayabilmeleri için kendi iç para politikalarını geliştirmelerinin gerektiği söylenebilir.

Gelişmekte olan ülkeler, FED'in para politikalarının olumsuz etkilerinden kurtulabilmek için kendileri de FED'le benzer para politikaları uygulayabilirler ve dış finansmana olan ihtiyaçlarını (dış borç stoklarını, cari açıklarını) azaltarak, döviz kurlarındaki değişimler karşısındaki finansal kırılganlıklarını düşürebilirler. Covid-19 salgınında 2020 yılı son baharında yaşanan ikinci ve 2020 yılı ilkbaharındakine göre daha büyük dalgalanımın ekonomiler üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletebilmek için, başta ABD, AB, Çin ve Japonya olmak üzere ülkeler, büyük hacimli parasal ve mali genişleme politikaları uygulamaya başlamışlardır. Başta Türkiye olmak üzere, gelişmekte olan ülkeler, yabancı yatırımcılara yüksek getirili ve istikrarlı yatırım olanakları sunabilirlerse, dünyada oluşan bu fazla likiditenin bir kısmını kendi ülkelerine çekebilirler. Bu sayede krizin oluşturduğu yıkıcı etkileri bir ölçüde de olsa hafifletebilirler. Bunun için gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve siyasi istikrarlarını sağlamaları, iç ve dış yatırımcılara uluslararası standartlarda hukuksal/yasal güvenceler sunmaları gerekmektedir. Özellikle merkez bankalarının bağımsızlığı, finansal istikrar açısından önemli bir gösterge olup, gelişmekte olan ülkelerin bu hususa büyük önem vermeleri kendi yararlarına olacaktır.

KAYNAKÇA

- AA (2015). *FED Hem Ekonominin Hem Tartışmaların Merkezi*. 20 Eylül 2020 tarihinde <https://www.aa.com.tr/tr/dunya/fed-hem-ekonominin-hem-tartismalarin-merkezi/48323>, adresinden erişildi.
- Adhikari, D.R. (2017). Has Fed's Policy Hurt the World Economy?. *Journal of Developing Areas, Tennessee State University, College of Business*, 51(1), 361-372.
- Ağcaer, A. (2003) *Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma*. Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, TCMB, Ankara.
- Akyazı, H. (2001). T.C. Merkez Bankası ile Federal Rezerv Sisteminin (FED) Karşılaştırması. *Bankacılar Dergisi*, 36, 3 - 17.
- Altuntaş, Ö. (2012). Merkez Bankası Bağımsızlığı: Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Karşılaştırması. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12, 73-84.
- Amosweb (2020). "The Fed Pyramid", 20 Eylül 2020 tarihinde https://www.amosweb.com/cgi-bin/awb_nav.pl?s=wpd&c=dsp&k=Federal+Reserve+pyramid adresinden erişildi.
- Ayyubov, E. (2012). "ABD Merkez Bankası FED ve Dolar Hegemonyası", 12 Eylül 2020'de <https://www.kenandabirkuyu.com/abd-merkez-bankasi-fed-ve-dolar-hegemonyasi/> adresinden erişildi.
- Bechter, D.M. (1994). *The Federal Reserve Today*. (Eleventh Edition), FRB of Richmond, Virginia.
- Beckworth, D. (2019). "Facts, Fears, and Functionality of NGDP Level Targeting", 12 Eylül 2020'de https://www.mercatus.org/publications/monetary-policy/facts-fears-and-functionality-ngdp-level-targeting?utm_source=google&utm_medium=ad_link&utm_name=monetary_policy, adresinden erişildi.
- Berument, H., Ceylan, N.B. ve Olgun, H. (2007). The Effects of Changes in the Anticipated and Unanticipated FED Funds Target Rate on Financial Indicators: The Case of an Emerging Market Country-Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 7, 40-47.
- Berument, H. and Ceylan, N.B. (2008). US Monetary Policy Surprises and Foreign Interest Rates: Evidence from a Set of MENA Countries. *Review of Middle East Economics and Finance*, 4(2), 1-17.
- Bowman, D., Londono, J.M. and Sapriza, H. (2015). U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies. *Journal of International Money and Finance*, 55, 27-59.
- Campbell, J.R., Fisher, J.D.M., Evans, C.L. and Justiniano, A. (2012). Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance. *Brooking Papers on Economic Activity*, Spring, 1-53.
- Capie, F., Fischer, S., Goodhart, C. and Schnadt, N. (2001). *The Future of Central Banking*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Crowe, C. and Meade, E.E. (2008). Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *IMF Working Paper*, No. 08/119.
- Cukierman, A., Webb, S.B. and Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6(3), 353 - 398.
- Cukierman, A. (1996). *The Economics of Central Banking*. in *Macroeconomic Policy and Financial Systems*. (Ed. Wolf Holger), The Macmillan Press, New York.
- Dinler, Z. (2012) *İktisada Giriş*. (18. Basım), Bursa: Ekin Kitabevi.



- Dumitrescu, E. I. and Hurlin, C. (2012). Testing for Granger Non-causality in Heterogeneous Panels. *Economic Modeling*, 29, 1450-1460.
- Edvinsson, R., Jacobson, T. and Waldenström, D. (2010). *Introduction to Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden: Exchange Rates, Prices, and Wages, 1277-2008*. Stockholm University, Faculty of Social Sciences, Department of Economic History, (Ed: Rodney Edvinsson, Tor Jacobson and Daniel Waldenström), Publisher: Sveriges Riksbank and Ekerlids Förlag, Stockholm.
- Ehrmann, M. and Fratzscher, M. (2004). Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets. *European Central Bank Working Paper*, No. 354.
- FED (2013). *The Federal Reserve Performs*. 20 Eylül 2020 tarihinde http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_1.pdf adresinden erişildi.
- FED (2013). *Federal Advisory Council*. 20 Eylül 2020 tarihinde <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fac.htm> adresinden erişildi.
- FED (2020). *About the Fed*. 18 Eylül 2020 tarihinde <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm> adresinden erişildi.
- Fischer, S. (1995a). *Modern Central Banking*. in *The Future of Central Banking*. (Ed: F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt), Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Fischer, S. (1995b). Modern Approaches to Central Banking. *NBER Working Paper Series*, No. 5064.
- Flaherty, E. (2020). *Who Owns and Controls the Federal Reserve*. 20 Eylül 2020 tarihinde <https://www.usagold.com/cpmforum/who-owns-and-controls-the-federal-reserve/#:~:text=His%20Swiss%20and%20Saudi%20Arabian,Chase%20Manhattan%3B%20and%20Goldman%2C%20Sachs> adresinden erişildi.
- Francke, H.H. and Hudson, M. (1984). *Banking and Finance in West Germany*. London and New York: Routledge Taylor and Francis Group.
- FRBR (1962). *Nature and Characteristics of Central Banks*. Federal Reserve Bank of Richmond.
- Fratzschler, M., Duca, M.L. and Straub, R. (2013). On the International Spillovers of US Quantitative Easing. *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1557.
- Goodhart, C., Capie, F., Schnadt, N. and Fischer, S. (1994). *The Future of Central Banking*. The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge Books, UK: Cambridge University Press.
- Granger, C.W.J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, 37(3), 424-438.
- Gündoğdu, M.K. (2015). Fed'in Para Politikasının Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Üzerindeki Etkisi. *Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü*, Eylül.
- Hausman, J. and ve Wongswan, J. (2011). Global Asset Prices and FOMC Announcements. *Journal of International Money and Finance, Elsevier*, 30(3), 547-571.
- IMF-IFS (2020a). *International Financial Statistics (IFS), Exchange Rates Selected Indicators, National Currency Per U.S. Dollar, Period Average*. 21 Eylül 2020 tarihinde <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862> adresinden erişildi.
- IMF-IFS (2020b). *International Financial Statistics (IFS), Interest Rates Selected Indicators, Financial, Interest Rates, Monetary Policy-Related Interest Rate, Percent Per Annum*. 21 Eylül 2020 tarihinde <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545867> adresinden erişildi.
- Investopedia (2020). *Announcement Effect*. 21 Eylül 2020 tarihinde <https://www.investopedia.com/terms/a/announcement-effect.asp#:~:text=The%20Announcement%20Effect%20and%20the,prices%20are%20liable%20to%20fall> adresinden erişildi.
- Irwin, N. (2013). *The Alchemist: Three Central Bankers and A World On Fire*. New York: The Penguin Press.
- Kaykusuz, M. (2013). Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki. *Akademik Bakış Dergisi*, 36, 1-19.
- Kindleberger, C.P. (1993). *A Financial History of Western Europe*. London and New York: Routledge Taylor and Francis Group.
- Macrotrends (2020). *Federal Funds Rate - 62 Year Historical Chart*. 19 Eylül 2020 tarihinde <https://www.macrotrends.net/2015/fed-funds-rate-historical-chart> adresinden erişildi.
- MSCI (2020). *MSCI Announces the Results of the 2020 Annual Market Classification Review*. 16 Ekim 2020 tarihinde <https://www.msci.com/market-classification> adresinden erişildi.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Rich, G. (2008). *Modern Central Bank Functions and Modern Central Bank Functions and Their Role in Financial Sector Their Role in Financial Sector Development and Stability*. 18 Ağustos 2020 tarihinde 2008, <https://www.richcons.ch/Vietnam.0802.pdf> adresinden erişildi.
- Riksbank (2018). *History, Sveriges Riksbank*. 20 Ağustos 2020 tarihinde <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/> adresinden erişildi.
- Rogers, J.H., Scotti, C. And Wright, J.H. (2014). Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, No. 1101.
- Selgin, G. (2010). Finansal İstikrarsızlık Kaynakları Olarak Merkez Bankaları. (Çeviren: Ünsal Çetin), *Liberal Düşünce*, 15(59 - 60), 169-182.
- Şen, S. (2016). *Korelasyon*. 24 Ocak 2021 tarihinde <https://sedatsen.files.wordpress.com/2016/11/7-sunum.pdf> adresinden erişildi.
- Şıklar, İ. (2004). *Para Teorisi ve Politikası*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- TCMB (2012a). *Merkez Bankası Bağımsızlığı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları*. 21 Ağustos 2020 tarihinde <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CVID=&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NO> adresinden erişildi.
- TCMB (2019). *100 Soruda Merkez Bankacılığı*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, ISBN: 978-605-4911-81-3.
- Turna, F. (2014). Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası. *Journal of Life Economics*, 1(1), 41-56.
- Ugolini, S. (2018). The Historical Evolution of Central Banking. *HAL Archives-Ouvertes, Handbook of the History of Money and Currency, Springer Nature*.
- Unalmis, D. and Unalmis, I. (2015). The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy Surprises on Asset Markets in the United States. *MPRA Paper*, No. 6258.
- Valente, G. (2009). International Interest Rates and US Monetary Policy Announcements: Evidence from Hong Kong and Singapore. *Journal of International Money and Finance*, 28(6), 920-40.
- Valila, T.T. (1999). Credibility of Central Bank Independence Revised. *IMF Working Papers*, No. 1999/002.
- Wongswan, J. (2009). The Response of Global Equity Indexes to U.S. Monetary Policy Announcements. *Journal of International Money and Finance, Elsevier*, 28(2), 344-365.
- Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, S. (2009). *Makroekonomi*. (8. Baskı), Ankara: Seçkin Yayınevi.



- Yılmaz, G. ve Alganer, Y. (2014). Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin Oluşumu, Tarihsel Seyri, İşleyişi ve Küresel Etkinliği. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 51(595), 59-71.
- Yüret, R. (2019). *Merkez Bankaları Para Politikalarının Ülke Ekonomilerine Etkileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul.
- Zarakolu, A. (1988). *Bankalar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

EKLER

Ek 1: MSCI Sınıflandırmasına Göre Ülkeler

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX					MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada	Austria	Australia	Argentina	Czech Republic	China	Croatia	Kenya	Bahrain	Bangladesh
United States	Belgium	Hong Kong	Brazil	Egypt	India	Estonia	Mauritius	Jordan	Sri Lanka
	Denmark	Japan	Chile	Greece	Indonesia	Lithuania	Morocco	Lebanon	Vietnam
	Finland	New Zealand	Colombia	Hungary	Korea	Kazakhstan	Nigeria	Oman	
	France	Singapore	Mexico	Kuwait	Malaysia	Romania	Tunisia		
	Germany		Peru	Poland	Pakistan	Serbia	WAEMU ²		
	Ireland			Qatar	Philippines	Slovenia			
	Israel			Russia	Taiwan				
	Italy			Saudi Arabia	Thailand				
	Netherlands			South Africa					
	Norway			Turkey					
	Portugal			United Arab Emirates					
	Spain								
	Sweden								
	Switzerland								
	United Kingdom								
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES ¹									
						Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East
						Jamaica	Bosnia Herzegovina	Botswana	Palestine
						Panama	Bulgaria	Zimbabwe	
						Trinidad & Tobago	Malta		
							Iceland		
							Ukraine		

Kaynak: MSCI (2020).



Ek 2: Daraltılmış Ülke Sepeti 1

Sıra No	Ülke	Sıra No	Ülke
1	Brezilya	9	Güney Afrika
2	şili	10	Türkiye
3	Meksika	11	Hindistan
4	Peru	12	Endonezya
5	Çek Cumhuriyeti	13	G. Kore
6	Mısır	14	Pakistan
7	Polonya	15	Tayland
8	Rusya		

Ek 3: Daraltılmış Ülke Sepeti 2

Sıra No	Ülke	Sıra No	Ülke
1	Arjantin	9	Rusya
2	Brezilya	10	Suudi Arabistan
3	Meksika	11	Güney Afrika
4	Peru	12	Türkiye
5	Çek Cumhuriyeti	13	Çin
6	Mısır	14	Hindistan
7	Polonya	15	Malezya
8	Katar	16	Tayland

Ek 4: Daraltılmış Ülke Sepeti 3

Sıra No	Ülke	Sıra No	Ülke
1	Brezilya	7	Rusya
2	Meksika	8	Güney Afrika
3	Peru	9	Türkiye
4	Çek Cumhuriyeti	10	Hindistan
5	Mısır	11	Tayland
6	Polonya		