

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

ABD MERKEZ BANKASI FED'İN PARA
POLİTİKASI KARARLARININ GELİŞMEKTE
OLAN ÜLKE FİNANSAL PİYASALARINA
ETKİLERİ

MARY İNCİYAN ERSOY

2502413169

TEZ DANIŞMANI

DOÇ. DR. HÜLYA KESİCİ ÇALIŞKAN

İSTANBUL - 2020

ÖZ

ABD MERKEZ BANKASI FED’İN PARA POLİTİKASI KARARLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE FİNANSAL PİYASALARINA ETKİLERİ

MARY İNCİYAN ERSOY

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, 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.

Bu çalışmada; FED’in faiz oranlarını artırmasının ve FED’in parasal tabanında meydana gelen genişlemelerin, gelişmekte olan 20 ülkenin borsa endeksi, döviz kuru ve faiz oranı üzerindeki etkileri, panel veri analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Serilerin durağanlıkları LLC ve IPS panel birim kök testleriyle incelenmiş ve serilerin tamamının birinci farkta durağan oldukları görülmüştür. Bu gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının, lider ülke ABD’nin faiz oranına yakınsayıp yakınsamadığı da LLC ve IPS yöntemleriyle incelenmiş ve gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının, FED’in faiz oranına yakınsadığı tespit edilmiştir. Modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı; Kao (1999)

panel eşbütünleşme testi ile incelenmiş ve serilerin eşbütünleşik oldukları bulunmuştur.

Eşbütünleşme ilişkisine sahip bu seriler arasındaki uzun ve kısa dönem analizleri Panel DOLS yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Uzun dönem analizinde; FED'in faiz oranını artırmasının, bu gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını genel olarak negatif, faiz oranlarını ise pozitif etkilediği, FED'in parasal tabanını genişletmesinin ise bu ülkelerin borsa endeksi ve döviz kurlarını pozitif, faiz oranlarını negatif etkilediği tespit edilmiştir. FED faiz oranının ve parasal tabanının artmasının, Amerika kıtasındaki gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu bulunmuştur. Bu analizde döviz kurlarına ait sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu çıkmamıştır. Bu durumda; gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurlarının, FED'in kararlarından ziyade ülkelerin kendilerine özgü riskler ve makroekonomik görünümüne göre şekillendiği değerlendirilmiştir.

Kısa dönem analizi sonuçları genel olarak uzun dönem analizi sonuçları ile uyumlu olup, bütün modellerin hata düzeltme mekanizmalarının çalıştığı, yani yapılan analizlerin güvenilir olduğu tespit edilmiştir.

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 faiz oranlarının, FED'in faiz oranından etkilenmiyor olması dikkati çekmiştir. FED'in faiz oranı ve parasal taban uygulamalarına en duyarlı ülkelerin, Asya kıtasında yer alan ülkeler olduğu ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: ABD Merkez Bankası, Para Politikaları, Gelişmekte Olan Ülkeler.

ABSTRACT

THE EFFECTS OF THE US CENTRAL BANK FED'S MONETARY POLICY DECISIONS ON THE FINANCIAL MARKETS OF DEVELOPING COUNTRIES

MARY İNCİYAN ERSOY

With globalization, no country's economy in the world, whether developed or developing, is independent from the other. For this reason, countries have to follow the economies of other countries closely while following the performances of their own economies. In this context, US economy is undoubtedly more important than any other world economy.

The purpose of this study is, on the one hand, to reveal the history and structure of the FED and economic data it takes into account while making decisions, and on the other hand, to analyze the effects of the FED's monetary policy decisions on the financial markets of developing countries with econometric methods. The size of the US economy and its financial markets, the fact that the US Dollar is the most important reserve currency in the world, and that the FED has the right to print Dollars results in close monitoring of the FED's decisions and policy implementations all over the world.

It is beneficial for all countries to closely monitor the policy decisions of the FED which guides both the US and the world economy especially with the expansionary monetary policies implemented during the 2008 global economic crisis and the 2020 Covid-19 pandemic, and the contractionary monetary policies implemented in 2014-2019 period. In particular, developing countries with high external debt stock, high current account deficit and high dependency on imports in production and consumption such as Turkey, can be significantly affected by the FED's decisions. For this reason, it is beneficial to frequently analyze the effects of the FED's monetary policy decisions on the economies of developing countries and to take necessary measures urgently in problematic areas.

In this context; the effects of FED's interest rate increases (FED's implementation of the contractionary monetary policy) and FED's monetary base expansions (FED's implementation of expansionary monetary policy) on the stock market indexes, exchange rates and interest rates of 20 countries that are classified as developing countries according to MSCI index and whose data are available, were analyzed using panel data analysis methods. The stationarity of the series were examined with LLC and IPS panel unit root tests and it was found that all the series are stationary at the first difference. Whether the interest rates of these developing countries converge to the interest rate of the leading country, the USA (FED), was also analyzed by LLC and IPS methods, and it was determined that the interest rates of developing countries converge to the interest rate of the FED. Existence of cointegration relationship between the series in the models was examined with Kao (1999) panel cointegration test and the series were found to be cointegrated.

The long and short term analyses between these series which have cointegration relationship, were carried out by Panel DOLS method. In the long term analysis, it was determined that in general, the increase of the interest rate by the FED affects the stock market indexes and exchange rates of these developing countries negatively and the interest rates positively, while the increase of the monetary base by the FED affects the stock market indexes and exchange rates of these countries positively and the interest rates negatively. It was found that the effects of the increase in interest rate and monetary base by the FED on the interest rates of the developing countries in the Americas are statistically insignificant. In this analysis, the results of exchange rates are not compatible with our a priori expectations. In this case, it is evaluated that the exchange rates in developing countries are shaped according to the risks and macroeconomic situations of the countries rather than the FED's decisions.

The results of the short term analysis are generally consistent with the results of the long term analysis, and it was determined that the error correction mechanisms of all models operate, that is, the analyses conducted are reliable.

Looking at the differences between long term and short term analyses, it was observed that in response to the FED's interest rate increases, in the developing

countries located in the American and Asian continents, the stock market indexes increase in the short term and decrease in the long term. For this reason, it is beneficial for investors who will trade in the stock markets of developing countries in the Americas and Asia to consider these different effects of the FED's interest rate decisions.

In response to the FED's expansion in the monetary base, it was determined that the stock market indexes decrease in all country groups in the short term, but increase in the long term. According to this result, it would be beneficial for investors, who will trade in the stock exchanges of 20 developing countries included in the analysis, to consider that the short and long term effects of the monetary expansion policies to be implemented by the FED may differ.

Causality relationships between the series were examined with Dumitrescu and Hurlin (2012) panel causality test and it was determined that there are causality relationships from the FED interest rate to the interest rates in developing countries, and from the monetary base of the FED to the stock market indexes and interest rates in developing countries. When the country basket is narrowed or analyzed on the basis of continents, although partial changes are observed, the results are generally similar. In these analyses, it was noteworthy that the interest rates of the countries in the American continent are not affected by the interest rate of the FED. It was revealed that the most sensitive countries to the FED's interest rate and monetary base practices are the countries in the Asian continent.

Based on the findings obtained from this study, it can be stated that the FED is a role model central bank for developing countries, but exchange rates and stock market indexes are determined by country-specific dynamics. For this reason, it can also be stated that developing country central banks can follow the decisions of the FED in terms of interest rates and monetary base practices, but they need to develop their own domestic monetary policies in order to ensure price stability and financial stability, especially stability in exchange rates.

Keywords: Federal Reserve Bank, Monetary Policies, Developing Countries.

ÖNSÖZ

Günümüzde politika yapıcılar, 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 her bir veri 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.

İSTANBUL, 2020

MARY İNCİYAN ERSOY

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURULUŞ AŞAMASINDAN GÜNÜMÜZE DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞI VE UYGULADIKLARI PARA POLİTİKALARI

1.1	Merkez Bankası Tanımı	6
1.2	Tarihsel Perspektifte Merkez Bankacılığı	7
1.2.1	Merkez Bankacılığının Doğuşu 1668 Öncesi	9
1.2.2	Merkez Bankacılığının Gelişimi (1668-1873).....	11
1.2.3	Altın Para Standardı Dönemi (1873-1914).....	15
1.2.4	Savaşlar ve Krizler Dönemi (1914-1945).....	17
1.2.5	Savaş Sonrası Bretton Woods - Keynes Dönemi (1945-1971).....	22
1.2.6	Enflasyonun Yükselmesi ve Parasal Sıkılaşma Dönemi (1971-1990) .	32
1.2.7	1990 – 2008 Finansal Küreselleşme Dönemi	40
1.2.8	Merkez Bankacılığında Kırılma (2008 ve Sonrası)	43

1.3	Merkez Bankalarının Görev ve Yetkileri	50
1.3.1	Merkez Bankalarının Görevleri	51
1.3.1.1	Fiyat İstikrarının Sağlanması	51
1.3.1.2	Finansal İstikrarın Sağlanması.....	53
1.3.1.3	Tam İstihdam ve Ekonomik Büyümenin Sağlanması.....	53
1.3.1.4	Uluslararası Rezervlerin Yönetilmesi.....	54
1.3.1.5	Ticari Bankalar İçin Bir Transfer ve Takas Kurumu Olması	54
1.3.2	Merkez Bankalarının Para Politikası Araçları ve Hedefleri	55
1.3.2.1	Faiz Oranları ile İlgili Politikalar.....	57
1.3.2.1.1	Zorunlu Karşılık Oranları.....	57
1.3.2.1.2	Reeskont Oranı	59
1.3.2.1.3	Gecelik Borç Verme ve Borç Alma Faizleri	61
1.3.2.2	Açık Piyasa İşlemleri.....	62
1.3.2.2.1	Doğrudan (Kesin) Alım.....	62
1.3.2.2.2	Doğrudan (Kesin) Satım.....	62
1.3.2.2.3	Repo (Geçici Satın Alma) İşlemi	62
1.3.2.2.4	Ters Repo (Geçici Satış) İşlemi.....	63
1.3.2.2.5	Döviz Alım – Satımı.....	63
1.3.2.3	Swap İşlemleri	63
1.3.2.4	Rezerv Opsiyonu Mekanizması	64
1.4	Merkez Bankalarının Bağımsızlığı	64
1.4.1	Amaç Bağımsızlığı	66
1.4.2	Araç Bağımsızlığı	66
1.5	Merkez Bankaları Para Politikası Kararlarının Ekonomiler Üzerindeki Etkileri	67

İKİNCİ BÖLÜM

KURULUŞ AŞAMASINDAN GÜNÜMÜZE FED'İN ROLÜ YAPISI VE PARA POLİTİKASI

2.1.	Tarihsel Perspektifte FED	71
2.1.1.	FED'in Kurulmasından Önceki Dönem	72
2.1.1.1.	ABD'nin Birinci Bankası (1791 – 1811).....	72
2.1.1.2.	ABD'nin İkinci Bankası (1816 -1836)	73
2.1.1.3.	1857 Bankacılık Paniği	74
2.1.1.4.	1907 Paniği	75
2.1.1.5.	1910 Jekyll Adası Conferansı	77
2.1.2.	1913 FED'in Kurulmasından Sonraki Dönem.....	78
2.1.2.1.	1913-1929 Birinci Dünya Savaşı ve Sonrası	81
2.1.2.2.	1929-1939 Büyük Bunalım ve Sonrası.....	84
2.1.2.3.	1939-1951 İkinci Dünya Savaşı ve Sonrası.....	87
2.1.2.4.	1951-1965 Hazine-FED	89
2.1.2.5.	1965-1982 Büyük Enflasyon	90
2.1.2.6.	1982-2007 Büyük Moderasyon	92
2.1.2.7.	Büyük Durgunluk (2008 Küresel Ekonomik Krizi) ve Sonrası....	95
2.2.	FED'in Yapısı	98
2.2.1.	FED'in Organizasyon Yapısı.....	98
2.2.1.1.	FED Başkanı	99
2.2.1.2.	Guvernörler Kurulu.....	100
2.2.1.3.	Federal Açık Piyasa Komitesi.....	101
2.2.1.4.	Federal Danışma Konseyi.....	101

2.2.1.5.	Federal Rezerv Bankaları.....	102
2.2.1.6.	Ticari Bankalar	103
2.2.1.7.	Banka Dışı Kesim	103
2.2.1.8.	FED'in Ülke Genelindeki Organizasyon Ağı.....	104
2.3.	FED' in Sermaye Yapısı	105
2.4.	FED'in Para Politikası Enstrümanları	106
2.5.	FED'in Para Politikası Kararlarını Etkileyen Faktörler	109
2.5.1.	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla	110
2.5.2.	Tarım Dışı İstihdam	110
2.5.3.	İşsizlik Oranı.....	111
2.5.4.	İşsizlik Maaşı Başvuruları	111
2.5.5.	ISM - İmalat Sanayi Endeksi	112
2.5.6.	PMI - Satın Alma Müdürleri Endeksi.....	112
2.5.7.	ADP – Özel Sektör İstihdam	113
2.5.8.	Kapasite Kullanım Oranı	113
2.5.9.	Tüketici Güven Endeksi.....	114
2.5.10.	Michigan Güven Endeksi.....	114
2.5.11.	Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE).....	115
2.5.12.	Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE).....	115
2.5.13.	Kişisel Tüketim Harcamaları	116
2.5.14.	Dış Ticaret Dengesi	116
2.5.15.	Konut Başlangıçları	116
2.5.16.	Yeni Ev Satışları	117
2.5.17.	Case Shiller Konut Endeksi	117
2.5.18.	Dayanıklı Mallar Verisi	118
2.5.19.	Perakende Satışlar Verisi	118

2.5.20. Beige Book	118
2.5.21. Krizler ve Salgın Hastalıklar.....	119
2.6. FED Kararlarının Etkileri.....	120
2.6.1. Merkez Bankası Bilançolarına Etkisi	121
2.6.2. Kurlara Etkisi	122
2.6.3. Emtia Fiyatlarına Etkisi	124
2.6.4. Borsalara Etkisi	125
2.6.5. Faiz Oranlarına Etkisi	126

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR ÖZETİ

3.1. Yurtdışındaki Araştırmacılar Tarafından Yapılan Çalışmaların Özeti	128
3.2. Türkiye’deki Araştırmacılar Tarafından Yapılan Çalışmaların Özeti	133

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN EKONOMETRİK MODELİ

4.1. Araştırmanın Kapsamı	137
4.2. Verilerin Toplanması	137
4.3. Ekonometrik Modelin Kurulması	139
4.4. Ekonometrik Analiz Yöntemleri	143
4.5. Araştırmanın Bulguları.....	143
4.5.1. Panel Birim Kök Sınaması.....	143
4.5.2. FED ile Gelişmekte Olan Ülkelerin Faiz Oranları Arasında Yakınsamanın Varlığının Panel Birim Kök Testleri ile Sınanması	145
4.5.3. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	147
4.5.4. Uzun Dönem Analizi Sonuçları	150

4.5.5. Kısa Dönem Analizi Sonuçları	160
4.5.6. Nedensellik Testi Sonuçları	169
4.6. Bulgularının Değerlendirilmesi.....	173
SONUÇ.....	179
KAYNAKÇA	186
EKLER.....	220
ÖZGEÇMİŞ.....	222

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: 1900 Yılından Önce Kurulan Merkez Bankaları	14
Tablo 2: Altın Standardına Geçiş	15
Tablo 3: Savaşlar ve Konvertibilite Süspansiyonları	16
Tablo 4: Kamulaştırılan Merkez Bankaları	21
Tablo 5: 1900-1990 Yılları Arasında Dünyadaki Merkez Bankalarının Sayısı	32
Tablo 6: Merkez Bankaları Tarafından Para Hedeflemesi Rejiminin Resmi Olarak Benimsenme Tarihleri	37
Tablo 7: Ticari Bankaların Kaydı Para Yaratma Süreci (ZKO %20)	58
Tablo 8: Ticari Bankaların Kaydı Para Yaratma Süreci (ZKO %10)	59
Tablo 9: Kuruluşundan İtibaren Görev Yapan FED Başkanları	100
Tablo 10: ABD Genelindeki Bölgesel Federal Rezerv Bankları ve Şubeleri	104
Tablo 11: FED'in Para Politikası Araçları	107
Tablo 12: FED'in Miktersal Genişleme Uygulamaları	120
Tablo 13: Çalışmada Kullanılacak Veriler	137
Tablo 14: Çalışmada Kullanılan Veriler	138
Tablo 15: MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Sınıflandırmasında Yer Alan Ülkeler ..	138
Tablo 16: Analizlerde Kullanılan Ülke Borsaları	139
Tablo 17: Panel Birim Kök Testi Sonuçları	145
Tablo 18: Yakınsama Analizi Sonuçları	147
Tablo 19: Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları	149
Tablo 20: Uzun Dönem Analizi Sonuçları	151
Tablo 21: Daraltılmış Uzun Dönem Analizi (Daraltılmış 1)	153

Tablo 22: Daraltılmış Uzun Dönem Analizi (Daraltılmış 2)	154
Tablo 23: Daraltılmış Uzun Dönem Analizi (Daraltılmış 3)	155
Tablo 24: Bölgesel Uzun Dönem Analizi Sonuçları (Amerika)	156
Tablo 25: Bölgesel Uzun Dönem Analizi Sonuçları (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)	156
Tablo 26: Bölgesel Uzun Dönem Analizi Sonuçları (Asya).....	157
Tablo 27: Uzun Dönem Analizi Toplu Sonuçları	158
Tablo 28: Kısa Dönem Analizi Sonuçları	160
Tablo 29: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Daraltılmış 1)	161
Tablo 30: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Daraltılmış 2)	163
Tablo 31: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Daraltılmış 3)	164
Tablo 32: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Amerika)	165
Tablo 33: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)	165
Tablo 34: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Asya)	166
Tablo 35: Kısa Dönem Analizi Toplu Sonuçları.....	167
Tablo 36: Panel Nedensellik Testi	170
Tablo 37: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 1).....	170
Tablo 38: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 2).....	171
Tablo 39: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 3).....	171
Tablo 40: Panel Nedensellik Testi (Amerika).....	172
Tablo 41: Panel Nedensellik Testi (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)	172
Tablo 42: Panel Nedensellik Testi (Asya)	173
Tablo 43: Uzun Dönem Analizi Özet Sonuçları (Özet Tablo).....	175
Tablo 44: Kısa Dönem Analizi Özet Sonuçları (Özet Tablo).....	176
Tablo 45: Panel Nedensellik Testi (Özet Tablo).....	177

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: ABD'nin Altın Rezervlerinin Dünya ve Gelişmiş Ülke Altın Rezervlerine Oranı (1948-1971)	28
Şekil 2: Merkez Bankalarının Hedeflerine Ulaşma Stratejileri.....	55
Şekil 3: Merkez Bankalarının Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulama Aşamaları	56
Şekil 4: Merkez Bankalarının Politika Araçları	57
Şekil 5: Reeskont İşleminin Çalışma Mekanizması.....	60
Şekil 6: Genişletici Para Politikalarının Reel Ekonomiye Etkileri: IS-LM Modeli...	67
Şekil 7: Genişletici Para Politikasının Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkileri ...	68
Şekil 8: ABD'deki Federal Rezerv Bankalarının Yer Aldıkları ve Temsil Ettikleri Eyaletler	80
Şekil 9: 1954-1964 Döneminde FED'in Faiz Oranlarındaki Değişim.....	90
Şekil 10: 1965-1981 döneminde FED'in faiz oranlarındaki değişim	92
Şekil 11: 1982-2007 Döneminde FED'in Faiz Oranlarındaki Değişim.....	94
Şekil 12: 2008 Sonrası Döneminde FED'in Faiz Oranlarındaki Değişim	96
Şekil 13: FED Piramidi	99
Şekil 14: FED'in Para Politikası Uygulamalarının Etkileri	109
Şekil 15: Krizler ve Salgınlar Nedeniyle FED Faiz Oranlarında Yaşanan Değişim	119
Şekil 16: TCMB'nin Rezervleri İçinde Dövizlerin Payı.....	122
Şekil 17: FED'in Para Politikalarının USD/TL Kurları Üzerindeki Etkileri	123
Şekil 18: Uluslararası Piyasalarda Altın Ons Fiyatında Yaşanan Gelişmeler (USD)	124
Şekil 19: FED'in Uyguladığı Para Politikalarının BIST100 Endeksi Üzerindeki Etkileri.....	126

KISALTMALAR LİSTESİ

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ADP:	Automatic Data Processing (ABD’deki Özel Sektör İstihdamı)
BE:	Borsa Endeksi
BIST:	Borsa İstanbul
BKM:	Bankalararası Kart Merkezi
BRICS:	Brazil, Russia, India, China and South Africa (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika’dan Oluşan Ülke Sepeti)
CDS:	Credit Default Spreads (Kredi Risk Primi)
D:	Demand (Talep)
DIDMCA:	Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (Saklama Kuruluşları Deregülasyon ve Parasal Kontrol Yasası)
DK:	Döviz Kuru
DOLS:	Dynamic Ordinary Least Squares (Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi)
DR:	Discount Rate (İskonto Oranı)
E:	Equilibrium (Denge)
ECB:	European Central Bank (Avrupa Birliği Merkez Bankası)
ECT:	Error Correction Term (Hata Düzeltme Terimi)
EFT:	Elektronik Fon Transfer
EPU:	European Payments Union (Avrupa Ödemeler Birliği)
EVDS:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

FDIC:	Federal Deposit Insurance Corporation (Federal Mevduat Sigorta Kurumu)
FED:	Federal Reserve System (Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası)
FEDFO:	FED Faiz Oranı
FEDPT:	FED'in Parasal Tabanı
FO:	Faiz Oranı
FOMC:	Federal Open Market Committee (Federal Rezerv Açık Piyasa İşlemleri Komitesi)
FRB:	Federal Reserve Bankası
FRS:	Federal Reserve System (Birleşik İhtiyatlar Sistemi)
GATT:	General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması)
GMM:	Generalised Methods of Moments (Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi)
GÖSAŞ:	Garanti Ödeme Sistemleri A.Ş.
GSYH:	Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
IMF:	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IPS:	Im, Pesaran ve Shin (2003) Panel Birim Kök Testi
IS:	Investment and Saving (Mal Piyasası Denge Eğrisi)
ISM:	Institute for Supply Management (Tedarik Yönetimi Enstitüsü: ABD'deki İmalat Sanayi Endeksi)
KOBİ:	Küçük ve Orta Boy İşletmelere
LLC:	Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi
LM:	Liquid Money (Para Piyasası Denge Eğrisi)
LRV:	Long Run Variance (Uzun Dönem Varyansı)

MCA:	Monetary Control Act (Federal Finans Kanunu)
MENA:	Middle East and Nortf Africa (Orta Doğu ve Kuzey Afrika)
MKK:	Merkezi Kayıt Kuruluşu
MPTS:	Mastercard Payment Transaction Services: Mastercard Ödeme ve Bankacılık İşlemleri Servisi
MSCI:	Morgan Stanley Capital International
OECD:	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
OLS:	Ordinary Least Squares (En Küçük Kareler Yöntemi)
OMO:	Open Market Operations (Açık Piyasa İşlemleri)
OPEC:	Organization of Petroleum Exporting Countries: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
PMI:	Purchasing Managers Index (Satın Alma Müdürleri Endeksi)
Q:	Quantity (Miktar)
QE:	Quantitative Easing (Miktarsal Genişleme)
P:	Prices (Fiyatlar)
PMI:	Satın Alma Müdürleri Endeksi (ABD)
REPO:	Geçici Satın Alma
ROM:	Rezerv Opsiyon Mekanizması
RR:	Reserve Requirement (Zorunlu Karşılıklar)
S:	Supply (Arz)
SER:	Standart Error of Regression (Regresyonun Standart Hatası)
SSR:	Sum Squared Resid (Atıkların (Hata Terimlerinin) Kareleri Toplamı)
SSCB:	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TAKASBANK:	İstanbul Takas ve Saklama Bankası

TBMM:	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL:	Türk Lirası
TÜFE:	Tüketici Fiyatları Endeksi
USD:	US Dollar (ABD Doları)
ÜFE:	Üretici Fiyatları Endeksi
VAR:	Vector Autoregressive (Vektör Otoregresif)
WTO:	World Trade Organisation (Dünya Ticaret Örgütü)
ZKO:	Zorunlu Karşılık Oranı

GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte ülke ekonomileri birbirlerinden daha çok etkilenir hale gelmiştir. Bu nedenle ülkeler bir yandan kendi ekonomik performanslarını takip ederken, diğer yandan öteki ülke ekonomilerini de yakından takip etmek durumundadırlar. Bu bağlamda özellikle ABD (Amerika Birleşik Devletleri) ekonomisi ve dolayısıyla ABD Merkez Bankası FED (Federal Reserve Bank) dünya ekonomisi üzerinde dominant (baskın, güçlü) bir etkiye sahiptir (Wright, 2012).

FED faiz oranını genel olarak; ABD'deki enflasyon, uzun vadeli faiz oranları ve para hacmi arttıkça artırırken, tarım dışı işsizlik oranı ve mali açıklar arttığında ise faiz oranını düşürmektedir (Wölfel ve Weber, 2017). Ayrıca 2008 küresel ekonomik krizi ve COVID-19 küresel pandemisi gibi ABD ekonomisini derinden etkileyen faktörler karşısında da FED genişletici para politikaları (faiz indirimi ve miktarsal genişleme) uygulayabilmektedir.

Temel görevi ABD ekonomisinde para politikalarını belirlemek ve bu politikalarla ülkedeki finansal istikrarı sağlamak olan FED, yaptığı açıklamalar ve uyguladığı politikalarla tüm dünya ekonomisini yakından etkileyebilmektedir. ABD Dolarının dünyada en çok kabul gören rezerv para birimi olması ve Dolar basma yetkisinin FED'in elinde bulunması da FED kararlarının etkisini artırmaktadır (Labonte, 2020: 3 - 4). FED gibi diğer gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve Avrupa Birliği Merkez Bankası (European Central Bank: ECB) da diğer ekonomiler üzerinde benzer etkilere sahiptir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, kendi para ve maliye politikalarını oluştururken, bu merkez bankalarının kararlarını göz önünde bulundurmaktadırlar. FED, dünya ekonomisinde oynadığı bu rol ile uluslararası (supranational) bir finansal kurum haline gelmiştir (Yılmaz ve Alganer, 2014: 59).

Nitekim dönemin FED Başkanı Ben Bernanke tarafından 22 Mayıs 2013'te, 2008 küresel ekonomik krizi sonrası dönemde FED'in uygulamaya başladığı genişletici para politikalarının ¹ kademeli olarak sonlandıracağını açıklanması

¹ Bu olay literatürde Quantitative Easing: Parasal Genişleme olarak yer edinmiştir (Farlex, 2012).

üzerine, dış finansmana olan ihtiyacı nedeniyle Türkiye’de döviz kurları hızla yükselmiş (Integral Forex, 2014), Türk Lirası (TL) Mayıs 2013 – Ağustos 2013 döneminde %15 değer kaybetmiştir (EVDS, 2020b). Benzer etkiler Brezilya, Endonezya, Hindistan ve Güney Afrika’da da yaşanmış ve bu ülkeler ABD’li yatırım bankası Morgan Stanley tarafından Ağustos 2013’te Kırılgan Beşli olarak sınıflandırılmıştır (Morgan Stanley, 2013).

Çalışmanın Önemi:

FED’in aldığı para politikası kararları ve bu çerçevede gerçekleştirdiği uygulamalar, tüm dünya ülkelerini etkileme potansiyeline sahip olduğu için bu politikaların yakından takip edilmesi, geçmiş dönemlerde diğer ülke ekonomilerine olan yansımalarının detaylı biçimde ele alınması ve sonraki dönemlerde gerçekleşebilecek muhtemel gelişmelerin ortaya konulması büyük öneme sahiptir. Bu çalışma; konuyu tarihsel boyutu, grafik ve tablolar yardımıyla ele alması ve ekonometrik olarak analiz etmesi yönüyle oldukça yararlı sonuçlar üretme potansiyeline sahip bulunmaktadır.

Literatürde yer alan çalışmalara bakıldığında genel olarak ABD ve sınırlı sayıda ülke için yapılmış oldukları, çoğunlukla FED’in geleneksel para politikalarının etkileri üzerinde yoğunlaştığı ve ekonometrik analizden ziyade Olay İncelemesi yönteminin daha yaygın kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada; Morgan Stanley Capital International (MSCI) endeksine 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; ülkelerin tamamının yanı sıra alt ülke grupları için de yinelenmiştir. Bu kapsamda tüm analizler 20 ülkeli panelin geneli için yapıldığı gibi belirli dönemlerde sabit döviz kuru rejimi uygulayan Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya hariç tutularak (Daraltılmış 1 Grubu); ABD Doları karşısındaki döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak (Daraltılmış 2 Grubu); belirli dönemlerde sabit döviz kuru rejimi uygulayan Arjantin 5 ülke ve döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek olan 4 ülke analiz dışı bırakılarak (Daraltılmış 3 Grubu);

Amerika kıtasında yer alan 5 ülke; Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan 8 ülke ve Asya kıtasında yer alan 7 ülke için de ayrı ayrı yapılmıştır. Böylece konu tüm detaylarıyla ele alınmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bu yönüyle de literatüre önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.

MSCI; ABD haricindeki finansal piyasalar için izlenen en önemli endekslerden biri olup, bu endeks içinde de MSCI Emerging Market Index (MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi), en fazla takip edilen endeks konumundadır. Bu çalışmada da MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksinde yer alan ülkeler analizlere dâhil edilerek, bu alanda önemli bir adım atılmıştır. Bu da çalışmanın ayrı bir güçlü yanını oluşturmaktadır.

Çalışmanın Hipotezleri:

Bu çalışmada iki temel hipotez sınanmıştır:

H_{0A} : FED faiz oranlarındaki değişimler gelişmekte olan ülke finansal piyasalarını etkilemektedir.

H_{0B} : FED parasal tabanındaki değişimler gelişmekte olan ülke finansal piyasalarını etkilemektedir.

Bunlara karşılık alternatif hipotezler ise;

H_{1A} : FED faiz oranlarındaki değişimler gelişmekte olan ülke finansal piyasalarını etkilememektedir.

H_{1B} : FED parasal tabanındaki değişimler gelişmekte olan ülke finansal piyasalarını etkilememektedir.

Araştırma Planı:

Bu çalışmada; FED'in almış olduğu para politikası kararlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri, FED politikalarının tarihsel çerçevesi, grafik ve tablolar yardımıyla ve ekonometrik olarak analiz edilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde; genel olarak merkez bankacılığı ve dünyada uygulanan para politikaları hakkında bilgiler verilmiş, devamında FED'in tarihsel

gelişimi, organizasyon yapısı ve karar alma süreçleri hakkında bilgiler sunulmuştur. Bu kapsamda; ABD’de 1800’lü yıllara kadar uzanan geniş bir zaman diliminde merkez bankası kurma çabaları, karşılaşılan zorluklar ve geçilen evreler anlatılmıştır.

İkinci bölümünde; ABD ekonomisinde düzenli olarak açıklanan ve yatırımcılar tarafından yakından takip edilen ekonomik veriler ele alınmıştır. Bu kapsamda önemli veriler grafik ve tablolar yardımıyla incelenmiş ve FED para politikası kararlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri görsel olarak analiz edilmiştir.

Üçüncü bölümde; konuyla ilgili önceden yapılmış yerli ve yabancı çalışmaların özetinin sunulduğu literatür bölümüne yer verilmiştir. Bu bölüm hazırlanırken aynı zamanda; çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde kullanılabilecek değişkenler, ekonometrik modeller ve analiz yöntemleri de belirlenmeye çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde; ekonometrik analizler gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda; analizlerde kullanılan veriler tanıtılmış, ekonometrik modeller kurulmuş, analizlerde kullanılan yöntemler hakkında bilgiler verilmiş, analizler gerçekleştirilmiş ve bulgular yorumlanmıştır.

Sonuç ve önerilerle çalışma tamamlanmıştır. Bu bölümde; öncelikle çalışmadaki önemli noktalara kısaca temas edildikten sonra, analiz bulguları kısaca özetlenmiş ve bu bulgulara dayanarak geliştirilen politika önerileri sunulmuştur.

Çalışmanın Literatüre Katkıları:

Bu çalışmada yapılan analizlerde 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 (parasal genişleme şeklindeki) para politikalarının, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerinde daha etkili olduğu tespit edilmiştir.

Ayrıca FED faiz oranlarındaki ve parasal tabanındaki değişimlerin Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Çalışmanın elde edilen bulgular yönüyle politika yapıcılara ve finansal piyasa aktörlerine ışık tutması ve literatüre önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmanın Güçlü Yanları:

Bu çalışma; FED'in uyguladığı para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini ekonometrik olarak analiz etmesi ve elde edilen bulguları ülke grupları açısından karşılaştırması yönüyle, literatürdeki benzer çalışmalardan ayrılmaktadır.

Ayrıca konunun sadece tarihsel perspektifte ve grafikler/tablolarla ele alınmasıyla yetinilmeyip, ekonometrik analizlerle de incelenmiş olması, araştırmanın bilimsel temellerini güçlü kılmaktadır. Çalışmanın bu yönüyle literatüre önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.

Son olarak; ekonometrik analizlerde elde edilen bulgulara dayanarak geliştirilen politika önerileri ile ülke ekonomi yönetimlerine ve finansal kuruluş temsilcilerine yol gösterici olması ve ışık tutması hedeflenmektedir.

Çalışmanın Kısıtları:

Bu çalışmadaki en önemli kısıt; analize dâhil edilen gelişmekte olan ülkelerin aylık ve üçer aylık dönemlere ait düzenli veri setlerine, uluslararası güvenilirliğe sahip veri kaynaklarından erişilememiş olmasıdır. Ülkelerin kendi veri kaynaklarından derlenen verilerde ise dönem, frekans ve para birimi uyumsuzluklarıyla karşılaşmıştır. Bu nedenle analizlere; verilerine uluslararası güvenilir veri kaynaklarından, düzenli olarak erişilebilen 20 gelişmekte olan ülke dâhil edilmiştir.

Çalışmada FED'in 2000 öncesi dönemde uyguladığı para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarına olan etkileri de analiz edilmek istenmiş, ancak birçok ülkenin 2000 öncesi verilerine erişilemediği için analizler 2000:M01-2020:M09 dönemi için gerçekleştirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURULUŞ AŞAMASINDAN GÜNÜMÜZE DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞI VE UYGULADIKLARI PARA POLİTİKALARI

1.1 Merkez Bankası Tanımı

Merkez Bankası, devlet adına yerel para basma yetkisini kanunlarla tekelinde bulunduran, 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 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 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 kaydî para yaratılmasına imkân sağlayarak, para arzının artmasına neden olur (FRBR, 1962: 2-3). Ticari bankalar, halktan topladıkları mevduatların tamamını kredi olarak kullanırlar. Bu fonların belirli bir kısmını, merkez bankalarına, zorunlu karşılık oranı (ZKO) olarak yatırmaları gerekir. 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 bankalarını diğer bankalardan ayıran en önemli özelliklerden bir diğeri de “devletin bankası” olmalarıdır. Çünkü merkez bankaları, devlet adına para basma işlevini yerine getirmekte, ekonomi politikalarının en önemli bileşenlerinden biri olan para politikalarını yürütmekte, ülkenin altın ve döviz gibi uluslararası rezervlerini kontrolü altında tutmakta ve bu varlıkların piyasa değerlerini yönetmektedirler (TCMB, 1995: 17 - 24).

Merkez bankalarının para ve kredi hacmini düzenlerken gelişmiş veya gelişmekte olan ülke ekonomisi ayırımı 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).

1.2 Tarihsel Perspektifte Merkez Bankacılığı

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. Bu anlamda merkez bankası, bankaların bankası ve aynı zamanda devletin bankası konumundadır. Merkez bankaları bu işlevlerini, kâğıt para çıkarma yetkisini tekelinde bulundurma ve likidite sıkışıklığında başvurulacak son kredi mercii (lender-of-last-resort) olma fonksiyonlarıyla sağlarlar (Hoca, 2008: 5).

Tarihsel süreçte merkez bankalarının görevleri artan bir seyir izlemiştir. Kuruluşundan günümüze kadar geçen sürede önemli değişikliklere uğrayan merkez bankaları, klasik merkez bankacılığından çağdaş merkez bankacılığına geçiş yapmıştır. 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).

Tarihsel süreçte para basımı, ülkelerin en önemli egemenlik göstergelerinden biri olarak kabul edildiğinden, ilkçağ medeniyetlerinden itibaren devletler önceleri kıymetli madenlerden sikkeler basarak, 1600'lerden sonra ise kâğıt paraların madeni paralara göre daha kullanışlı olduğunun anlaşılması üzerine kâğıt paralar basarak², bu gücü devam ettirmişlerdir.

Paranın tarihi çok eskilere dayanmakla birlikte, para icat edilmeden önce de deniz kabuklarından kıymetli madenlere kadar birçok nesne değişim aracı olarak kullanılmıştır. Özellikle eski çağlarda dahi ticareti çok gelişmiş olan ve deniz ürünleri de yaygın olarak üretilen İsveç'te tuz, değerli taş veya deniz kabuğu gibi nesnelerin³ de değişim araçları olarak kullanıldığı bilinmektedir (Irwin, 2013: 18). Bunların haricinde M.Ö. 118'de ilk defa Çinliler tarafından deri para kullanıldığı tespit edilmiştir (TCMB, 2018: 2).

Tarihteki ilk kâğıt paranın da M.S. 806'da Çin'de kullanıldığı bilinmektedir. 13. yüzyılda Venedikli Marco Polo'nun Çin'e düzenlediği gezilere Avrupalılar, bu ülkedeki devlet sistemi ve yeniliklerle tanışmış, kâğıt ve kâğıt para sistemleri Avrupa'ya taşınmaya başlanmıştır. Marco Polo bu yolculuklarında ipek, porselen ve

² Tarihte ilk kâğıt para, M.S. 806 yılında Çin'de ortaya çıkmıştır. Batılı ülkelerde kâğıt paraların basımı ve kullanımı ise 17. yüzyılın sonlarında başlamıştır. Çağdaş anlamda ilk kâğıt paranın; 1690'lı yıllarda ABD'de Massachusetts Hükümeti, İngiltere'de ise kuyumcular tarafından basıldığı ve dolaşıma çıkarıldığı, 1694 yılında İngiltere Merkez Bankası ve daha sonra diğer ülke merkez bankalarının kurulması ile de bu işlemin yaygınlaştığı bilinmektedir (TCMB, 2014: 2).

³ Hatta 2. Dünya Savaşı sonrası kurulan esir kamplarında sigaranın da para gibi bir değişim aracı olarak kullanıldığı bilinmektedir (Alkin, Yıldırım ve Özer, 2003: 366).

pusula gibi değerli varlıkları da beraberinde Avrupa'ya götürürken, Çin'e dair gözlemlerini yazdığı “II Milione” adlı kitap da Avrupalılar açısından ufuk açıcı olmuştur (Kazgan, 2012: 1).

Batılı ülkelerde kâğıt paraların ortaya çıkması ise 17. yüzyılın sonlarında olmuştur. Çağdaş anlamda ilk kâğıt paranın 1690'lı yıllarda ABD'de Massachusetts Hükümeti, İngiltere'de ise kuyumcular (Goldsmiths) tarafından basıldığı ve dolaşıma çıkarıldığı, 1694 yılında İngiliz Merkez Bankası ve daha sonra diğer ülke merkez bankalarının kurulması ile de yaygınlaştığı bilinmektedir (TCMB, 2014: 2).

1.2.1 Merkez Bankacılığının Doğuşu 1668 Öncesi

Tarihte ilk borç alıp verme işlemlerinin milattan önce 2000 yılında Babil İmparatorluğu döneminde başlamış olduğu bilinmektedir. İlerleyen zamanlarda fakat düzenli bankacılık sisteminin henüz kurulmadığı dönemlerde ise önce ticaret amaçlı borç alınması, şehre yeni gelen bir tüccarın o şehrin ileri gelenlerinden tavsiye (teminat) mektubu alması gibi işlemler yapılmakta, ancak bu işlemlerden kâr amacı güdülmemekte ve kurumsal bir yapı bulunmamaktaydı. Hatta sefere çıkacak kişi parasını ve kıymetli eşyalarını kiliseye emanet etmekte, papazlar ise bunları ihtiyacı olan kişilere borç olarak vermektedir. Burada asıl amaç kâr elde etmek yerine insanların ihtiyaçlarını karşılamaktır. Kâr amacı güden kurumsal yapıların oluşmaya başlaması ise 12. yüzyılda İtalya'da görülmüştür. Rönesans döneminde ekonomik faaliyetlere yönelik kilise etkinliklerinin zayıflaması, kıyı İtalyan şehirlerinin denizcilik bağlarının büyümesi ve liman kentlerinin ticarete gelişmesi İtalyan bankalarının yükselişine neden olmuş, faaliyetlerinin Avrupa'nın diğer ülkelerine de yayılmasına zemin hazırlamıştır. Sonuç olarak İtalya 12. yüzyıldan 15. yüzyıla kadar uluslararası finansa hâkim bir duruma gelmiştir (Roussakis, 1997: 46).

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 yaptırana 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 yazılı⁴ 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 olamayacaktı (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

⁴ Kâğıt paralar, üzerlerindeki bu nottan dolayı “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).

faaliyetlerini düzenlemek ve denetlemek için merkez bankalarını kurmuşlardır (Fischer, 1995b: 3).

1.2.2 Merkez Bankacılığının Gelişimi (1668-1873)

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).

Çağdaş anlamda bankacılık sisteminin temellerinin atıldığı bu dönemin bankaları daha çok ticari bankalar olup, hanehalkı ve firmalardan mevduat toplayıp karşılığında kredi vermişlerdir. Ancak zaman içerisinde topladıkları mevduatları kredi olarak dağıtmak yerine, savaşların finansmanı amacıyla krallara vermişler, savaşta mağlup olan kralların ödeme yapamaması ve yaşanan savaşların finansmanında büyük zorluklarla karşılaşılmasıyla birlikte banknot ihraç yetkisine sahip bankalardan borçlanma yoluna gitmişlerdir. Bu durum, yoğun banknot ihracına ve dolayısıyla yüksek enflasyona sebep olmuştur. Sonuç olarak kurulan bankacılık sistemi çökmüş ve modern merkez bankacılığı gündeme gelmiştir. Yapılan yasal düzenlemelerle ticari bankaların banknot basma yetkisi kaldırılmış, parasal istikrarın sağlanması amacıyla bu yetki tek bir bankaya verilmiş ve böylece Merkez Bankaları doğmuştur (Goodhart vd. 1994: 5).

Ancak 20. yüzyıl öncesinde kurulan çağdaş merkez bankalarının öncülerinin de birincil amacı; para politikalarının uygulanması ve lender-of-last-resort yani son kredi mercii olmak amacından ziyade, savaşların finansmanı ve çoğunlukla devlet tahvili almak suretiyle, hükümetlere kredi imkânı sağlamak olmuştur (Broz, 2003: 238-239).

Bununla birlikte, savaş giderlerinin finansmanının yanı sıra kamu borçlarının yönetimi, ekonomik büyümeyi teşvik etme, senyoraj geliri yaratma, parasal bağımsızlık, parasal reformları destekleme, parasal rejime olan güveni sağlama ve ekonomik istikrarı koruma da 20. yüzyıl öncesinde kurulan merkez bankalarının görevleri arasında yer almıştır (Siklos, 2002: 11).

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, gümüş gibi metallerin rezervlerini kontrol etmeleri ve 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 olan 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 itibariyle 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 1914'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. 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 müşterisine 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 verilmiştir. Daha sonraları 26 Temmuz 1957 yılında 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 Ülkeler	Kuruluş Yılı	Para Basma Monopolu	Son Kredi Mercı
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).

1.2.3 Altın Para Standardı Dönemi (1873-1914)

Merkez bankalarının sadece sahip oldukları altın rezervleri karşılığında para basmalarıyla birlikte altın para standardı (ya da kısaca altın standardı) uygulanmaya başlamıştır. Ancak gümüşün de geçerli olduğu çift para sisteminin (bimetalizm) terk edilerek altın standardının Avrupa’da ve ABD’de evrenselleşmesi ve uluslararası bir altın standardının ortaya çıkması 1871’den sonra gerçekleşmiştir. Almanya 1871’de, ABD 1873’te ve Fransa 1878’de altın para standardına geçmiş, 1880’e kadar neredeyse tüm Avrupa’da bu sistem kabul edilmiştir (Hoca, 2008: 5 - 6). Ülkelerin altın para standardına geçme yılları Tablo 2’den takip edilebilir.

Tablo 2: Altın Standardına Geçiş

YIL	ÜLKELER
1816	İngiltere
1871	Almanya (gümüş standardını bırakır)
1872	Hollanda (aynı şekilde gümüş standardını bırakır)
1873	Almanya, Danimarka, Norveç, İsveç (resmi olarak altın standardını benimser) ABD (gümüş standardını bırakır)
1876	İspanya (gümüş sikke kullanımını askıya alır)
1878	Belçika, İtalya, Fransa, İsviçre (gümüş kullanımını resmen askıya alır)
1879	Avusturya-Macaristan (gümüş kullanımını askıya alır)

Kaynak: Capie vd. (2001: 11).

Tablo 2’den de görüldüğü gibi Altın Para Standardına geçen ilk ülke İngiltere olmuştur. Aslında altın standardının tarihi İngiltere’de altının parasal değerinin Newton tarafından sabitlendiği 1717 yılına kadar gitmektedir. Ancak gümüşün önemini kaybetmesiyle birlikte altın kullanımının parasal standart haline geldiği 1774 yılını da İngiltere’de altın standardının başlangıcı olarak kabul edenler vardır. Bu dönemde ABD Merkez Bankası FED 1 ons altın karşılığında 35 Dolar basacağını açıklarken, İngiltere Merkez Bankası da 1 ons altın karşılığında 14.58 Paund basacağını belirtmiştir (Sayılğan, 2018: 6).

İngiltere’de 1931’e kadar süren altın standardı zaman zaman kesintilere uğramıştır (Kindleberger, 1993: 57). Savaşlarla ilgili olarak paranın altına çevrilebilirliğinin askıya alındığı dönemler Tablo 3’te sıralanmıştır.

Tablo 3: Savaşlar ve Konvertibilite Süspansiyonları

YIL	SAVAŞ	KONVERTİBİLİTE SÜSPANSİYONLARI
1793-1815	Napolyon Savaşları	İngiltere : 1797-1821 Fransa : 1805 ve 1813
1848	Avusturya'daki Devrimler ve Fransa, Almanya	Fransa : 1848-1850 Avusturya: 1848-1858
1859	Avusturya-Sardunya Savaşı	Avusturya: 1859-1866
1861-1865	Amerikan İç Savaşı	ABD : 1862-1879
1866	Prusya-Avusturya Savaşı	Avusturya: 1866' dan sonra İtalya : 1866-1883
1870-1871	Fransa-Prusya Savaşı	Fransa : 1870-1874
1914	Birinci Dünya Savaşı	Japonya (1917) ve Güney Afrika hariç çoğu ülke

Kaynak: Capie vd. (2001: 9).

Tablo 3’ten de görüldüğü üzere; merkez bankaları ülkelerinin dahil olduğu önemli savaşlar süresince altın para standardını terk ederek, karşılıksız para basımına yönelmişlerdir. Merkez bankaları, tarih boyunca para basma ve savaşlara finansman sağlama gibi kamu finansmanın yürütülmesi amacıyla, altın standardının uygulanmasıyla birlikte, evrime uğramış ve asıl görevleri ulusal paranın altına konvertibilitesinin (çevrilebilirliğinin) sorunsuz olarak sağlanabilmesi görevine odaklanır hale gelmişlerdir. Böylece ülkeler arasında işlem görmeye başlayan ulusal paranın hem iç hem de dış değerinin korunması amaçlanmıştır. Liberal finansal sistem dönemi olarak da adlandırılabilen altın para standardı döneminde, para yönetiminin ve kamu harcamalarının, tamamen sermayenin etkin kullanımı mantığına göre hareket ettiğini de söylemek mümkündür. Dolayısıyla merkez bankalarının para politikalarında farklı dönemlerde farklı anlayışların hâkim olduğu görülmektedir. Merkez bankalarında uluslararası bir para sisteminin oluşması ise 1870’lerden itibaren gerçekleşmiş ve para politikası araçları aktif olarak kullanılmaya başlamıştır (Önder, 2005: 13).

Parasal sistemin çalışabilmesi için merkez bankalarınca kullanılan temel politika aracı, faiz oranlarının kontrolü olmuştur. Merkez bankaları faiz oranlarını kontrol altında tutabilmek için altın rezervlerini piyasaya müdahale amacıyla kullanmışlardır. Altın alarak faizlerin yükselmesini, altın satarak ise faizlerdeki yükselişi önlemeyi hedeflemişlerdir. Merkez bankalarının bu fonksiyonlarını yerine getirebilmeleri için kısa vadeli para piyasalarının var olması gereği ortaya çıkmıştır. Bankaların merkez bankasına borçlu olduğu ülkelerde merkez bankalarının bankalara sağladığı krediler için uyguladığı faizler piyasa faizi olmuş, ancak İngiltere’de diğer bankalar, merkez bankasına borçlu olmadığı için ilkel anlamda açık piyasa işlemleri ortaya çıkmış, bu amaçla İngiltere Merkez Bankası, bankalarla repo ve ters repo türü işlemlere başlamıştır. Bu dönemde merkez bankaları, hükümetlerden bağımsız olarak hareket etmişler ve ticari rekabetten çekilerek, daha asli görevleri olan bankaların bankası konumuna geçmişlerdir (Önder, 2005: 14-15).

1.2.4 Savaşlar ve Krizler Dönemi (1914-1945)

1914-1945 döneminde yaşanan iki dünya savaşı ve 1929’da ABD’de başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan Büyük Buhran, ülkelerin ekonomi politikalarını ve dolayısıyla merkez bankalarının görev ve sorumluluklarını da derinden etkilemiştir (Eloranta ve Harrison, 2010). Ağustos 1914’te I. Dünya Savaşı’nın patlak vermesi, finans piyasalarında öngörülemeyen bir şok etkisi yaratmıştır. Aslına Temmuz ayında savaş ihtimalinin artması ile birlikte tüm piyasalarda panik başlamış, 25 Temmuz’da Viyana Borsası kapatılmış ve 31 Temmuz’a kadar hemen hemen tüm büyük borsalar birer birer kapanmaya başlamıştır. Yaşanan bu panikler, 1773 yılında kurulan İngiltere Menkul Kıymetler Borsası’nın ilk kez 31 Temmuz 1914’te kapanmasına yol açmış, ödemeler yapılamamış ve faizler %3’ten %4’e, 1 Ağustos’ta %8’e, ardından da 2 Ağustos’ta %10’a yükselmiştir. Sonrasında birçok ülkede bankalara olan borçların ödenememesi ve teminata bulunan menkul kıymetlerin değerlerinin düşmesi nedeniyle moratoryum ilan edilmiş ve parasal genişlemeye gidilmiştir. Üç günlük banka tatilinin ardından 7 Ağustos’ta bankalar tekrar açıldığında faizler %5’e kadar düşmüştür (Ritschl ve Straumann, 2010). Paniğin atlatılabilmesi için bütün krizlerde olduğu gibi Merkez Bankalarının likiditeyi

arttırması veya en azından bunun sözünün verilmesi gerekmiştir. Önceleri ödemeler dengesinin sağlanabilmesi için altın standardına bağlı kalarak gerekli likidite sağlanmıştır. Ancak savaşın finansmanı için merkez bankalarının hükümetlere kredi kullandırmaya başlamasıyla birlikte gerekli likiditenin sağlanabilmesi zorlaşmış, dolayısıyla altın standardı esnetilmiş ve bunun sonucunda basılan paraların altın karşılığını sağlamak imkânı kalmamıştır. Sonuç olarak altın dolaşımdan kaldırılmış ve cari açığı kapatmak için kullanılmıştır. Bu doğrultuda altın konvertibilitesine son verilmiş ve merkez bankaları yasal mübadele aracı (legal-tender) olarak kâğıt para basmaya başlamışlardır (Fischer, 1995a: 15 – 17).

Altın para sisteminde; merkez bankalarının çıkarttıkları banknotların, sahiplerinin talep etmesi durumunda altına çevrilebilerek, verilebilmesi gerekmektedir. Osmanlı Devleti’nde basılan kâğıt paraların üzerinde yer alan “Bedeli Dersaadet’te altın olarak tesviye olunacaktır” (AA, 2015a) ifadesi bu durumu gayet güzel açıklamaktadır. Altın para standardı sisteminde merkez bankalarının ihraç edebileceği banknot miktarı, sahip oldukları altın miktarıyla sınırlandırılmıştır. Bu dönemde merkez bankaları banknot hacmini altın stoklarına göre ayarlamışlardır (En azından teorik olarak böyle olması beklenmiştir). Ancak I. Dünya Savaşının açtığı yüksek maliyetler ve 1929 Büyük Buhranının neden olduğu talep daralması, ekonomik faaliyetleri canlandırmaya çalışan ülkelere parasal genişlemeye gitme çabaları, ülkeleri sahip oldukları altın miktarından daha fazla banknot basmaya mecbur bırakmıştır. Bunun doğal bir sonucu olarak başta İngiltere olmak üzere birçok ülke 1931’den itibaren altın para standardını terk etmeye başlamıştır. Ancak bu kez de başta Almanya⁵ olmak üzere birçok ülke karşılıksız basılan anormal miktardaki para nedeniyle hiperenflasyon sorunu⁶ yaşamaya başlamıştır (Sayılğan, 2018: 8-9).

⁵ Almanya, 1918 yılında biten I. Dünya Savaşından yenik çıktığı için hem kendi zararlarını ortadan kaldırmak hem de savaş tazminatlarını ödeyebilmek adına 1922’de altın para standardından çıkmış, ancak sonrasında yaşadığı hiperenflasyonu önleyebilmek için 1926 yılında tekrar bu sisteme geri dönüş yapmıştır (Sayılğan, 2018: 10).

⁶ Hiperenflasyon: Yıllık %1000’i aşan enflasyona denilmekte olup, Almanya’da Ağustos 1922 – Kasım 1923 döneminde ortalama yıllık enflasyon %1.02*10 (yani %10.200.000.000) olmuştur (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 418-420).

Kâğıt para⁷ sisteminde ise merkez bankalarının bastıkları (ihraç ettikleri, piyasaya sürdükleri) banknotları altına çevirme yükümlülükleri bulunmamaktadır. Bu sistemde para ihracı; hükümetin ekonomi politikalarıyla uyumlu şekilde, paranın iç ve dış değerini koruyacak biçimde bağımsız merkez bankaları tarafından düzenlenmektedir. Altın para standardının terk edilmesi, merkez bankalarının görev ve sorumluluklarını artırmıştır. Devletler, ulusal paralarının iç ve dış değerini koruyabilmek için sık sık devalüasyonlar⁸ yapmaya, bankalara ve ekonominin işleyişine müdahale etmeye başlamışlardır (Zarakolu, 1988: 55).

Birinci Dünya Savaşı ve savaştan sonra yaşanan ekonomik gelişmeler, diğer ülkelerde de merkez bankalarına duyulan ihtiyacı artırmıştır. 1920 yılında Brüksel’de 1922 yılında Cenova’da toplanan Uluslararası Maliye Konferanslarında; ülkelerin para politikalarını ve kredi faaliyetlerini düzene sokmak amacıyla, bütün ülkelerde birer merkez bankası kurulmasına karar verilmiştir. Bu konferanslar aynı zamanda uluslararası parasal sistemin yeniden inşasında da temel teşkil etmiştir. Cenova Konferansında ayrıca merkez bankalarının siyasi baskı ve kontrolden uzak tutulmasına, yani merkez bankalarının hükümetlerden ve devlet kontrolünden bağımsız olmasına karar verilmiştir (TCMB, 2012a: 5).

Birinci Dünya Savaşı’ndan önce başlamış olan uluslararası nitelikteki altın ve gümüş paranın yerini ulusal nitelikteki kâğıt paranın alması ise savaştan sonra hızlanarak devam etmiştir. Triffin (1968)’in hesaplamalarına göre İngiltere, ABD ve Fransa’da kâğıt para ve mevduat arzı, madeni paranın da dâhil edildiği toplam para arzının 1848’de yüzde 37’si iken 1892’de yüzde 76’sı ve 1913’te yüzde 87’sine yükselmiştir. Böylece para yaratılması altın rezervlerinden çok ulusal bankacılık sistemine ve başta merkez bankalarına bağlı hale gelmiştir. Para ulusallaşmış ve

⁷ Burada kastedilen Fiat Para Sistemi olup, basılan kâğıt paraların gücünü, arkalarındaki devletin gücünden aldıkları sistemdir (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 417-421). Günümüzde hâlâ geçerli olan bu sistemde, ev sahibi ülke ekonomik ve siyasi olarak güçlendikçe, parasının uluslararası değeri de artarken, aksi yöndeki gelişmelerde ülke parası değer kaybetmektedir.

⁸ Devalüasyon: Sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde, ulusal paranın dış satın alma değerinin (gücünün), hükümet tarafından alınan bir kararla düşürülmesini ifade etmektedir. Ülkeler özellikle ihraç mallarının dış piyasalardaki fiyatını düşürerek daha fazla ihracat yapabilmek ve ithal malların iç piyasadaki fiyatlarını artırarak, ithalatı kısıtlamak ve bu yolla dış ticaret dengelerini iyileştirebilmek için zaman zaman bu yola başvurabilmektedirler (Mankiw, 2010: 391).

ulusal para otoriteleri piyasa baskılarından kaçınabilme kabiliyeti kazanmıştır (Triffin, 1968: 26 - 39).

Oysa Birinci Dünya Savaşı'ndan önce merkez bankaları iç ekonomik istikrara önem vermemişlerdir. Birinci Dünya Savaşı ve 1917 Ekim Sosyalist Devrimi ile birlikte yükselen sınıf mücadeleleri, artan tekelci rekabet, İngiliz hegemonyasının zayıflaması, paranın ulusallaşması, artan spekülatif sermaye hareketleri ve nihayet 1929'da patlak veren büyük krizin baskıları 1931 yılında altın standardının tamamen çökmesine neden olmuştur. Altın standardıyla birlikte, devleti ekonomiye müdahaleden uzak tutan ve parayı yüksek finansın (büyük sermayedarların) kontrolüne bırakan “bırakınız yapsınlar” anlayışı⁹ da çökmüş ve altın standardının katı kurallarına bağlı kalmak istemeyen devletler, müdahaleci ve genişlemeci para politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu dönemin en önemli gelişmesinin, para politikalarının nihai belirleyicisi olarak ulusal faktörlerin büyüyen önemi olduğunu söylemek mümkündür (Acemoğlu, 2020). Birinci Dünya Savaşı'nın ardından 1930'lara kadar geçen sürede altın para aktif dolaşımında tamamen ortadan kalkmış ve hatta dünya rezervleri içinde altının payı da önemli ölçüde azalmaya başlamıştır. Altın 1886-1913 arasında dünya rezervi artışının %83'ünü oluştururken, bu oran 1914-1928 arasında %39'a ve 1929-1933 döneminde ise %15'e kadar düşmüştür. Dünya genelinde azalan altın rezervlerinin yerini ABD ve İngiltere'nin kâğıt paraları almaya başlamıştır (Triffin, 1968: 41).

1921 – 1939 yılları arasında kapitalist sistem ve Klasik Ekonomi Teorisi büyük bir çöküş yaşamış, dünya genelinde üretim endüstriyel üretim %50 azalmış, işsizlik oranları %25'e yükselmiş (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 13), dünya ticareti ve finansal sistem çökmüştür. John Mynard Keynes, 1936'da yayımlanan “Genel Teori” kitabında, bu krizden çıkabilmek için Klasik Ekonomi Teorisinin önerilerinin yeterli olmadığını, devletlerin uygulayacakları genişletici maliye politikaları ile ekonomiye etkin biçimde müdahale etmesinin gerektiğini ifade

⁹ 1752-1776 döneminde etkili olan Fizyokrat Ekonomi Teorisi kapsamında Fransa'da yaygın kabul gören “Laissez faire, laissez passer: Bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” görüşü, 1776'da yayımlanan ve Klasik Ekonomi Teorisinin başlangıcını ve kaynağını oluşturan Adam Smith'in “Ulusların Zenginliği” kitabının da temel dayanaklarından birini oluşturmuştur (Çınarlı, 2012: 16-18).

etmiştir. Böylece dünya genelinde Keynesyen Ekonomi Teorisi yaygın biçimde uygulanmaya başlanmıştır.

Keynes'in bu önerisinin altında yatan sebep; piyasa ekonomisinin işlerliğini bozmak değil, tersine sosyalist alternatiflerden korunmak idi. 2. Dünya Savaşı boyunca Keynesyen politikalarla hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki, kredi, döviz ve fiyat kontrolleri iyice artmış, para politikaları; faiz oranları sabit ve düşük tutularak, kredi kontrolleri üzerinden yürütülmüştür. Savaş yılları boyunca merkez bankaları, merkezi hükümetlerin bağlı birer kuruluşu haline gelmişlerdir. Bu dönemde ekonominin devlet müdahalesine ihtiyaç duyması, merkez bankalarının kamu kurumu olarak kurulmasını teşvik etmiş olup, savaş sonrası dönemde milliyetçilik akımlarının artmasıyla birlikte, merkez bankalarının kamulaştırılması hızlanmıştır. Bu dönemde, daha önce özel sektör sermayeli olan bazı merkez bankaları da kamulaştırılmıştır. Bu bankaların listesi Tablo 4'te sunulmuştur (Capie vd., 2001: 22 - 23).

Tablo 4: Kamulaştırılan Merkez Bankaları

YIL	MERKEZ BANKALARI
1936	Danimarka Milli Bankası (Danmarks Nationalbank), Yeni Zelanda Merkez Bankası (Reserve Bank of New Zealand)
1938	Kanada Bankası (Bank of Canada)
1945	Fransa Bankası (Banque de France)
1946	İngiltere bankası (Bank of England)
1948	Hollanda Bankası (Nederlandsche Bank), Belçika Milli Bankası (Banque Nationale de Belgique)*
1949	Norveç Bankası (Norges Bank), Hindistan Merkez Bankası (Reserve Bank of India)

Kaynak: Capie vd. (2001: 23). **Not:** *Belçika Milli Bankası'nda kamu payı %51 olmuştur.

Tablo 4'te yer alan merkez bankalarının sermayesinin %100'ü devlet mülkiyetine geçmiştir. Ancak Belçika Milli Bankasında olduğu gibi %50'den fazlası devlet kontrolüne geçen merkez bankaları da bulunmaktadır.

1.2.5 Savaş Sonrası Bretton Woods - Keynes Dönemi (1945-1971)

II. Dünya Savaşı'ndan sonra asimetriler I. Dünya Savaşı sonrasına göre çok daha büyük olmuştur. Savaş boyunca ABD'ye yönelik sermaye girişi hızla artmış, neredeyse tüm dünyanın altını ABD'ye akmış ve dünyadaki altın varlıklarının önemli bir kısmı bu ülkede tutulmaya başlanmıştır. Bu dönemde hem Japonya hem de Avrupa ekonomileri çökmüş, dünya adeta bir “Demir Perde” ile iki kutba bölünmüştür. ABD kıt sermaye mallarının tek kaynağı haline gelmiş ve Avrupa'yla gittikçe artan ticarete ABD Doları yaygın biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Fakat bu sefer finansal işlemlerdeki bir kısım başarısızlıklar ve hatalar önlenmiştir. Bu amaçla, II. Dünya Savaşının hemen sonrasında ABD önderliğinde acil sorunları gidermek amacıyla uluslararası toplantılar yapılmıştır. Bu toplantılarla, ABD'nin tek sahibi olduğu kıt sermaye malları etkin biçimde kullanılarak, dünya genelindeki sıkıntılar hafifletilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda ise ABD dünyanın egemen ekonomik gücü haline gelmiştir. Böyle bir yapı, tekrar altın standardı uygulamasının uygulanmasını imkânsız hale getirmiştir (Bordo, 1993).

Savaşın sona erdiği bu dönemlerde Keynesyen görüşler ağırlık kazanmış, başta ABD ve İngiltere olmak üzere 1943-1944'te yapılan tartışmalar ve müzakereler sonucunda 1944 yılında, yeni bir uluslararası para sistemi olarak, Bretton Woods sistemi kurulmuştur. 1 Temmuz 1944 tarihinde ABD'nin New Hampshire eyaletindeki Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin temsilcilerinin katılımıyla gerçekleşen Birleşmiş Milletler Para ve Maliye Konferansı'nın sonucunda kurulan Bretton Woods sisteminin temel amaçları; 1929 Büyük Bunalımı ve arkasından yaşanan II. Dünya Savaşı ile birlikte, altın para standardının tamamen terk edilmiş olması ve ülke para birimlerinin değerini korumada/belirlemede ve dolayısıyla uluslararası alanda yaşanan parasal değişim sorununun çözülmesine, uluslararası dış ticaretin ve parasal döngünün tekrar başlatılabilmesine yönelik önlemlerin alınmasıdır. Bretton Woods uluslararası para idare sistemi ile dünyanın önde gelen devletleri arasındaki ticari ve finansal işlemlerde uyulması gereken kuralları belirlenmiştir. Bretton

Woods anlaşmasına göre; ABD Doları altına¹⁰, diğer ülke paraları da ABD Dolarına bağlanmıştır, fakat bu sabitlenen oranlara düzeltilebilme imkânı da verilmiştir. Böylece dolaylı bir altın para standardı hayata geçirilmiştir (Capie vd. 2001: 22 - 23). Bretton Woods sistemiyle; altın ve dövizin nominal çapa olarak kullanılması ve bu politika aracının kredibilitesinin korunması ve bu yolla dünya genelinde enflasyonun düşürülmesi amaçlanmıştır. Böylece ABD doları uluslararası platformda temel para birimi haline gelmiştir (Bordo, 2007: 2).

Dünya barışını ve güvenliğini korumak ve uluslararası alanda ekonomik, toplumsal ve kültürel bir iş birliğini sağlayabilmek amacıyla, 51 ülkenin onayıyla, 24 Ekim 1945'te Birleşmiş Milletler (BM) kurulmuştur. Ayrıca, az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarını hızlandırabilmek için 1945'te Dünya Bankası (World Bank) kurulmuş, bu kurum 1947 yılında özerk hale getirilmiştir. Uluslararası ödemelerde sıkıntıya düşen ülkelere kredi ve teknik destek sağlayarak, uluslararası sistemin içinde tutabilmek amacıyla 1945'te IMF (International Monetary Fund: Uluslararası Para Fonu) hayata geçirilmiştir¹¹. Bretton Woods'un temel özelliklerini şöyle sıralamak mümkündür (Pilling, 1986):

- i. Tüm para birimleri dolar olarak belirlenmiş, döviz kurlarının sadece ABD ile anlaşarak, uluslararası anlaşma ile değiştirilmesi mümkün kılınmıştır. Dolar, egemen para birimi olarak Sterlin'in yerini almış, bunun doğal bir sonucu olarak 1949 yılında sterlin, 4.03 \$'dan \$ 2.80'e kadar değer kaybetmiştir.
- ii. Bretton Woods anlaşması, bir ayarlanabilir sabit kur sistemi getirmiştir. Dolar, ABD garantisiyle, dünya çapında 35\$ = 1 ons altın olacak şekilde bir oranla, Dolar satın almak için altın kullanılabilmesinin yolu açılmıştır. Buna göre Dolar sabit bir pariteden altınla değiştirilebilecek ve diğer ulusal paralar da Dolarla sabit bir kur oluşturacaklardır. Dolarla olan bu kurun, %1 oranında yukarı veya aşağı dalgalanmasına izin verilmesi de karar bağlanmıştır. Kurun

¹⁰ 1 Ons Ağırlığındaki Altın = 35 Dolar olacak şekilde bir sabitleme yapılmıştır. 1 Ons Altın = 31.1034768 gramdır.

¹¹ IMF ve Dünya Bankasının kurulmasındaki asıl amaç; dünya çapında yaşanabilecek olası ekonomik krizlerin engellenebilmesi ve bu krizlerle oluşan ödeme güçlüklerinin ortadan kaldırılabilmesi için ülkelere gerekli finansmanın sağlanmasıdır.

kendisi ise ancak önemli dengesizlikler durumunda değiştirilebilecektir. Böylece Dolar için “altın kadar iyi” sıfatı kullanılmaya başlanmış, hatta bazıları daha da ileri giderek, altın tutmadan, altın cinsinden farklı olarak, ABD parasının aslında altından daha üstün olduğunu açıklamaya başlamışlardır. Ancak bu durum, gerçekleri tam olarak yansıtmamaktadır. Çünkü Dolar’ın pozisyonu (gücü), ABD kapitalizminin dünya ekonomisindeki gücüne bağlı olan ve mutlak olmaktan uzak, göreceli bir durumdur.

iii. Bretton Woods kapsamında IMF tarafından yönetilmek üzere merkezi bir rezerv havuzu kurulmuş ve bu da ödemelere ilişkin geçici dengesizliklerin ve zorlukların giderilmesinde ülkelere kur ayarlamaları için kredi imkânı sunularak, ek likidite sağlamıştır. Ancak Bretton Woods sisteminde, uluslararası bir kurum olarak tasarlanan IMF platformunda devletlerin aralarında anlaşarak, ağırlıkla ticaretten kaynaklanan dengesizlikleri düzeltmeleri dışında tek taraflı kur ayarlamalarına izin verilmemektedir. Bu sisteme her ülke, kabul edilen bir ölçeğe göre katkıda bulunmuş, fakat bu fona en büyük katkıyı ABD sağladığı için, yönetim ve söz hakkı da bu ülkeye geçmiştir. Kısacası IMF, ABD denetiminin altında varlığını sürdürmüştür. Bu sistem ABD'nin ekonomik büyümesini, fiyat istikrarı ile koruyabildiği sürece başarılı bir şekilde çalışmıştır.

iv. ABD, diğer ülkelerin IMF’ye katılabilmeleri noktasında serbest dış ticaret koşullarını kabul etmelerini bir şart olarak öne sürmüştür. Böylece ülkelerin uyguladıkları gümrük düşük tarife engelleri, ABD’nin dünya pazarlarındaki hâkimiyetini kolaylaştırmak için tasarlanan bir hamle haline getirilmiştir. Keynes bu durumu, İngiltere’ye ve İngiliz sermayesinin sahip olduğu ayrıcalıklara karşı öfkeli bir saldırı olarak görmüştür.

ABD egemen gücüne dayanarak Bretton Woods sisteminin kendi çıkarları doğrultusunda kurulmasını sağlamış ve böylece sanayisine pazar sağlamak amacıyla dış ticaretin nispeten serbestleştirilmesinin önünü açmıştır. ABD, kendi amaçlarına ulaşabilmek için İngiltere ile birlikte zaten çok zayıf durumdaki diğer emperyalist

güçlerin sömürgeleriyle özel ilişkilerini güçlendirmiş, ulusal parasını uluslararası hale getirmiş ve dünya parası konumuna yükseltmiştir. Savaş sonrası önceliğin ihracatın geliştirilmesi olduğunu belirten Keynes'e göre, 1944 yılında kabul edilen Bretton Woods anlaşması, 1941'den itibaren IMF'nin ve IMF'nin kurulmasıyla sonuçlanan uluslararası para sisteminin yeniden inşası görevini üstlenmiştir. Ayrıca ABD ticari dengesizlikler durumunda kullanılacak IMF kaynaklarının sınırlı tutulmasını sağlayarak, diğer ülkeleri finansman kaynağı olarak doğrudan kendisiyle ikili ilişkiler kurmaya zorlamıştır (Clarke, 1988: 156 - 157).

II. Dünya Savaşı'nın son bulmasıyla BM üyesi ülkeler tarafından, savaş dönemi boyunca yaşanan kargaşayı sona erdirmek, ülkeler arasında dış ticaret politikalarını düzenlemek ve serbest dış ticareti teşvik etmek amacıyla, Bretton Woods Konferansı'nın hemen ardından 1946 yılında 19 ülkeden oluşan bir hazırlık komitesi oluşturulmuştur. Yapılan görüşmelerde önce bir uluslararası ticaret örgütü kurulması düşünüldüyse de bunun yerini GATT almıştır. Komitede üye ülkeler ile ABD arasında karşılıklı tarife indirimlerini içeren GATT (General Agreement on Tariffs and Trade: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması) imzalanmış ve 10 Ocak 1948'de yürürlüğe girmiştir. ABD, GATT ile her ne kadar uluslararası ticaretin önündeki engellerin giderilmesini istediye de asıl hedefi; İngiltere'nin sömürgeleriyle birlikte sürdürdüğü tercihli tarifelerin ortadan kaldırılması ve İngiltere'nin sahip olduğu bu pazarların kendisine de açılması olmuştur (Frieden, 1987: 61).

Kurulduğu tarihten, 1 Ocak 1995 yılına kadar geçen sürede GATT, uluslararası ticaretin önündeki engellerin ve uluslararası ticareti bozan haksız rekabetin kaldırılmasında ve uluslararası dış ticaretin bu dönemde 15 kat artmasında büyük rol oynamıştır (Ekodialog, 2004). 1995 yılında GATT kaldırılarak yerine WTO (World Trade Organisation: Dünya Ticaret Örgütü) kurulmuştur. Savaşın Avrupa ülkelerindeki etkilerinin bir an önce ortadan kaldırılabilmesi için de 1950 yılında EPU (European Payments Union: Avrupa Ödemeler Birliği) aktif edilmiştir (Stiglitz, 2002: 32).

Ayrıca ABD, Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nin Avrupa'da yayılmasını önleyebilmek amacıyla, 5 Haziran 1947 tarihinde Dışişleri Bakanı George Marshall tarafından gündeme getirilen Marshall Planı'nı 1948-1951 döneminde uygulamıştır. Bu Plan çerçevesinde; aralarında Türkiye ve Yunanistan'ın da yer aldığı 16 ülkeye, 12.731 Milyar Dolarlık askeri ve sosyal yardımlar yapılmıştır (Ertem, 2009). Marshall Planı, askeri yardımlar ve giderek hızlanan ABD'den Avrupa'ya doğrudan yatırımlarla, uluslararası paranın ABD Doları olması sağlanmıştır. ABD kapitalizmi 1960'lara kadar egemen gücünü koruduğu süreçte Bretton Woods sistemi sorunsuz olarak çalışmış ve II. Dünya Savaşından 1970'lere kadar süren dönemde dünya genelinde ekonomik genişlemeye yardımcı olmuştur (Hoca, 2008: 20).

Savaş sonrasında uygulanan Keynesyen politikalara göre paranın ulusal yönetimi ile işsizliğin azaltılması mümkündü. Borçlanma ya da kâğıt para basarak finanse edilecek doğrudan kamu harcamaları efektif talebi canlandırabilir ve işsizliği azaltabilirdi. Ancak ABD'de kısmen uygulanan Keynesyen modelin hayata geçmesi için uluslararası boyut da gerekmekteydi. Paranın ulusal yönetiminin, iki savaş arası dönemde yoğunlaşmış olan uluslararası spekülasyon sermaye hareketlerinden korunabilmesi gerekmekteydi. Bu da ancak II. Dünya Savaşı'ndan sonra mümkün olmuştur. Savaş sonrasında Keynesyen görüşün görece uzun bir dönem başarılı görünmesine gerekli zemini hazırlayan aslında savaşın kendisi olmuştur. Çünkü II. Dünya Savaşı, milyonlarca insanın ölümüne yol açmış ve "fazla" işgücünü bu şekilde azaltarak işsizlik sorununa önemli ölçüde çözüm getirmiştir. Kalan işçiler ise savaş ve faşizm koşullarında yükseltilecek artı-değer oranıyla çalışmaya devam etmiştir. Buna yine savaş sayesinde ortaya çıkan üretim teknolojilerindeki gelişmeler eşlik etmiş, özellikle petrokimya, elektronik gibi yeni sektörler, yeni birikim alanları olarak ortaya çıkarmıştır. Keynes'in altın standardına ve onun hâkim görüşlerine karşı çıkarken, savaşın da yaratmış olduğu bu elverişli ortamda Bretton Woods anlaşması imzalanmıştır (Hoca, 2008: 17-18).

Savaş tam istihdamı sağlamıştır, ancak tam istihdamın kalıcı olmayabileceği ve işsizliğin tekrar yükselişinin mümkün olabileceği bir durumun savaş felaketinin

tekrarlanmasına neden olabileceği düşüncesi, birtakım önlemler alınması gereğini ortaya çıkarmıştır. Böylece Keynes'in Genel Teorisiyle parasal genişlemeye ve devlet müdahalesine uygun bir ortam oluşmuştur (Mandel, 1978: 462). Savaş sonrası ulaşılan tam istihdamın ilerleyen yıllarda da korunabilmesi amacıyla, mal talebinin faiz elastikiyetinin (IS eğrisi) düşük, para talebinin faiz elastikiyetinin (LM eğrisi) yüksek olduğu düşünülerek, Keynesyen politikalar ve dolayısıyla talep yönetimi ön plana çıkmış, para politikası da talep yönetiminin bir parçası olarak görülmüştür. Bu dönemde, ekonomik politikalar ise asıl olarak bütçe politikaları ile yürütülmeye çalışılmıştır (Capie vd. 2001: 24 – 25).

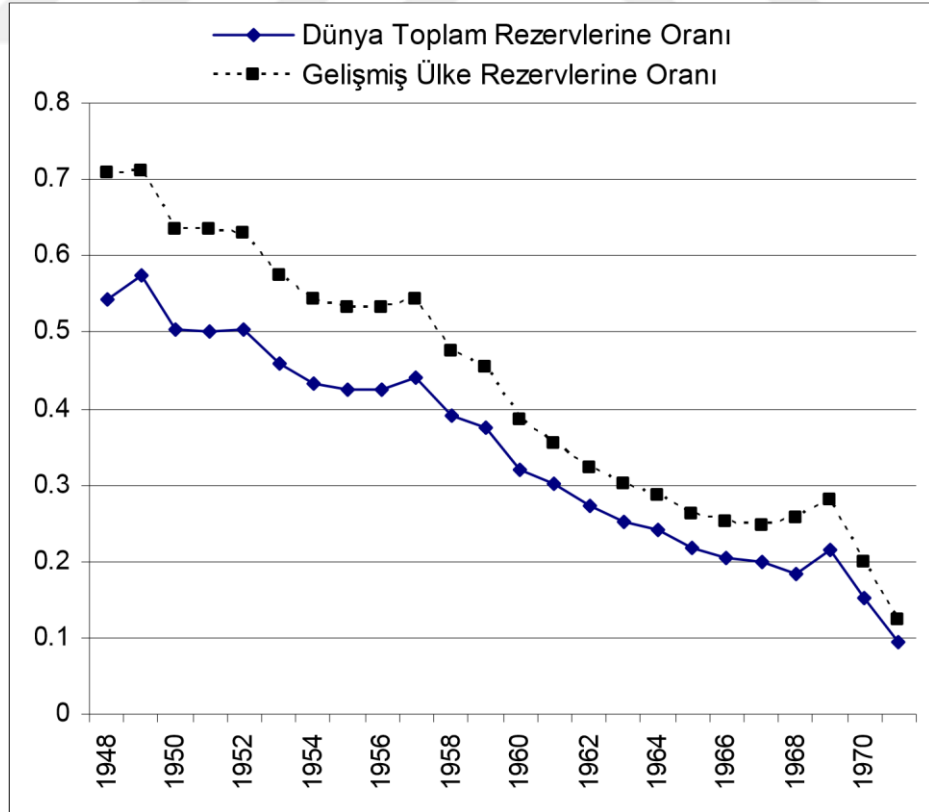
Bretton Woods ile birlikte Keynes'in savunduğu üretken sermaye temelinde genişleyici para ve maliye politikalarıyla desteklenen bir sermaye birikim modeli mümkün hale gelmiştir. Buna uluslararası Keynescilik adı verilmektedir (Pilling, 1986).

Mandel (1978)'e göre II. Dünya Savaşı'nın galip devletleri, Bretton Woods'ta "O zamana kadar ulusal ölçekte kabul görmüş olan enflasyonist kredi genişlemesinin uluslararası bir versiyonuna temel oluşturmak için tasarlanmış bir uluslararası para sistemi kurmuşlardır". Bu kredi genişlemesi ise Dolarla sağlanmıştır. Uluslararası para sistemi, dünya parası olarak kabul edilen Dolara dayandırılmıştır. Dolar, her ne kadar belli bir miktar altına eşitlenerek "altın kadar iyi" kabul edilse de aynı zamanda ABD'nin kendi ekonomisine ve devlet gücüne dayanan, ulusal kâğıt para niteliği de taşımaktaydı. Dolar dünya parası özelliğini kazandıran, ABD'nin II. Dünya Savaşı'ndan tartışmasız en güçlü kapitalist ülke olarak çıkması olmuştur. O dönemde dünya parası rolünü oynayabilecek başka bir para yoktu ve buna Doların en yakın rakibi olan Sterlin de dâhildi. 1949'un sonunda ABD'nin altın rezervi, tüm kapitalist dünyanın rezervlerinin %70'ine eşdeğer (22.000 tonluk rekor) seviyeye ulaşırken, İngiltere'nin payı sadece %6 olmuştur. Ancak bu zirve noktasından sonra ABD'ne altın hareketi sona ermiş ve çok geçmeden ters yöne doğru hareket etmeye başlamıştır. Rekabet gücü azalan, büyümesi yavaşlayan ABD'den sermaye çıkışları artmaya başlamıştır. Artan dış ticaret açıklarının getirdiği ödemeler dengesi problemlerinin yanı sıra, ABD askeri stratejisi de büyük dış

açıklara neden olmuş, Vietnam Savaşı bu açıkları kronik hale getirmiştir. Bretton Woods'a göre, ABD'nin dış açıklarına karşı dış fazla veren ülkeler ellerindeki Dolar karşılığında ABD'den altın talep edebilirdi. Ancak ABD'nin altın rezervi giderek bu zorunluluğu yerine getirebilmek için yetersiz hale gelmeye başlamıştır. 1950'de ABD'nin altın rezervleri, yabancı ülkelerin ellerindeki Dolar varlıklarının yedi katı iken, 1960'ın sonuna gelindiğinde ABD'nin altın rezervi 16.000 tonun altına ve 1972'de Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte 9000 tonun altına gerilemiştir (Pilling, 1986).

Aşağıda Şekil 1'de gösterildiği gibi ABD'nin rezervleri dünya ve gelişmiş ülke rezervlerine kıyasla, özellikle 1958'den sonra hızlı bir azalma göstermiştir. 1958'de Batı Avrupa ekonomilerinin konvertibiliteye dönüşü, ABD rezervlerinin azalmasını hızlandırmıştır (Guttman, 1994: 137 - 138).

Şekil 1: ABD'nin Altın Rezervlerinin Dünya ve Gelişmiş Ülke Altın Rezervlerine Oranı (1948-1971)



Kaynak: IMF (2004) International Financial Statistics (IFS)'den yararlanılarak, yazar tarafından hesaplanmıştır.

ABD'nin altın rezervlerinin dünya ve gelişmiş ülke altın rezervlerine oranındaki hızlı düşüş Şekil 1'den net biçimde görülebilmektedir. Bu grafikte özellikle 1958'de Batı Avrupa ülkelerinin konvertibiliteye dönüşünün etkisi de dikkat çekmektedir.

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde merkez bankalarına; paranın değerini koruma görevinin yanında, tam istihdamın korunması ve ekonomik büyümenin sağlanması gibi yeni görevler de verilmiştir. Ekonomi yönetiminde, Keynesyen akımın etkisiyle maliye politikaları ön plana çıkmış, merkez bankaları Hazine'nin bir alt birimi haline gelmiştir (Capie vd. 2001: 24). Bunun en belirgin örneği; ABD Merkez Bankası FED'in Hazine'ye bağlanmış olmasıdır. 1951 yılında FED Hazineden bağımsızlığını geri kazanmış olsa da bu, mutlak bir bağımsızlık olamamış, FED, ABD Kongre'sine raporlar vermek zorunda bırakılmıştır. Diğer ülke merkez bankaları ise bağımsızlıklarını yeniden kazanmak için 1990'lara kadar beklemek zorunda kalmışlardır (Bordo, 2007: 2).

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde maliye, para ve gelir politikaları, Keynes'in (1936) önerileri doğrultusunda, ekonominin talep yönünü güçlendirmeye yönelik olarak şekillendirilmiştir. Fakat uygulanan politikalardaki gecikmeler (zaman tutarsızlıkları¹²) ve para politikalarının belirsiz ve zayıf etkileri nedeniyle, faiz oranları, 1945-50 döneminde hedeflenen düşük seviyelerde tutulamamıştır. Pek çok ülkenin aynı anda Bretton Woods'a uymaya çalışması, para ve maliye politikalarında sıkışmalara¹³ neden olmuş, kredilendirme kontrolleri giderek daha da kötüye gitmeye başlamıştır. Hem ticari bankalar hem de merkez bankaları, finansal sistemi çarpıtarak verimsiz hale getirdiği için Bretton Woods sisteminden mutsuzluk duymaya başlamışlardır (Bordo, 1993: 5).

Bu durum elbette herhangi bir kısıtlamaya sahip olmayan ABD için geçerli olmamıştır¹⁴. ABD, doğrudan müdahale, kredi kontrolleri, gelirler politikalarını

¹² Alınan bir kararın reel ekonomiye gecikmeli olarak yansıyor olması.

¹³ Çünkü Bretton Woods sisteminde artık ülkeler istedikleri kadar karşılıksız para basamaz hale gelmişlerdir.

¹⁴ Çünkü ABD, sahip olduğu büyük altın rezervine dayanarak, rahatlıkla Dolar basmaya devam edebilmiştir.

bırakan ilk ülkelerden biri olmuştur. II. Dünya Savaşı boyunca para politikası temelde, faiz oranları sabit ve düşük tutularak, doğrudan kredi kontrolleri üzerinden yürütülmüştür. Savaş sonrası dönemdeyse; sermaye ihracı kontrolleri, kredi kontrolleri, faiz kontrolleri, zorunlu karşılık oranları ve devlet iç borçlanma senedi bulundurma zorunlulukları gibi daha çağdaş para politikası araçları kullanılarak yürütülmüştür (Capie, Goodhart ve Schnadt, 2012: 25).

Savaşlar sonrasında bütçe açıklarının para basılarak finansmanı sonucunda enflasyon ve dolayısıyla nominal faizler yükselmeye başlamış, borç/GSMH oranları artmıştır. Savaş sonrası dönemde tüm ülkeler makroekonomik politikalarını tekrar gözden geçirmek durumunda kalmış, merkez bankalarının nasıl bir rol üstlenmesinin gerektiği yeniden ele alınmıştır. Artan hükümet açıklarının para basılarak finansmanı, yüksek enflasyona ve hatta hiperenflasyona neden olmuştur. Bu da merkez bankalarının hükümetlerden bağımsız bir statüye sahip olmalarının gereğini doğurmuştur. Böylece, merkez bankalarının, para politikalarını, hükümetlerle koordineli ama bağımsız bir şekilde yürütmelerinin gerektiğinde hemfikir olunmuştur (Capie, Goodhart ve Schnadt, 1994: 19-20).

1929 Büyük Bunalımı sonrasında ortaya çıkan Keynesyen politikalar, Bretton Woods'un etkin çalışmaması nedeniyle, tam istihdamı sağlayamamış, enflasyon hızla artmış ve bu durum, merkez bankalarının fonksiyonlarında değişikliklere gidilmesine neden olmuştur (Lapavitsas, 2013: 126 – 127).

II. Dünya Savaşının bitiminden birkaç yıl sonra, doğrudan sermaye ve kredi kontrollerinden uzakta, para yönetiminin piyasa ile ilgili mekanizmalarına, özellikle de kısa vadeli faiz oranı ayarlamalarına dönük bir politika eğilimi başlamıştır (Capie vd. 2012: 25). Doğrudan müdahale politikası araçlarını ilk terk eden ülke ABD olurken, diğer ülkelerde bu geçiş çok daha yavaş ilerlemiştir. ABD'de, savaş sona erdikten sonraki birkaç yıl içinde doğrudan kredi kontrollerini içeren para politikası araçları yerine, piyasa bazlı para politikası araçlarına, özellikle de kısa vadeli faiz oranlarının düzenlemesine yönelik politika araçlarının kullanımına geçilmiştir. Bu arada tüm dünyada sermaye hareketlerine konulan sınırlandırmalara rağmen, gelişen

finansal sisteme bağılı olarak, sermaye hareketlerinde de bir artış gözlenmeye başlanmıştır (Önder, 2005: 19).

II. Dünya Savaşından egemen güç olarak çıkan ABD ekonomisi, 1955-1975 döneminde süren Vietnam savaşından büyük kayıplarla çıkması, ABD ekonomisine de çok büyük yükler getirmiştir. Ancak bir yandan da Sovyetler Birliği'nin gelişmesi ve batılı ülkeler için bir tehdit haline gelmesi üzerine ABD savunma harcamalarına devam etmek zorunda kalmıştır. Bu arada Alman ve Japon ekonomilerinin 1960'lardan itibaren hızla toparlanmaya başlaması ile ABD bu ülkeler karşısında avantajlı hale gelmiş, ticarete konu olan mallarda rekabetçi üstünlüğünü kaybetmiştir. Bu durum ABD'deki enflasyona ve Bretton Woods sistemine ek yükler getirmeye başlamıştır. Üstelik Bretton Woods sistemi, ABD'nin döviz kurunu rakiplerine göre ayarlamasını zorlaştırdığından, ABD'nin ihracatında rekabetçi bir dezavantaja dönüşmüştür. 1960'larda zaten yüksek olan savunma harcamalarına, Vietnam savaşı harcamalarının da eklenmesiyle birlikte, ABD'de enflasyon hızla yükselmiş, rekabet gücü iyice azalan ABD, Almanya'dan Markın dış değerini yükseltmesini istemiş, ancak bu isteği kabul görmemiştir. Bütün bu yaşanan gelişmeler 1970'lerin başında Bretton Woods sistemini temelden sarsmıştır (Capie vd. 2012: 27).

Sermaye hareketlerinin kontrolü mümkün olamayınca ABD'de iktidardaki Nixon yönetimi Bretton Woods sistemi içinde çözüm bulmak yerine, bu sistemin çöküşünü tercih etmiş ve 15 Ağustos 1971'de ABD, doların altınla olan konvertibilitesini kaldırdığını duyurmuştur. Bunun doğal bir sonucu olarak 1971 yılında Dolar değer kaybetmeye başlamıştır. Bretton Woods'ta öngörülen istikrarlı döviz kurları terk edilmiş, kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır. 1971 yılı itibariyle Dolar karşısında mark % 13.5, Yen % 6.88 değer kazanmıştır. Finansallaşma eğilimi Bretton Woods sonrasının temel eğilimi olmuştur (Brenner, 2010: 122).

1.2.6 Enflasyonun Yükselmesi ve Parasal Sıkılaşıma Dönemi (1971-1990)

1950’lerden başlayarak 1970’li yıllara kadar süren kesintisiz yüksek oranlı ekonomik büyüme ile birlikte kapitalizmin en büyük genişlemesi yaşanmış ve bu dönem, “kapitalizmin altın çağı” olarak tarihe geçmiştir. Ekonomik aktivitede görülen aşırı ısınma, 1965 sonrasında ABD ekonomisinden başlayarak tüm gelişmiş kapitalist dünyayı etkisi altına alan aşırı birikim kriziyle sonuçlanmıştır (Brenner, 2010: 95). Ekonomide yaşanan yüksek büyümenin beraberinde getirebileceği riskler düşünüldüğünde, ülkelerin mali kontrolü sağlamak ve krizlerden korunabilmek adına merkez bankalarına duyulan ihtiyaç hızla artmıştır. Tablo 5’ten de izlenebileceği gibi 1950’lerden başlayarak dünya genelindeki merkez bankaları sayısında da hızlı bir artış gözlenmiştir.

Tablo 5: 1900-1990 Yılları Arasında Dünyadaki Merkez Bankalarının Sayısı

Yıl (10 yıl)	Merkez Bankalarının Sayısı
1900	18
1910	20
1920	23
1930	34
1940	41
1950	59
1960	80
1970	108
1980	137
1990	161

Kaynak: Pringle ve Mahate (1993: 6).

Tablo 5’ten de görüldüğü üzere; 1900’lerin başlarında 18 olan dünya genelindeki merkez bankası sayısı I. Dünya Savaşı sonuna kadar daha yavaş artarak 1920 yılında 23’e ulaşmış, 1929 Büyük Bunalımının da etkisiyle merkez bankalarına olan gereksinimin artması nedeniyle 1930’de 34’e, 1940’ta 41’e yükselmiştir. Daha sonra bu artış ivmelenerek devam etmiş ve 1990 yılında 161’e erişmiştir.

1971’de Bretton Woods sisteminin terk edilmesi ve yaşanan enflasyonist krizler, merkez bankalarının para politikası stratejilerinde önemli değişikliklere sebep olmuş ve modern merkez bankacılığına doğru geçişi hızlandırmıştır. Bretton

Woods'un ardından uluslararası para sisteminde saf bir dolar standardı ortaya çıkmış ve döviz kurları, döviz piyasalarındaki arz ve talebe göre belirlenmeye başlamıştır. Bu dönemin en önemli özelliği; ABD'nin yitirdiği ekonomik gücünü yeniden kazanma ve hegemonyasını devam ettirme çabalarının görülmesidir.

ABD'de Nixon yönetimi, doların devalüasyonuna, para basımına ve kolay krediye yönelerek, enflasyonist politikaları tercih etmiş, 1970'lerde başlayan bunalım, aynı zamanda yüksek enflasyonla birleşmiş ve dünyada büyük bir likidite artışı yaşanmıştır. Uluslararası likidite, 1969 ile 1975 arasında 78 Milyar Dolardan 225 Milyar Dolara çıkmış, 6 yıl gibi kısa bir sürede üç katına çıkmıştır (Hawley, 1979: 80).

Yaşanan parasal genişlemeyle birlikte 1960'larda yükselen sınıf mücadelesinin getirdiği ücret artışları ve hammadde fiyatlarındaki yükselişler, 1970'lerde yüksek enflasyona neden olmuş ve zincirleme bir reaksiyon olarak 1970'lerin başından itibaren gelişmiş ülkelerin hemen hemen tamamında kâr oranları düşmeye başlamıştır (Shaikh, 1985: 97).

1971-1973 döneminde uluslararası parasal ilişkilerde meydana gelen dalgalanmalar ve Bretton Woods sisteminin çöküşü, 1974'te petrol fiyatlarında yaşanan ani yükseliş, krizi tetikleyen en önemli faktör olmuştur. Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries), varil başına petrol fiyatını 1974 yılında 1.8 Dolardan önce 10 Dolara, sonra 1977 yılında 13.7 Dolara ve 1979 yılında 35 Dolara kadar yükseltmiştir (Sönmez, 1998: 136). Bu normal dışı artış, birçok ülkede ekonomik durgunluk yaşanmasına ve piyasaların daralmasına yol açmıştır. Petrol şoklarının da şiddetlendirdiği ekonomik durgunluğu aşmak amacıyla genişlemeci para politikası uygulanması, gelişmiş ülkelerde enflasyonist süreci hızlandırmıştır. Bu da toplumda enflasyon bekleyişlerinin ve gerçekleşen enflasyonun artmasına neden olmuştur. Ekonomik daralma ile

enflasyonun eş anlı olarak yaşandığı bu duruma iktisat literatüründe; stagflasyon¹⁵ adı verilmektedir (Eğilmez, 2018).

Parasal büyüme, faiz oranları, hisse senedi fiyatları, beş yıllık dönemde döviz kurları, 1971-1976 döneminde yaşandığı gibi parasal değişkenlerdeki oynaklığın derecesi, belki de 1928-1933 dönemi hariç, diğer herhangi bir dönemde olmadığı kadar artmıştır. Ana sorun, insanların enflasyon beklentilerinin ve bunun gelecekteki muhtemel etkileriyle ilgili endişelerinin artmış olmasıdır. Daha önceleri enflasyon, savaşların ve devrimlerin finansmanı ile bağlantılı bir fenomen olarak algılanırken, durağan bir fiyat seviyesine sahip parasal oynaklıkların düzeltilebileceği sonucuna varılmıştır. Fakat 1970’li yıllarda durumun böyle olmadığı anlaşılmış ve talep yönetimi stratejisi benimsenmiştir. ABD’de 1929-1933 döneminde yaşanan Büyük Bunalımın neden olduğu yüksek (%25) işsizliğine tepki olarak kurulan savaş sonrası ekonomik ve finansal sistemler, o dönemdeki politikacılarının da deneyimi sayesinde, talep yönetimi konusunda başarılı sonuçlar vermiştir. Uygulanan bu başarılı para politikaları, istihdamı artırmış, ancak fiyatların her yıl artması eğilimini de beraberinde getirmiştir. Aynı talep baskısı ile istenen/hedeflenen istihdam seviyesi, enflasyonun hızla yükselmesine yol açmıştır. Bu nedenle, merkez bankaları işsizliği düşürmeyi amaçlayan diğer politikaları (işgücü piyasası politikaları, arz yönü politikaları, maliye politikaları) terk ederek fiyat istikrarı konusunda talep yönetimine (para politikası) odaklanmanın mantıklı bir alternatif olacağı görüşünü benimsemişlerdir. Eskiden, merkez bankaları faiz oranlarını, karşı döngüsel¹⁶ olarak değiştirerek, döviz kurlarını ana/ara hedef olarak belirleyebiliyorken, esnek döviz kuru sisteminin uygulandığı bu yeni dönemde; enflasyon beklentileri, nominal faiz oranlarına bağlı olarak belirlenmeye başlanmıştır¹⁷. Daha da kötüsü bu dönemde

¹⁵ Stagflasyon: İngilizcede durgunluk anlamına gelen “Stagnation” kelimesi ile enflasyon anlamına gelen “Inflation” kelimelerinin birleştirilmesi ile elde edilmiş bir kelime olup, “enflasyon içinde durgunluk” durumunu ifade etmektedir.

¹⁶ Reel konjonktür dalgasının tersi yönde kullanarak. Merkez bankaları böylece ekonomideki aşırı dalgalanmaları törpülemeyi amaçlamışlardır.

¹⁷ Nominal faiz oranları ile enflasyon oranı arasındaki bu ilişkiye; Fisher Etkisi adı verilmektedir ve $i = \pi^e + r$ ile gösterilmektedir. Burada i ; nominal faiz oranını, π^e ; beklenen faiz oranını ve r ; reel faiz oranını göstermektedir (Lebe ve Arda Özalp, 2016: 96).

merkez bankalarının, faiz oranlarında değişikliğe giderken, siyasi baskılarla da karşılaşabiliyor olmalarıdır (Capie vd. 2012: 28 - 29).

Enflasyon 1979'da yaşanan ikinci petrol şokuyla birlikte iyice kötüleşmeye başlamıştır. Ancak krizin derinleşmesinde en önemli etken petrol fiyatlarındaki olağanüstü yükseliş gibi görünse de aslında esas sorun, petrol şokun yanı sıra parasal istikrar konusundaki endişelerin artmasından ve dünya çapında sermayenin artı-değer üretme imkânından daha fazla birikmiş olmasından kaynaklanmıştır. Yani kapitalist dünya, klasik bir aşırı birikim kriziyle karşı karşıya kalmıştır (Savran, 1988: 47 - 48).

1970'li yıllarda yaşanan petrol şokları ve krizler, Keynesyen devlet müdahalesi anlayışını ortadan kaldırmış ve döviz kurları, paranın uluslararası piyasalarda dalgalanmasına bırakılmıştır. Bu süreç finansal ve küresel bir dünyaya doğru gidişi hızlandırmış ve dolayısıyla dünya ekonomisinde finansal sektörün ağırlığı hızla artmaya başlamıştır.

Küreselleşmenin de etkisiyle uluslararası para, artık altın tarafından değil sadece Dolar tarafından temsil edilmeye başlamış ve paranın hareket kabiliyeti artmıştır. Doların uluslararası dolaşımında dünya parası olarak kullanılmasının en önemli sebebi; ABD'nin dünya ithalatının büyük bir bölümünü gerçekleştiriyor olmasıdır. Böylece ABD, gerçekleştirdiği parasal genişlemeyle birlikte, dünyanın en önemli tüketim merkezi haline gelmiştir. Bunun yanında Doların uluslararası dolaşımında dünya parası olarak kullanılmasının ABD hegemonyası açısından da oldukça kritik bir önemi vardır. Böylece ABD, mal ve hizmet alımlarını kendi ulusal parasıyla ödeme ve senyoraj geliri¹⁸ yaratma gibi bir ayrıcalığa sahip olmuştur. ABD, üretim alanında yaşadığı sıkıntılara karşı, hegemonyasını finans alanında sağlamlaştırmıştır (Hoca, 2008: 25).

¹⁸ Senyoraj Geliri: İngilizcedeki Sinyor (asil, soylu) anlamındaki kelimeden gelmekte olup, bir ülkeyi yöneten erkin, sahip olduğu hâkâniyet (hükümlanlık) yetkisine dayanarak, bastırdığı paraların piyasalarda kabul görmesini ifade etmektedir. Ekonomideki karşılığı ise; paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki farktır. Bu durumda senyoraj geliri; devletin para basmak suretiyle elde ettiği gelirdir. Enflasyonist dönemlerde ekonomideki para kullanımını arttığı için devletlerin de para basımı ve senyoraj gelirleri artmaktadır (Dinler, 2012: 478).

1970’li yıllarda Keynesyen politikaların stagflasyon krizlerinde başarısızlığa uğraması ve finansın ekonomide yüksek ağırlık kazanmasıyla birlikte, Keynesyen politikalar gözden düşerken, mali sermayeye uygun politikaların uygulamaya konması, iktisatta Parasal akımın (Monetarizm¹⁹) doğmasına zemin hazırlamıştır. Teoride müdahaleci politikaların istikrarsızlık sebebi olarak görülmesi nedeniyle devletin piyasaya tabi olmasını savunan Parasal akım²⁰, kapitalizm krizine karşı bir yanıt olarak ortaya çıkmış ve paranın miktar teorisi iktisadi düşüncede yeniden geçerlilik kazanmıştır. Parasalcı görüşe göre istihdamı artırma amaçlı müdahaleler enflasyona ve istikrarsızlığa yol açmaktadır. Paranın miktar teorisinin yeniden benimsenmesiyle para miktarından fiyatlara doğru bir nedensellik kurulmuştur. 1970’lerin sonunda faizler yüksek oranlarda artırılarak enflasyona karşı sıkı para politikası izlenmesi gerektiği tezi savunulmuştur. Sonuç olarak Monetarist para yönetiminde; özel finansın ağırlığı İngiliz hegemonya döneminde olduğu gibi yeniden artmaya başlamış ve iktisadi düşüncede Friedman’ın Monetarist Yaklaşımı hâkim hale gelmiştir (Hoca, 2008: 22 - 25).

Dalgalı kur rejimine geçiş ve faizlerin politika hedeflerine ulaşabilmek için daha aktif kullanımı ile birlikte para politikalarında da önemli değişiklikler yaşanmıştır. Ekonomistlerin o dönemlerde yapmış oldukları ekonometrik araştırmalar göstermiştir ki paranın fonksiyonlarına olan yerli talep, az sayıdaki değişkenler kümesinin istikrarlı bir fonksiyonudur ve dolayısıyla paranın dolaşım hızı öngörülebilirdir. Böylece para politikası yetkilileri parasal büyüme için hedefler belirleyerek kısa vadede nominal gelirleri ve uzun vadede enflasyon oranlarını kontrol edebileceklerdir. Tüm bu faktörler, merkez bankalarını parasal hedeflemeye²¹ doğru yönlendirmiştir. İlk olarak 1974’te Batı Almanya’nın bir hedef belirlemesi ile başlayan parasal hedefleme, diğer bazı ülkelerce de benimsenmiş artık merkez

¹⁹ Monetarizm: 1976 Nobel Ekonomi Ödülü’nü kazanan ABD’li iktisatçı Milton Friedman tarafından geliştirilen teori olup, ekonomik aktiviteleri hızlandırabilmek için, parasal genişlemenin, yıllık ekonomik büyüme oranı kadar artırılmasını önermektedir. Friedman, Nobel Ödülünü alırken yaptığı konuşmada da “Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur” diyerek, ekonomik büyüme oranının üzerindeki parasal genişlemelerin mutlaka enflasyona sebep olacağını ifade etmiştir (Aktan, 2010).

²⁰ Bu noktada Monetaristlerin, Klasik İktisat Teorisinin devlet müdahalelerine karşı olan tutumlarını benimsediği görülmektedir.

²¹ Burada kastedilen parasal hedefleme; piyasadaki para miktarının (para arzının) hedeflenmesidir.

bankaları tarafından yeni bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Parasal hedeflemeye geçiş tarihleri Tablo 6’da verilmiştir (Capie, 2012: 29-30).

Tablo 6: Merkez Bankaları Tarafından Para Hedeflemesi Rejiminin Resmi Olarak Benimsenme Tarihleri

Ülkeler	Tarih
Batı Almanya ve ABD	1974
İsviçre ve Kanada	1975
İngiltere	1976

Kaynak: : Griffiths and Wood (1981).

Tablo 6’da yer alan ülkelerin merkez bankaları, faiz oranlarını değiştirerek para hedeflerine ulaşmaya çalışmışlardır. Böylece para politikasında parasal hedefleme veya daha çok kullanılan ismiyle enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Bazı merkez bankaları enflasyon konusunda nokta hedef belirlerken, bazıları ise bir aralık belirleyerek, görece daha esnek bir enflasyon hedeflemesi para politikası uygulamaya başlamışlardır (Lapavitsas, 2013: 119 - 122).

Bu yeni para politikası stratejisi, merkez bankacıları ve parasal iktisatçılar arasında büyük ilgi uyandırmıştır. Tablo 1-6’dan da anlaşılabacağı gibi bir dizi sanayileşmiş ülke tarafından benimsenen enflasyon hedeflemesi para politikası, zaman içinde diğer ülkeler tarafından da uygulanmaya başlamıştır. Bu ülkeleri şöyle sıralamak mümkündür: Yeni Zelanda (1990), İsrail (1992), Avustralya (1993) Finlandiya (1999), İspanya (1999) ve Türkiye (2002). Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin unsurlarının çoğunu, Almanya’nın ve İsviçre’nin uzun soluklu ve saygın para politikasında bulmak mümkündür (Bernanke vd. 1999: 4; Örnek, 2006: 29).

Enflasyon hedeflemesi 1975-1976 yıllarında çoğu ülkede enflasyonun bir miktar gerilemesinde başarılı olduysa da 1970’lerin geri kalan yıllarında bu tür hedeflerin kullanımı, ne enflasyonun azaltılmasında ne de pozitif reel faiz oranları hakkında etkili olamamıştır. Yukarıda da belirtildiği gibi sadece Almanya ve İsviçre, enflasyon hedeflemesinde diğer ülkelere oranla kısmen daha başarılı sonuçlar elde etmiştir Capie (2012: 30).

1970’li yılların sonlarında enflasyon hedeflemesinde başarısız olunmasıyla ilgili yapılan araştırmalarda; gelişmiş ülkelerde yaşanan hükümet değişikliklerinin bu sonuçlar üzerinde etkili olduğu, çünkü seçim dönemlerinde hükümetlerin oy endişesiyle genişletici politikalara yöneldikleri, bunun da enflasyon hedeflerinin tutturulamamasına neden olduğu görülmüştür. Ayrıca iktidara yeni gelen hükümetlerden bazıları, önceki hükümetler tarafından benimsenen politikaları terk etmeyi tercih etmişlerdir. ABD’de Demokratların, İngiltere’de Callaghan İşçi Hükümetinin ve Kanada’da Trudeau Liberallerinin iktidara gelmesi, enflasyon hedeflemesinin başarısızlığa uğramasına neden olmuştur. Bu hükümetlerin uyguladıkları yeni politikalar oldukça yüzeysel kalmış ve merkez bankaları aşırı güçlere/baskılara nasıl tepki göstereceklerini bilememişlerdir. Bir önceki hedefe giden parasal büyümeyi geri çekmek için oldukça acımasız davranılmış ve tüm bunların sonunda, enflasyon hedeflemesi rejimi büyük yara almıştır. Sonuç olarak, merkez bankalarının faiz oranlarını değiştirerek parasal hedeflerine ulaşma çabalarına bazı ülkelerde son bile verilmiştir. Ekonomistler para politikası yetkililerinin yeterince bilgi sahibi olmadıklarını iddia etmişler onları teşvik etmek yerine, mevsimsel etkilerden arındırılmış parasal tabanın doğrudan kontrol edilmesi ve faizlerin, para piyasalarında serbestçe belirlenmesine izin verilmesi gerektiğine karar vermişlerdir. 1980’lerin ortalarına kadar devam eden bu tartışmalarda; parasal hedeflere ulaşılması için gösterilen çabaların, faiz oranlarının aşırı dalgalanması sonucunu ortaya çıkardığı ve enflasyon hedeflemesi rejiminin terk edilmesi gerektiği dile getirilmiştir. İnovasyonlar ve bilgi teknolojilerinde yaşanan yenilikler, yüksek ve değişken enflasyon ve dolayısıyla faiz oranları hem ulusal hem de küresel rekabet tarafından yönlendirilen finansal piyasalarda yaşanan deregülasyonlar²², paranın dolaşım hızının artmasına, bu da ekonomik aktivitelerin öngörülemez bir hal almasına zemin hazırlamıştır. Bu tür yeniliklerin ekonomide yavaşlama ve yeni bir finansal dengelenme yapısının ortaya çıkmasındaki etkisi net olmadığından, paranın dolaşım hızının öngörülebilirliğini azaltmış, bu da parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki stabil ilişkinin zayıflamasına sebep olmuştur. Halen enflasyon hedeflemesine devam etmeyi savunan ekonomistler itibar kaybına uğramış,

²² Sıkı kuralların gevşetilmesi.

politikanın güvenilirliği azalmış ve merkez bankalarından bazıları enflasyon hedeflemesi rejiminden, 1980'lerin ortalarından itibaren vazgeçmeye başlamışlardır (Bernanke vd. 1999: 6-9).

1981-1982 yıllarında enflasyondaki gerilemeyi, istikrarlı ekonomik büyüme takip etmiştir. En uzun süren büyümelerden biri olarak tarihe geçen bu istikrarlı ve sürekli büyüme 1983-1989 yılları arasında oldukça düşük seyreden enflasyonla (1970'lere kıyasla) birlikte devam etmiştir. ABD'de 1920'lerde olduğu gibi, bu başarı aşırı iyimserlik yaratmış ve ekonomiye duyulan bu güven varlık fiyatlarının yükselmesine ve hatta balon oluşmasına neden olmuştur. Artan varlık fiyatlarının yarattığı zenginlikle beraber yükselen tüketim harcamaları, hızlı parasal büyümeyle birleştiğinde, tüketim mallarının fiyatlarının da yükselmesi kaçınılmaz olmuştur. Bu durum, para yöneticilerini, enflasyonist baskıları azaltmak ve kontrol altına almak amacıyla sıkı para politikaları uygulamaya itmiştir. Bu karşı-çevrimsel politika önlemleri, varlık fiyatları balonunu patlatmış, varlık fiyatlarında ortaya çıkan bu çöküş, konjonktürel gerilemeye sebep olmuştur. Bankaların müşterilerine yapmış olduğu aşırı mali baskı, banka kredilerinde de çöküşü beraberinde getirmiştir. İlk olarak Ekim 1987'de hisse senedi fiyatları inanılmaz bir şekilde düşmeye başlamış ve daha da önemlisi, varlık fiyatlarındaki balonun patlamasıyla birlikte çoğunlukla gayrimenkul, ticari mülk ve konut fiyatları 1988-89 yıllarında hızla değer kaybetmiştir. Böylece 1929-1933 Büyük Depresyonundan sonra o tarihe kadar yaşanan en kötü krizi yaşanmıştır (Capie, 2012: 31 - 32).

1980 ortalarında hızlanan küreselleşme, inovasyon, teknolojik ve finansal yenilikler, bankaları birbirine daha bağımlı hale getirmiştir. Bu durum, bankacılık sektöründe yaşanan finansal krizlerle birleştiğinde, banka regülasyonları (bankacılık sektörüne yönelik sıkı düzenlemeler) kaçınılmaz hale gelmiş, merkez bankaları tüm dünya için vazgeçilemez birer aktör haline gelmiş ve uyguladıkları para politikalarında köklü değişiklikler yaşanmıştır.

1.2.7 1990 – 2008 Finansal Küreselleşme Dönemi

1980'lerin sonlarından ve 1990'lı yılların başlarından itibaren iletişim ve bilişim teknolojileri alanında ortaya çıkan gelişmeler ve 1989 sonrası sosyalizmin çöküp, kapitalizmin tek başına ayakta kalması, küreselleşme sürecini, özellikle finans alanında hızlandıran en önemli faktörler olmuştur. Finansal küreselleşme adını verebilen bu süreç, ülkelerin döviz ve sermaye işlemleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılarak, ulusal para ve sermaye piyasalarının, dış finansal piyasalara açılması ve entegre olması olarak tanımlanabilmektedir (Patnaik, 2011). Soğuk savaş sonrası uluslararası ortamın verdiği güven, finans piyasalarında yaşanan finansal küreselleşme, inovasyon ve teknolojik yenilikler sermayenin çok hızlı hareket edebilme kabiliyetini artırmış, büyük ölçekli sermaye akımları yaşanmış ve özel fonlar yüksek getiri elde etmek için ülkeler arasında hızlı ve serbest bir biçimde dolaşmaya başlamıştır (Seyidoğlu, 2003: 143 – 144). Ülkeleri birbirine bağımlı hale getiren bu gelişmeler, ülke ekonomilerine birçok avantaj sağladığı gibi finansal krizlerin daha sık tekrarlanmasına da neden olmuştur. Küreselleşmeyle birlikte finansal kaynakların dolaşım hızının artması, krizlerin bulaşıcılık hızını ve kriz risklerini de artırmış, bir ülkede yaşanan kriz sadece o ülkeyi değil, ticari ilişkileri olan diğer ülkeleri de etkiler hale gelmiştir. Finansal krizler 1980'li ve 1990'lı yıllarda dünya ekonomisine damgasını vurmuştur. Finansal küreselleşme sürecinin tamamlandığı 1990'lardan sonra gelişmekte olan ülkelerde ve Rusya gibi dönüşüm ekonomilerinde çok sayıda krizler yaşanmıştır. Bunlar arasında; 1994 Türkiye, 1995 Meksika, 1997 Güney Asya (Tayland, Güney Kore, Malezya ve Singapur), 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Türkiye ve 2002 Arjantin krizleri sayılabilir.

Bu dönemin tartışmasız en önemli gelişmesi; 1989'da Berlin Duvarının yıkılması ve 1991'de Sovyetler Birliğinin dağılmasıyla birlikte Sosyalizmin çökmesi ve bu çöküş sonrasında birçok dönüşüm (geçiş) ekonomisinin ve azgelişmiş ekonominin kapitalist dünya pazarına girmesi ve bankacılık faaliyetlerinin artması olmuştur. Sovyetler Birliği'nin dağılması (1991) ile Doğu Avrupa Ülkelerinde yönetim sistemlerinin değişmesi, 1993 yılında kabul edilen Maastricht Kriterleri ile Avrupa Birliği'nin (AB) kurulması, 1995 yılında 3, 2004 yılında 10, 2007 yılında 2

ülkenin daha katılımıyla AB'nin üye sayısının 27'ye yükselmesi ve bu yıllarda hız kazanan iletişim ve haberleşme alanında yaşanan devrimler, bu döneme damga vuran gelişmelerdir (Gaspar, Hartmann ve Sleijpen, 2002; Kose ve Ozturk, 2014). Finansallaşma ile birlikte sermaye hareketlerinin artması, üretim süreçlerinde azalan kâr oranları sebebiyle sermayenin finansal alanlara yönelmesi ve sermaye birikiminin reel kesimle beraber finansal kesimde de yoğunlaşması gibi karakteristik özellikleri de vurgulamak yerinde olacaktır. Sermaye birikiminde yaşanan bu değişimle birlikte, finansal sistem ve bu sistemin unsurları da yeniden şekillenmiş, finansın egemen olduğu yeni bir dönem başlamıştır. Ancak eski Sosyalist ülkelerde, bir piyasa ekonomisinin kurulması, umulduğundan çok daha zor olmuştur. Hatta başka hiçbir alanda olmadığı kadar ekonomi alanında yaşanan bu sıkıntılar Ukrayna vb. gibi birçok ülkede aşırı parasal bozukluklar ve hiperenflasyona neden olmuştur (Met, Torobekova ve Keles, 2008).

Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği (SSCB)'nin dağılması ve geçiş ekonomileri olarak adlandırılan yeni bağımsız devletlerin oluşumu ile birlikte, iki kutuplu bir dünyadan, tek kutuplu kapitalist bir dünyaya geçilmiştir. İkinci Dünya Savaşı'nın sone ermesini takip eden 1947-1991 döneminde ABD ile Rusya arasında yaşanan "soğuk savaş" dönemin en önemli niteliği; ABD liderliğindeki Batı Bloku ülkeleri ile Sovyetler Birliği önderliğindeki Doğu Bloku ülkeleri arasında yaşanan ekonomik, siyasal ve askeri çekişmelerdir. Ancak Sovyetler Birliği'nin bölünmesiyle birlikte dağılan Doğu Bloku, ABD'nin rakipsiz kalmasına ve tek başına dünya liderliğine göz koymasına zemin hazırlamıştır (Seyidoğlu, 2003: 141).

Bağımsız bir ülkenin kendi merkez bankasına ve kendi para birimine sahip olması gerektiği fikri, zamanla geniş kitleler tarafından da kabul edilmiştir. Sömürge döneminin ortadan kalkmasıyla birlikte giderek daha fazla ülke bağımsızlığa kavuşmuştur. Bu ülkelerin birçoğunda, özellikle Afrika'da, finansal işlemler önceleri bir Para Birimi Kurulu temelinde işlemiş ve sömürge ülke, egemen ülkenin para birimine ve sermaye piyasasına bağlamıştır. Bağımsızlık sonrasında ise bu kurullar, tam ölçekli merkez bankalarına dönüştürülmüştür. Sömürgeciliğin ortadan kalkmasıyla beraber merkez bankalarının sayısı da hızla artmıştır. 1668 yılında

İsviçre Riksbank'ın faaliyete geçmesiyle başlayan merkez bankası sayısı, FED'in kurulduğu 1913 yılında 20'ye ulaşmıştır. Sovyetler Birliğinin dağılmasının ardından dünyadaki merkez bankası sayısı hızla artmış ve 1997 yılında 172'ye ulaşmıştır. 1998 yılında ise bu sayıya Avrupa Merkez Bankası (ECB) da eklenerek, en yeni üye olarak yerini almıştır (Pollard, 2003: 11). Dünyadaki merkez bankası sayısı günümüzde 200'e yaklaşmıştır (Investing, 2020a).

1990-2008 döneminde merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarına bakıldığında; genel olarak Parasalcı (Monetarist) ekonomistler tarafından kabul gören, orta vadeli fiyat istikrarını sağlama hedefi için tek ana politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kontrolüne odaklanan bir yapı görülmektedir. Fakat burada temel operasyonel sorun; faiz oranı değişikliklerinin ekonomi üzerinde yaratacağı etkinin ne zaman ve ne boyutta olacağıdır. Sonuç olarak merkez bankaları faiz oranlarında değişikliğe giderken, mevcut dönem verilerinden çok, gelecek dönemde belirsiz olan enflasyon oranı tahminlerine göre hareket etme ihtiyacı duymuşlardır. Bu demektir ki para politikasının yürütülmesi için alınan faiz kararlarında merkezi rol, gelecekteki (yaklaşık 1.5 - 2 yıllık dönemdeki) enflasyon tahminlerine ait olacaktır. Özellikle bu tahminlerin belirsizliği göz önüne alındığında, siyasilerin ve diğer çıkar gruplarının merkez bankalarına baskı yaparak genellikle ekonomik gerçeklerle örtüşmeyen faiz ayarlamalarına gidilmesini sağlayarak, uygunsuz faiz oranı tespiti gibi riskler, bu dönem merkez bankacılığının en önemli sorunu olmuştur. Literatüre göre merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlayabilmesinin önündeki en büyük engel; teknik ve operasyonel sınırlamalardan daha çok “zaman tutarsızlığı”²³, olmuştur (Fullwiler, 2008).

Yine bu dönemin merkez bankacılığı için çok önemli bir dönüm noktası olarak nitelendirebilecek nokta; merkez bankalarının bağımsızlık konusunun yeniden ve güçlü biçimde dünya gündemine gelmiş olmasıdır. Yukarıda da belirtildiği üzere merkez bankalarının başta hükümetler olmak üzere birçok siyasi ve çıkar gruplarının etkisi altında kalması, ekonomik açıdan rasyonel olmayan kararların alınması, ülke

²³ Zaman Tutarsızlığı: Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının ekonomi üzerindeki etkisinin hemen ortaya çıkmamasını, yani karar verilmesi ile reel ekonominin etkilenmesi arasında yaşanan zaman uyumsuzluğunu ifade etmektedir. Bu süre ABD'de 6 ile 22 ay arasında değişmektedir. Bu sürenin Türkiye'de ise 3 - 9 ay arasında olduğu tahmin edilmektedir (Parasız, 2008).

ekonomilerini risk altında bırakmıştır. Tüm bu gelişmeler ışığında öncelikle 1993 yılında yürürlüğe giren Maastricht Antlaşması uyarınca tüm Avrupa Birliği üyesi ülkeler için para birimi olarak Euro kullansın veya kullanmasın, merkez bankalarının bağımsız olması talep edilmiştir. Bu yaklaşıma göre; merkez bankalarının öncelikli hedefinin “fiyat istikrarı” olması gerektiği, ancak bu hedefin olmazsa olmaz koşulunun, herhangi bir devlet müdahalesi altında kalmaksızın tam bağımsız ve kısa vadeli faiz kararlarını alırken tam özerk olması olduğu benimsenmiştir (Walsh, 2010).

Bu dönem merkez bankacılığında kamunun payı da artmıştır. Çünkü başlangıçta emisyon yetkisine sahip merkez bankalarının özel ya da karma sermayeli olarak kurulduğu, ancak para basmanın bir kamu fonksiyonu niteliği taşıması sebebiyle zamanla devletleştirildiği görülmüştür (Parasız, 2000: 250). Günümüzde merkez bankaları çoğunlukla devlete ait olsa da halen bazı merkez bankaları kısmen devlete aittir, bazıları ise devletten tamamen bağımsızdır. Örneğin Almanya Merkez Bankası tamamıyla devlete ait iken, ABD Merkez Bankası FED özel sektör mülkiyetindedir. TCMB’nin ise sermayesinin %51’i devlete, geri kalan kısmı özel kurum ve kişilere ait olan özerk bir kuruluştur.

1.2.8 Merkez Bankacılığında Kırılma (2008 ve Sonrası)

Merkez Bankaları tarafından uygulanan politikalar, finansal küreselleşmenin önündeki önemli bir tehdit olan fiyat istikrarının sağlanması üzerine yoğunlaşırken, genel kabul gören strateji; “fiyat istikrarının” yanında, “finansal istikrarın” da sağlanması şeklindedir. Ancak 2008 Küresel Ekonomik Krizin tüm dünyada enflasyonun oldukça makul hatta düşük seviyelerde seyrettiği bir dönemde patlak vermiş olması, gözlerin tekrar merkez bankalarının görev ve sorumluluk alanlarına çevrilmesine sebep olmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejiminin, fiyat istikrarına çok fazla önem verdiği ve bu arada finansal istikrarı göz ardı ettiği, benzer şekilde ekonomik büyüme ve istihdam hedeflerinin de merkez bankalarınca ikincil amaç olarak gördüğü eleştirileri artmaya başlamıştır. 2008 krizi sonrası dönemde süren tartışmalar, enflasyon hedeflemesi stratejisine alternatif yeni para politikası stratejilerinin nelerden oluşabileceği olabileceği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu

kapsamda, enflasyon hedeflemesi rejiminin; yüksek işsizlik ve düşük ekonomik büyüme sorunlarına gerektiği gibi çözüm üretilmediği, ülke ekonomilerinin “likidite tuzağına²⁴” düşmeye başladığı, dolayısıyla ülkelerin genişleme trendini bir türlü yakalayamadığı bir ortamda, nominal GSYH hedeflemesi rejimi, birçok ekonomist tarafından, merkez bankalarına önemli bir alternatif politika olarak önerilmiştir. Öte yandan 2008 krizi öncesi dönemde, merkez bankalarının bağımsızlığı, kurumsal yapısı ve para politikalarının içerikleri konularında sağlanan genel uzlaş, kriz sonrası dönemde önemli ölçüde sarsılmıştır. Özellikle önde gelen ekonomistlerin de merkez bankalarının mevcut işleyiş çerçevesinin artık yeterli olmadığı, hedef ve araç politika setlerinin daha kapsamlı olacak şekilde revize edilmesinin gerektiği yönündeki eleştirileri, merkez bankacılığının gelecek yıllarda önemli yapısal değişimlere tabi tutulacağını işaretlerini vermektedir. Bu süreçte, merkez bankacılığı konusundaki en radikal ve yenilikçi adımlar, gelişmekte olan ülkelere atılmıştır. Kalkınmacı merkez bankacılığı olarak adlandırılan yeni tip merkez bankalarının; fiyat istikrarının yanında, ekonomik büyüme, istihdam, ekonomik kalkınma, finansal istikrar ve yapısal dönüşümleri de eş-anlı olarak yürütmelerinin gerektiği kabul edilmiştir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik önceliklerinin hayata geçirilmesinde, kalkınmacı merkez bankalarına önemli görevler düşmektedir (Üzar ve Başoğlu, 2017).

2008 Küresel Ekonomik Krizin para politikaları üzerinde yarattığı en önemli sonuç; politika faizine dayalı geleneksel para politikalarının etkili olamadığının ortaya çıkmış olmasıdır. Bu krizin, enflasyon oranlarının dünya genelinde oldukça düşük seviyelerde olduğu bir ortamda patlak vermiş olması, nominal faizlerin indirilebileceği en düşük seviyelere (sıfıra) yakın bölgelerde bulunması, reel faizlerin, ekonomik faaliyetleri tekrardan hızlandırmayı sağlayabilecek düzeylere çekilebilmesini olanaksız hale getirmiştir. Reel faiz oranlarının sıfıra (hatta negatife) çekilmesine rağmen, özellikle Avrupa Ülkelerinde bir canlanma meydana gelmemiş ve krizin etkileri 2014-2015'lere kadar devam

²⁴ Likidite Tuzağı: Faiz oranlarının düşebileceği en düşük seviyeye düşmüş olması nedeniyle, bireylerin arz edilen fazla parayı (likiditeyi) bankacılık sisteminde tutmak yerine, nakit olarak elde tutmayı tercih etmesi durumudur. Böyle durumlarda genişletici para politikaları ile ekonomiyi canlandırma olanağı bulunmamaktadır (Eğilmez, 2012).

etmiştir. Bu durum, merkez bankalarını, klasik para politikalarında değişikliğe gitmeye iterek, olumsuz ekonomik tabloyu değiştirebilecek yeni politika araçları bulmaya/kullanmaya yönlendirmiştir. Bu kapsamda hayata geçirilen yeni para politikaları arasında; kredi hacmi ve para arzında genişleme, döviz ve menkul kıymet piyasalarına müdahalede ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi) yeni araçların geliştirilmesi ve bir kısım kurumsal değişimler sayılabilir (Kaya ve Tokucu, 2014: 5).

Mishkin (2013), 2008 Küresel Ekonomik Krizinden sonra merkez bankalarının para politikalarında yaşanan değişimleri aşağıdaki başlıklar altında toplamıştır:

- i. Para politikası ve finansal istikrar arasındaki etkileşim,
- ii. Geleneksel olmayan para politikası araçları,
- iii. Risk yönetimi / mali baskınlık ve para politikası etkileşimidir.

Bunlar arasında; para politikası ve finansal istikrar arasındaki ilişki, kritik bir öneme sahiptir. Geleneksel merkez bankacılığında, merkez bankalarının amaç fonksiyonlarında fiyat istikrarını temsil eden hedeflenen ve beklenen enflasyon oranlarının farkı ve çıktı açığını yansıtan potansiyel ve fiili üretim arasındaki fark bir ölçüt olarak alınmakta, fakat finansal istikrar bir büyüklük olarak bu denklemde yer almamaktadır (Özatay, 2013). Fakat kredi hacminin anormal düzeylerde genişlediği dönemlerde, varlıklara (bono, tahvil, hisse senedi, emtia, gayrimenkul ve diğer varlıklara) olan talebin aşırı biçimde artması, bu varlıkların fiyatlarının ve dolayısıyla enflasyonun da hızla yükselmesine sebep olmuş, bu da ülkelerin finansal sistemleri için büyük bir tehdit oluşturmuştur. Düşük faizli kredilere kolay erişim ve varlık (menkul ve gayrimenkul) fiyatlarındaki anormal artışlar, ülkelerdeki varlık balonlarının hızla büyümesine neden olmuştur²⁵. Çünkü düşük faiz oranları ve varlık

²⁵ 2008 Küresel Ekonomik Krizi öncesi dönemde (özellikle 2002-2004 döneminde) de ABD’de faizlerin %0’a yakın olduğu ve bu dönemde ipotekli konut kredileri kullanılarak konut alımına aşırı biçimde yönelindiği buna bağlı olarak konut fiyatlarının anormal derecede arttığı unutulmamalıdır. Sonrasında konutların gerçek değerlerinin o veriler olmadığının ortaya çıkması, kredi kullanan düşük gelirli kişilerin kredi borçlarını ödeyememeleri ve bunun sonunda bankaların elindeki batık kredi miktarının hızla artması, 2008 krizini doğurmuştur (Polat, 2019: 75).

fiyatlarındaki hızlı yükseliş, finansal kurumları kredi verme hususunda daha az seçici olmaya itmiştir²⁶. Oysa kredilerin geri ödenmesinin garanti edilmediği dönemlerdeki bu tür davranışlar, finansal sistemde kredi risklerinin birikmesine neden olmaktadır. Kredi ve varlık balonunun patlamasıyla birlikte, krediler geri ödenememekte, varlıklar bankaların eline geçmekte, onların da bu varlıkların paraya çevirebilmek üzere piyasaya satıcı olarak girmeleriyle birlikte varlık fiyatları hızla düşmekte ve kredilerin karşılayamaz hale gelmektedir. Bu durum banka ve diğer finansal kuruluşların bilanço yapılarını bozmaktadır. Bunun üzerine bankalar kredileri hızla azaltmakta, verdikleri kredileri geri çağırabilmektedirler. Bu da ülkelerde finansal sistemi sıkıntıya sokmaktadır (Kaya ve Tokucu, 2014: 7-8).

“Finansal istikrarsızlık hipotezi” olarak adlandırılan bu döngü, ilk dönemlerde ekonomik aktörlerin risk alma iştahını artırarak, son dönemde ise finansal sistemden çıkışı hızlandırarak, aynı yönlü ve birbirini destekleyen döngüler yaratmakta ve bu döngüler ekonomik istikrar üzerinde büyük bir tehdit oluşturmaktadır. Yani ilk dönemde ekonomilerin potansiyel (normal) seviyelerinin üzerinde büyümesine, son dönemde ise anormal derecede küçülmesine neden olmaktadır. Reel konjonktür dalgalanmaları adı verilen bu süreci yönetebilmek için merkez bankaları ve hükümetlerin, konjonktür karşıtı para ve maliye politikaları uygulayarak, ekonomideki oynaklığı en az düzeye indirmeleri yararlı olacaktır. Konjonktür dalgasının tersi yönde uygulanan bu politikalara; makro-ihtiyati politikalar adı verilmektedir (Polat, 2019: 1564). Makro-ihtiyati politikalar kapsamında; ekonominin aşırı derecede ısındığı dönemlerde ekonomideki kaldıraç oranının düşürülmesi, yani bankaların öz kaynaklarına oranla daha az kredi verebilmelerinin sağlanması, ekonomik aktivitelerin yavaşladığı dönemlerde ise zorunlu karşılık oranları ve merkez bankasının bankaları fonlama maliyetleri düşürülerek, kaldıraç oranının yükseltilmesi, konjonktür dalgalarının boyunun azaltılmasına katkı sağlayacaktır (Özatay, 2013: 307).

²⁶ 2008 Küresel Ekonomik Krizi öncesinde de ABD’li bankalar ellerindeki fazla likiditeyi bir an önce krediye dönüştürebilmek için subprime (eşik altı) kişilere de kredi kullandırmışlardır (Özatay, 2009). Daha sonra bu krediler krizin temel nedenini oluşturmuştur.

Makro-ihitiyati politikalar, kredi genişlemesi ve varlık fiyatları arasındaki bu pozitif ilişkiyi göz önünde bulundurması ve buna çözüm önerileri geliştirmesi yönünden önemli bir fonksiyona sahiptir. Bu bağlamda, bankalara kredi tavanı uygulanması, zorunlu karşılık oranlarının artırılması, reeskont oranlarının yükseltilmesi gibi araçlarla bankaların elindeki ödünç verilebilir fon miktarı azaltılarak, kaldıraç oranlarının düşürülmesi ve kredi kullanacak bireyler konusunda bankaların ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarıyla baş edebilmelerini sağlayabilmek için çeşitli kurallar ve kısıtlamalar getirilmesi²⁷, bu olumsuz döngünün kırılmasına ve finansal istikrarın sağlanabilmesine katkılar sağlamıştır.

Geleneksel olmayan politikaların diğer bir önemli ayağı olan miktarsal genişlemelerle merkez bankaları; nominal faiz oranlarının sıfır düzeyine inmesi durumunda dahi ekonomiyi canlandırabilmişlerdir. Bu sayede, finansal kuruluşlar ve bankalardan varlık alınarak, bilanço ve parasal taban genişletilebilmiştir (Üzar ve Başoğlu, 2017).

Ekonomik durgunluktan kurtulabilmek için parasal genişleme politikaları uygulayan ilk ülke Japonya olmuştur. 1990'lı yıllarda varlık fiyatlarında oluşan balonun patlaması sonucu başlayan düşük büyüme süreci ile birlikte Japonya Merkez Bankası miktarsal genişlemeye (quantitative expansion/easing) gidip, bilançosunun kompozisyonunu ve büyüklüğünü bu yönde değiştirmiştir. Banka bu dönemde bankalardan önemli miktarlarda menkul kıymet satın alarak, piyasaya likidite sağlamış ve böylece ekonomik aktiviteleri tekrar hızlandırmayı amaçlamıştır (Shirakawa, 2013: 373).

2008 Küresel Ekonomik Krizi ile birlikte Japonya'nın öncülük ettiği parasal genişleme politikaları, başta FED ve ECB (European Central Bank: Avrupa Birliği Merkez Bankası) olmak üzere pek çok ülke merkez bankası tarafından da uygulanmaya başlanmıştır. Örneğin FED, 15 Eylül 2008'de krizin patlak vermesinin ardından önemli miktarda parasal genişleme politikası izlemiştir. Banka bu dönemde, ticari bankaların elindeki batık kredilerin bir kısmını ve diğer menkul kıymetleri

²⁷ Örneğin; 2011 yılında Türkiye'de konut kredilerine getirilen %75 kısıtı, kredi kartlarının toplam limitlerine ve kredili işlemlerdeki taksit sayılarına getirilen sınırlandırmalar bu kapsamda değerlendirilebilir.

kendi üzerine devralarak, piyasaya önemli ölçüde likidite sağlamıştır. Böylece finansal sistemin likidite ihtiyacının karşılanması, paralarını çekmek isteyen mudilerin bu taleplerinin karşılanabilmesi ve ekonominin bir an önce normal seyrine dönmesi hedeflenmiştir. Kasım 2008'den itibaren uygulanmaya başlanan ve üç aşamadan oluşan bu politikalar kısa sürede meyvesini vermiş ve ABD bir yıl gibi kısa bir sürede ekonomik krizden çıkmayı başarmıştır. Ama bu süreçte FED'in bilanço büyüklüğü de kısa sürede iki katına çıkmıştır (Ricketts, 2011).

Kriz sonrası dönemde uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarından diğer bazıları; faiz koridoru ve faiz taahhüdü uygulamaları olmuştur. Faiz koridoru sistemi; enflasyon hedeflemesi rejiminde, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın eş-anlı olarak sağlanmasını hedefine dönük olarak gündeme gelen bir uygulama olup, piyasadaki faizlerin merkez bankasının politika faizi etrafında şekillenebilmesini sağlayabilmek amacıyla merkez bankasının bankalara borç verirken ve bankalardan borç alırken farklı faiz oranları uygulaması stratejisidir (Binici, Kara ve Özlü, 2016: 1).

Finansal kriz sonrası dönemde, fiyat istikrarının sağlanmasının, finansal istikrarın da sağlanacağını garanti edememesi üzerine, bu iki amacın eş-zamanlı olarak gerçekleştirilebilmesinin yolları araştırılmış ve faiz koridoru sistemi bu kapsamda gündeme alınmıştır. Bu bağlamda Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve Norveç Merkez Bankaları faiz koridoru sistemini uygulayan öncü bankalar olmuşlardır (Tanınmış Yücememiş vd. 2015: 453).

Merkez bankaları, temel politika aracı olarak politika faizini kullanmaktadırlar. Bir hafta vadeli repo işlemleri için geçerli olan bu faiz oranı, aynı zamanda merkez bankalarının makroekonomik gelişmeler karşısında takınacağı tutumu da yansıtmaktadır. Eğer ekonomide artan talebe bağlı olarak enflasyonist bir baskı söz konusu ise politika faizi yükseltilir, parayı kullanmanın alternatif maliyeti artar, talep düşer, bu yolla fiyatlar genel düzeyindeki artış önlenir. Ters durumlar, yani ekonomik durgunluk dönemlerinde ise; politika faizi düşürülür, böylece kişiler ellerindeki nakdi bankacılık sektöründe değerlendirmek yerine,

tüketimde kullanmayı tercih ederler, düşük faiz oranları üzerinden yeni krediler kullan ırlar ve böylece ekonomik aktivitelerin canlanması beklenir (Gedikli, 2017).

Merkez bankalarının politika faizi, faiz koridorunun arasında yer alır. Bu koridorun üst sınırı; merkez bankalarının likiditeye ihtiyacı olan bankalara kısa vadeli borç verirken uyguladığı gecelik borç verme faiz oranını gösterirken, alt sınırı; elinde likidite fazlası olan ve bunu kredi olarak piyasaya dağıtamayan bankaların, bu paraları merkez bankalarına, piyasa faiz oranlarından daha düşük bir oranla, mevduat olarak yatırmaları durumunda uygulanan faiz oranını göstermektedir. Faiz koridoru sistemi, faiz oranlarının belirlenen sınırlar arasında kalmasını sağlamakta ve piyasalardaki faiz oranlarının, merkez bankası politika faiz oranından önemli ölçüde ayrışmasını önlemektedir (Aydemir, Canbay ve Mercan, 2018).

Farklı ülkelerde uygulanan merkez bankası politikalarına bakıldığında; ülkelerin faiz koridorunun alt ve üst sınırları arasında değişen oranlar kullandıkları görülmektedir. Faiz koridorunun genişliği, kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkın da bir göstergesidir. Bu kapsamda, merkez bankaları bu sınırlardan birini fiyat istikrarı, diğerini de finansal istikrar için kullanabilmektedir. Ekonominin durgunluk dönemlerinde, finansal kurumlar sahip oldukları fonları piyasaya kredi olarak dağıtmak yerine, daha risksiz olarak gördükleri merkez bankasında değerlendirmeyi tercih edebilmektedirler. Bunu gören merkez bankaları, borç alma faizlerini düşürerek (hatta bankalardan mevduat kabul etmeyi bazen tamamen durdurarak), bankaları, ellerindeki fonları piyasaya kredi olarak dağıtmaya zorlayabilmektedirler. Bu uygulamanın, ülkedeki finansal sistemin işleyişinin devam etmesi ve finansal istikrarın sağlanması açısından yararlı sonuçlar vermesi beklenmektedir (Tanınmış Yücememiş vd., 2015: 453). Diğer yandan ekonomik aktivitelerin hızlandığı ve bireylerin/firmaların bankalardan aşırı miktarda kredi talep ettiği dönemlerde, topladıkları mevduatlarla bu talebe cevap veremeyen bankalar, merkez bankasından borç para talep edebilmektedirler. Merkez bankası enflasyon oluşumunu önleyebilmek için borç verme faizini (faiz koridorunun üst sınırını) artırarak, kredi maliyetlerini yükseltir ve böylece fiyat istikrarını koruyama çalışır. Bu sayede hem

fiyat istikrarı sağlanır hem de finansal kurumların likidite gereksinimleri karşılanarak finansal istikrar korunmuş olur (Kaya ve Tokucu, 2014: 9).

1.3 Merkez Bankalarının Görev ve Yetkileri

Merkez bankaları, ticaretin, ekonomik faaliyetlerin ve finansal aktivitelerin artmasıyla birlikte ortaya çıkan, bankalarüstü bir kuruluşlardır. 1668’de İsveç’te kurulan ticari bir bankanın, diğer ticari bankalar için takas görevini üstlenmiş olması tarihte kabul edilen ilk merkez bankacılığı faaliyetidir (Takan, 2002: 19). 1694’te İngiltere’de kurulan Bank of England, merkez bankası olarak hükümetin borçlanma kâğıtlarını (bono ve tahvilleri) satın almaya başlamıştır. Sonrasında kurulan merkez bankaları da devletlerin yaşadığı finansal sorunları çözebilmek için çalışmışlardır. Bu şekilde yavaş yavaş günümüze kadar gelen merkez bankacılığının temel fonksiyonları belirlenmiştir. Günümüzde merkez bankaları ya tamamen devlet yönetiminde ya da kısmen veya tamamen özerk kurumlar olarak görevlerine devam etmektedirler (Parasız, 2003: 257).

Merkez bankalarının kurulmasının hızlanması; ülkesi adına para basma yetkisinin ticari bankalardan alınıp, bu kurumlara verilmesiyle olmuştur. Bu süreç, devletin para basımı üzerindeki etkisini artırmış, başta fiyatlar genel düzeyi olmak üzere, ekonominin işleyişi üzerindeki kontrolünü artırmıştır. Merkez bankası kontrolündeki para basma yetkisi aynı zamanda birçok ülke için senyoraj geliri elde edebilmenin de kapılarını açmıştır (Archer, 2004).

Günümüzde bütün ülkeler tarafından merkez bankalarının gerekliliği kabul edilmiş olup, her ülke ya uluslararası standartta ya da kendi ihtiyaçlarına göre düzenlediği bir merkez bankasına sahiptir. Merkez bankaları, günümüz mali sisteminde en tepede yer almakta olup, uyguladığı para politikaları ile enflasyondan, ekonomik büyümeye, faizlerden işsizlik oranına, finansal istikrardan döviz kurlarında istikrara, bankaların verebilecekleri kredi miktarından bu kredilerin maliyetine kadar birçok alanda ana belirleyici konumundadır (Hammond, 2009).

Ticari bankacılık sisteminin gelişmesi ve bu bankaların nakit rezervlerinin korunması, merkez bankalarının temel görevlerindendir. Günlük işlemler sonrasında

tüm ticari bankalar ellerinde kalan nakit rezervlerini merkez bankası hesaplarında değerlendirmektedirler. Aynı zamanda bankalararası takas işlemlerinin yapılması, ülkenin döviz ve altın rezervlerinin korunması ve yönetilmesi de merkez bankalarının ana sorumluluk alanlarındandır (Öztürk ve Eşsiz, 2012).

Merkez bankaları, finansal sistemde bankalarüstü yapısıyla, finansal sistemin işleyişinin en önemli elemanı olup, yerine (içinde yer aldığı ülkeye veya döneme) göre bütçe açıklarının kontrolü için hükümetlerin gelir kaynağı görevini de üstlenebilmektedir. 2001 krizine kadar Türkiye’de de Merkez Bankası, mevcut bütçenin %15’i kadar hükumete karşılıksız kredi kullanılabılırken, 25 Nisan 2001’de değiştirilen 4651 sayılı TCMB Kanunu ile enflasyona neden olduğu gerekçesiyle bu uygulamaya son verilmiştir (TBMM, 2001).

Piyasaları canlandırmak isteyen merkez bankaları, faiz oranlarını düşürebilmek için ticari bankalara, piyasada geçerli faiz oranından daha düşük faiz oranları ile kredi verecektir. Bu durumda belki belli miktar zarar da edebilecektir. Ama merkez bankaları, kar hedefi gütmekten ziyade para politikalarını, ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda etkin biçimde yönetmekle görevli oldukları için buna takılmayacaklardır. Benzer bir durum, döviz kurlarının hızla yükselme eğiliminde olduğu dönemlerde kurları frenleyebilmek için piyasaya düşük kurdan döviz satılmasında da yaşanabilmektedir (Köse, Atik ve Yılmaz, 2015).

1.3.1 Merkez Bankalarının Görevleri

Merkez bankalarının görevleri tarihsel süreçte evrilerek, günümüzdeki modern merkez bankacılığı sistemi oluşmuştur. Merkez bankalarının genel kabul gören görevleri şöyle sıralanabilir:

1.3.1.1 Fiyat İstikrarının Sağlanması

Piyasaya yönelik para arzını kontrol ederek, merkez bankalarının, halkın alım gücünü ve ekonomik aktivitelerin hız ve hacmini yönlendirmek suretiyle, fiyatlar genel düzeyini ve enflasyon oranını kontrol altına alması ile ülkedeki fiyat istikrarının sağlanması, modern merkez bankalarının en önemli görevidir. Merkez

bankaları fiyat istikrarını sağlayabilmek için kredi mekanizmasını kontrol altında tutmaktadırlar. Bunu da bankalara verdikleri kredilerin vade, miktar ve maliyeti (gecelik borç verme faiz oranı) üzerinden gerçekleştirmektedirler (TCMB, 2019: 32 - 36).

Merkez bankaları, hükümet/devlet adına para basmak ve piyasaya sürmekle (emisyon) görevlidir. Basılacak ve piyasaya arz edilecek para miktarını, uygulamak istediği para politikasının yönü ve hacmine göre belirleyen merkez bankaları, ticari bankaların kendisinden borçlanma maliyetleri (politika faizi) ve zorunlu karşılık oranlarında yapacakları değişikliklerle piyasadaki kredi mekanizmasını yönetirler. Merkez bankası tarafından piyasaya sürülen kâğıt paralar (banknot) ve hazine tarafından basılan madeni paraların toplamı, merkez bankasının parasal tabanını (M0) oluşturmaktadır. Merkez bankaları parasal tabanlarını genişlettiğinde (bankalara daha ucuz kredi verdiğinde veya zorunlu karşılık olarak kasasında bulundurduğu (aslında ticari bankalara ait olan) paraların bir kısmını daha ticari bankaların kullanımına açtığında); ticari bankaların elindeki ödünç verilebilir fon miktarı artmakta, bu fonların maliyeti azalmakta, bu sayede ticari bankalar da firmalara ve hanehalkına daha düşük faiz oranları ile kredi kullandırarak, piyasadaki üretim ve tüketimin artması sağlanabilmektedir. Merkez bankalarının para politikalarını; ekonomik büyümeyi artırmak ile enflasyonu önlemek arasındaki optimizasyonu sağlayıcı biçimde kullanmaları beklenmektedir (TCMB, 2013: 5-6).

Merkez bankaları yıllık enflasyon hedeflerini yılbaşından önce kamuoyuna açıklarlar²⁸ ve ellerindeki para politikalarını bu hedefi tutturma istikametinde kullanırlar. Hedeften belirgin bir sapma yaşandığında; hükümete yazacakları bir mektup ile bu durumun gerekçelerini ve sonraki dönem için çözüm önerilerini belirtmeleri gerekmektedir. Hatta gerektiğinde parlamento da merkez bankası başkanını çağırıp, bir açıklama talep edebilmektedir²⁹.

²⁸ Bu durum; merkez bankalarının “şeffaflık” özelliğinin/ilkesinin bir gereğidir.

²⁹ Burada sayılanlar merkez bankalarının “hesap verebilirlik” özelliğini göstermektedir.

1.3.1.2 Finansal İstikrarın Sağlanması

Finansal istikrar; ekonomik sistemin dengelerini bozabilecek beklenmedik şoklara karşısında finansal sistemin dayanıklılığı ve kendinden beklenen fonksiyonları yerinde getirme özelliğini sürdürülebilirliği olarak tanımlanabilir (TCMB, 2020a). Merkez bankalarının, bankacılık sisteminin işleyişini, özkaynak yapısını, kaldıraç oranlarını ve varlık kompozisyonlarını denetleyerek, likiditeye ihtiyacı olan bankalara kredi açarak ve diğer gerekli önlemleri alarak ülkedeki finansal istikrarın sağlanmasına yardım etmesi de merkez bankalarının görevleri arasında yer almaktadır. 2008 Küresel Ekonomik Krizi öncesinde çok belirgin olmayan bu görev, merkez bankalarının sadece fiyat istikrarına odaklanmasının ülkeyi krizden korumak için yeterli olmadığına görülmesi üzerine, 2008 yılından sonra gündeme gelmeye başlamıştır. Çünkü son dönemlerde yaşanan küresel ekonomik gelişmeler, finansal istikrarın, makroekonomik istikrar için olmazsa olmaz bir ön koşul olduğunu göstermiştir. 2008 krizi, merkez bankalarının finansal sistemde biriken riskleri de göz ardı etmemesi gerektiği ortaya koymuştur (Sezgin ve Darıcı, 2009: 16-17).

Uygulanan para politikalarının etkinliğini önemli ölçüde artıran finansal istikrar, ülkeleri krizlere karşı da korumaktadır. Bu nedenle dünyadaki tüm merkez bankaları, finansal sistemin istikrarını çok yakından takip etmektedirler. Artık pek çok merkez bankası “fiyat istikrarı” hedefinin yanında, “finansal istikrar”ı da öncelikli bir politika hedefi olarak kabul etmiş bulunmaktadır (TCMB, 2020a).

1.3.1.3 Tam İstihdam ve Ekonomik Büyümenin Sağlanması

Günümüzde modern merkez bankaları, uygulayacakları para politikaları konusunda, hükümetle iş birliği ve uyum içinde çalışmaya özen göstermektedirler. Ülkenin yıllık büyüme ve enflasyon hedefi belirlendikten sonra, merkez bankaları ellerindeki para politikası araçlarını bu hedefler doğrultusunda kullanabilmektedirler. Merkez bankaları para politikalarını uygularken; ülkelerinde tam istihdamın

sağlanması ve ülkenin potansiyel (optimal) büyüme seviyesine ulaşmasına da gayret ederler.

1.3.1.4 Uluslararası Rezervlerin Yönetilmesi

Merkez bankaları, ülkelerinin altın ve döviz gibi uluslararası ödemelerde geçerli kabul edilen rezerv varlıklarını muhafaza etmek ve yönetmekle de yükümlüdürler. Merkez bankaları bu rezervleri yönetme işlemini genellikle zorunlu karşılıklar ve döviz alım/satım ihaleleri yardımıyla yaparlar. Merkez bankaları rezervleri yöneterek, ulusal paranın dış değerinde (döviz kurlarında) istikrarı da sağlamaya çalışır. Böylece döviz kurları üzerinden yaşanabilecek ekonomik ve finansal krizlerin de önüne geçilmesine çalışılır (TCMB, 2019: 53- 62).

1.3.1.5 Ticari Bankalar İçin Bir Transfer ve Takas Kurumu Olması

Merkez bankaları, ülke içi ve uluslararası finansal işlemlerde ticari bankalar arasında bir transfer ve takas kurumu olarak da görev yapmaktadır (Yüret, 2019: 6). Merkez bankaları kurdukları EFT (Elektronik Fon Transfer) sistemleri vasıtasıyla kişi ve kurumlar arasındaki fon para ve diğer menkul kıymet transferlerine aracılık ederler.

Merkez bankaları bu aracılık işlemlerini bazı durumlarda doğrudan kendisi yürütmeyip, yetki verdiği kurumlar eliyle de sürdürebilmektedir. Örneğin Türkiye’de; Bankalararası Kart Merkezi A.Ş. (BKM), İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (TAKASBANK), Merkezî Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK), Garanti Ödeme Sistemleri A.Ş. (GÖSAŞ) ve Mastercard Payment Transaction Services Turkey Bilişim Hizmetleri A.Ş. (MPTS), TCMB’nin izniyle kişi ve kurumlar arasındaki transfer ve takas işlemlerine aracılık etmektedirler (TCMB, 2019: 63).

1.3.2 Merkez Bankalarının Para Politikası Araçları ve Hedefleri

Merkez bankaları para politikası kararlarını, genellikle belirli dönemlerde yaptıkları toplantılarda alırlar ve kamuoyu ile paylaşırlar. Bu kararlar alınırken; ekonominin içinde bulunduğu durum ve ülkenin ihtiyaçları göz önünde bulundurulur. Para politikası kararları genel olarak Para Politikası Kurulu tarafından alınmakta olup, bu kurullarda bir başkan ve kurul üyeleri bulunmaktadır. Türkiye’de TCMB Para Politikası Kurulunda başkan hariç altı üye yer alırken, ABD’de FED’in Para Politikası Kurulunda 12 üye yer almaktadır. Para Politikası Kurulu toplantıları, Başkan’ın (Governör’ün) çağrısı üzerine yılda en az sekiz defa yapılır³⁰. Kurul’un her yıl hangi tarihlerde toplanacağı o yıla ait Para ve Kur Politikası metninde duyurulur. İhtiyaç duyulması halinde Kurul olağanüstü de toplanabilir (TCMB, 2020b; GCM, 2013).

Para Politikası Kurulunun en temel görevleri; ülkede fiyat istikrarı ve finansal istikrarın korunmasına yönelik politikalar geliştirmektir. Kurul üyelerinin toplantılar öncesinde yaptıkları yorum ve değerlendirmeler, piyasalar için yol gösterici niteliktedir. Bu toplantılarda alınan nihai kararlar basına duyurulduğunda ise parasal duruşun en net hali ortaya konulmuş olur ve ülkedeki ekonomik aktörlerin bu kararlar doğrultusunda aksiyon almaları beklenir (Altınok, 1998: 48).

Merkez bankaları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek için; para politikası araçlarını kullanarak öncelikle bir kısım faaliyet hedeflerine ve ara hedeflere odaklanır. Bu ilişki Şekil 2 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 2: Merkez Bankalarının Hedeflerine Ulaşma Stratejileri

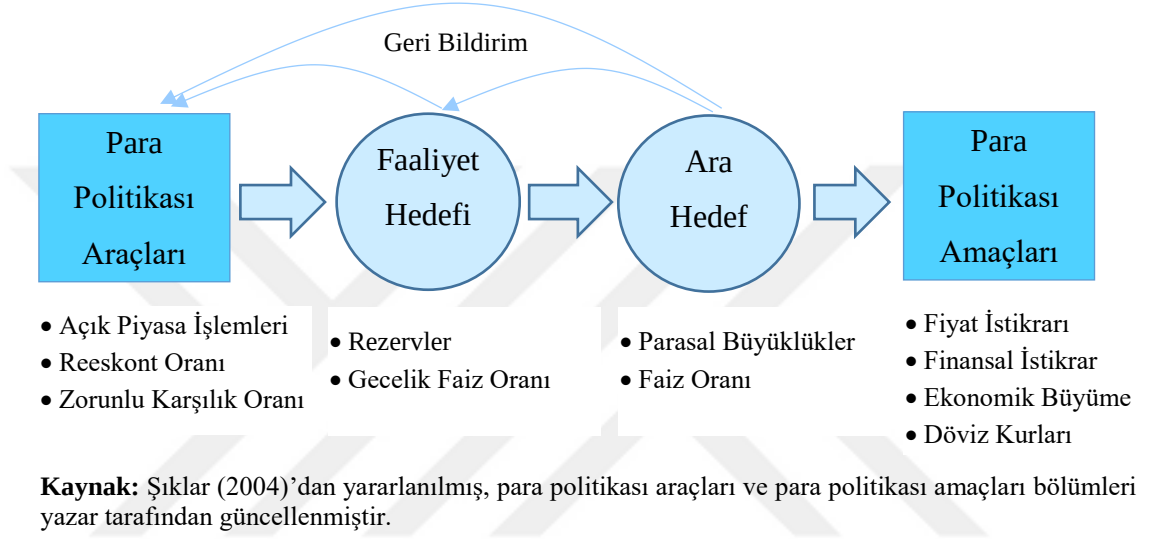


Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

³⁰ Bu sayı Türkiye’de ve ABD’de aynıdır.

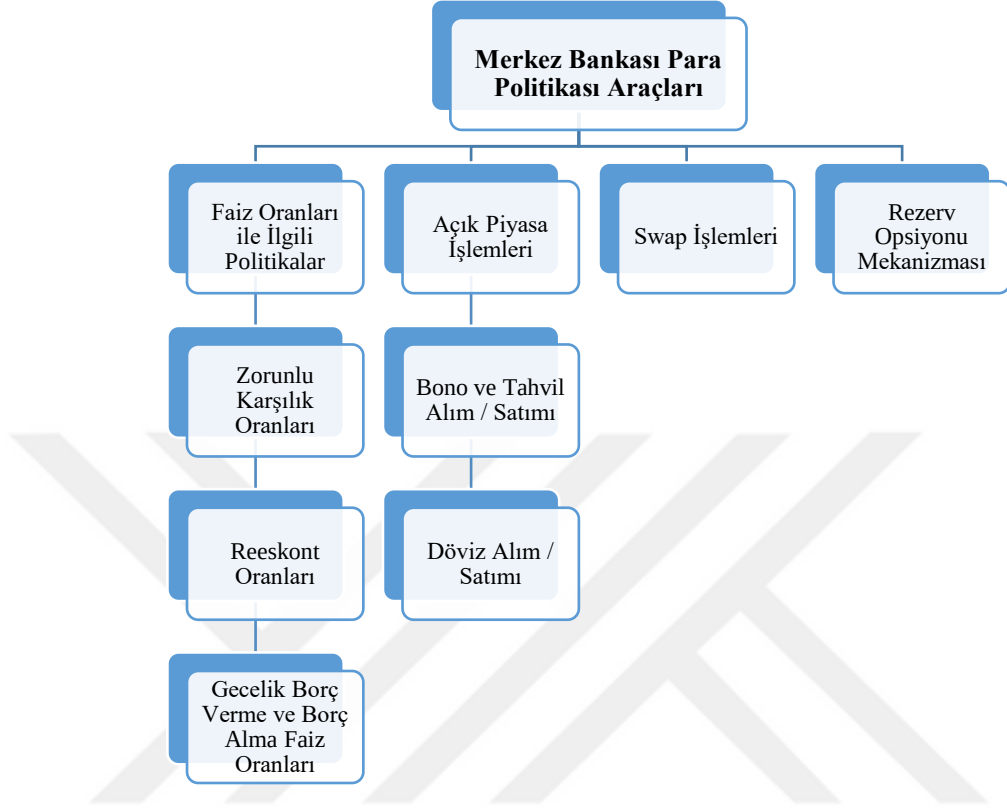
Şekil 2’den de görüldüğü gibi; merkez bankaları, para politikası hedeflerine doğrudan ulaşamamakta, bunun için bir kısım para politikası araçları kullanarak, önce ara hedeflere, sonra ana hedefine ulaşabilmektedir. Bu şekli, enflasyon hedeflemesi rejimine uyarlamak gerekirse, Şekil 3 elde edilmektedir.

Şekil 3: Merkez Bankalarının Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulama Aşamaları



Şekil 3’ten 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. Tabi bu işlemleri yaparken sürekli olarak geri bildirimleri derlemekte ve uyguladığı politikaları buna göre revize etmektedir. Merkez bankalarının politika araçları Şekil 4 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 4: Merkez Bankalarının Politika Araçları



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu politika araçlarının detaylı açıklamaları aşağıda yer almaktadır. Burada önce faizlerle ilgili politika araçlarından, sonra sırasıyla açık piyasa işlemleri, swap işlemleri ve rezerv opsiyon mekanizmaları açıklanacaktır.

1.3.2.1 Faiz Oranları ile İlgili Politikalar

Faiz oranları ile ilgili politikalar kendi içinde; zorunlu karşılık oranları, reeskont oranları ve gecelik borç verme/alma oranları şeklinde alt başlıklar halinde incelenebilir.

1.3.2.1.1 Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu karşılık oranı (ZKO) ya da munzam karşılık oranları; piyasadan mevduat (fon) toplayan ticari bankalar ve katılım bankalarının, bu mevduatlardan Merkez Bankası'nda bulundurmak zorunda oldukları kısmı ifade etmektedir. ZKO, toplanan

mevduatın cinsine (ulusal para, döviz, kıymetli maden) ve vadesine göre merkez bankası tarafından belirlenmektedir (Önder, 2005). Başlangıçta bankaları iflas riskine ve piyasalarda oluşabilecek ani ve toplu likidite talebine karşı bir koruma aracı olarak kurulan bu mekanizma, zamanla merkez bankalarının piyasalardaki likiditeyi kontrol etme ve merkez bankası rezervlerini güçlendirme aracı haline gelmiştir.

Zorunlu karşılık oranları aynı zamanda ticari bankaların ³¹ kaydi para ³² yaratabilmesinin de yolunu açmaktadır. Ticari bankaların, ZKO yardımıyla kaydi para yaratma süreçleri, iki farklı ZKO üzerinden temsili olarak Tablo 7 ve Tablo 8’de açıklanmıştır. Bu tablolarda; ticari bankaların piyasadan 100 TL mevduat topladığı, bunun önce %20’sini, sonra %10’unu zorunlu karşılık olarak merkez bankasına yatırdığı ve geri kalan parayı piyasaya kredi olarak dağıttığı, ancak krediyi alanların paralarını nakit olarak çekmek yerine tekrar bankaya mevduat olarak yatırdıkları varsayılmaktadır³³.

Tablo 7: Ticari Bankaların Kaydi Para Yaratma Süreci (ZKO %20)

Dönemler	Mevduat Hesabı	Merkez Bankasına Yatırılan Zorunlu Karşılık	Verilen Kredi
1. İşlem	100	20	80
2. İşlem	80	16	64
3. İşlem	64	12.8	51.2
...	...	...	...
Toplam	500	100	400

Kaynak: Dinler (2012: 427)’den yararlanılmış, yazar tarafından ek düzenlemeler yapılmıştır.

Tablo 7’den görüldüğü gibi; bankaya yatırılan 100 TL, zorunlu karşılık sistemi sayesinde, bankacılık sistemi içinde 500 TL’lik işlem yapılabilmesine olanak sağlamıştır. Bu para ile gerçekte bankaya yatırılan 100 TL arasındaki fark olan 400 TL,

³¹ Çalışmada sürekli olarak ticari banka ve katılım bankası ifadesini kullanmak yerine, bundan sonra ticari banka ifadesi ile bu iki banka türü bir arada kastedilecektir.

³² Banka parası da denilen kaydi para; çekilen kredilerden bir kısmının tekrar bankacılık sistemi içinde tutulması ile bankaların piyasadan topladıkları mevduat miktarından daha fazla kredi kullandırabilmeleri ve işlem yapabilmelerine imkân sağlayan, bir anlamda kâğıt üstünde var olan paradır.

³³ Bu hipotetik durum, az farkla da olsa piyasada işlemektedir. Örneğin; konut satın alan bir kişi bankadan çektiği krediyi inşaat şirketinin hesabına havale edebilmekte, inşaat şirketi bu parayı vadeli mevduat olarak bankada tutabilmektedir. Netice itibarıyla para yine bankacılık sistemi ve bu döngü içinde kalmaya devam etmektedir.

bankacılık sisteminin (kâğıt üstünde, sanal olarak³⁴) yarattığı kaydi para olmaktadır. Eğer merkez bankası piyasalardaki likidite miktarını artırmak isterse, ZKO'yu düşürebilir. ZKO'un %10'a düşürüldüğünü varsayarak, Tablo 7'deki işlemler yeniden gerçekleştirilecek olursa, Tablo 8 elde edilir.

Tablo 8: Ticari Bankaların Kaydi Para Yaratma Süreci (ZKO %10)

Dönemler	Mevduat Hesabı	Merkez Bankasına Yatırılan Zorunlu Karşılık	Verilen Kredi
1. İşlem	100	10	90
2. İşlem	90	9	81
3. İşlem	81	8.1	72.9
...	...	...	...
Toplam	1000	100	900

Kaynak: Dinler (2012: 427)'den yararlanılmış, yazar tarafından ek düzenlemeler yapılmıştır.

Tablo 8'den de görüldüğü gibi merkez bankasının ZKO'yu düşürmesi, bankacılık sistemi tarafından yaratılan kaydi para miktarının; $1000 - 100 = 900$ TL'ye yükselmesini sağlamıştır. Bir nevi para arzı artmıştır. Zorunlu karşılık oranları, piyasadaki para miktarını doğrudan etkileyebilmektedir. (Yüret, 2019: 10). Bu yönüyle ZKO, merkez bankaları açısından oldukça kullanışlı ve etkin bir politika aracıdır.

1.3.2.1.2 Reeskont Oranı

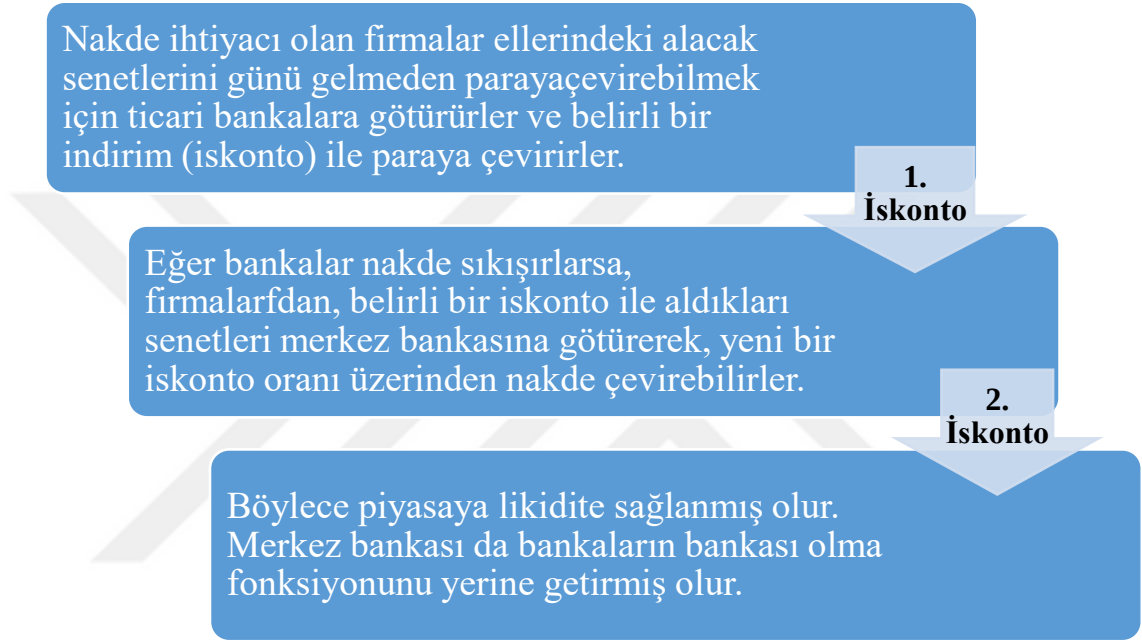
Reeskont; bankalar tarafından iskonto edilmiş ya da banka portföyünde bulunan ticari senetlerin merkez bankası tarafından tekrar iskonto edilmesi işlemidir. Ticari bankalar bu yolu kullanarak sahip oldukları senetleri, merkez bankası aracılığıyla vadesinden önce nakde çevirebilmekte ve böylece acil likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler (Akçay, 1997: 18).

Merkez bankalarının temel fonksiyonlarından biri de bankaların bankası olmasıdır. Bu fonksiyon kapsamında, bankalar nakit ihtiyacı içinde oldukları zaman, daha önceden kendilerinin piyasadaki firmalardan iskonto ederek aldıkları senetleri, gününden önce merkez bankasına tekrar iskonto ettirerek, karşılığında likidite temin edebilmektedirler. Böylece nakde sıkışan bankalar, merkez bankasından bir çeşit kredi

³⁴ Ama bu özelliği, söz konusu kaydi paranın güvenilirliğine bir zarar vermemektedir.

kullanmış gibi olmaktadır ve bu yolla nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Bu şekilde merkez bankası tarafından ticari bankalara verilen krediye; reeskont kredisi, bu krediye uygulanan faiz oranına da reeskont oranı adı verilmektedir (Erçel, 1996). Reeskont işleminin çalışma mekanizması Şekil 5 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 5: Reeskont İşleminin Çalışma Mekanizması



Kaynak: Yazar Tarafından Çizilmiştir.

Şekil 5'te örneğin ilk iskonto oranı %10 olsun. Yani firma 30 gün sonra vadesi dolacak olan 100 TL'lik senedi ticari bankaya iskonto ettirerek³⁵, karşılığında 90 TL almış ve acil nakit ihtiyacını gidermiş olsun. Bu işlemin sonucunda bankanın karı %10 (10 TL), firmanın karı; nakit ihtiyacının karşılanmış olmasıdır.

Sonra ticari bankanın likidite ihtiyacı olsun ve bu senedi merkez bankasına %4 iskonto (reeskont; ikinci defa yapılan iskonto) ettirerek, karşılığında 96 TL almış olsun. Bu işlemin sonucunda; merkez bankası 4 TL, ticari banka 6 TL kar elde eder ve merkez bankası piyasaya likidite sağlayarak, ticari bankanın nakit ihtiyacını karşılamış olur. Finansal sistem işlemeye devam eder.

³⁵ Bu işleme piyasada "Senet Kırdırma" da denilmektedir.

Eğer merkez bankası piyasadaki likidite miktarını artırmak isterse; reeskont oranını düşürür. Buradaki örnekte; %4'ten %1'e düşürüldüğünü varsayalım. Bu durumda; ticari bankalar daha az kayıpla likiditeye ulaşabileceklerini gördükleri anda ellerindeki borç senetlerinin daha büyük kısmını merkez bankasına getirip, iskonto ettirerek (ikinci defa kırdırarak), nakde çevirttireceklerdir.

Tersine merkez bankası, piyasaya daha az likidite vermek istediğinde; reeskont oranlarını yükseltecek ve böylece ticari bankaları kendisine gelmekten caydıracaktır. Bu şekilde merkez bankası para arzı artışını sınırlandırmış olacaktır. Görüldüğü üzere; reeskont oranı da merkez bankaları açısından kullanımı kolay ve etkin bir para politikası aracıdır.

1.3.2.1.3 Gecelik Borç Verme ve Borç Alma Faizleri

Reeskont sisteminde söz konusu olan senet kullanımı, günümüz modern bankacılık sistemi içinde eskisi kadar büyük bir yer tutmamaktadır. Bu nedenle merkez bankaları, artık böyle senetler olmadan da ticari bankalara kredi verebilmektedir. Gün sonunda hesaplarını denkleştirmek isteyen ticari bankalar, nakde ihtiyaç duyduklarında merkez bankalarından kısa vadeli (gecelik) kredi talep edebilmekte veya gün sonunda kasalarında kalan fazla nakdi merkez bankasına vadeli mevduat olarak yatırabilmektedirler. Yani merkez bankasına borç olarak verebilmektedirler. Merkez bankaları, piyasadaki faiz oranlarını yükseltmek istediğinde; gecelik borç verme faizlerini yukarı çekmektedirler. Böylece fon bulma maliyeti artan ticari bankalar da piyasaya daha yüksek faiz oranları üzerinden kredi kullandırmakta, kredi faizleri yükselmekte ve piyasadaki talep sınırlandırılabilir (Çetin, 2016).

Merkez bankaları, ticari bankaları, piyasaya kredi dağıtmaya zorlamak istediğinde ise borç alma faizini düşürmekte, hatta bazı dönemlerde ticari bankalardan mevduat kabul etmeyi tamamen sıfırlayabilmektedir³⁶. Para arzını artırmak ve ekonomik aktiviteleri canlandırmak isteyen merkez bankaları ise gecelik borç verme faizlerini düşürürler. Bankaların karlılığını artırarak, finansal sistemi güçlendirmek istediklerinde

³⁶ Bunun daha uç örneği ise; 2008 küresel ekonomik krizi sonrası dönemde Avrupa Merkez Bankası, Japon Merkez Bankası ve diğer bazı merkez bankaları tarafından uygulanan negatif faizlerdir (Filiz Baştürk ve Ertürk, 2018: 290). Bu durumda merkez bankaları adeta ticari bankaları, piyasaya kredi vermedikleri için cezalandırmaktadır. Çünkü piyasaya kredi olarak dağıtılmayıp kendisine getirilen mevduatlara faiz getirisi vermediği gibi, bu fonların birazını da kesmektedir.

ise borç alma faizlerini yükselterek, bankalara ek gelir sağlarlar (Arıkan, Görsün ve Yalçın, 2018).

1.3.2.2 Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankalarının devlete ait kısa vadeli borçlanma senetlerini (bono ve tahvil) ve döviz cinsi varlıkları piyasada alıp satması işlemine açık piyasa işlemleri (APİ) denir (Yalta, 2020: 75) Açık piyasa işlemlerinin de kendi içinde alt türleri bulunmaktadır:

1.3.2.2.1 Doğrudan (Kesin) Alım

Piyasada kalıcı bir likidite sıkışıklığı olması durumunda merkez bankalarının, bankaların ellerindeki bono ve tahvilleri satın alarak, karşılığında piyasaya ulusal para cinsinden likidite sağlamaları durumudur. 2008 küresel ekonomik krizi sonrası dönemde FED bankaların elindeki sorunlu/batık kredileri de zerine alarak, açık piyasa işlemlerine ayrı bir boyut kazandırmıştır.

1.3.2.2.2 Doğrudan (Kesin) Satım

Piyasada kalıcı bir nitelikte likidite fazlası olması durumunda merkez bankalarının başvurdukları bir yöntem olup, merkez bankalarının sahip oldukları menkul kıymetleri (bono ve tahvilleri) bankalara satarak, bankaların ellerindeki fazla likiditeyi piyasadan çekmesi işlemidir. Özellikle enflasyonist baskıların arttığı dönemlerde devreye sokulan bu uygulama ile piyasadaki nakit miktarı azalır, faiz oranları artar, tüketiciler kredi kullanmaktan vazgeçer ve böylece fiyatlar genel düzeyinin daha fazla artmasının önüne geçilmiş olur.

1.3.2.2.3 Repo (Geçici Satın Alma) İşlemi

Piyasada geçici likidite sıkışıklığı olması durumunda kullanılan bir araçtır. Merkez Bankası, APİ yapmaya yetkili bankalardan menkul kıymetleri, ilerde belirlenen bir tarihte, belirli bir fiyattan geri satmak taahhüdüyle, belirli bir süre için satın almaktadır. Kelime köken olarak; İngilizcedeki “Repurchase: Yeniden satın alma” kelimesinden türetilmiştir. Bu işlemlerde süre genellikle 1 haftadır.

1.3.2.2.4 Ters Repo (Geçici Satış) İşlemi

Piyasada geçici bir likidite fazlası oluşması durumunda başvuru alan bir yöntemdir. Yine merkez bankası sahip olduğu menkul kıymetlerden bazılarını, API yapmaya yetkili bankalara, ilerde belirlenen bir tarihte, belirli bir fiyattan geri almak taahhüdüyle, belirli bir süre için satmaktadır. Bu işlemlerde de ortalama süre genellikle 1 haftadır.

1.3.2.2.5 Döviz Alım – Satımı

ABD Merkez Bankası FED için geçerli olmayan³⁷ bu politika aracı, daha ziyade diğer ülke merkez bankaları tarafından kullanılabilir. Türkiye gibi gelişmekte olan ve önemli miktarda döviz borcu bulunan, dış ticaretini döviz cinsi varlıklar üzerinden yapan ülkeler açısından ülkelerde döviz kurlarında yaşanan ani değişimler, ülkeleri finansal krizlere sürükleyebilmektedir³⁸. Bu nedenle ülkeler sabit veya kontrollü dalgalanmalı döviz kuru rejimleri uygulayarak, döviz kurunda istikrarı sağlamaya çalışmaktadırlar. Bunu yapabilmek için de ihtiyaç durumuna göre piyasadan döviz satın alarak, piyasaya döviz satarak veya döviz cinsi mevduatlar için uygulanan zorunlu karşılık oranlarını değiştirebilmektedirler.

1.3.2.3 Swap İşlemleri

Swap; kelime anlamı itibarıyla borçların vadesinin, faiz oranlarının veya para türünün (ulusal para, döviz) değiştirilmesini ifade etmektedir. Merkez bankaları nezdinde daha çok ulusal para ile döviz türü alacak ve borçların, belirli süreliğine takas edilmesini ifade eden swap anlaşmaları; işlem tarihinde anlaşılan (ulusal para ve dövizin faizin, getirisi ile birlikte netleştirildiği) bir tür forward (gelecek tarihli) döviz kuru işlemidir. Böylece ticari bankalar veya merkez bankaları kur riskinden kaçınabilmektedir. Belirlenen tarih geldiğinde, ilgili alacaklar, getirileri (faizleri) ile birlikte karşı tarafa ödenmektedir.

³⁷ Çünkü ABD Doları kendisi bir rezerv para olup, ABD’de günlük hayatta döviz kuru diye bir kavram söz konusu değildir. Sadece diğer ülkelerle gerçekleştirilen dış ticarete, karşı ülke para birimleri ile ABD Doları arasında döviz kurları söz konusu olmaktadır.

³⁸ Türkiye’nin 5 Nisan 1994 ve 22 Şubat 2001’de yaşadıkları krizlerin de temelinde döviz krizleri yer almaktadır.

Türkiye’de Döviz Karşılığı TL Swap İşlemleri Kasım 2018’de başlatılmış olup, TCMB bu yolla ticari bankalardan spotta TL satımı/döviz alımı yapabilmektedir. Hanehalkı ve firmaların döviz mevduatlarının arttığı dönemlerde, bankaların yabancı para cinsinden yükümlülükleri artmaktadır. Böyle durumlarda bankaları kur riskinden koruyabilmek için TCMB swap anlaşması yapılabilmesinin önünü açmıştır (TCMB, 2020c).

1.3.2.4 Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Bankaların piyasadan topladıkları ulusal para cinsi mevduatlar karşılığında, zorunlu karşılıklar çerçevesinde, merkez bankasında bulundurmak zorunda oldukları ulusal para yerine, bu karşılıkların altın veya döviz cinsi varlıklar da olabilmesine imkân sağlayan uygulamaya Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) adı verilmektedir. Özellikle ulusal para cinsinden fonların faizlerinin yüksek olduğu dönemlerde, yurtdışından daha uygun faiz oranları ile borçlanma olanağı elde edebilen bankalar için zorunlu karşılıkların maliyetlerini düşürerek, bankaların karlılığını artıran ROM, oldukça güncel bir politika aracıdır.

Türkiye’de Aralık 2012’den beri uygulanmakta olan ROM’un geleceğin merkez bankacılığında daha büyük bir yer tutması beklenmektedir. TCMB konuyla ilgili yaptığı açıklamada ROM’un; ülkeye yönelik yabancı sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın, ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırabilmek için hayata geçirildiğini ifade etmiştir (TCMB, 2012b).

1.4 Merkez Bankalarının Bağımsızlığı

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).

Merkez bankalarının bağımsızlık seviyelerini ölçebilmek için çeşitli endeksler geliştirilmiştir. Cukierman, Webb ve Neyaptı (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 ülkelere geçerli olmadığını tespit etmiştir. Valila (2000) ise gelişmekte olan ülkelere 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).

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 öngörülemez noktalara sürükleyebilecektir (Yüret, 2019: 9).

Merkez bankası bağımsızlığı kendi içinde; amaç bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

1.4.1 Amaç Bağımsızlığı

Merkez bankalarının, uygulayacakları para politikaları ile hangi hedeflere odaklanmaları gerektiği noktasında bağımsız olmalarını ifade eden amaç bağımsızlığı, günümüz modern merkez bankacılığı sisteminde pek mümkün gözükmemektedir. Çünkü merkez bankalarının öncelikli hedeflerinin “fiyat istikrarını sağlamak” olduğu, birçok ülkede, kanunla sabitlenmiş durumda olup, bu konuda merkez bankalarına herhangi bir söz hakkı bırakılmamıştır. Türkiye’de de 25 Nisan 2001 tarihli TCMB Kanununa göre TCMB’nin öncelikli hedefi; fiyat istikrarını sağlamaktır. 2008 Küresel Ekonomik Krizinden sonra TCMB’ye “fiyat istikrarını sağlama” görevinin yanında “finansal istikrarı sağlama” görevi de verilmiştir.

1.4.2 Araç Bağımsızlığı

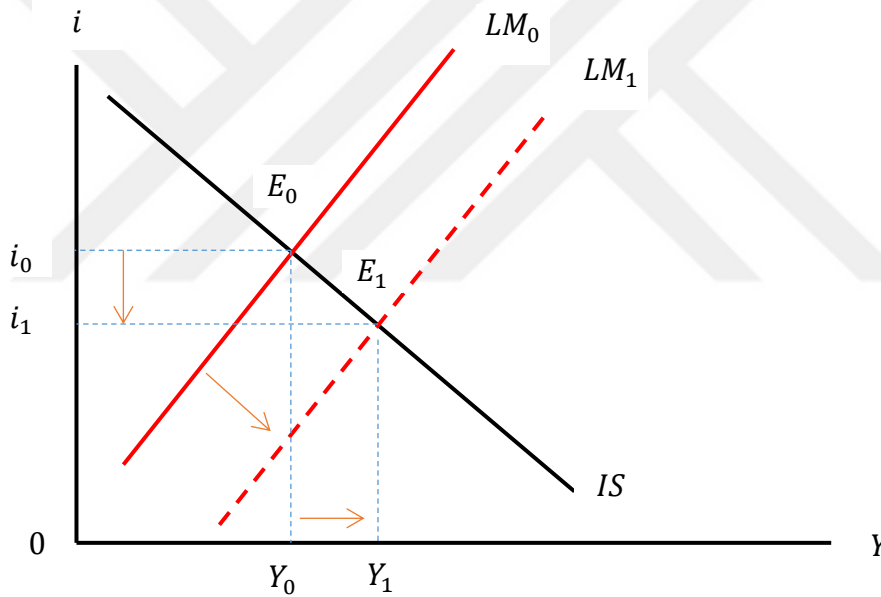
Fonksiyonel bağımsızlık olarak da adlandırılan araç bağımsızlığı; merkez bankalarının, kanunla kendilerine verilen hedeflere ulaşabilmek için kullanacakları para politikası araçlarını ve yöntemlerini, hükûmetin veya bir başka otoritenin onayına gerek duymaksızın, özgür biçimde seçebilmesi ve uygulayabilmesini ifade etmektedir. Merkez bankalarının bağımsızlığı denildiğinde genel olarak araç bağımsızlığı anlaşılmaktadır.

Ulusal paranın değerini artırabilmek (döviz kurlarını düşürebilmek) için faiz oranlarını artırmayı isteyen (artırması gereken) bir merkez bankasına, aksi yönde yapılacak siyasi telkinler, merkez bankası tarafından alınan kararların piyasaya yansımamasına ve merkez bankasının kredibilitesinin bundan zarar görmesine neden olacaktır. Benzer şekilde fiyat istikrarını sağlayabilmek için karşılıksız para basmaktan imtina eden bir merkez bankasından, bütçe açıklarını finanse etmesinin istenmesi, merkez bankasının asıl amacından uzaklaşmasına neden olacaktır.

1.5 Merkez Bankaları Para Politikası Kararlarının Ekonomiler Üzerindeki Etkileri

İlk dönemlerde sadece devletin para otoritesini sağlamak ve bankalararası ilişkileri düzenlemek amacıyla kurulan merkez bankaları, günümüz para politikasında son derece etkili bir konuma gelmiştir. Günümüzde merkez bankaları piyasalara doğrudan olarak müdahale edebilmektedirler (Ağcaer, 2003: 1). Merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikalarının faiz oranları (i) ve reel GSYH (Y) üzerindeki etkileri, Şekil 6’da yer alan IS-LM modeli yardımıyla incelenebilir.

Şekil 6: Genişletici Para Politikalarının Reel Ekonomiye Etkileri: IS-LM Modeli

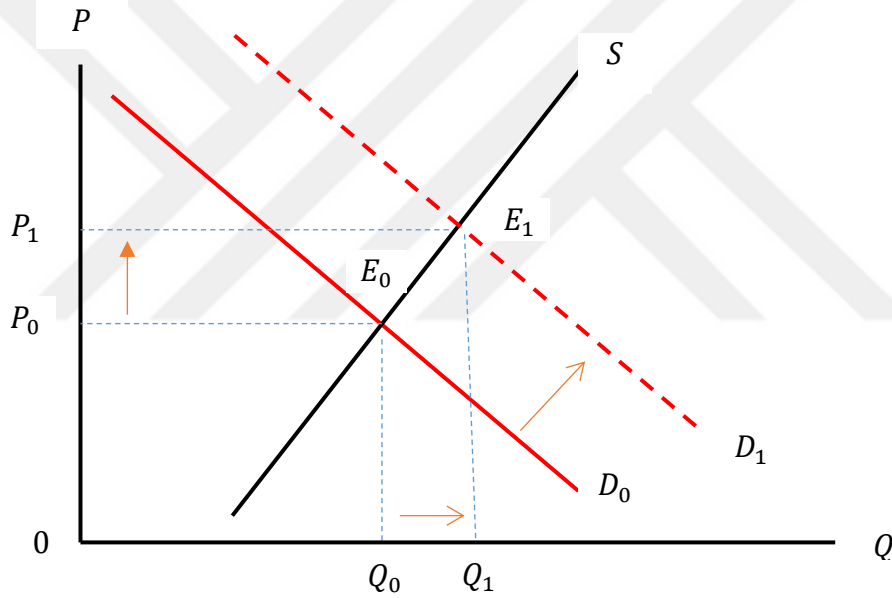


Kaynak: Yıldırım, Karaman ve Taşdemir (2009: 222)’den yararlanarak, yazar tarafından çizilmiştir.

Şekil 6’da 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 7'deki arz-talep diyagramı yardımıyla incelenebilir.

Şekil 7: Genişletici Para Politikasının Fiyatlar Genel Düzeyi Üzerindeki Etkileri



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

Şekil 7'de P ; fiyatlar genel düzeyini (Prices), Q ; talep edilen 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, üretim, istihdam ve fiyatlar genel düzeyini ise artıracaktır. Tersine daraltıcı para politikası da faizleri artırıp, üretim, istihdam ve 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 atmış olması, burada bahsedilen gerçekleri desteklemektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KURULUŞ AŞAMASINDAN GÜNÜMÜZE FED'İN ROLÜ YAPISI VE PARA POLİTİKASI

FED (**F**ederal³⁹ Reserve System: Federal Rezerv Sistemi), Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin Merkez Bankası olup, bu ülkenin para politikalarını yönetmekle görevlidir. Bununla birlikte FED, ABD'nin mali sisteminde de istikrarın sağlanmasında ve sürdürülmesinde çok önemli görevlere sahiptir. Bilinen anlamda tipik bir merkez bankası kimliğinde değildir. Tamamen özerk bir yapıya sahip olan FED, aldığı kararlarla sadece ABD'nin değil, diğer ülkelerin para ve maliye politikalarını da etkileme potansiyeline sahip, sıra dışı bir kurumdur. 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).

³⁹ Görüldüğü üzere FED kısaltması, Federal kelimesinin ilk üç harfinden gelmektedir.

2.1. Tarihsel Perspektifte FED

1668’de İsveç Merkez Bankası Sveriges Riksbank’ın kurulmasının ardından dünyanın en eski ikinci merkez bankası olan ve günümüz çağdaş merkez bankacılığının oluşumuna önderlik eden İngiltere Bankası (Bank of England) 1664 yılında faaliyetlerine başlamıştır (Kindleberger, 1993: 52). 1802 yılında Henry Thornton İngiltere Bankası’nın bazı temel eksikliklerini 1844 tarihli Peel Kanunu ile gidererek, modern merkez bankacılığına yakın bir merkez bankası kurulmasına önayak olmuştur (Capie vd. 2001: 5). 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 1914’te Federal Reserve System kurulmuştur (Ugolini, 2018).

Hamilton ve Wu (2011)’e göre; İngiliz İmparatorluğu’nun büyümesinde önemli rol oynayan İngiltere Merkez Bankası, ABD’nin ticari ve askeri alanda gelişmesini ve Avrupa’daki büyük güçlere karşı rakip olmasını istemiştir. Bu amaçla ABD’de finansal sistemin ve merkez bankacılığının gelişimine de önayak olmuştur.

FED’in kuruluşu ve tarihsel gelişimi, diğer ülke merkez bankalarından farklılıklar göstermiştir. ABD haricindeki ülkelerde merkez bankaları; ticari ve finansal faaliyetlerin gelişiminin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmış olmasına karşın, ABD’de ekonomik gereklilikten ziyade, yaşanan bazı acı tecrübelerin bir sonucu olarak gündeme gelmiştir (Thomas, 2011: 36). FED’in kurulmasına kadar olan kronolojik sıra ana hatlarıyla şöyledir:

1791-1811: Amerika Birleşik Devletleri Birinci Bankası

1816-1836: Amerika Birleşik Devletleri İkinci Bankası

1837-1862: Serbest Banka Dönemi

1846-1921: Bağımsız Hazine Sistemi

1863-1913: Milli Bankalar

1913- : Günümüz: Federal Rezerv Sistemi

FED'in kurulmasından önce yaşanan gelişmeler ve kuruluş dönemi aşağıda detaylı bir şekilde incelenmiştir.

2.1.1. FED'in Kurulmasından Önceki Dönem

4 Temmuz 1776'da kurulan ABD'de finansal piyasaların gelişimi ve bankacılık faaliyetleri 1700'lü yılların sonlarına doğru başlamıştır. Ancak ilk dönemlerde merkez bankası kurulması fikrine karşı çıkan büyük bir kamuoyu da söz konusu olmuştur. Başta ABD başkanı Thomas Jefferson (Başkanlık dönemi: 4 Mart 1801 - 4 Mart 1809) olmak üzere bazı ABD başkanları ve çiftçiler, kurulacak merkez bankasının tüccarları zengin edeceği görüşünü taşıdıkları için bu fikre karşı çıkmışlardır. O dönemlerde çiftçilerin ABD nüfusunun önemli bir çoğunluğunu oluşturduğu da düşünülürse, bu gecikme daha iyi anlaşılabilir. Merkez Bankası fikrine karşı çıkanlar arasında; merkezi bir hükümet kurulmasını istemeyen yerel yöneticileri de saymak gerekir (Tarlan, 1986: 36). ABD'de ilk merkez bankacılığı denemeleri ve bunların sonuçları aşağıda kısaca incelenmiştir.

2.1.1.1. ABD'nin Birinci Bankası (1791 – 1811)

Tüm karşıt görüşlere rağmen, ABD'de bir merkez bankasına olan ihtiyaç, ilk Maliye Bakanı Alexander Hamilton tarafından kuvvetle savunulmuş ve 1791 yılında o zamanki başkent olan Philadelphia'da First Bank of United States adıyla kurulmuştur. Böylece ilk olarak kongre tarafından görevlendirilen bir Birleşik Devletler Bankası göreve başlamıştır. Alexander Hamilton'un devlet adına para basım yetkisini elinde bulunduran bir merkez bankasının, ABD'deki ticari ve finansal işlemlerin istikrarı için gerekli olduğunu savunmasına karşılık, o dönemde dışişleri bakanı olan (ve daha sonra ABD devlet başkanlığı da yapacak olan) Thomas

Jefferson ve Thomas Jefferson'dan sonra (4 Mart 1809-4 Mart 1817 dönemi için) ABD Başkanlığı görevini devralacak olan James Madison bu fikre karşı çıkmıştır (Hill, 2015). Thomas Jefferson'a göre paranın tek elde toplanması, o dönemdeki ABD anayasasına aykırı bir durumdur (Yalınkılıç, 2014). Tüm bunların yanı sıra kırsal kesimlerde böylesi büyük ve güçlü bir bankanın varlığı tepkiyle karşılanmış, ABD ekonomisine çok büyük yararlar sağlamasına rağmen, ABD Kongresinde yapılan oylamada bir tek oyla Bankanın imtiyazları yenilenememiş ve 20 yıllık görev süresinin ardından 1811'de varlığına son verilmiştir. Bu banka daha sonra varlığını bir eyalet bankası şeklinde devam ettirmiştir (Cowen, 2000).

2.1.1.2. ABD'nin İkinci Bankası (1816 - 1836)

İlk merkez bankası denemesinde yaşanan başarısızlığa rağmen, Alexander Hamilton yine de ABD'nin güçlü bir ekonomik ve mali yapıya kavuşabilmesi için bir merkez bankasının varlığının şart olduğunu savunmaya devam etmiştir. 1816 yılına gelindiğinde ülkedeki politik ortam değişmiş ve güçlü bir merkez bankasının gerekliliği fikri bir kez daha destek görür hale gelmiştir. Dönemin ABD Devlet Başkanı James Madison'un da desteğini alan Alexander Hamilton, ikinci ABD Merkez Bankasının kuruluşunu Kongreden az bir oy farkıyla da olsa geçirmeyi başarmış ve 1816'da Second Bank of the United States böyle kurulmuştur (White, 2011: 3-4).

Ancak, kamuoyunun merkez bankasına olan karşıt fikrinin hala devam ediyor olması, bu Bankanın da ancak 20 yıl faaliyet gösterebilmesine ve sonrasında kapanmasına neden olmuştur. 20 yıllık görev süresinin sonunda, görev süresinin tekrar uzatılması için verilen öneri hem Kongre hem de Beyaz Saray tarafından reddedilmiştir. 1828 yılındaki seçim kampanyasını bu bankayı ortadan kaldırmak üzerine kuran dönemin ABD Başkanı Andrew Jackson, Merkez Bankası'nın ülkenin para piyasalarında bir tekel oluşturacağını ve bu durumun Anayasa'ya aykırı olduğunu iddia ederek, bu bankanın imtiyazlarını veto etmiş ve 1836 yılında İkinci ABD Merkez Bankasının da kapanmasına / feshedilmesine neden olmuştur (Akyazı, 2001: 9).

ABD’de her iki seferde de Merkez Bankası fikrine karşı çıkılmasının temelinde; finansal gücün belirli bir tekelerde toplanmasına duyulan güvensizlik vardır. Muhallifler, banknot ihracının tekelerde toplanmasının, kontrolsüz para basımına ve banka kredilerinin şişerek, ülkeyi olumsuz noktalara götürebileceğini ifade etmişlerdir. Büyük bir zenginleşme ve ekonomik büyümenin yaşandığı 1836-1913 döneminde ABD’nin bir merkez bankası olmamıştır (Broadus, 1998: 2).

2.1.1.3. 1857 Bankacılık Paniği

Başkan Andrew Jackson’un çabalarıyla İkinci Merkez Bankasının kapanmasının ardından ABD mali sisteminde banknot ihracının düzenlenmesi ve denetlenmesi konusunda ciddi problemler yaşanmaya başlanmıştır. İlk başta her bir eyaletin banknot ihracına, kendisinin karar vermesinin gerektiği görüşü ağırlık kazanmış, bunun üzerine birçok yerel (eyalet bazında) merkez bankası kurulmuştur. 1860’lar ABD açısından serbest bankacılık çağı olarak bilinmektedir. Her banka, karşılığında bono gibi rezerv tuttuğu sürece, istediği kadar banknot basabilme hakkına kavuşmuştur. Ancak farklı eyalet merkez bankaları tarafından arz edilen, fiziki ve ekonomik özellikleri ve nominal değerleri birbirinden farklı çok sayıda banknot piyasada dolaşmaya başlamıştır. Bu durum ekonomik aktivitelerde birçok güçlüğü de beraberinde getirmiştir.

Bu gelişmelerden sonra banknot ihracının düzenlenmesi ve denetim altına alınması için birtakım düzenlemelere gidildiği görülmüştür. Aynı zamanda bankalar ticareti desteklemek amacıyla müşterilerine borç/kredi de vermeye başlamışlardır. Para dolaşımının artışı ve paraya talebin yükselmesini takiben New York Clearinghouse Association 1853’te kurulmuş ve hesap işlemleri yapılarak, çeklerin bozdurulmasına imkân tanınmıştır.

1857 yılının ortalarından itibaren İngiltere’den ABD’ye yönelik sermaye akımları zayıflamaya başlamış, bunun üzerine ABD’deki varlık fiyatları hızla düşmüştür. Bu durum önce Ohia Hayat Sigortası ve Bankası’nda (Ohia Life Insurance and Trust), sonra da diğer bankalarda finansal dengelerin bozulmasına neden olmuş ve 12 Ekim 1857’de ABD’deki 63 ticari bankadan 62 tanesi mudilerine

ödeme yapmayı durdurmuştur (Akbaş, 2017: 80). Böylece ABD sürpriz bir finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. 12 Nisan 1961’de çıkan iç savaşın⁴⁰ da etkisiyle bankaların sayısında dramatik bir düşüş yaşanmış, ülkede finansal aktivitelerin koordinasyonu güçleşmiştir. 1863 Ulusal Bankacılık Yasası hayata geçirilerek, ulusal ölçekte işlem gören bankaların bastığı banknotların federal hükümet tarafından desteklenmesi sağlanmıştır. Bu yasada yapılan bir değişiklikle bankaların bastığı banknotların üzerinden vergi alınmasına, ama bu vergiden ulusal ölçekte işlem gören banknotların muaf tutulmasına karar verilmiştir. Böylece ülke genelinde kullanılacak ortak bir banknot yaratılmasına çalışılmıştır. Bu yeni vergiye rağmen kredi talebinin yüksek olması sebebiyle eyalet düzeyindeki bankaların bastığı paralara talep devam etmiştir (Hammond, 1957). Ancak bankaların karşılaştıkları ani nakit ihtiyacını karşılayacak bir “*en son ödünç veren*” kurumun veya bir mekanizmanın olmaması, ABD mali sisteminde ciddi sorunların yaşanmasına neden olmuştur. Nitekim 1873, 1884, 1893 ve 1907 yıllarında art arda mali panikler yaşanmaya başlanmıştır (Mishkin, 2013: 321). Tüm bu krizler ulusal bankacılık sistemini ve ödemeler sistemini tehdit eden bir boyuta ulaşmıştır.

2.1.1.4. 1907 Paniği

18 Nisan 1906’da yaşanan ve 3000’den fazla kişinin yaşamını yitirdiği San Fransisco depremi ABD ekonomisinde derin yaralar açmıştır. Arkasından 1907 yılında bakır pazarını köşeye sıkıştırmak üzere müşterek girişimde bulunan birkaç New York bankası ve bazı bankerler, Mayıs 1907’de ekonomide büyük bir paniğin başlamasına neden olmuşlardır. Bu paniğe neden olan kurumların en büyüklerinden birinin, New York merkezli KnickerBocker Trust bankası olduğunun ortaya çıkmasıyla birlikte, bu bankaya karşı bir hücum (bankadaki mevduatları bir an önce çekme çabası) başlamıştır⁴¹. Benzer bir hareketi, bankerlerde parası bulunan yatırımcıların da izlemiş olması, ekonomideki paniği ve yıkımı artırmıştır. Zaten

⁴⁰ 2 Nisan 1861 – 9 Nisan 1865 döneminde yaşanan Amerikan İç Savaşı veya diğer adıyla Eyaletler Arası Savaş; Amerika Birleşik Devletleri’nin Washington’daki yönetimi ile bu ülkeden ayrılmak isteyen 11 Güney Eyaleti arasında çıkmış, geniş kapsamlı bir iç savaştır. Bu savaşta yaklaşık 600 bin kişinin öldüğü tahmin edilmektedir (Ortaylı, 2010).

⁴¹ 22 Ekim 1907’de Knickerbocker’dan 3 saat içinde 8 milyon dolar çekilmiş ve şirket, tüm operasyonlarını durdurmak zorunda kalmıştır (Bloomberght, 2014).

piyasalarda oynaklığın yüksek, yatırımcıların gergin olduğu bir dönemde meydana gelen bu olay sarsıcı bir panik ortamının yaşanmasına yol açmıştır (Bloomberght, 2014).

KnickerBocker Trust'ın sarsılması piyasadaki güvensizlik havasının artmasına yol açmıştır. Hisse senedi piyasaları çökmüş, New York Borsası (New York Stock Exchange) bir önceki yıldaki tepe değerine göre %50 değer kaybetmiştir. Ayrıca diğer bankalara da hücumlar olmuş ve sonunda finansal sistemin işleyişini tamamen bozan bir kriz ortaya çıkmıştır. O dönemin önde gelen bankerleri J.P. Morgan önderliğinde toplanarak, bir kurtarma planı hazırlaması, piyasadaki güvensizliği daha da artırmıştır. J.P. Morgan, dönemin finans liderlerini Manhattan'da toplayarak, herkesin elini taşın altına koymasını gerektiren bir kurtarma planı hazırlamış ve bu planı imzalamadan kimseyi dışarı bırakmamıştır. Bu plan işe yaramış ve büyük zararlar yaşanmasına karşın, kriz durdurulmuştur.

1907 paniği, ABD'de mali sisteme bir düzenleme getirilmesinin ve dolayısıyla bir merkez bankası kurulmasının zorunlu olduğunun kesin bir şekilde anlaşılmasını sağlamıştır. Artık ABD'de bir merkez bankası kurulması konusunda güçlü bir irade ortaya çıkmıştır. Halkın bu fikre olan güvensizliği göz önüne alınarak J.P. Morgan, J.H. Schiff ve J.D. Rockefeller gibi bankerler ve Wall Street firmaları tarafından halkı yeni kurulacak Merkez Bankasının faydalarına inandıracak yoğun bir kampanya başlatılmıştır. ABD Senatosu Finans Komitesi Başkanı N.W. Aldrich'in politik girişimleriyle 1908'de bir Milli Para Komisyonu oluşturulmuştur. Bu komisyon önde gelen finansal kuruluş temsilcileri, ünlü ekonomistler ve politika bilimcileri ile sayısız toplantılar ve etkinlikler düzenlemiştir. Bu çalışmalarındaki temel amaç; halkı güçlü bir merkez bankası kurulmasının ne kadar yararlı olacağına ikna etmektir.

İlk etapta merkez bankasının kurulmasının gerekliliği değil, statüsü yani, özel bir merkez bankası mı yoksa devlete ait bir merkez bankası mı olacağı fikri tartışılmaya başlanmıştır. Devlet tarafından kurulacak bu banka, bankerlerin sunacakları muhtelif teminatlara karşılık olarak gerektiğinde onlara sınırsız fonlar sunabilmeli, banka sistemini zincirleme reaksiyona karşı koruyabilmeli ve

gerektiğinde onları kurtarabilmeliydi. Çünkü gelecekte ortaya çıkabilecek bir panik, J.P. Morgan'ın liderliğini, yetenek ve kaynaklarını çok aşan bir boyutta olabilirdi (Rickards, 2012).

Uluslararası döviz kuru savaşlarının başlamasını hazırlayan koşullardan birincisi olarak; altın para standardından vazgeçilmesi ise, ikincisi ABD Merkez Bankasının (FED'in) kuruluşu olmuştur. Amerikan Doları basımı ve dağıtımı yetkisine sahip olan FED'in kuruluşu 1907 yılında çıkan paniğe dayanmaktadır. 1907 paniği 20. yüzyılda yaşanan ilk dünya çapındaki finansal kriz olup, tüm dünyada ekonomik daralmaya ve durgunluğa dönüşmüş ve dönemin 1929 Büyük Buhranından sonraki en büyük krizi olarak tarihe geçmiştir. Bu krizin etkileri günümüzde dahi hissedilmektedir. Çünkü FED'in kurulmasına yol açan para reform hareketini hızlandırmıştır (Moen ve Tallman, 2015). Nitekim Ben S. Bernanke de 8 Kasım 2013'te yaptığı konuşmasında; 1907 ve 2008 krizi arasındaki paralelliklere dikkat çekmiştir (Özsoy, 2014).

2.1.1.5. 1910 Jekyll Adası Konferansı

ABD Başkanı W.H. Taft⁴² Eylül 1909'da halkı biran evvel güçlü bir merkez bankası kurulması fikrini desteklemeye davet etmiştir. 1910 yılı ortalarına gelindiğinde artık kurumsallaşmış bir merkez bankasının kurulabilmesi için gerekli kamuoyu desteği de oluşmuştur. Kasım 1910'da senatör N. W. Aldrich'in önderliğinde Wall Street Bankerleri, Rockefeller'e ait City Bank of New York ve J.P. Morgan'a ait First National Bank of N.Y. yetkilileri, J.P. Morgan'a ait Georgia kıyılarındaki Jekyll Adasında bir araya gelerek, ABD'nin ulusal bankacılık sisteminde reform yapmak amacıyla bir yasa tasarısı hazırlamışlardır. 1930'lara kadar bir sır gibi saklanan bu toplantı ile aslında FED'in temelleri atılmıştır (Richardson ve Romero, 2015).

1912'de ABD Kongresi tarafından kurulan Ulusal Para Komisyonu, hem ülkenin mali ve ekonomik yapısını, hem de diğer ülke merkez bankalarını incelemekle görevlendirilmiştir. Komisyon yaptığı çalışmalar sonucunda hazırladığı

⁴² William Howard Taft'ın başkanlık dönemi: 4 Mart 1909 - 4 Mart 1913'dir.

raporda; ABD’de kesinlikle bir merkez bankası kurulmasının gerekli olduğunu ifade etmiştir. Bunun üzerine ABD Kongresi, merkez bankası kurulması için bir yasa tasarısı hazırlayarak, Başkan Woodrow Wilson’un imzasına sunmuştur. Söz konusu yasa Wilson tarafından 23 Aralık 1913 yılında imzalanarak yürürlüğe girmiş ve böylece ABD Merkez Bankası FED kurulmuştur (Rickards, 2012).

2.1.2. 1913 FED’in Kurulmasından Sonraki Dönem

FED, sermayesi üye bankalara ait olan, tamamen özerk bir kurumdur ve sermaye yapısı yönünden dünyadaki tek örnektir. FED’e üye olan bankaların Federal Rezerv Bank hissesi almaları gerekmektedir. Hisse miktarı, üye bankaların sermayelerinin %6’sı kadar olmalıdır. Bankalar FED’e üye oldukları zaman bu paranın %3’nü ödemek zorundadırlar. Diğer %3’nü ise Guvernörler Kurulu’nun belirleyeceği bir takvime göre ödemektedirler. Ticari bankaların FED’in sermayesine yaptıkları katkı neticesinde uygulayacağı politikalar üzerinde herhangi bir söz hakkına sahip olamamakta, sadece FED’in gelirlerinden %6 oranında kâr payı alabilmektedirler. FED ulusal ekonominin ihtiyacına göre para arzını ve kredi politikalarını düzenlemektedir. Ayrıca bankacılık sisteminin sorunsuz biçimde çalışabilmesi için gerekli denetim ve yönlendirme de FED’in görevleri arasında yer almaktadır. FED genel olarak dört temel görevi yerine getirmekle görevlidir (Bechter, 1994: 6):

- i. Para arzı ve kredi hacmini düzenlemek suretiyle ABD’nin para politikalarını yürütmek ve ABD’deki fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak,
- ii. Mali kurumları işleyişini düzenlemek ve denetlemek suretiyle ABD’deki finansal istikrarı korumak,
- iii. ABD hükümeti adına banknot basmak ve ihraç etmek (piyasadan tahvil alarak bankacılık sisteminin kullanımına sunmak), kendi ülkesi dışında yapılan ABD Doları (USD) transferlerine aracılık etmek (muhabir bankacılık hizmeti sunmak),

iv. Hükümet için mali araştırmalar yapmak.

FED bu dört temeli uygularken, 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 de denetleme ve düzenleme yetkisine de sahiptir (Ayyubov, 2012).

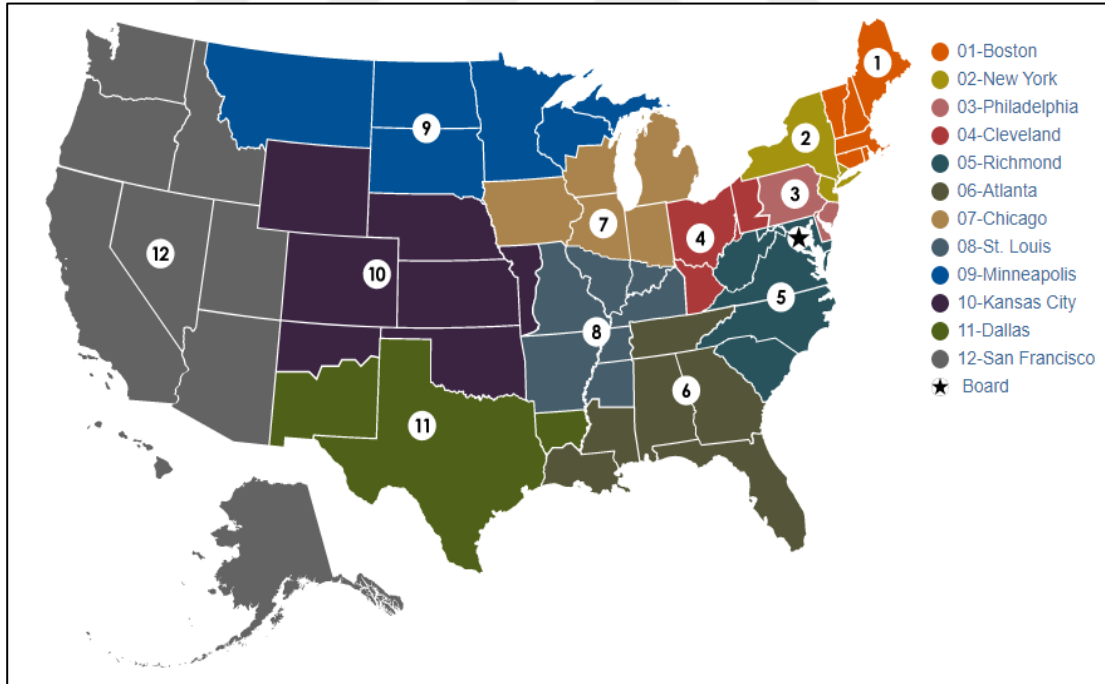
FED 1917 yılında çıkartılan Overman Yasası ile hazineyi finanse eden kurum olmuştur. Birinci Dünya Savaşı'nda Avrupa'dan ABD'ye akan altınlar, FED'in ABD'deki fiyat istikrarını sağlamasını zorlaştırmıştır. Çünkü o dönemde henüz yeni kurulmuş olan FED, açık piyasa işlemlerini gerçekleştirebilecek fonlara sahip değildir. Bu dönemde para stoku %46, fiyatlar genel düzeyi %65 olmuştur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Overman Yasası'na düzenleme yapılmış, FED ile Hazine arasında bağımlılık hafiflemiştir, bir anlamda ABD Merkez Bankasına fonksiyonel bağımsızlık kazandırılmıştır. 1980'de yapılan düzenlemelerle FED şimdiki statüsüne kavuşturulmuştur. ABD'de FED, Başkan'a değil Kongre'ye karşı hesap vermekle yükümlüdür (Ayyubov, 2012).

FED'in kuruluşunun ardından 1929'da New York'ta Bankalar Güvenlik Fonu kurularak, bu fona yatırılacak Federal Devlete ait tahviller karşılığında bankalara emisyon (para basım) serbestisi tanınmıştır. Bu yolla, basılacak paralar için bir karşılık sistemi oluşturulmaya çalışılmıştır. Ancak, bu uygulama başarılı olamamıştır (Greenspan, 1987).

Daha sonra yeni bir federal para düzenine geçilebilmesi amacıyla 1933 yılında Ulusal Bankalar Kanunu çıkartılmıştır. Bu kanuna göre; ABD'de faaliyet gösteren tüm ulusal bankalar, Washington'daki para otoritesinin (FED'in) kontrolüne girecekler ve bastıkları banknotlar karşılığında altın, gümüş ve devlet tahvili gibi değerli varlıkları tutulmak zorunda olacaklardır. Zaman içinde bu kanunun tam uygulanamadığı görülmüştür. Bunun en temel nedeni; eyaletlerde yer alan ulusal bankalarının, rahatça banknot ihraç edebilme imkânlarından vazgeçmek istememeleridir. Bu nedenle ABD'de tek bir tane merkez bankası kurulması fikri hayata geçirilememiş, bunun yerine 16 Kasım 1914'te merkez bankası görevini

yürüten 12 tane Federal Rezerv Bankası kurulmuştur (Rickards, 2012). Bu bankalar Anonim Şirket (A.Ş.) statüsünde kurulmuşlardır ama kuruluş kanunları gereği kâr amacı gütmemektedirler. Ülke geneline yayılmış olan her bir Federal Rezerv Bankası, 9 kişilik yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir (Karagözlü, 2016: 75). Finansal gücün merkezileşmesine yönelik itirazları aşabilmek için kurumun adına; Banka yerine Federal Rezerv Sistemi (Federal Reserve System: Birleşik İhtiyatlar Sistemi) denilmiş ve eyaletlerdeki Milli İhtiyatlar Bankaları'nın, merkezi bir yönetim kurulu tarafından idare edilmesine karar verilmiştir. Bu yönetim kurulunun seçimi; ABD başkanı tarafından yapılmakta ve senato tarafından da onaylanmaktadır (FED, 2020a). Bu Federal Rezerv Bankalarının yer aldıkları ve temsil ettikleri coğrafi bölgeler Şekil 8'de yer almaktadır.

Şekil 8: ABD'deki Federal Rezerv Bankalarının Yer Aldıkları ve Temsil Ettikleri Eyaletler



Kaynak: FED (2020).

Şekil 8'den de görüldüğü üzere bu 12 tane Federal Rezerv Bankası, ABD'deki 12 coğrafi bölgeyi temsil etmekte ve Washington D.C. de bulunan ana merkeze (Board) bağlı olarak faaliyet göstermektedirler. Federal Rezerv Bankalarının temsil ettiği coğrafi bölgeler; (Şekil 8'de aynı renkle gösterilen

bölgeler), 1913 yılında var olan yaygın ticaret bölgelerine ve ilgili ekonomik bölgelere dayanmakta olup, bu nedenle eyalet sınırlarıyla örtüşmemektedir (FED, 2020a).

FED'in kurulmasından sonraki dönemi ve bu dönemlerde yaşanan gelişmeleri ana hatlarıyla aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür:

1913-1929: Birinci Dünya Savaşı ve Sonrası

1929-1939: Büyük Bunalım ve Sonrası

1939-1951: İkinci Dünya Savaşı ve Sonrası

1951-1965: Hazine - FED

1965-1982: Yüksek Enflasyon Dönemi

1982-2007: Büyük Moderasyon

2007- : Büyük Durgunluk (2008 Küresel Ekonomik Krizi) ve Sonrası

Bu dönemlerin detayları aşağıda incelenmiştir.

2.1.2.1. 1913-1929 Birinci Dünya Savaşı ve Sonrası

ABD 1914'te başlayan Birinci Dünya Savaşına ilk başlarda girmemiş, aralarında İngiltere, Fransa ve İtalya'nın da bulunduğu İtilaf Devletlerine silah yardımı/satışı ile yetinmiştir. Bu dönemde ABD bankaları, 1908 yılında çıkarılan Aldrich-Vreeland Yasası kapsamında çıkarılan *acil durum para birimi* sayesinde normal şekilde çalışmaya devam etmiştir (FED, 2017).

Almanya'nın, İtilaf Devletlerine silah taşıyan ABD gemilerine yönelik denizaltı savaşını başlatması/hızlandırması üzerine ABD 1 Şubat 1917'de Almanya ile diplomatik ilişkilerini sonlandırmış ve 6 Nisan'da İtilaf Devletleri safında savaşa dâhil olmuştur. ABD'nin bu hareketini Orta ve Güney Amerika Ülkeleri de takip etmiş, hatta Çin bile 14 Ağustos 1917'de Almanya'ya karşı savaş ilan etmiştir. 11

Kasım 1918’de ateşkes anlaşması imzalayan Almanya, mağlup bir şekilde savaşa son vermek mecburiyetinde kalmıştır (Kaya, 2019).

Birinci Dünya Savaşına kadar dünyanın en önemli finansal gücünü elinde bulunduran İngiltere, bu konumunu artık ABD’ye kaptırmış ve ABD, dünyanın yeni süper gücü olarak tarih sahnesindeki yerini almıştır. Çünkü ABD bu savaş süresince diğer ülkelere en fazla kredi veren ve silah satan ülke olmuştur. Bu durum ABD’yi savaştan sonra Avrupa’nın en büyük alacaklısı konumuna getirmiş, ABD savaş tazminatlarını ve alacaklarını altın olarak istemeye başlamıştır (Törüner, 2015).

Savaş sonrası dönemde ABD’nin uygulamakta olduğu kapitalizm çok popüler bir sistem haline gelmiş, ABD’ye yönelik sermaye akımları hızlanmıştır. Bu durum ABD’deki hisse senedi fiyatlarının ve ekonomideki fiyatlar genel düzeyinin sürekli artmasına neden olmuştur. FED uyguladığı politikalarla fiyatlardaki bu artışı önleyememiştir. Bu durumun en önemli nedeni; o dönemde henüz yeni kurulmuş olan FED’in elinde, açık piyasa işlemleri yaparak piyasadaki aşırı likiditeyi çekebilecek kadar tahvil vb. varlıkların bulunmamasıdır. Birinci Dünya Savaşı’nın ardından, 1914’ten 1928’de vefatına kadar New York FED Başkanlığı görevini yürüten Benjamin Strong, altının artık kredi kontrolünde merkezi faktör olarak hizmet etmediğini ifade etmiştir. 1920’lerden itibaren FED, açık piyasa işlemlerini bir para politikası aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Benjamin Strong, görev süresi boyunca diğer merkez bankalarıyla, özellikle de İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) ile ilişkileri geliştirerek FED’in itibarını yükseltmiştir. (FED, 2017).

Özellikle 1918’den sonra ABD ekonomisi hızla büyümeye başlamış, ABD dünyanın yeni finans merkezi haline gelmiştir. Sanayi tarafında ise; Henry Ford otomobil sektöründe devrim yapmış ve yürüyen bantta seri üretim teknolojisini geliştirmiştir. Bu dönemde işçi ücretlerinde ciddi artışlar olmuş, 1800’lerin başlarındaki Sanayi Devriminde ezilen işçi sınıfı artık tatile çıkabilen, gayrimenkul alabilen bir konuma gelmiştir. Özellikle Florida gibi ABD’nin güneyinde yer alan bölgelerin gelecekte turizm yönünden değer kazanacağına olan inanç artmış ve bu bölgede hızla gayrimenkul alımı başlamıştır. Bu talep artışı, ülke genelinde gayrimenkul fiyatlarının önemli ölçüde artmasına neden olmuştur. Bu dönemde

şirketler ve bankalar da hızla büyümeye ve çoğalmaya başlamışlardır (Bakırtaş ve Tekinşen, 2004).

Fakat bir süre sonra işler umulduğu gibi olmamış ve ters gitmeye başlamıştır. Kişiler bir servet ödeyerek satın aldıkları evleri, daha sonra değerinin çok altındaki rakamlara bile satamamışlardır⁴³. Gayrimenkul piyasasından çıkan yatırımcılar bu kez de borsaya yönelmişlerdir. Bu kez de hisse senetlerinin fiyatları aşırı derecede yükselmeye başlamıştır. Hisse senetlerinin daha da artacağını düşünen ABD’li yatırımcılar borç alarak (kredi kullanarak⁴⁴) borsada işlem yapmaya başlamışlardır. Ancak bu yükselişin sonuna gelen New York borsası artık zorlanmaya başlamıştır. Bu kez de yatırımcılar, hisse senedi fiyatları, borçlarını ödeyemeyecek hale gelmeden bunları bir an önce satmaya başlamışlar ve oluşan satış baskısı ve panik havasıyla birlikte 24 Ekim 1929 günü New York borsası %12.8 oranında düşmüştür. Bu olay tarihe Kara Perşembe olarak geçecek ve 1929 Büyük Bunalımının da başlangıcını oluşturacaktır. O gün New York Borsasında 1929 yılı fiyatlarıyla 4.2 milyar dolar yok olmuştur. Sonrasında binlerce banka ve şirket batmıştır (TOBB, 2009).

İngiltere tarafına bakıldığında ise; savaş yıllarında duran tüketim malları talebinin hızla artmasıyla birlikte durması, 1918-1920 döneminde İngiliz ekonomisinin hızla büyüdüğü, bu talep artışı ve ekonomik büyümenin yapılan güçlü yatırım harcamaları ile de desteklendiği görülmektedir. 1920’den sonra ise üretim, istihdam, ücretler ve fiyatlarda hızlı bir düşüş süreci başlamıştır. İngiltere’nin o dönemlerdeki en önemli ekonomik güç kaynağı olan kömür, tekstil ve gemi imalatı gibi geleneksel sektörler, savaştan olumsuz olarak etkilenmiş, bu sektörlerle diğer ülkelerin de girmeye başlamasıyla birlikte İngiltere önemli ölçüde Pazar kaybetmiştir. Afrika ve Uzak Doğu ülkelerinde başlayan milliyetçilik akımları ve ulus devlet çabaları, İngiltere’nin denizaşırı pazarlarını kaybetmesine ve ihracatının önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Bu pazarları geri alabilmek için yürütülen

⁴³ Bu yaşananların, 2008 kriziyle olan benzerliği dikkat çekicidir. Bu konuda daha detaylı çalışmalar için bakınız: Buluş ve Kabaklarlı (2010); Işık ve Duman (2012); Ünal (2012).

⁴⁴ Bu yaşananlar da 2008 krizi öncesi ABD’de kullanılan mortgage kredileri ve bunların neden olduğu yıkımla yakın benzerlik göstermektedir.

Çalışmalardan da ihracat mallarının fiyatlarının yüksek olması nedeniyle sonuç alınamamıştır. 1920 yılında İngiltere'nin gerçekleştirebildiği ihracat, 1913 yılındakinin ancak üçte ikisi kadar olabilmıştır. Bunun zerine üretimde yavaşlama istihdam kayıplarını, o da artan işsizlik ve gelir düşüşünü beraberinde getirmiştir. Klasik İktisat Teorisine göre bir ülkenin ihracatı düştüğünde başlıca iki çözüm yolu vardır: Ücretler, kazançlar ve diğer maliyetlerde indirim yapılabilir ya da ülke parası devalüe edilebilir. İngiltere ilk yolu tercih etmiş, ancak bu halkın daha da fakirleşmesinden başka bir işe yaramamıştır. zm üretmek zorlanan İngiltere, 1919 yılında Altın Para Standardını geçici olarak terk ederek, karşılıksız para basmaya da başlamış, bu da durgunluk içinde enflasyona (stagflasyona) neden olmuştur. İngiltere'nin yaşadığı bu daralma, İngiltere'den ABD'ye giden sermaye akımlarının kesilmesine ve ABD'de de işlerin kötüye doğru gitmesine neden olmuştur. İngiltere yükselen fiyatlar genel düzeyini kontrol altına alabilmek için 1925 yılında tekrar Altın Para Standardına dönmüş, bu kez de piyasada likidite sıkışıklığı baş göstermiştir (Pettinger, 2017). Ekonomik sorunlardan bunalan 1.2 milyon işçi 3 Mayıs 1926'da greve gitmişlerdir. İngiliz Hkumeti 9 gün süren grevleri önlemekte yetersiz kalmış, sonradan 1.7 milyon işçi daha destek amacıyla grevlere katılmıştır. İngiltere bu grevleri Sovyetler Birliği'nin desteklediğini ifade ederek, 1926-1927 döneminde bu ülkeyle önemli politik sorunlar yaşamıştır (O'Connor, 1988). Elbette ki İngiltere'de yaşanan bu olumsuz gelişmeler hem diğer Avrupa ülkelerini hem de ABD ekonomisini de olumsuz yönde etkilemiş ve 1929 Büyük Bunalımının başlamasına yol açan etmenlerden biri konumuna gelmiştir.

2.1.2.2. 1929-1939 Büyük Bunalım ve Sonrası

Büyük Bunalımın başlamasının hemen öncesinde FED hisse senedi fiyatlarındaki aşır yükselmeyi önleyebilmek için sıkı para politikaları uygulamaya başlamıştır. Ancak bu durum, krizle birlikte piyasalarda oluşan likidite kıtlığının ve panik havasının daha da artmasına neden olmuştur. Friedman (1960) bu dönemi değerlendirirken; *“eğer FED krizin başlangıcından itibaren parasal genişlemeye gitseydi, Büyük Bunalım bu kadar derin ve uzun süreli olmazdı”* diyerek, doğru

yönetilen parasal politikalarla da ekonomik büyümenin sağlanabileceğini iddia ettiği kendi teorisini (Monetarizm) ortaya çıkarmıştır.

FED'in uyguladığı bu sıkı para politikaları ABD ekonomisinde ve dolayısıyla bu ekonomiyle birlikte (bağımlı) hareket eden diğer ülkelerde deflasyonist bir sürecin yaşanmasına neden olmuştur. Ürün fiyatları Fransa'da %40, Almanya ve ABD'de %30, İngiltere'de %25 düşmüştür. Bu kez ürettiği malları, hedeflediği fiyatlardan satamayan firmalar üretimden vazgeçmeye başlamışlar ve 1929-1-32 döneminde sanayi üretimi ABD'de %50'ye yakın düşmüştür. Onu Almanya'da %40, Fransa %30, İngiltere %10 kayıpla⁴⁵ takip etmiştir. Sanayi sektöründe yaşanan bu küçülme işsizliğin ABD'de %25'e kadar yükselmesine neden olmuştur (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 12).

1930'dan 1933'e kadar yaklaşık 10.000 banka iflas etmiştir. Mart 1933'te yeni göreve başlayan Başkan Franklin Delano Roosevelt, finansal piyasalardaki yıkımı önleyebilmek için bir banka tatili ilan etmiş, hükümet yetkilileri ülkenin ekonomik sıkıntılarına çare bulabilmenin yollarını araştırmaya başlamışlardır. Bu dönemde birçok kişi, çöküşe neden olan spekülasyon kredileri durdurmakta başarısız olduğu için FED'i suçlarken, bazı kişiler de parasal ekonominin yetersiz olduğunun anlaşılmasının, FED'in bu çöküşün derinliğini azaltabilecek politikalar izlemesini engellediğini savunmuştur (FED, 2017).

1929-1933 döneminde yaşanan Büyük Bunalım, ülkeleri dış ticaret konusunda daha agresif ve korumacı politikalar uygulamaya yönlendirmiştir. İngiltere 1931'de devalüasyon yaparak, ihraç mallarının göreceli fiyatını azaltmaya çalışırken, ABD 1933 yılında altının Dolar cinsinden değerini yükseltmiş, Fransa da 1936'da devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. Böylece, ülkeler arasında para politikası konusunda bir koordinasyon kalmamış, tekrar Altın Para Standardına geçiş de kısa sürede mümkün olmamıştır (Önder, 2005: 16). Ülkeler bir yandan da gümrük vergilerini artırmaya ve bu yolla yerli sanayilerini korumaya çalışmışlardır. Ancak bu

⁴⁵ Burada İngiltere'de oranın düşük olmasının nedeni; bu ülkede zaten 1920'den itibaren ekonomik daralmanın yaşanıyor olmasıdır (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 12).

uygulama, dünya ticaretini ve refahını azaltmaktan başka işe yaramamıştır⁴⁶. Dünya genelindeki dış ticarete değişim miktarı 1929 da, aylık milletlerarası mübadelenin tutarı 5.350 milyon altın dolar iken, bu veri Ocak 1930'da 4.850 milyona, Ocak 1931'de 3.260 milyona, Ocak 1932'de 2.135 milyona ve Ocak 1935'te 1.785 milyona gerilemiştir (Pommery, 1956).

ABD açısından bankaların bankası olan ve son kredi mercii görevini yerine getiren FED, 1929-1933 Büyük Bunalımı döneminde piyasanın acil likiditeye ihtiyacına cevap veremeyerek, bu temel görevini yerine getirememiştir (Yüret, 2019: 99). Ancak 2008 küresel ekonomik krizinde aynı hatayı tekrarlamayarak, kapanma riski taşıyan bankalara, batmamaları için gerekli fonları sağlamıştır (Rickards, 2012).

Büyük Bunalımı takip eden FED düzenlemelerine hız verilmiş, 1933 yılında Kongreden geçen Bankacılık Yasası (Banking Act daha yaygın bilinen şekliyle Glass-Steagall Act) ile ticari ve yatırım bankacılığı birbirinden ayrılmış ve Federal Rezerv senetleri için teminat olarak devlet tahvillerinin kullanılması zorunlu hale getirilmiştir. Bu yasa ile ayrıca Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) kurulmuş, açık piyasa işlemleri FED'in kontrolüne verilmiş ve holdinglere ait bankaların da FED tarafından incelenmesi şartı getirilmiştir. Ayrıca, gerçekleşen büyük reformların bir parçası olarak, Roosevelt tüm altın ve gümüş sertifikalarını geri çağırması, altını ve diğer metalik standartları etkin bir şekilde sona erdirmiştir (FED, 2017).

1935 yılında Bankacılık Yasası (Banking Act) yeniden Kongreden geçirilerek, FED'in para politikası geliştirme kurulu olan Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee: FOMC) kurulmuştur. Bu yasa ile ayrıca Hazine Sekreterinin ve Para Birimi Denetleyicisinin (Comptroller of the Currency) FED'in yönetim kurulundan çıkarılmasına ve FED Üyelerin 14 yıl süreyle görevde kalmalarına karar verilmiştir. (FED San Francisco, 2020).

⁴⁶ Bu durum da günümüzde ABD ile Çin arasında yaşanan dış ticaret savaşlarıyla ve bunun muhtemel etkileriyle oldukça paralel gözükmemektedir.

2.1.2.3. 1939-1951 İkinci Dünya Savaşı ve Sonrası

1 Eylül 1939'da başlayan İkinci Dünya Savaşı, ABD'nin dünyaya daha fazla silah ve teknoloji satabilmesine olanak sağlamıştır. Bu sayede 1939-1940 yıllarında ortalama %8.5 oranında büyüyen ABD ekonomisi, savaşa girdiği 1941 yılında %17.7, 1942'de %18.9 ve 1943'te %17 oranında büyümüştür. Savaştan sonra ise diğer ülkelere 28.3 milyar dolar dış borç ve yardım veren ABD'nin 1939-1950 döneminde dünyaya verdiği dış borç ve yardımların toplamı 83.3 milyar doları bulmuştur (Akın, 2017: 124).

İkinci Dünya Savaşının ardından, FED'in görevlerinden birini oluşturan İstihdam Yasasına, Başkan Harry Truman'ın 20 Şubat 1946'da imzaladığı yasa ile maksimum istihdam vaad etme hedefi de eklenmiştir. Bu yasanın çıkarılmasının en önemli nedeni, binlerce ABD askerinin savaş sonrası evlerine dönmüş olmaları ve bu kişilere istihdam yaratılması gereği idi (Steelman, 2013).

1929 Büyük Bunalımı ile birlikte korumacı dış ticaret politikaları izleyen ülkeler, ödeme aracı olarak ulusal paraları kabul etmez olmuşlardır. Bu dönemde dış ticarette uluslararası ödemelere aracılık edecek bir para sistemi ve üst kuruluşa olan ihtiyaç daha yakından hissedilmeye başlanmıştır. 1945 yılında İkinci Dünya Savaşının bitmesini beklemeden 1944 yılında ABD'nin öncülüğünde 44 ülkenin temsilcilerinin katılımıyla ABD'nin Breetton Woods kasabasında bir toplantı düzenlenmiş ve ABD, dünyadaki ekonomik gücünü de kullanarak bu toplantıda kendi önerilerini (White Planı) kabul ettirmiştir. Tarihe Breetton Woods sistemi olarak geçecek olan bu sisteme göre; ABD Doları altına, diğer ülke paraları da ABD Dolarına endekslenmiştir. ABD'nin, sahip olduğu altınlar karşılığında, 1 ons⁴⁷ altın = 35 ABD Doları olacak şekilde banknot ihraç edebilmesine karar verilmiştir. Böylece bir anlamda yeniden Altın Para Standardına dönüş de gerçekleşmiştir.

⁴⁷ 1 Ons = 31.1034768 Gram saf altındır. Normal altında ise bu ölçü 1 Ons = 28.3495231 Gram şeklindedir (Döviz.com).

Breetton Woods anlaşmasının doğal bir gereği olarak; herhangi bir kişi ya da devletin Amerikan Merkez Bankası FED'e 35 Dolar teslim etmesi durumunda, bunun karşılığında 1 ons altın alabileceği de kabul edilmiştir (Akın, 2017: 126).

Breetton Woods anlaşmasında kabul edilen ikinci bir konu da uluslararası ödemelerde aracılık edecek ve bu ödemeleri yerine getirmede güçlük yaşayan ülkelere kredi ve danışmanlık hizmeti desteği sağlayacak olan Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund: IMF)'nin kurulmasıdır. Buna göre IMF; dış ticaret açığı veren ülkelerin, kendilerine müracaat etmeleri halinde, bu açıklarını finanse edebilmeleri için kısa vadeli krediler verecek, ülkelerin dış ticaret açığına bağlı olarak krize girmeleri önlenerek ve böylece uluslararası dış ticaret halkasından kopmasının önü alınacaktır (IMF, 2019). IMF'ye üye ülkelerin, kendi milli gelirleri oranında katkı sağlamaları (IMF nezdinde kotalarının olması), bu kotalarını altın veya Dolar cinsinden ödeyebilmeleri de karar bağlanmıştır. IMF bu fonları kullanarak, ihtiyacı olan ülkelere kredi verebilecektir.

Breetton Woods anlaşmasında kabul edilen üçüncü önemli bir konu da özellikle savaşa girmiş olan Batılı Ülkelerin imar ve iskânını ve kalkınmalarını sağlayacak, onlara uzun vadeli krediler verecek Dünya Bankası'nın kurulmasıdır. Zamanla geri kalmış ülkelere de uzun vadeli kalkınma kredileri sağlamaya başlayan Dünya Bankası için de üye ülkeler arasında, milli gelirleriyle orantılı olacak şekilde ortak bir fon toplanmasına karar verilmiştir. ABD, o dönemde sahip olduğu ekonomik gücü sayesinde, IMF ve Dünya Bankası fonlarının üçte ikisinden fazlasını koymuştur (Akın, 2017: 127). Bu durum ABD'nin bu kurumların yönetimlerinde ve kararlarında da söz sahibi olması sonucunu doğurmuştur.

Breetton Woods anlaşmasında son olarak; dünya genelinde dış ticareti serbestleştirecek ve ülkelerin korumacı politikalar uygulamalarının önüne geçebilecek Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (General Agreement on Tariffs and Trade: GATT) anlaşması imzalanmıştır. GATT organizasyonu, 1995 yılında Dünya Ticaret Örgütü adını almış ve çok daha geniş yetkilerle donatılmıştır.

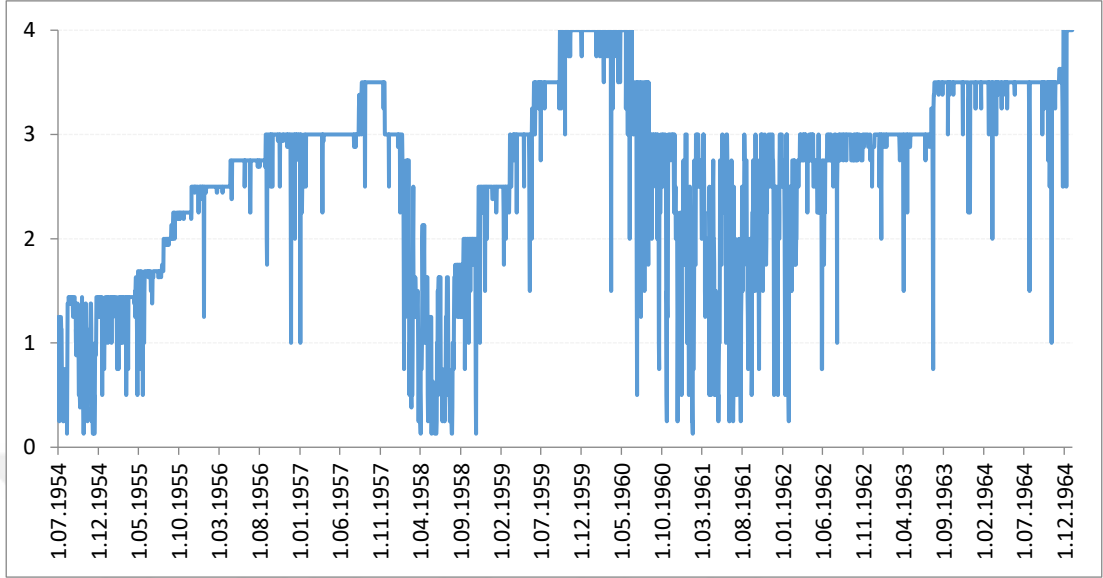
ABD ikinci Dünya Savaşı'na girdikten sonra FED, 1942'de devlet tahvillerinde düşük faiz oranı sabitlemeyi resmen taahhüt etmiştir. FED bunu, Hazine'nin talebi üzerine, hükümetin savaş için daha ucuz borç bulabilmesini sağlayabilmek için yapmıştır. FED, sabit faiz oranını koruyabilmek için portföyünün büyüklüğünden ve para stokunun kontrolünden vazgeçmek zorunda kalmıştır (FED, 2017).

2.1.2.4. 1951-1965 Hazine-FED

1950'de Kore Savaşı'nın başlamasından sonra Hazine, FED'i yine düşük faiz oranlarını sabit tutmaya zorlamaya başlamış, bu nedenle Hazine ve FED arasında bir çatışma/uyuşmazlık gündeme gelmiştir. Dönemin ABD Devlet Başkanı Harry Truman ve Hazine Bakanı John Snyder de düşük faiz oranlarını, güçlü bir şekilde desteklemişlerdir. Başkan Truman; Kore Savaşının da en az İkinci Dünya Savaşı kadar önemli olduğunu ve bu dönemde de FED'in faizleri düşük tutmasının ve bireylerin de bu düşük faizli Hazine tahvillerini almalarının bir vatanseverlik görevi olduğunu dile getirmiştir. FED ise Truman ve Snyder'den farklı olarak, düşük faizlerin ekonomide yüksek enflasyona neden olacağını, kendisinin de birincil öncelikli vazifesinin Hazineyi fonlamak değil, ülkedeki fiyat istikrarını sağlamak olduğunu ifade etmiştir. Marriner Eccles gibi birçok dâhil olmak üzere, Güvernörler Kurulu üyesi, faizleri düşük oranlarda sabitlemenin, ülkede aşırı bir parasal genişlemeye ve enflasyona neden olacağını belirtmiştir. FED ile Hazine arasında yaşanan şiddetli tartışmaların ardından, bu kurumlar arasında Hazine-Fed Anlaşması (Treasury-Fed Accord) imzalanarak, ortak bir noktada buluşulmasına çalışılmıştır. Bu anlaşma ile FED'in Hazine tahvillerini sabit ve düşük bir faiz oranı üzerinden paraya çevirme yükümlülüğü ortadan kaldırılmış ve merkez bankasının bağımsızlığı adına çok önemli bir adım atılmıştır (FED, 2017). 1954-1964 döneminde⁴⁸ FED'in faiz oranlarındaki değişim Şekil 9 yardımıyla incelenebilir.

⁴⁸ Grafikteki verilerin 1954'ten başlamasının nedeni; veri setine bu tarihe kadar erişilebilmiş olmasıdır.

Şekil 9: 1954-1964 Döneminde FED'in Faiz Oranlarındaki Değişim



Kaynak: Macrotrends (2020)'den alınan veriler kullanılarak tarafımızdan çizilmiştir.

Şekil 9'dan da görüldüğü gibi 1954-1964 döneminde FED faiz oranları %0-%4 aralığında değişmiş, ancak sık aralıklarla çok dalgalanmalar göstermiştir.

2.1.2.5. 1965-1982 Büyük Enflasyon

1970'lerin başından itibaren artan petrol fiyatları nedeniyle, üretici ve tüketici fiyatları hızla yükselmeye başlamış, bütçe açığı iki katından fazla artmıştır (FED, 2017). 1970'li yıllarda ABD'de yaşanan yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik (ekonomik durgunluk; Stagflasyon) nedeniyle ABD Kongresi 1975 yılı başında FED'e yönelik 133 sayılı kararı vermiştir. Bu karara göre; maksimum istihdam, istikrarlı fiyatlar ve ekonominin uzun vadeli üretim potansiyelini artırabilmek ve ekonomik toparlanmayı kolaylaştırmak için FED'in uzun vadeli ve düşük faizli kredi politikaları izlemesi talep edilmiştir (Steelman, 2013).

Yüksek enflasyon dönemi sonunda ABD Kongresi 1977 yılında FED Yasasında yeni bir reform yapmıştır. Bu reformla birlikte “fiyat istikrarını sağlamak” FED'in ulusal politika hedefi olarak belirlenmiştir. 1978 yılında Başkan Carter FED'in ikincil görevinin de ülkede tam istihdamı sağlamak olduğunu ifade eden Tam İstihdam ve Dengeli Büyüme Yasasını (The Full Employment and Balanced Growth Act; daha yaygın bilinen haliyle Humphrey-Hawkins Act) imzalamış ve Kongre de

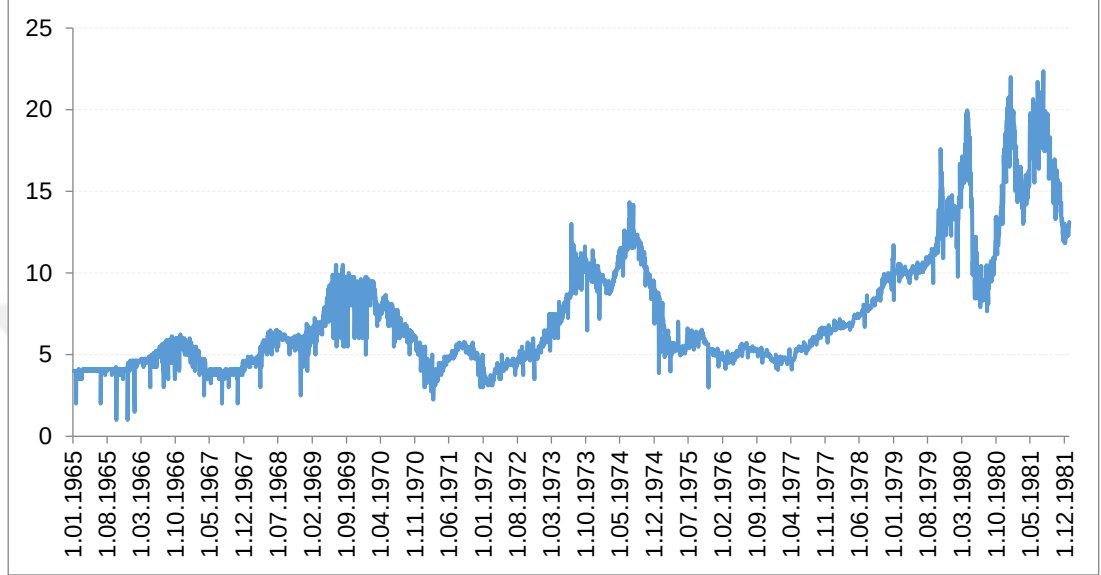
kabul etmiştir. Bu Yasa ile ABD'nin "açık işsizlik" ve "enflasyon" hedefleri belirlenmiştir. Buna göre; beş yıl içinde, 20 yaş ve üzeri kişiler için işsizlik oranı %3'ü geçmemeli ve enflasyonun, istihdam hedefini engellememesi koşuluyla, %3 veya daha aza indirilmesi gerekmektedir. Bu Yasadaki uzun vadeli hedefe göre ise; 1988'e kadar, istihdam hedefine engel olmaması koşuluyla, enflasyon oranı sıfır olmalıdır. Yasa, gerektiğinde, "Federal yardım yoluyla özel istihdamın genişletilmesi" ve "kamu istihdamının genişletilmesi" çağrısında da bulunmuştur. Ayrıca FED'in politika hedefleri ve gerçekleştirmeleri yılda iki kez Kongre'ye rapor etmesi de karara bağlanmıştır (FED San Francisco, 2020).

Ağustos 1979'da, Paul Volcker FED başkanı olarak göreve başladığında, enflasyonun ABD ekonomisi üzerindeki baskısını kırabilmek için sert adımlar atılması gerekmektedir. Bu kapsamda Federal Finans Kanunu (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act: DIDMCA ya da daha kısa haliyle MCA) Başkan Jimmy Carter tarafından 31 Mart 1980'de imzalanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla; Federal Rezerv'e üye olmayan bankalar üzerindeki kontrol sıkılaştırılmış, bütün bankalar FED'in kurallarına uymaya zorlanmış, banka birleşmelerine izin verilmiş, mevduat hesapları için uygulanacak maksimum faiz oranlarını belirlemek için Q Yönetmeliğinin kullanımına son verilmiş, Pazarlık Edilebilir Para Çekme Hesaplarının (Negotiable Order of Withdrawal accounts) ülke çapında sunulmasına izin verilmiş, mevduatlara sunulan devlet sigortası 40.000 dolardan 100.000 dolara çıkartılmış, tasarruflar ve krediler üzerine çek yazabilmesine izin verilmiş ve kurumların kendi seçtikleri faiz oranları üzerinden kredi almalarına izin verilmiştir (Govtrack, 2016).

Bu yasa modern bankacılık sektörü reformları döneminin başlangıcını oluşturmuştur. Yasanın kabul edilmesinin ardından eyaletler arası bankacılık hızla çoğalmış, bankalar, aracı kurumlardan müşterileri çekebilmek için faiz ödemeli hesaplar ve araçlar sunmaya başlamışlardır. Ancak sigorta faaliyetlerinin önündeki engellerin kaldırılması daha zor olmuştur. 1980'lerde FED başkanı olarak Volcker'in liderliğinde, kısa vadede acı verici olsa da çift haneli enflasyonu kontrol altına alma

konusunda genel olarak başarılı olunmuştur (FED, 2017). 1965-1981 döneminde FED'in faiz oranlarındaki değişim Şekil 10 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 10: 1965-1981 döneminde FED'in faiz oranlarındaki değişim



Kaynak: Macrotrends (2020)'den alınan veriler kullanılarak tarafımızdan çizilmiştir.

Şekil 10'dan da görüldüğü üzere 1965'te %5'in altında olan FED faiz oranları 1969 yılı ortalarında %10'un üzerine kadar çıkmış, sonrasında dalgalı bir seyir izlemiş, 1974 ortalarında %14'ü, 1981 yılı ortalarında %22'yi aşmıştır. Bu dönemde genel olarak FED faizlerinin istikrarlı ve düşük olmadığı dikkati çekmektedir.

2.1.2.6. 1982-2007 Büyük Moderasyon⁴⁹

Alan Greenspan'ın FED başkanı olarak göreve başlamasından iki ay sonra, ABD borsası 19 Ekim 1987'de çökmüştür. Greenspan 20 Ekim 1987'de piyasalara yaptığı açıklamada; "FED'in ülkenin merkez bankası olarak, sorumluluklarıyla tutarlı biçimde, ekonomik ve finansal sistemi desteklemek amacıyla, bir likidite kaynağı olarak hizmet etmeye hazır olduğunu" ifade etmiştir. Borsa balonunun patlamasına yanıt olarak FED, 1990'ların başlarından itibaren faiz oranlarını hızla düşürmüştür. Alınan bu önlemlerle krizi atlatan ABD ekonomisi, 1991-2001

⁴⁹ Moderasyon; İngilizcedeki moderation kelimesinden Türkçeye girmiş olup, ılımlılık, ölçülülük gibi anlamları ifade etmektedir. Toplantılarda moderatörlerin yaptığı iş de toplantının belirli bir ılımlılık ve ölçülülük içinde devam etmesini sağlamaktır.

döneminde büyük bir ekonomik genişleme süreci yaşamıştır. Bu dönemde FED, ülkedeki potansiyel mali sorunların reel ekonomiyi etkilemesini önlemek ve 1998’de Rusya’nın ilan ettiği moratoryumun⁵⁰ ülkeye etkilerini azaltabilmek için para politikalarını etkin bir şekilde kullanmıştır (FED, 2017).

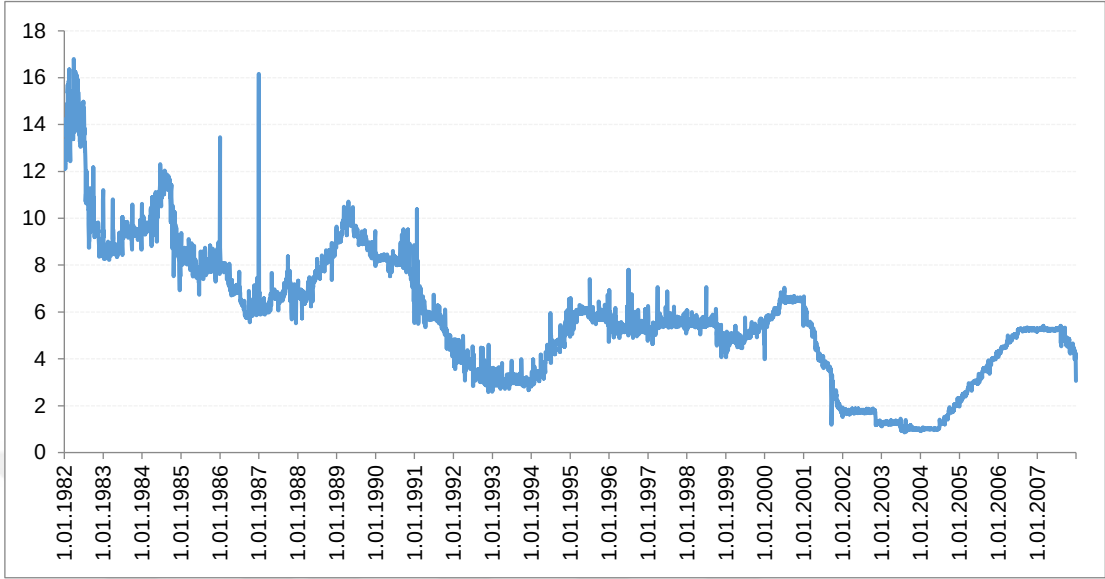
1980 Federal Finans Kanunu ile finans sisteminde başlatılan değişim, 1933’te yürürlüğe giren Glass-Steagall Yasasının, 1999’da Gramm-Leach-Bliley Yasası ile ortadan kaldırılması ve bankaların, yatırım bankacılığı ve sigorta dahil olmak üzere bir dizi finansal hizmetler sunmasına izin verilmesiyle devam etmiştir. Böylece ABD’de hem merkez bankacılığı hem de ticari bankacılık faaliyetlerinde büyük bir modernizasyon yaşanmıştır (FED, 2017).

11 Eylül 2001’de Dünya Ticaret Merkezi ve Pentagon’a yönelik, yolcu uçaklarıyla gerçekleştirilen terör saldırıları sonrasında FED ülkedeki panik havasını ve finansal istikrarı başarılı bir şekilde korumayı başarmıştır. FED bu saldırılardan hemen sonra, 1987’de yaptığına benzer bir açıklama yaparak, “Federal Rezerv Sistemi açıktır ve işlemeye devam etmektedir. Likidite ihtiyaçlarını karşılamak için indirim penceresi mevcuttur” demiştir. Ağustos 2001’de %3.60 civarında olan faiz oranını Aralık 2001’de %1.88 seviyesine kadar düşürülmüştür. Sonraki günlerde FED, ABD ekonomisine istikrar sağlamak için faiz oranlarını düşürmüş ve finans kurumlarına 45 milyar dolardan fazla kredi vermiştir. Eylül ayı sonunda, FED kredileri 11 Eylül öncesi seviyelerine dönmüş ve olası bir likidite sıkışıklığı önlenmiştir. FED, 11 Eylül saldırılarının ABD finans piyasaları üzerindeki etkilerini azaltmada çok önemli bir rol oynamıştır.

2003 yılında FED, iskonto penceresi işlemlerini, faiz oranlarını mevcut politika faizi oranının üzerinde olacak şekilde değiştirmiş ve faiz bu oranı üzerinden bankalara kredi dağıtımını sağlamıştır. Aralık 2002’de %1.23 olan faiz oranı Temmuz 2003’te %1’in altına çekilmiş ve Haziran 2004’e kadar bu seviyelerde tutulmuştur. 1982-2007 döneminde FED’in faiz oranlarındaki değişim Şekil 11 yardımıyla incelenebilir.

⁵⁰ Rusya Ağustos 1998’de dünyadan aldığı borçları ödeyemeyeceğini ilan ederek, temerrüde (borçlarını ödeyemez duruma) düşmüştür. Yapılan bu açıklamaya, moratoryum adı verilmektedir.

Şekil 11: 1982-2007 Döneminde FED'in Faiz Oranlarındaki Değişim



Kaynak: Macrotrends (2020)'den alınan veriler kullanılarak tarafımızdan çizilmiştir.

Şekil 11'den de görüldüğü üzere 1982'lerde %16'nın üzerinde olan FED faiz oranları 1983'te %8'e kadar düşürülmüştür. 1987'deki borsa krizinden tekrar %16'nın üstüne çıkan faiz oranları 1987 yılı sonunda %5.5'e kadar inmiştir. 2 Ağustos 1990 – 28 Şubat 1991 döneminde yaşanan Birinci Körfez Savaşı döneminde %10.39'a kadar yükselen FED faizleri, 1992 yılsonunda %2.6'ya inmiştir. 1995 Meksika, 1997 Güney Asya ve 1998 Rusya krizlerinin etkisiyle %6'nın üzerine çıkan faizler, 1999 sonunda %4'ün altına inmişse de 2001 yılında yaşanan Arjantin borç krizinin etkisiyle %7'nin üzerini görmüş, sonra 11 Eylül 2001 terör saldırılarının etkilerini hafifletebilmek için %1 seviyelerine düşürülmüştür. 2002-2004 döneminde %1 civarında dolaşan faiz oranları 2004 yılı ortalarından itibaren kademeli olarak artırılmaya başlanmış ve 2006 yılı ortalarında %5'in üzerine çıkartılmıştır.

FED'in 2001 sonrası dönemde uyguladığı düşük faiz döneminde konut kredileri de hızla düşmüş, herkes kredi çekerek konut almaya başlamış, konut fiyatları hızla yükselmiştir. Bu dönemde dağıtılan krediler genellikle değişken faizli kredilerdir. Yani ekonomide faiz oranları değiştiğinde, kredi kullananların ödeyecekleri kredi miktarı ve taksit tutarları da değişmektedir. 2006 sonrasında faiz oranlarında yaşanan hızlı artış, konut kredilerinin geri ödemelerine de yansımış ve düşük gelirli birçok kişi aldıkları konutların taksitlerini ödeyemez hale gelmişlerdir.

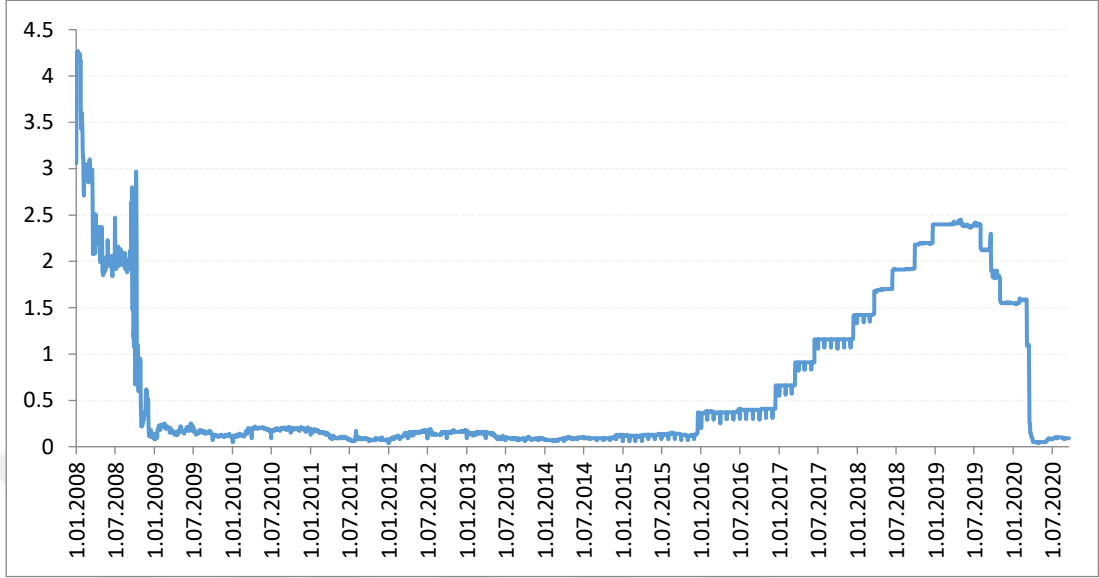
Bankalar el koydukları konutları satmaya çalışınca piyasadaki konut arzı artmış ve konut fiyatları hızla düşmeye başlamıştır. Bankalar ellerindeki konutları nakde çeviremez hale gelmişler ve bilançolarındaki batık kredi miktarları artmaya başlamıştır. Bu olaylar, konut kredileri üzerinden çıkartılan türev ürünler piyasasını da derinden etkilemiş ve 15 Eylül 2008’de ABD büyük bir ekonomik ve finansal krize girmiştir.

2.1.2.7. Büyük Durgunluk (2008 Küresel Ekonomik Krizi) ve Sonrası

Ekonomi literatüründe 2008 küresel ekonomik krizi olarak anılan bu kriz, ABD ekonomisini özellikle 2007-2009 döneminde etkilemiş ve uluslararası literatürde Büyük Durgunluk (The Great Recession) olarak anılmaya başlanmıştır (FED, 2018). ABD’de 2002-2004 döneminde eşik altı (subprime) müşterilere de verilen mortgage kredilerinin geri ödenmesinde başlayan sorunlar, finansal piyasalarda sorunlara neden olmuş ve 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers’ın 15 Eylül 2008’de batmasıyla birlikte kriz gün yüzüne çıkmıştır.

FED 2008 krizinde, 1929 Büyük Bunalımında yaptığı daraltıcı para politikası uygulama hatasını tekrarlamamış, bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmek için 15 Eylül 2008’de %2.64 olan faiz oranını 2 Ekim 2008’e kadar %0.67’ye indirmiş, bankaların nakit çekim limitlerini yükseltmiş, ellerindeki batık kredilerin büyük bir kısmını kendi üzerine devralmıştır. Miktersal Genişleme (Quantitative Easing: QE) Programı adı verilen bu uygulama sayesinde piyasaya kademeli olarak toplamda 2.054 trilyon dolardan fazla para arz etmiştir (AA, 2020). 2008 sonrası döneminde FED’in faiz oranlarındaki değişim Şekil 12 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 12: 2008 Sonrası Döneminde FED'in Faiz Oranlarındaki Değişim



Kaynak: Macrotrends (2020)'den alınan veriler kullanılarak tarafımızdan çizilmiştir.

Şekil 12'den görüldüğü üzere FED 2008 yılı başından itibaren ⁵¹ faiz oranlarını hızla düşürmeye başlamış, Ekim 2008'de %1'in altına indirmiş, ancak bu seviyenin piyasaları canlandırmak için yeterli olmaması üzerine 29 Ekim 2008'de %0.36'ya, 26 Aralık 2008'de %0.09'a kadar indirmiş ve 2015 yılı sonlarına kadar %0.2'nin altında tutmuştur. Ocak 2016'dan itibaren faiz oranlarını kademeli olarak artıran FED, 2019 yılı ortalarında %2.5'e kadar getirdikten sonra, 2019 yılında ABD ekonomisinde gözlenen yavaşlama ve Aralık 2019'dan itibaren dünya gündemine gelen Covid-19 sorunu nedeniyle faiz oranlarını tekrar hızlı bir şekilde %0'a yakın seviyelere indirmiştir. 17 Eylül 2020 tarihi itibarıyla FED faiz oranı %0.09'dur (Macrotrends (2020)).

Faiz oranlarını düşürerek hedeflenen amaç, ekonomide tasarrufların harcamaya dönüştürülmesi yoluyla talep yönlü bir canlanmanın sağlanması ve dolayısıyla işsizliğin azaltılmasıdır. Ancak faiz oranlarının düşürülmesi ile istenilen

⁵¹ FED'in faiz oranlarını Ocak 2008'den indirmeye başlamasının nedeni; ABD'de krizin öncü etkilerinin Temmuz 2007'den itibaren hissedilmeye başlamış olmasıdır. ABD'de ikinci el konut fiyatlarını gösteren Case Shiller endeksi Temmuz 2007'de tepe noktasına ulaştıktan sonra azalmaya başlamış, bu da ABD'de konut piyasasında işlerin kötüye gitmeye başladığını göstermiştir (Özatay, 2009: 165).

canlanmanın sağlanamaması üzerine son çare olarak miktarsal genişlemeye (Quantitative Easing: QE) başvurulmuştur. Bu kapsamda:

- i) FED, ticari bankaların ve diğer finansal kurumların ellerindeki menkul kıymetlerin bir bölümünü satın alarak, söz konusu kurumların piyasaya kredi verebilme yeteneklerini geliştirmeye çalışmıştır. FED bu politika ile tüketime artmasını ve ekonominin büyümesini hedeflemiştir.
- ii) FED, hazine tahvillerini doğrudan satın alarak, hazinenin elindeki nakit para miktarının artmasına çalışmıştır. Bu sayede kamu harcamalarının ve yatırımların artırması ve ekonomik büyümenin hızlanması hedeflenmiştir.

FED'in 2008-2009 döneminde uyguladığı genişletici para politikasına Birinci Miktarsal Genişleme (First Quantitative Easing: QE1) adı verilmektedir. Bu program 25 Kasım 2008'de başlamış ve FED toplam 1.3 trilyon dolar değerinde ipotek dayalı menkul kıymet, hazine bonoları ve Freddie Mac, Ginnie Mae ve Fannie Mae'ye ait menkul kıymet satın alarak piyasaya para enjekte etmiş ve parasal tabanını 915 milyar dolardan 2.316 trilyon dolara çıkarmıştır. 2010 yılının ortalarına kadar devam eden QE1 ile Amerikan ekonomisinde beklenen toparlanma tam anlamıyla gerçekleşmemiştir. Bunun üzerine Kasım 2010'da 600 milyar dolarlık QE2 paketi açıklanmıştır. Haziran 2011 yılında QE2 sonlandırılmış, ancak 13 Eylül 2012 yılında QE3 ile yeniden bir parasal genişlemeye ihtiyaç duyulmuştur. Her ay 85 milyar dolarlık tahvil alımı ve 40 milyar dolarlık ipotek dayalı finansal varlık alımı ile başlayan QE3 programının, ABD ekonomisinde beklenen iyileşmelerin görülmesi üzerine Mayıs 2013'te yapılan FED toplantısında alınan kararla, kademeli olarak sonlandırılacağı açıklanmıştır. Aralık 2013'ten başlamak üzere aylık alımların 10'ar milyar dolarlık hazine tahvili ve 5'er milyar dolarlık mortgage tahvili alımı azaltılmış, 29 Ekim 2014 tarihli FED toplantısıyla da sonlandırılmıştır (Sumner, 2019).

2008 krizinin ardından Kongre, Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketicuyu Koruma Yasası'nı (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 2010'da kabul etmiştir. Daha yaygın olarak Dodd-Frank Yasası olarak bilinen bu yasa, FED'i birçok yönden etkilemiştir. Bu yasa ile FED'in yönetimi yapısı değiştirilmiş, operasyonları incelemeye daha açık hale getirilmiş ve denetim sorumlulukları genişletilmiştir (FED San Francisco, 2020).

Eylül 2019'da QE4 programını açıklayan FED, Covid-19 ile birlikte piyasaya Mart 2020'de 700 milyar dolar arz etmiş, bu miktar Temmuz 2020'de 2 trilyon dolara ulaşmıştır.

2.2. FED'in Yapısı

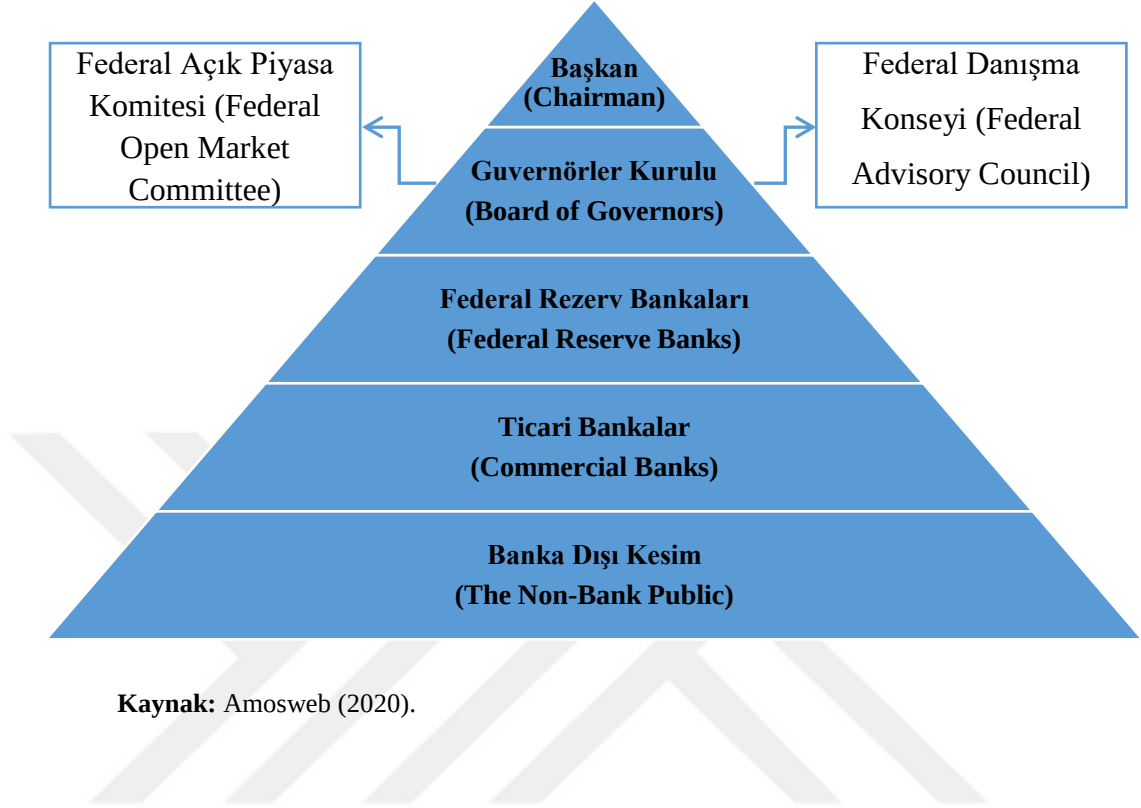
Bu bölümde FED'in sermaye yapısı ve organları incelenmiştir. Bilindiği gibi ABD eyaletlere sahip olması ve merkez bankası kuruluşundaki yasa gereği FED diğer merkez bankalarından farklı bir yapıya sahiptir.

FED kararlarını alırken her bir veriyi dikkatle takip etmekte ve hassas dengeleri bozmayacak şekilde, en etkin kararı vermeye çalışmaktadır. Dolayısıyla bu veriler piyasalara, FED'in alması muhtemel kararların neler olabileceği konusunda da fikir.

2.2.1. FED'in Organizasyon Yapısı

FED'in temel bileşenleri ve bunlar arasındaki hiyerarşi Şekil 13'te yer alan FED Piramidi yardımıyla incelenebilir:

Şekil 13: FED Piramidi



Şekil 13'te yer alan birimlerin detayları aşağıda açıklanmıştır:

2.2.1.1. FED Başkanı

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 DEF 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. Kuruluşundan itibaren görev yapan FED başkanları Tablo 9’da yer almaktadır.

Tablo 9: Kuruluşundan İtibaren Görev Yapan FED Başkanları

No	FED Başkanı (Doğum-Ölüm)	Görev Dönemi	Atamayı Yapan Devlet Başkanı (Görev Dönemi)
1	Charles Sumner Hamlin (1861-1938)	10.08.1914-10.08.1916	Woodrow Wilson (1913-1921)
2	William P. G. Harding (1864-1930)	10.08.1916-09.08.1922	
3	Daniel R. Crissinger (1860-1942)	01.03.1923-15.09.1927	Warren G. Harding (1921-1923)
4	Roy A. Young (1882-1960)	04.10.1927-31.08.1930	Calvin Coolidge (1923-1929)
5	Eugene Meyer (1875-1959)	16.09.1930-10.05.1933	Herbert Hoover (1929-1933)
6	Eugene Robert Black (1873-1934)	19.05.1933-15.08.1934	Franklin D. Roosevelt (1933-1945)
7	Marriner S. Eccles (1890-1977)	15.11.1934-03.02.1948	
8	Thomas B. McCabe (1893-1982)	15.04.1948-02.04.1951	Harry S. Truman (1945-1953)
9	William M. Martin (1906-1998)	02.04.1951-01.02.1970	
10	Arthur F. Burns (1904-1987)	01.02.1970-31.01.1978	Richard Nixon (1969-1974)
11	G. William Miller (1925-2006)	08.03.1978-06.08.1979	Jimmy Carter (1977-1981)
12	Paul Volcker (1927-2019)	06.08.1979-11.08.1987	
13	Alan Greenspan (1926-)	11.08.1987-31.01.2006	Ronald Reagan (1981-1989)
14	Ben Bernanke (1953-)	01.02.2006-31.01.2014	George W. Bush (2001-2009)
15	Janet Yellen (1946-)	03.02.2014-03.02.2018	Barack Obama (2009-2017)
16	Jerome Powell (1953-)	05.02.2018-	Donald Trump (2017 -)

Kaynak: Stlouisfed (2020).

Tablo 9’dan görüldüğü üzere şimdiye kadar 16 farklı kişi FED başkanı olarak görev yapmıştır. Genellikle 4-6 yıl arası süreyle görev yapan bu başkanlar arasında 20 yıllık görev süreleri ile William M. Martin ve Alan Greenspan dikkat çekmektedir.

2.2.1.2. Guvernörler Kurulu

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 üyelere birinin görev süresi dolacak şekilde, kurulu 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, 2014).

2.2.1.3. Federal Açık Piyasa Komitesi

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 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).

2.2.1.4. Federal Danışma Konseyi

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 kullanmaktadırlar. 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 yargı 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).

2.2.1.5. Federal Rezerv Bankaları

12 ekonomik / yerel 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 bağılı çalışan bu 12 Federal Rezerv Bankası ve bunlara bağılı şubeler yardımıyla, ülke çapındaki ödemeler sisteminin işletimini, ülke parasının dağıtımını, üye bankalar ve banka holding şirketlerinin denetlenmesi ve düzenlemesi gibi görevleri yürütmektedir (Yılmaz ve Alganer, 2014: 64).

2.2.1.6. Ticari Bankalar

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 konumunun sağlamlaştırmaktadır (Cukierman, Webb ve Neyapti, 1992: 4). FED’in elde ettiği karlardan, üye ticari bankalara, FED’in sermayesine olan katkıları oranında kâr dağıtımı yapılmaktadır.

2.2.1.7. Banka Dışı Kesim

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).

2.2.1.8. FED'in Ülke Genelindeki Organizasyon Ağı

FED'in kurulmasını sağlayan yasa gereğince, ülke 12 coğrafi bölgeye ayrılmış ve her bölgede bir yerel FED kurulmasına karar verilmiştir. Ancak bu yerel FED'lerin de bazı eyaletlerde kendi alt şubeleri bulunabilmektedir. Bu şekilde açılmış 25 tane de FED şubesi bulunmaktadır. Dolayısıyla her bir bölgede merkez bankacılığı görevini yürüten 12 ayrı Federal Rezerv Bankası bulunmaktadır. Bu bankaların ve şubelerinin listesi Tablo 10'da yer almaktadır.

Tablo 10: ABD Genelindeki Bölgesel Federal Rezerv Bankaları ve Şubeleri

No	Banka	Şubeler
1	Boston	-
2	New York	-
3	Philadelphia	-
4	Cleveland	Cincinnati; Pittsburg
5	Richmond	Baltimore; Charlotte
6	Atlanta	Birmingham; Jacksonville; Nashville New Orleans; Savannah
7	Chicago	Detroit
8	Saint Louis	Little Rock; Louisville; Memphis
9	Minneapolis	Helena
10	Kansas City	Denver; Oklohoma; Omaha
11	Dallas	Elpaso; Houston; San Antonio
12	San Francisco	Los Angeles; Portland Salt Lake City; Seattle

Kaynak: FED (2016).

FED'in diğer bir organı olan Federal Rezerv Bankaları (FRB)'lerin 9 tane müdürü bulunmaktadır ve ülke genelindeki FRB'leri bu müdürlerin oluşturduğu kurullar yönetmektedir. Bu müdürlerin seçilme şekli, FED'in bağımsızlığının da güzel bir göstergesidir. Müdürler farklı çalışma alanlarından seçilmekte ve böylece bütün ekonomiyi kontrol edebilen bir FRB yapısı oluşmaktadır. Söz konusu müdürlerden 6 tanesi FED'e üye bankalar tarafından, 3 tanesi de Guvernörler Kurulu

tarafından seçilmektedir. Bu müdürler kendi içlerinde üç kategoride sınıflandırılmaktadır. Üye bankalar tarafından seçilen 6 müdürden 3'ü A sınıfı müdür olup, profesyonel bankacılardan oluşurken, diğer üç müdür B sınıfı müdür olup tarım, sanayi ve ticaret alanlarında deneyimli iş insanları arasından seçilmektedir. Guvernörler Kurulu tarafından seçilen C sınıfı üç müdür ise kamu çıkarlarını temsil etmek üzere merkez FED tarafından atanır. C sınıfı müdürlerden birisi Başkanlık, diğeri de Başkan Yardımcılığı görevini yerine getirir. B ve C sınıfı müdürler, FRB'ler haricinde hiçbir bankada görev alamazlar.

FRB'ler, ulusal ve uluslararası ekonomik gelişmeleri inceler ve FED'in uygulayacağı para politikaları için kendi bölgeleri hakkında bilgi sağlarlar. FRB'ler, ticari bankalar için “*en son ödünç veren kurum*” olmaları nedeniyle yeteri kadar rezerv bulundurlar, mevduat kurumları ve Hazine'ye mali hizmetler sunarlar ve ihtiyaç fazlası kârlarını Hazine'ye devrederler (FED, 2016).

FRB'lerin görevleri; çeklerin takasını gerçekleştirmek, piyasaya yeni paralar sürmek, yıpranmış ve eskimiş paraları tedavülden kaldırmak, bulundukları bölgede yer alan bankalara kredi likidite sağlamak, yerel bankaların denetimi, banka birleşmelerine onay vermek, reel sektör ile FED arasındaki bağlantıyı sağlamak, para politikası bültenleri hazırlamak, bölgenin ekonomisini yakından takip ederek, FED'in ekonomi politikalarını oluşturmaya yardımcı olmaktır (Woodward, 2008).

FRB'ler FED üyesi ticari bankaların sahip oldukları bağımsız merkez bankaları olmakla birlikte, pratikte Guvernörler Kurulu tarafından belirlenen kurallar çerçevesinde görevlerini yerine getiren yerel (bölgesel) merkez bankalarıdır. FED'in ilk kurulduğu yıllarda, daha fazla yetkiye sahip olan FRB'lerin bu ayrıcalıkları zaman içinde Guvernörler Kuruluna geçmiştir (FED, 2018).

2.3. FED' in Sermaye Yapısı

FED, sermaye yapısı yönünden dünyadaki tek örnektir. 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 Guvernörler Kurulu'nun çağrıları 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).

2.4. FED'in Para Politikası Enstrümanları

ABD Merkez Bankası FED'in para politikası stratejisinin temel amacı; fiyat ve faiz oranlarında istikrarın sağlanmasının yanında, ülkede tam istihdam ve ekonomik büyümenin gerçekleşmesine de yardımcı olmaktır. Fiyat istikrarının anlamı; uzun dönemde %2'lik enflasyon oranının tutturulmasıdır. FED bu enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde finansal istikrar ve en yüksek istihdam seviyesini de gözetmektedir (FED, 2015). Bu amaçlar doğrultusunda para politikası stratejisinin çerçevesi dört ana bileşenden oluşur: Bunlardan ilki FED'in amaçları ve bu amaçlara ulaşmak için öngörülen zaman dilimidir. İkincisi; bu hedeflere ulaşmak için kullandığı araç veya araçlar kümesidir. Üçüncüsü; söz konusu araçların kullanım yöntemleri ve sonuncusu; FED'in kararları, niyetleri ve varsa taahhütlerini kamuoyuna iletmek için kullanılan iletişim yöntemleridir (Beckworth, 2019).

FED yukarıda açıklanan politika amaçlarına ulaşmak için kullandığı politika araçları Tablo 11'dende anlaşılabacağı gibi; geleneksel araçlar ve diğer araçlar olmak üzere iki grupta toplanabilir.

Tablo 11: FED'in Para Politikası Araçları

Geleneksel Araçlar	<u>Operasyonel Araçlar</u> • Federal Fon Oranları (Federal Funds Rate: FFR) • Açık Piyasa İşlemleri (Open Market Operations: OMO)
Diğer Araçlar	• İskonto Oranı (Discount Rate: DR) • Zorunlu Karşılıklar (Reserve Requirement: RR)

Kaynak: Yılmaz (2015: 33)

Tablo 11’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.

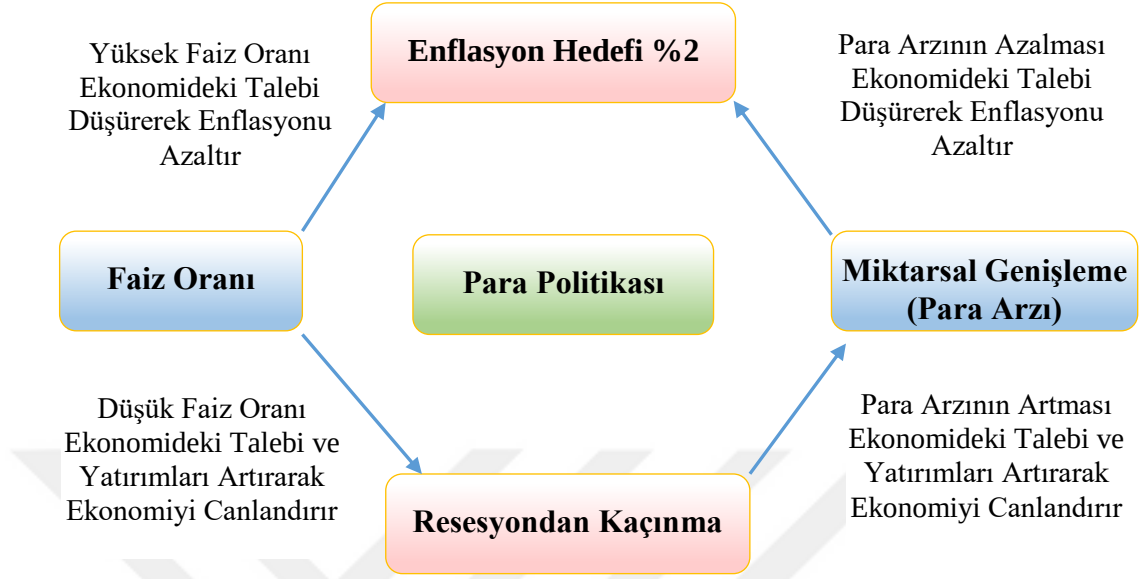
Açık Piyasa İşlemleri; FED’in para politikası araçları arasında en esnek ve en önemli olan politika aracıdır. FED, portföyünde bulunan hazine bonusu ve tahvillerini, bankalar arası piyasada alıp satarak, ekonomideki likidite seviyesini ayarlamaktadır. Açık piyasa işlemlerinin ne şekilde uygulanacağına 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; parasal taban hedeflerinde kendi isteğinin dışında bir değişme ortaya çıkması durumunda, bu değişmeyi 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 (DR); Federal Rezerv Bankalarının, merkez bankası olmalarının bir gereği olarak, ekonomideki son ödünç verici kurum olmaları yönüyle, bankaların ellerindeki iskonto edilerek piyasadan 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 ölçeklerdeki 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 (RR) de 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. FED'in bu politikaları uygulamasının, kendi hedeflerine ve piyasalara olan etkileri Şekil 14 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 14: FED'in Para Politikası Uygulamalarının Etkileri



Kaynak: Economicshelp (2020)'den yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Şekil 14'ten de görüldüğü üzere FED'in temel politika aracı; faiz oranlarıdır. Faiz oranlarını etkileyebilmek için ise miktarsal genişlemeden yararlanabilmektedir. FED bu politika araçlarını kullanarak, ekonomideki tüketim ve yatırım taleplerini (Toplam Talebi: Aggregate Demand) etkilemekte, bu sayede bir yandan ülkedeki ekonomik enflasyon düzeyini kontrol ederken, diğer yandan da ülke ekonomisinin resesyona girmesinin önünü almaktadır (Powell ve Wessel, 2020).

2.5. FED'in Para Politikası Kararlarını Etkileyen Faktörler

Para arzını ve kredi hacmini ekonominin ihtiyaçlarına göre düzenleyerek, mali sistemin güvenli ve sorunsuz bir şekilde çalışmasını sağlamak ve bunu yaparken ekonomi yönetiminin temel amaçları olan; fiyat istikrarı, finansal istikrar, yüksek istihdam, düzenli ve yüksek ekonomik büyüme ve dış ticaret dengesini de göz önünde bulundurmak, FED'in temel görevleri arasındadır. FED, ülke genelindeki 12 Federal Rezerv Bankası ile birlikte uyguladığı para ve kredi politikaları ile bu amaçları gerçekleştirilmeye çalışmaktadır (Bechter, 1994: 6). FED uygulayacağı para politikalarını belirlerken, açıklanan birçok ekonomik veriden yararlanmakta, kişi ve kurumların geleceğe dönük beklentilerini, yurtiçi ve yurtdışı ekonomik ve siyasi gelişmeleri de göz önünde bulundurmaktadır. Özellikle beklentilerden daha olumlu

ya da olumsuz gelen veriler, FED kararları üzerinde etkili olmaktadır. FED'in kararları üzerinde etkili olan başlıca makroekonomik büyüklükler aşağıda incelenmiştir.

2.5.1. Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla

Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYH; Gross Domestic Product: GDP); bir ülkenin sınırları içinde, belirli bir dönemde üretilen bütün mal ve hizmetlerin parasal değeri olup, ülkenin ekonomik büyüklüğünün en önemli ölçütlerindendir. Belirli bir yılın fiyatlarıyla hesaplanan Reel GSYH'deki değişim, ülke ekonomisindeki büyüme ya da daralmanın en önemli göstergesidir. Bir ülkedeki GSYH verisinin beklenenden iyi gelmesi, ekonomik büyümenin hızlandığını, tersi durumda ise ekonomik büyümede yavaşlama ve durgunluk korkularının arttığını göstermektedir. ABD'de GSYH'nin açıklanma zamanı; her üç aylık dönemin son günü, Türkiye saati ile 15.30'dur. FED, ABD ekonomisi ile ilgili kararlarını verirken, başta ABD olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan GSYH'lerindeki değişimleri özellikle dikkate almaktadır.

2.5.2. Tarım Dışı İstihdam

ABD'deki tarım dışı istihdam verileri (non-farm payroll data), aylık olarak devlet memurları, evlerde çalışanlar, kâr amacı gütmeyen işletmeler ve tarım işçileri hariç, ücret ödenen toplam çalışan sayısındaki değişimi içermektedir. Bu araştırma için yaklaşık olarak 160.000 işyerinden, anket yöntemiyle veriler derlenmektedir. Tarım dışı istihdam verisi her ayın ilk cuma günü, Türkiye saati ile 15:30'da açıklanmaktadır.

Tarım dışı istihdam verisindeki artışlar; ABD ekonomisinde işlerin olumlu yönde gittiğini, azalışlar ise tersini gösteren en önemli verilerden biridir. Bu verinin beklenenden daha yüksek gelmesi; ülkede çalışan kişi sayısının arttığını ve ekonominin canlandığını göstermektedir. Tarım dışı istihdam verilerinin açıklandığı günlerde, FED politikalarının geçerliliği yeniden sınanmış olmaktadır (Törüner, 2013).

2.5.3. İşsizlik Oranı

İşsizlik oranı; çalışma istek ve yeterliliğine sahip olup, cari ücret düzeyinden iki hafta içinde çalışmaya hazır/razı olan bireyler arasında, çalışmak istediği halde iş bulamayanların, toplam işgücüne oranını ifade etmektedir (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 20). Finans çevrelerinde işsizlik oranı, tarım dışı istihdama göre daha makro bir veri olarak kabul edilmektedir. Çünkü işsizliğin ekonomik ve sosyal etkileri daha uzun bir döneme yayılmaktadır. Ekonomide tam istihdamın oluşumuna yardımcı olmak da FED'in en önemli görevlerinden biri olduğu için FED yeni dönem para politikalarını belirlerken; işsizlik oranlarında yaşanan gelişmeleri, işsizliğin genel trendini ve yakın vade için yapılan projeksiyonları da öncelikli olarak dikkate almaktadır. Aylık olarak açıklanan işsizlik oranları; hükümetin ve FED'in uygulamakta oldukları politikaların başarı derecesinin de bir göstergesi olup, ekonominin genel gidişatı hakkında da uzun vadeli fikir veren, bu yönüyle sinyal etkisine de sahip bir veridir.

ABD'de işsizlik oranı verileri 60.000 hane ve 375.000 işletme üzerinde arasında yapılan anket yardımıyla belirlenmekte ve her ayın ilk cuma günü, Türkiye saati ile 15.30'da yayınlanmaktadır. İktisat teorisine göre; bir ekonomi için işsizlik oranının ortalama %4 - %5 arasında olması, olağan kabul edilmekte ve buna Doğal İşsizlik Oranı adı verilmektedir (Dinler, 2012: 497). ABD'de işsizlik oranı verileri bu Doğal İşsizlik Oranı seviyesinin bariz biçimde üstünde olduğunda, ABD ekonomisinde işlerin iyiye gitmediği ve ek politika uygulamalarına gereksinim olduğu ortaya çıkmakta ve FED bu konuda gereken önlemleri, hükümetle birlikte almaktadır. Aksi yönde, yani Doğal İşsizlik Oranı seviyesinde veya altında gelen işsizlik oranları ise; ABD ekonomisinde ekonominin normal seyrinde ilerlediğini, bu nedenle ekonomik aktiviteleri artırıcı değil, belki fiyat istikrarını sağlayabilmek için sıkılaştırıcı politikaların uygulanmasının gerektiğine karar verilmektedir.

2.5.4. İşsizlik Maaşı Başvuruları

İşsizlik maaşı başvuruları, ABD'de işsizlik maaşı alabilmek için ilk defa başvuru yapan insanların sayısını gösteren bir veridir. ABD'de haftalık olarak

yayınlanan bu veri, her hafta perşembe günü Türkiye saati ile 15:30'da açıklanmaktadır. İşsizlik maaşı başvuruları, ABD ekonomisinin güncel durumu hakkında fikir vermekte olup, bu başvuruların artmış olması; çalışan sayısının azaldığının, işsizliğin artma trendine girdiğinin ve ekonominin bir durgunluğa doğru gittiğinin bir göstergesi olup, politika yapıcılarının bir an önce önlem alınması gerektiğine işaret etmektedir. Bu yönüyle FED'in para politikaları şekillendirilirken de bu veri önemle takip edilmektedir (Ziraat, 2020).

2.5.5. ISM - İmalat Sanayi Endeksi

ISM (Institute for Supply Management: Tedarik Yönetimi Enstitüsü) 1915 yılında kurulmuş, ABD'de yerleşik ve dünya genelinde satın alma alanında çalışan 40.000'in üzerinde üyesi olan, kâr amacı gütmeyen uluslararası bir kuruluştur. ISM, imalat sanayi ve diğer sektörler olmak üzere iki farklı alanda aylık raporlar yayınlamaya, ekonominin genel performansını ölçmeyi ve bu verilerle iş dünyasına rehberlik etmeyi hedeflemektedir (Ismworld, 2020).

ISM, 1 ile 100 arasında değişen değerler alan bir veridir. Yaklaşık 400 firma yöneticisine sorulan soruların cevabından oluşan bu verinin 50'nin üzerinde çıkması; ilgili sektörün geliştiğini, 50'nin altında kalması ise; söz konusu sektörün daralmaya başladığını göstermektedir. FED açısından da büyük önem verilen bu veri, her ayın ilk iş günü Türkiye saati ile 17.00'de açıklanmaktadır (Investopedia, 2020b).

2.5.6. PMI - Satın Alma Müdürleri Endeksi

20 farklı sanayi dalından, 400'den fazla satın alma müdürünün katılımıyla gerçekleştirilen toplantı sonucunda oluşturulan satın alma müdürleri endeksi, ekonomideki genel satın alma gücü düzeyinin önemli bir göstergesidir. Bu toplantılarda şirketlerin satın alma müdürlerine; yeni siparişler, üretim, istihdam, tedarikçilerin teslimat süreleri ve girdi stokları sorulmaktadır. Müdürlerin verdikleri "gelişme var" cevapları 1 ile "değişiklik yok cevapları" 0.5 ile ve bozulma var cevapları 0 ile çarpılarak bir ağırlıklandırma yapılmaktadır (Finanswebde, 2020).

Endeksin 50'nin üzerinde değerler alması; olumlu kabul edilirken, uzun süre 42'nin altında kalması; ekonominin durgunluğa girebileceğini ve acil önlemler alınması gerektiğini göstermektedir. Bu yönüyle FED tarafından, yüksek önem derecesi ile takip edilen satın alma müdürleri endeksi, her ayın ilk iş günü, Türkiye saati ile 17.00'da açıklanmaktadır.

2.5.7. ADP – Özel Sektör İstihdam

1949 yılında Henry Taub tarafından kurulan Automatic Payrolls firması, Taub'un kardeşi Frank Lautenberg'in 1957'de katılımıyla büyümeye başlamış ve 1961 yılında Automatic Data Processing (ADP), adını almıştır. Özel bir şirket olan ADP, kurulduğu dönem için ulaşılabilen en yeni teknolojileri (delikli kart makineleri, çek baskı makineleri ve ana bilgisayar bilgisayarları) kullanarak, 125 çalışanı ile 300 müşterisi için, özel sektöre ait verileri toplamaya ve işleyip, raporlamaya başlamıştır. Frank Lautenberg bu firmada gösterdiği başarıları ile ünlenmiş ve 1982 yılında New Jersey'de ABD senatörü seçilmiştir (Yost, 2017).

ADP Araştırma Enstitüsü (ADP⁵² Research Institute) tarafından, 400.000 çalışanın bordro verileri kullanılarak yayımlanan Özel Sektör İstihdam verileri, tarım dışı istihdam verisinin iyi bir öncü göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla piyasalar tarafından dikkatle takip edilen bu veri, FED açısından da önemli bir veri konumundadır. Bu verinin olumlu gelmesi, ABD ekonomisi için iyidir. ADP - Özel Sektör İstihdam verileri, tarım dışı istihdam verisinden iki gün önce, çarşamba günleri yayınlanmaktadır (Investing, 2020b).

2.5.8. Kapasite Kullanım Oranı

Kapasite kullanım oranı; ABD'deki imalat sanayi şirketlerinin, gerçekte var olan üretim kapasitelerinin yüzde kaçını kullandıklarını göstermektedir. Bu oranın artmış olması, ülkede üretim seviyesinin ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin artmaya başladığının bir göstergesidir. Kapasite kullanım oranının artmış olması, her

⁵² ADP: Automatic Data Processing: Dünya genelinde 36 milyondan fazla kişi ile çalışmakta ve 140 ülkede küçük işletmelerden, küresel kuruluşlara kadar 860.000'den fazla işletmeye hizmet vermektedir.

zaman için istihdam oranlarının da artacağı anlamına gelmemektedir⁵³. Ama en azından ülkedeki mevcut üretim faktörlerinin daha verimli kullanılmaya başlandığının ve ekonomik büyümenin hızlanabileceğinin bir işaretidir. FED tarafından orta seviyede önemli bir veri olarak görülen kapasite kullanım oranı verileri, her ayın 15'inde (veya takip eden ilk iş gününde), Türkiye saati ile 16.15'te açıklanmaktadır (SBB, 2020).

2.5.9. Tüketici Güven Endeksi

Tüketici güven endeksi; tüketicilerin, ekonominin durumu hakkındaki görüşlerini ve gelecekle ilgili beklentilerini göstermekte olup, tüketicilerle yapılan anketler sonucunda elde edilen verilerin, belirli hesaplamalar yapılarak bulunan değerlerden oluşmaktadır. Açıklanan tüketici güven endeksi verileri ABD ekonomisinin gelecekte alabileceği şekil hakkında önsel bilgiler içermektedir ve bu yönüyle oldukça önemlidir. FED de faiz oranlarını diğer para politikası uygulamalarını belirlerken, bu verileri dikkate almaktadır. Tüketici güven endeksinin artıyor olması, ekonominin gelecek dönemlerde hızlanacağına dair bir işaret olarak görülmektedir. Bu veri ABD'de her ayın son salı günü açıklanmaktadır (Törüner, 2013).

2.5.10. Michigan Güven Endeksi

Michigan Üniversitesi tarafından hazırlanan ve yayınlanan Michigan Güven Endeksi ya da diğer bir ifadesiyle Michigan Tüketici Hissiyatı Endeksi; ABD'deki tüketicilerin mevcut ekonomik koşullar altında aylık harcama davranışlarını ve geleceğe yönelik eğilimlerini ölçmektedir. Her ay 500 tüketiciyle yapılan anketlere dayalı olarak oluşturulan bu endeks, ABD açısından tüketici harcamalarının en önemli göstergelerinden biri kabul edilmektedir. FED tarafından ise orta derecede öneme sahip bir veri olarak göz önünde bulundurulmaktadır. Her ayın ortasına en yakın cuma günü açıklana Michigan Güven Endeksi, 0-100 arasında değerler

⁵³ Türkiye'nin 2010-2011 döneminde yaşadığı gibi; bazen üretim ve ekonomik büyüme artmasına rağmen, işsizlik azalmayabilmektedir. Bu durumda ekonomi, kapasite kullanım oranlarının artması (verimlilik artışı) yoluyla büyümektedir. Buna iktisat literatüründe; İstihdam Yaratmayan Ekonomik Büyüme (Jobless Growth Theory) adı verilmektedir (Uras, 2016: 96).

almakta olup, endeks değerinin 100'e yaklaşması, tüketicilerin ekonomiye duydukları güvenin ve harcama yapma eğilimlerinin arttığını göstermektedir (Investing, 2020c).

2.5.11. Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE)

Ürünlerin, fabrika çıkışı, vergiler ve taşıma ücretleri hariç fiyatlarında yaşanan değişimleri ölçen ÜFE, Tüketici Fiyatlarını (enflasyonu) etkileyen bir öncü göstergedir. ABD'de her ay yaklaşık 300.000 firmadan toplanan 100.000 adet ürüne ait fiyatlar kullanılarak hesaplanan ÜFE, yüksek önem derecesine sahi bir veri olup, FED tarafından özellikle dikkate alınmaktadır. ABD'de ÜFE verileri, her ayın ikinci haftası, Türkiye saati ile 15.30'da açıklanmaktadır (Ikon, 2017).

2.5.12. Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE)

Enflasyon rakamlarının hesaplanmasında temel teşkil eden TÜFE verileri; ortalama gelire sahip bir hanehalkının en çok kullandığı mal ve hizmetlerin (yiyecek, içecek, giyecek, kira, yakacak, ulaşım, sağlık ve eğitim giderleri gibi günlük yaşamın devam ettirilebilmesi için gerekli olan tüketimlerin) maliyetlerindeki değişimleri ölçmektedir. Bu verinin yüksek çıkması; ABD'de enflasyonun arttığı anlamında gelmektedir. Her ayın 20'sinde açıklanan bu veri, FED'in temel politika amacı olan “*fiyat istikrarının*” sağlanabilme derecesinin ve ekonomik aktivitelerin hızının çok önemli bir göstergesi olup, çok yüksek önceliğe sahip bir veridir.

Genel TÜFE verisinin yanında, merkez bankasının uyguladığı politikalarla fiyatlarına tesir edemediğı enerji ve değerli madenler gibi ürünlerin sepetten çıkarılmasıyla oluşturulan ve FED'in daha fazla dikkat ettiğı Çekirdek Enflasyon⁵⁴ serisi de TÜFE kapsamında elde edilen bir alt endekstir (Doğru, 2014).

Dennis (2006), FED'in para politikalarının etkinliğı için en uygun para politikası aracının; enflasyon hedeflemesi olduğunu dile getirmiştir. Saadon vd. (2011) FED'in faiz kararları üzerinde; enflasyon hedefinden sapmaların önemli bir etkisinin olmadığını, daha ziyade reel ekonomik faaliyetlerin güçlü bir etkiye sahip

⁵⁴ Bu veri TCMB için de en önemli enflasyon göstergesidir.

olduğunu ifade etmiştir. Wölfel ve Weber (2017) FED'in faiz oranını; enflasyon, uzun vadeli faiz oranları ve para hacmi arttıkça artırdığını, işsizlik oranı ve mali açıklar artınca da faiz oranını düşürdüğünü ifade etmiştir.

2.5.13. Kişisel Tüketim Harcamaları

Kişisel Tüketim Harcamaları verisi; ABD'deki tüketicilere yönelik mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri inceler. Kişisel gelirlerin artmasıyla bağlantılı bir veri olup, her ayın son günü, Türkiye saati ile 15:30'da açıklanır. FED tarafından orta-yüksek öneme sahip kabul edilen bir veri olup, ülke para politikalarının belirlenmesinde göz önünde bulundurulmaktadır (Milliyet, 2020).

2.5.14. Dış Ticaret Dengesi

Dış ticaret dengesi; bir ülkede yerleşik kişi ya da kurumların, diğer ülkelerde yerleşik kişi ya da kurumlarla belirli bir dönemde yaptıkları mal ve hizmet ihracatı ile ithalatı arasındaki farktır. Bir ülkenin ihracatının, ithalatına oranı şeklinde de hesaplanabilen dış ticaret dengesinin artması, ülkenin döviz cinsi kazançlarının arttığına ve ülke ekonomik büyümesinin artacağına işaret etmektedir. FED açısından önem derecesi oldukça yüksek olan dış ticaret dengesi verileri, her ayın ilk haftası Türkiye saati ile 15.30'te açıklanmaktadır (Investing, 2020d).

2.5.15. Konut Başlangıçları

Bir önceki ay içinde inşaatına başlanan yeni konut miktarını gösteren bu veri, ülkedeki ekonomik aktivitelerin seviyesinin görelî bir göstergesidir. Konut başlangıçları verilerinin artıyor olması, ülkedeki ekonomik faaliyetlerin ve ekonomik büyümenin artmakta olduğunun bir göstergesidir. FED açısından önem gücü orta-düşük bir veri olan konut başlangıçları verileri, her ayın ortasında (veya ortasını takip eden ilk iş gününde), Türkiye saati ile 8:30'da açıklanmaktadır (Özer, 2020).

2.5.16. Yeni Ev Satışları

Konut sektörü, ABD ekonomisi açısından özel ve ağırlıklı bir konuma sahiptir. Bu kapsamda, son bir ay içinde satılan birinci el (sıfır, yeni) konutların yıllık seviyesini gösteren yeni ev satışları sayılarının beklenenden yüksek gelmesi, ABD ekonomisinde işlerin olumlu yönde ilerlediğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Yeni konut atışları; sigortacılık, taşımacılık, mobilya, dekorasyon ve ev aletleri gibi birçok sektörü de beraberinde canlandırdığı için önem taşımaktadır. Her ayın üçüncü cuma günü açıklanan yeni ev satışları verileri de FED tarafından orta derecede önemle takip edilmektedir (Coşkun, 2016: 207).

2.5.17. Case Shiller Konut Endeksi

ABD'deki ikinci el konut fiyatlarındaki değişimi ölçen Case Shiller Endeksi, ülke genelindeki konut arz ve talebinin önemli bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu endeks, belirli bir kalitenin üzerinde ve en az iki kez el değiştirmiş konutların fiyatları temel alınarak hesaplanmaktadır. Yeni inşa edilen ve ilk defa satılacak olan konutlar bu hesaplama dâhil edilmez. Aylık olarak gerçekleştirilen konut fiyatı araştırmaları sonucunda elde edilen verilerin 3 aylık hareketli ortalaması alınarak elde edilen Case Shiller Endeksi gerek FED, gerekse finans piyasası profesyonelleri tarafından yakından takip edilmektedir. Endeks verileri, her ayın son salı günü ve 2 ay gecikmeli yayınlanmaktadır.

Bu endeks Standart&Poors (S&P) 500 endeksini de yayınlayan McGraw Hill grubuna bağlı S&P Dow Jones Indices şirketi tarafından yayınlanmaktadır. Bu kuruluş, ABD'nin en büyük veri yayıncıları arasında yer almaktadır. Endeksin ismi; Karl Case ve Robert Shiller isimli iki ekonomistten gelmektedir. Bu endekste 1980 yılına kadar uzanan konut fiyat verilerine ulaşmak mümkündür. Endeksi hazırlama ve yayınlama görevi, 1987 yılında S&P tarafından devralınmıştır. Endeks değerleri, Ocak 2000=100 olacak şekilde standartlaştırılmıştır. Case Shiller Konut Endeksi, dünyadaki en uzun veri serisine sahip konut endeksi olup, kendi içinde dört alt endeksi barındırmaktadır: Bunlar; (i) ulusal konut endeksi, (ii) 20 şehri içeren endeks, (iii) 10 şehri içeren endeks ve (iv) 20 metropolden oluşturulan konut endeksi

şeklinde. Bunlar arasında en sık kullanılanı, 20 metropolden oluşturulan konut endeksi olup; Atlanta, Boston, Charlotte, Chicago, Cleveland, Dallas, Denver, Detroit, Phoenix, Las Vegas, Los Angeles, Miami, Minneapolis, New York, Portland, San Diego, San Fransisco, Seattle, Tampa ve Washington kentleri metropol alanlarını kapsamaktadır. (Eğilmez, 2020)

2.5.18. Dayanıklı Mallar Verisi

ABD'deki tüketiciler tarafından verilen dayanıklı tüketim malları siparişlerinden hareketle türetilen bu seri, ekonominin uzun dönemli görünümü noktasında bilgiler sunmaktadır. Özellikle imalat sanayi üretim ve istihdamı için bir öncü gösterge olan dayanıklı mallar verisi, FED açısından orta derecede öneme sahip, aylık bir veridir (Census, 2020). Bu veri her ayın dördüncü haftasında, Türkiye saati ile 15.30'da yayınlanmaktadır.

2.5.19. Perakende Satışlar Verisi

Perakende satışlar insanların aylık olarak perakende mağazalarda nasıl para harcadıklarını gösteren bir veri olup, hesaplanan ay ile bir önceki ay arasındaki farkı yansıtmaktadır. Perakende satışların artması, ekonomideki canlanmayı göstermektedir. Dolayısıyla, elde edilen verilerin yüksek olması, ekonomik faaliyetlerin ve ekonomik büyümenin hızlanmaya başladığının bir işaretidir. Perakende satışlar verisi, finansal piyasalar ve reel sektör tarafından yakından izlenmekte olup, FED'in de yakın takibinde olan bir ekonomik göstergedir. Perakende satışlar verileri her ayın ortasında, Türkiye saati ile 15.30'da açıklanmaktadır (Ziraat, 2020).

2.5.20. Beige Book

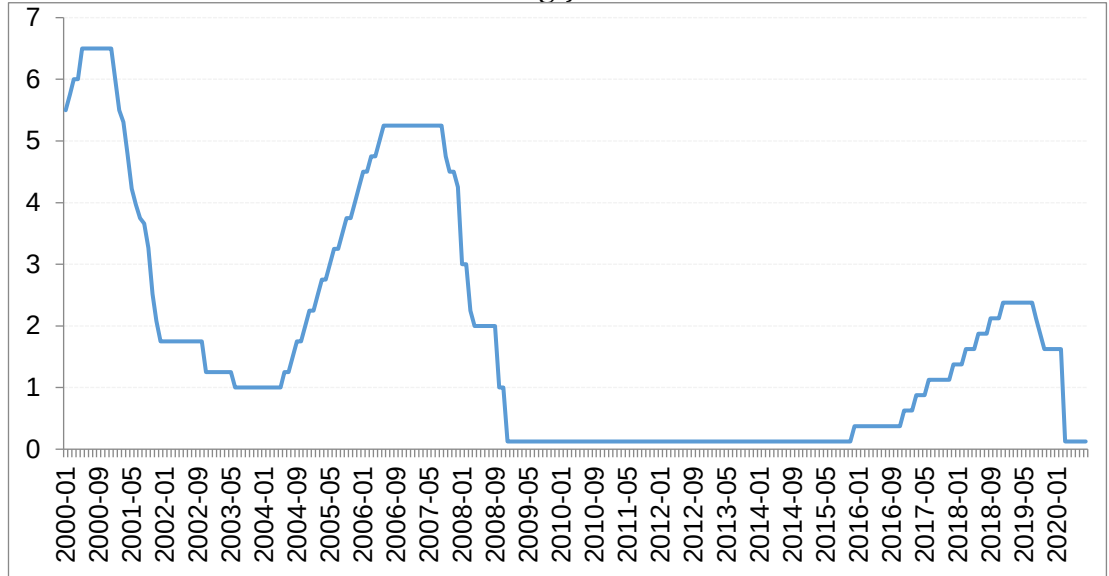
Genel olarak, FED'in ekonomik koşullara bakışının bir özeti niteliğinde olup, FOMC toplantılarından önce yayınlanan Beige Book raporları, yapılan en son FED toplantısından sonraki dönemde yaşanan ekonomik gelişmeler hakkında kamuoyunu bilgilendirmeyi amaçlamaktadır (FED, 2020b). Çok etkili bir gösterge olmayan

Beige Book, yılda 8 defa yayınlanmakta olup, yayımlanma zamanı; FOMC toplantılarından iki hafta önce, Türkiye saati ile 21.15'dir.

2.5.21. Krizler ve Salgın Hastalıklar

Ayrıca 2008 küresel ekonomik krizi ve COVID-19 küresel pandemisi gibi ABD ekonomisini derinden etkileyen faktörler karşısında da FED genişletici para politikaları (faiz indirimi ve miktarsal genişleme) uygulayabilmektedir. 11 Eylül 2001'de Dünya Ticaret Örgütüne ait ikiz kulelere ve ABD Savunma Bakanlığı merkezi Pentagon'a karşı uçaklarla gerçekleştirilen terör saldırıları sonrasında piyasalarda oluşan güvensizlik ortamını dağıtabilmek ve 2008 küresel ekonomik krizi sonrasında ekonominin tekrar dengeye gelebilmesini sağlayabilmek için FED faiz oranlarını önemli ölçüde düşürmüştür. Son olarak Aralık 2019'da Çin'de başlayıp, Mart 2020'den itibaren dünya ekonomisini etkisi altına alan COVID-19 salgını nedeniyle de FED faiz oranlarını %0'a yakın seviyelere çekmiştir. Bu durum Şekil 15 yardımıyla daha rahat gözlemlenebilir.

Şekil 15: Krizler ve Salgınlar Nedeniyle FED Faiz Oranlarında Yaşanan Değişim



Kaynak: Macrotrends (2020)'den alınan veriler kullanılarak tarafımızdan çizilmiştir.

Şekil 15'e göre Haziran 2001'de %4 olan faiz oranı önce Eylül 2001'de %3'e, sonra Kasım 2001'de %2'ye indirilmiş, bu indirimlerin yeterli gelmediğini gören FED Kasım 2002'de faiz oranını %1'e çekmiştir. Ağustos 2004'ten itibaren

piyasalarda yaşanan normalleşme ile birlikte FED faiz oranı da kademeli olarak artırılmaya başlanmış ve Temmuz 2006'da %5.25'e kadar yükseltilmiştir. Temmuz 2007'de küresel krizin öncü göstergelerinin ABD piyasalarında yaşanmaya başlanması ile FED faiz oranını kademeli olarak düşürmeye başlamış, 15 Eylül 2008'de krizin gün yüzüne çıkmasının ardından faiz oranları Ekim 2008'de %1'e, Aralık 2008'de %0.125'e indirilmiştir. Krizden çıkış sürecinde Aralık 2015'ten itibaren faiz oranlarını tekrar kademeli olarak artıran FED, COVID-19'un ekonomiyi olumsuz yönde etkilemeye başlamasıyla birlikte faiz oranlarını tekrar %0.125'e kadar düşürmüştür.

FED bu faiz indirimlerinin yanında Tablo 12'de yer alan miktarsal genişlemelere (Quantity Easing: QE) giderek, ABD ekonomisini geleneksel olmayan para politikaları ile de desteklemiştir.

Tablo 12: FED'in Miktarsal Genişleme Uygulamaları

	Geçerli Olduğu Dönem	Miktar
QE 1	25 Kasım 2008 – Haziran 2010	2.3 Trilyon Dolar
QE 2	Kasım 2010 - Haziran 2011	600 Milyar Dolar
QE 3	Eylül 2012 – Aralık 2012	160 Milyar Dolar
QE 4	Ocak 2013 – Ekim 2014	1.87 Trilyon Dolar
QE 5	Mart 2020 -	700 Milyar Dolar

Kaynak: Forbes (2015); Amadeo ve Boyle (2020).

Tablo 12'den de görüldüğü üzere FED gerek 2008 küresel ekonomik krizinin, gerekse COVID-19 virüs salgının ABD ekonomisi üzerindeki etkilerini azaltabilmek için miktarsal genişleme politikaları uygulamıştır.

2.6. FED Kararlarının Etkileri

Bazı ülke merkez bankalarının aldıkları kararlar sadece kendi ülkelerini değil, tüm dünyayı da etkilemektedir. Özellikle ABD Merkez Bankası FED'in veya Avrupa Birliği Merkez Bankası AMB'nin aldıkları kararlar, diğer ülkelerin finansal büyüklüklerini de doğrudan veya dolaylı olarak, belirli ölçülerde etkileyebilmektedir (Yüret, 2019: 6). Çünkü bunlar büyük bankalar olup, AMB'nin bilançosu, Avrupa

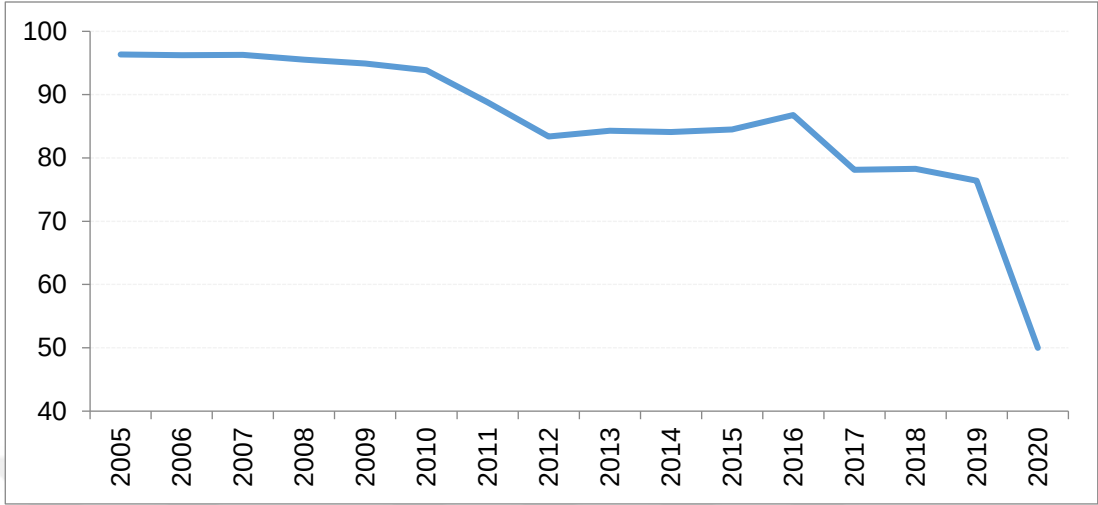
Birliğinin GSMH'nin %30'u, Avrupa Birliği üyesi ÷lkelerdeki bankacılık sisteminin %10'u kadarken, FED'in bilançosu da ABD'nin GSMH'nin %20'si ve ABD'deki bankacılık sisteminin %25'ine denk gelmektedir (Karagözlü, 2016: 80).

Örneğin; FED'in 21 Mayıs 2013'te 3. Parasal Genişleme (QE3) programını kademeli olarak sonlandıracağını açıklamasından sonra, dünyadaki dolar miktarının azalacağı ortaya çıkmış, bu da dış borcu yüksek ve dış finansmana önemli ölçüde bağımlı olan ÷lkelerin ulusal paralarının ABD Doları karşısında hızla değeri kaybetmesine neden olmuştur. ABD'li bir yatırım bankası olan Morgan Stanley tarafından Ağustos 2013'te yayınlanan ekonomi raporunda; Türkiye, Hindistan, Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika "kırılgan beşli" olarak adlandırılmıştır (Göçer ve Akın, 2016: 177). FED'in almış olduğu kararların, diğer ÷lkelerin makroekonomik büyüklükleri üzerindeki etkileri ana hatlarıyla aşağıda incelenmiştir.

2.6.1. Merkez Bankası Bilançolarına Etkisi

FED'in aldığı politika kararlarının en önemli sonuçlarından biri, hiç kuşkusuz ki diğer ÷lkelerin merkez bankası bilanço yapıları üzerinde kendini göstermektedir. (Borio ve Disyatat, 2009: 12). FED genişletici bir para politikası uygulamaya karar vererek, para arzını artırıp, faiz oranlarını düşürdüğünde; uluslararası yatırımcılar ABD bankalarında veya tahvillerinde tuttıkları varlıklarını, daha fazla faiz getirisi elde edebilecekleri ÷lkelere kaydırmaktadırlar. Bu durumda diğer ÷lkelere yönelik sermaye girişleri artmakta, bu ÷lkelerde ABD Doları bollaşmakta ve Dolar kuru düşmektedir. Döviz kurlarını belirli bir aralıkta/seviyede tutmaya çalışan merkez bankaları böyle durumlarda zorunlu karşılıklar veya açık piyasa işlemleri (döviz alım ihaleleri) yollarıyla piyasadan Dolar almaktadırlar. Bu da merkez bankalarının bilançolarındaki Dolar miktarını artırmakta, diğer varlıkların miktarını azaltmaktadır. Daraltıcı bir FED politikası ise bunun zıddı yönde hareketlere neden olarak, diğer ÷lke merkez bankalarının bilançolarındaki Dolar miktarının azalmasına neden olacaktır. Şekil 16'da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uluslararası rezervlerindeki döviz miktarının, toplam rezervler içindeki payı (%) gör÷lmektedir.

Şekil 16: TCMB'nin Rezervleri İçinde Dövizlerin Payı



Kaynak: EVDS (2020a).

Şekil 16'dan da görüldüğü üzere; FED tarafından Ekim 2008'den itibaren uygulanmaya başlanan genişletici para (miktarsal genişleme: QE) programları sonrasında TCMB döviz kurlarını belirli seviyelerde tutabilmek için sürekli piyasaya döviz satmak durumunda kalmış, bu da rezervler içindeki dövizlerin payını azaltmıştır.

2.6.2. Kurlara Etkisi

Glick ve Leduc (2013), FED'in uyguladığı geleneksel (Faiz oranı indirimi) ve geleneksel olmayan (miktarsal genişleme) para politikalarının ABD Dolarının, diğer ülke para birimleri karşısındaki değerini düşürdüğünü tespit etmiştir. Rogers, Scotti ve Wright (2014) ise FED'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarını düşürdüğünü belirlemiştir. Gelişmekte olan ekonomilere doğru bir fon akışına neden olan parasal genişleme, özellikle bu ülkelerdeki döviz kurları üzerinde bir baskı oluşturmaya başlayacaktır. Çünkü ekonomideki talep yasası gereği; arzı artan ürünün (burada ABD Doları) fiyatı (döviz kurları) düşecektir. Bu durumda gelişmekte olan ülkelerin reel efektif döviz kurları yükselecek, dış ticaret rekabet güçleri azalacaktır (Akbulut, 2015). Ülkelerin dış ticaret açıklarının ve buna bağlı olarak gelişen cari işlemler açıklarının artmasına da neden olabilen bu tür gelişmeler, dolaylı olarak komşuyu fakirleştirici

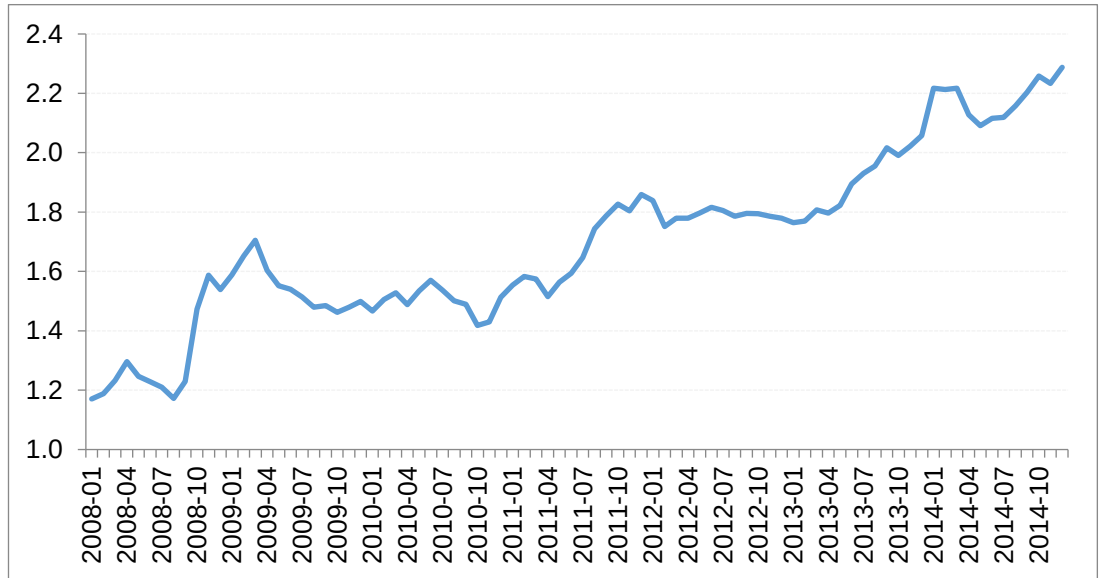
(Beggary Thy Neighbour Policy: Dilenci Komşu Politikası) bir politikaya dönüşebilmektedir (Arifi, 2019: 110).

Ülkeler FED'in genişletici para politikalarına bağlı olarak oluşan sermaye akımlarının olumsuz etkilerini gidermek için Tobin vergisi gibi çeşitli önlemler almaya çalışmakta, ancak bunların da birçok yan etkisi bulunmaktadır (Öcal ve Atay Polat, 2012).

Öte yandan FED'in sıkılaştırıcı para politikaları uygulamaya başlaması ise dünyadaki Dolar miktarını azaltarak, Türkiye gibi dış sermayeye bağımlılığı yüksek olan ülkelerde döviz kurlarının hızla artmasına ve finansal kırılganlık seviyesinin yükselmesine neden olmaktadır. Nitekim 21 Mayıs 2013'te FED'in yaptığı QE'nin sonlandırılacağı açıklaması sonrası böyle bir gelişme yaşanmış ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 5 ülke, Kırılgan Beşli olarak anılmaya başlanmıştır (Morgan Stanley, 2013).

FED'in 2008 krizi sonrasında uyguladığı para politikalarının USD/TL kurları üzerindeki etkileri Şekil 17 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 17: FED'in Para Politikalarının USD/TL Kurları Üzerindeki Etkileri



Kaynak: EVDS (2020b).

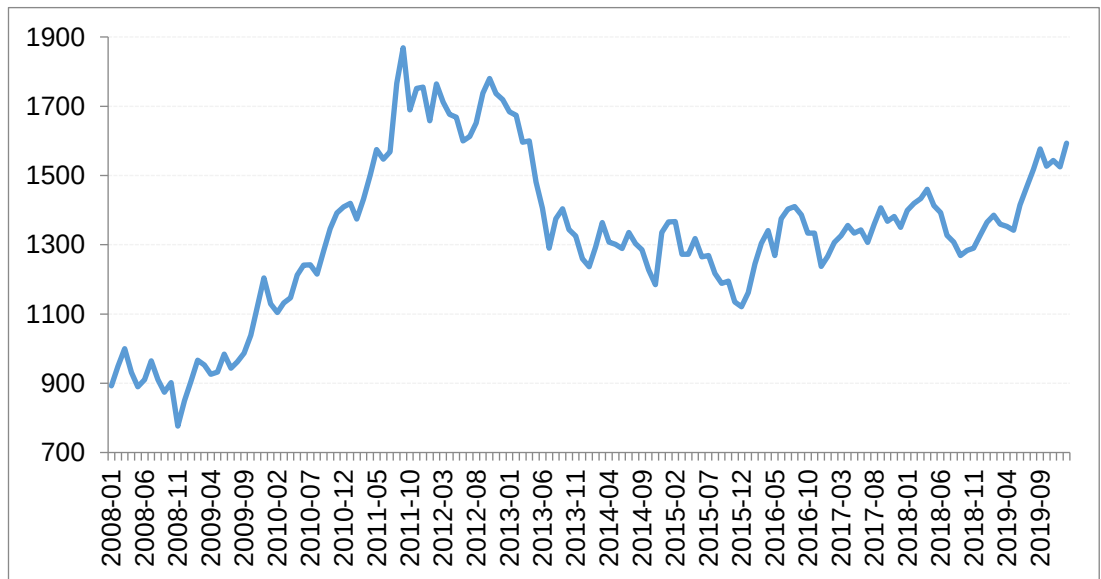
Şekil 17’den de görüldüğü üzere; FED’in uyguladığı genişletici para politikalarının bir sonucu olarak, 2009 yılında Türkiye’de Dolar kuru belirgin şekilde düşmüştür. FED’in parasal genişleme programına son vereceğini açıkladığı Mayıs 2013 sonrası dönemde ise Dolar/TL kurunun hızla arttığı görülmektedir.

2.6.3. Emtia Fiyatlarına Etkisi

Parasal genişleme ile birlikte emtia fiyatlarında, özellikle de altın fiyatlarında ani yükselmeler olabilmektedir. Bu durumun nedeni; ABD Dolarının bollaşmasına bağlı olarak değerinin ve getirisinin (ABD’deki faiz oranlarının) azalması karşısında, yatırımcıların sahip oldukları fonları, daha fazla getiri elde edebileceklerini düşündükleri alanlara yönlendirmeleridir. Aynı nedenle menkul kıymetler borsaları da büyük yükselişler gösterebilmektedir.

Bernanke ve Kuttner (2005), varlık fiyatlarının sadece FED’in cari dönem para politikası kararlarına değil, aynı zamanda geleceğe yönelik politika beklentilerine de tepki verdiğini vurgulamıştır. Ehrmann, Fratzscher ve Rigobon (2005) uluslararası varlık fiyatlarının %25’lik kısmının ABD’nin uyguladığı para politikaları ile şekillendiğini ifade etmiştir. Uluslararası piyasalarda altın ons fiyatında yaşanan gelişmeler Şekil 18 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 18: Uluslararası Piyasalarda Altın Ons Fiyatında Yaşanan Gelişmeler (USD)



Kaynak: Investing (2020e)

Şekil 18’de altın fiyatlarında 2009-2012 döneminde görülen yükseliş, FED’in genişletici para politikaları uyguladığı döneme, Mayıs 2013’te yaşanan hızlı düşüş de FED’in daraltıcı para politikaları izleyeceğini açıkladığı döneme karşılık gelmektedir.

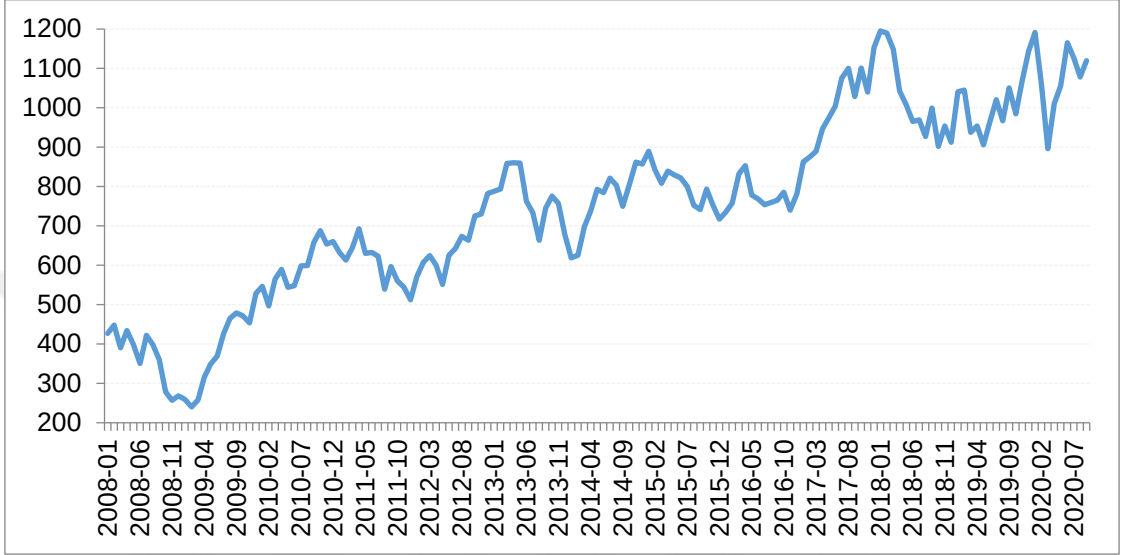
2.6.4. Borsalara Etkisi

FED’in varlık alım programlarının, yani parasal genişleme stratejilerinin etkileri, genellikle likidite koşullarındaki iyileşmeyle birlikte borçlanma maliyetlerinin azalması ve varlık fiyatlarındaki yükseliş şeklinde kendini göstermektedir. Piyasalarda bollaşan paranın bir kısmı talebi canlandırmaya giderken, bir kısmı da finansal piyasalara yönelmektedir. Bu da hem ABD’de hem de diğer ülkelerde hisse senedi borsa endekslerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bu etki özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülke borsalarında daha net biçimde gözlenebilmektedir (Mete ve Koç, 2020: 267). Thorbecke (1997), VAR yöntemiyle yaptığı analizde FED’in faiz oranlarını artırmasının, ABD’deki borsa endekslerini negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Benzer etkiyi Bernanke and Kuttner (2005) de 1989:M01-2002:M12 dönemi için VAR yöntemiyle yaptıkları çalışmada da görmüşlerdir. Wright (2012) FED’in faiz indirimi kararlarının ABD’deki S&P borsa endeksini artırıcı yönde etkilerinin olduğunu belirlemiştir. Chodorow-Reich (2014) de FED’in uyguladığı genişletici para politikalarının (Miktarsal Genişleme), ABD’deki borsa endekslerini artırıcı yönde etkilerinin olduğunu ortaya koymuştur. Fratzscher, Duca ve Straub (2013), FED’in uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının (parasal genişlemenin), 65 ülkedeki hükümet bonoları faizlerini azaltıcı, borsa endekslerini artırıcı etkilerinin olduğunu belirlemiştir.

FED’in genişletici para politikalarının borsaları olumlu yönde etkilemesinin önemli bir nedeni de piyasalarda artan Dolar ile birlikte hem Dolar cinsi mevduatların faiz getirilerinin düşmesi, hem de diğer ülkelerin yerel paralarının ABD Doları karşısında değer kazanması ve döviz kurlarının düşmesidir. Bu nedenle yatırımcılar portföylerindeki vadeli mevduat ve dövizleri, hisse senetleri ile değiştirme yoluna başvurabilmekte, bu da borsalara olan talebi artırmaktadır.

FED'in uyguladığı para politikalarının Türkiye'de BIST100 endeksi üzerindeki etkileri Şekil 19 yardımıyla incelenebilir.

Şekil 19: FED'in Uyguladığı Para Politikalarının BIST100 Endeksi Üzerindeki Etkileri



Kaynak: EVDS (2020c).

Şekil 19'dan da görüldüğü üzere FED'in Ekim 2008'den itibaren uygulamaya başladığı genişletici para politikaları⁵⁵, BIST100 endeksini Eylül 2009'dan itibaren olumlu yönde etkilemeye başlamış, bu etki FED'in genişletici para politikası uygulamalarına son vereceğini açıkladığı Mayıs 2013'te tersine dönmüş ve BIST100 düşmeye başlamıştır. FED 2008 krizinden çıkış sürecinde uygulamaya başladığı parasal genişleme sürecini, 21 Mayıs 2013 - 29 Ekim 2014 döneminde kademeli olarak sona erdirmiş, bu dönemde gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye çıkışları artmış ve BIST100'de belli oranlarda düşmüştür. Sonrasında finansal piyasalar kendi dinamikleri içinde dalgalanmaya devam etmiştir.

2.6.5. Faiz Oranlarına Etkisi

FED'in aldığı faiz kararları, diğer ülkelerdeki faiz seviyelerini de etkileyebilme potansiyeline sahiptir. Çünkü diğer ülke merkez bankaları da

⁵⁵ Elbette ki borsalar finansal piyasalardaki tedirginliklere ve sorunlara çok duyarlı olduğu için 2008 krizi nedeniyle BIST100 endeksi de ilk dönemlerde önemli ölçüde düşmüştür. Krizin getirdiği olumsuzluklar nedeniyle gerek FED, gerekse TCMB tarafından uygulanan genişletici para politikalarının BIST üzerindeki etkileri biraz gecikmeli olarak ortaya çıkmıştır.

genellikle FED'in politikalarını kendilerine örnek alabilmektedirler. Eğer diğer ülkeler de FED ile birlikte parasal genişleme politikaları uygularlarsa, faiz oranlarının ABD'dekine paralel şekilde diğer ülkelerde de düşmesi beklenmektedir. Tersine FED ile birlikte diğer ülke merkez bankaları da parasal sıkılaştırma politikalarına yöneldiklerinde, bu kez de faiz oranlarının ABD'dekine paralel şekilde diğer ülkelerde de yükseleceği öngörülmektedir.

Berument ve Ceylan (2008), FED faiz oranlarındaki beklenmedik şokların MENA ülkeleri üzerindeki kısa dönemli etkilerini analiz ettiği çalışmasında; FED faiz oranlarındaki artışların, Ürdün haricindeki ülkelerde faiz oranlarını da artırdığını tespit etmişlerdir. Wright (2012) ise ABD'deki faiz indirimlerinin Kanada, İngiltere ve Almanya'daki 10 yıllık hükümet bonolarının faizlerini de azalttığını belirlemiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR ÖZETİ

FED'in para politikalarının ABD ve diğer ülke ekonomileri üzerindeki etkileri sözel olarak ve tablo/grafik yardımıyla sıklıkla incelenmiştir de konuyla ilgili ekonometrik analiz içeren çalışma sayısı oldukça sınırlıdır. Erişilebilen bu çalışmalardan, önce yurtdışındaki araştırmacılar, sonra Türkiye'deki araştırmacılar tarafından yapılan çalışmaların kısa bir özeti buraya yayımlanma tarihi sırasına göre alınmıştır.

3.1. Yurtdışındaki Araştırmacılar Tarafından Yapılan Çalışmaların Özeti

Becker, Finnerty ve Kopecky (1995), FED'in faiz kararlarının diğer ülkelerdeki makroekonomik büyüklükleri üzerindeki etkilerini, ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'nın 1986:M01-1990:M12 dönemi verilerini kullanarak OLS yöntemiyle analiz etmiş ve FED kararlarının bu ülkelerdeki enflasyon, işsizlik oranı ve dış ticaret dengesi üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir.

Harvey ve Huang (2002), FED'in açık piyasa işlemlerinin sabit gelir enstrümanları ve yabancı döviz kurları (Şikago Ticaret Borsası kuru, Kanada Doları kuru, Alman Markı, Fransa Frankı, Japon Yeni ve İsveç Frankı) üzerindeki etkilerini, 1982-1988 dönemi günlük verilerini kullanarak, Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) ile analiz etmiş ve FED'in açık piyasa işlemlerindeki artışların, piyasa beklentileriyle uyumlu olduğunu belirlemişlerdir. Ayrıca rezerv artırımı ile rezerv azaltımının piyasaya etkileri arasında çok az bir sistematik fark olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın sonunda; FED tarafından piyasalara net önsel bilgi aktarımı yapıldığında FED operasyonları ile piyasa beklentilerinin uyumlu olacağı ifade edilmiştir.

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 belirlemişlerdir.

Wongswan (2006), ABD ve Japonya'daki para politikası kararlarının Güney Kore ve Tayvan ekonomileri üzerindeki etkilerini, 1995-2000 dönemi günlük verilerini kullanarak analiz etmiş ve Japonya'daki para politikası kararlarının Güney Kore borsasını, ABD'nin para politikası kararlarının Tayvan borsasını etkilediğini, ancak bu etkinin, iki ülke arasındaki zaman farkı nedeniyle düşük olduğunu belirlemiştir.

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 kararlarını 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.

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 çalışmasında; 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.

Rosa (2011), FED'in para politikalarının yabancı varlık fiyatları üzerindeki etkilerini, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 51 ülkenin 1999-2007 dönemi verilerini kullanarak, Olay İncelemesi yöntemi ve Araç Değişkenler Yöntemiyle analiz etmiş ve bu ülkelerin hisse senedi borsalarının, FED'in politika değişimlerine genel olarak negatif tepki verdiklerini tespit etmiştir.

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 analiz etmiş 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.

Wright (2012), FED'in uyguladığı iki farklı uzun dönem faiz oranının ABD, Kanada, İngiltere ve Almanya hükümet bonoları üzerindeki etkilerini 2008:M11-2010:M12 dönemi için VAR yöntemiyle analiz etmiş ve ABD'deki para politikası şoklarının (faiz indirimlerinin) ABD'deki 10 yıllık tahvil faizlerini güçlü, 2 yıllık tahvil faizlerini zayıf biçimde azalttığını tespit etmiştir. ABD küresel ölçekte etkin bir ülke olduğu için FED'in uyguladığı faiz indirimi kararlarının Kanada, İngiltere ve Almanya'daki 10 yıllık bono faizlerini de azaltıcı yönde etki ettiği belirlenmiştir. Bu çalışmada ayrıca FED'in uyguladığı faiz indirimlerinin ABD'deki S&P borsa endeksini artırdığı da tespit edilmiştir.

Campbell vd. (2012), ABD'deki Para Kurulu (FOMC)'nun açıklamalarının sadece etkilerini, FED'in faiz oranının sıfıra yakın olduğu dönemler için Gürcaynak

vd. (2005) yöntemiyle araştırmış ve FOMC kararlarının sadece ABD hazine bono faizlerini değil, enflasyon ve işsizlik oranlarını da etkilediğini belirlemiştir.

Glick ve Leduc (2013), FED'in uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının ABD'deki varlık fiyatları üzerindeki etkilerini, 1994:M02 – 2008:M10 dönemi için araştırmıştır. Yazarlar bu çalışmalarında bağımlı değişken olarak ABD Dolarının Euro, Yen, Pound ve Kanada Doları karşısındaki değerini kullanmışlar, bağımsız değişken olarak ise ABD'ki federal faiz oranlarından yararlanmışlardır. Yazarlar geleneksel olmayan para politikalarının (miktarsal genişlemelerin) ve geleneksel para politikalarının (FED'in faiz oranı indirimlerinin), ABD Dolarının diğer para birimleri karşısındaki değerini düşürdüğünü belirlemişlerdir⁵⁶.

Fratzscher, 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.

Chodorow-Reich (2014), FED'in geleneksel olmayan para politikalarının (parasal genişleme politikalarının) hayat sigortaları ve banka sahibi holdingler üzerindeki etkilerini, 2008:M12-2013:M12 dönemi için Olay İncelemesi yöntemiyle analiz etmiştir. FED'in geleneksel olmayan para politikası aracı olarak 5 yıllık Hazine tahvillerini bağımsız değişken olarak kullanan araştırmacı, banka ve hayat sigortası şirketleri finansal sistem içindeki en önemli oyuncular oldukları için tahvil getirileri, hayat sigortası firmalarına ait hisse senedi fiyatları ve banka sahibi şirketlerin hisse senedi fiyatlarını bağımlı değişken olarak kullanmıştır. 2008-2009 kış döneminde FOMC açıklamalarının CDS primlerini düşürücü, varlık fiyatlarını yükseltici etkilerinin olduğunu belirleyen yazar, genel olarak parasal genişlemenin borsa endeksleri üzerinde artırıcı yönde etkilerinin olduğunu tespit etmiştir.

⁵⁶ Çünkü miktarsal genişleme ile birlikte piyasadaki ABD Doları miktarı artmaktadır.

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 tahvili 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.

Neely (2015), FED'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının uluslararası etkilerini Avusturalya, Kanada, Almanya, Japonya ve İngiltere'nin 10 yıllık tahvil faizleri üzerinden, 2008:M11-2009:M12 dönemi için Olay İncelemesi yöntemiyle analiz etmiş ve FED'in genişletici para politikası açıklamalarından sonra bu ülkelerdeki tahvil faizlerinin düştüğünü belirlemiştir.

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.

Wölfel ve Weber (2017), FED politikalarının belirlenmesinde kritik rol oynayan ABD ekonomisine ait değişkenleri, Bayesian Model Averaging (BMA) yöntemiyle analiz etmiş ve FED için en uygun modelin; enflasyon, işsizlik oranı ve uzun vadeli faiz oranından oluştuğunu belirlemiştir.

Adhikari (2017), FED'in "parasal (miktarsal) genişleme" gibi geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının BRICS ülkeleri üzerindeki etkilerini incelediği çalışmada; 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 oranın, 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.

3.2. Türkiye'deki Araştırmacılar Tarafından Yapılan Çalışmaların Özeti

Berument, Ceylan ve Olgun (2007), FED'in beklenen ve beklenmeyen para politikalarının Türkiye ekonomisi (gecelik bankaları arası 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 belirlemişlerdir.

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 Bonosu faizlerini artırdığını, FED faiz oranının azalmasının ise bankalararası faiz oranını negatif yönde etkilediğini görmüşlerdir.

Fırat (2009), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Amerikan Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası’ndan (BOJ) oluşan 4 merkez bankası uyguladığı para politikaları arasındaki etkileşimi; Dinamik Reaksiyon Fonksiyonu ve Çok Değişkenli Regresyon Analizi yöntemleri yardımıyla incelemiş ve merkez bankalarınca uygulanan nominal faiz oranlarının, bir dönem gecikmeli nominal faiz oranlarına ve cari dönem enflasyon oranlarına bağlı olduğunu tespit etmiştir.

Berument ve Ceylan (2010), FED’in para politikalarının gelişmiş (Avusturalya, Avusturya, Fransa, İtalya, Japonya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, İspanya, İsveç, İsviçre ve İngiltere) ve gelişmekte olan (Bulgaristan, Çin, Hindistan, Malezya, Filipinler, Romanya, Rusya, Slovakya, Sri Lanka ve Tayvan) ülkelerin faiz oranları üzerindeki etkilerini 6 Haziran 1989 – 5 Ağustos 2008 dönemi günlük verilerini kullanarak analiz etmiştir. Yazarlar, Kuttner (2001)’i izleyerek FED’in para politikalarının etkilerini, beklenen ve beklenmeyen etkiler şeklinde ikiye ayırmıştır. Analizler sonucunda; söz konusu ülkelerin faiz oranları üzerinde FED’in faiz hedefinin beklenmedik kısmının etkisinin, beklenen kısımdan daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada ayrıca ABD para politikası değişikliklerinin etkisinin, gelişmiş ekonomilerde, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerine kıyasla daha güçlü olduğu da ortaya çıkarılmıştır.

Bakın (2015), FED ve ECB'nin 2008 küresel ekonomik krizi sonrası dönemde uyguladıkları genişletici para politikalarının Türkiye'deki borsa endeksine olan etkilerini, 2004:M01-2008:M09 ve 2008:M10-2013:M12 dönemi verileriyle, Olay Çalışması yöntemiyle ayrı ayrı analiz etmiş ve bu politikaların BIST'teki hisse senedi getirilerinde artışa neden olduğunu, ayrıca TL'nin Dolar karşısında değer kazanmasına, Euro karşısında değer kaybetmesine sebep olduğunu ve yurtiçi faiz oranlarının da düşmesine neden olduğunu 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 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.

Erer vd. (2016), FED ve ECB'nin (Avrupa Birliği Merkez Bankası'nın) izlediği para politikalarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini, 1994:M01-2014:M10 dönemi verilerini kullanarak, TVAR yöntemiyle analiz etmiş ve FED'in Türkiye'deki reel döviz kurunu, Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyon döneminde pozitif etkilediğini tespit etmişlerdir. Çalışmada ayrıca ECB'nin uyguladığı politikaların ise Türkiye'de enflasyonu kısa dönemde azaltıcı yönde etkilediği de belirlenmiştir. Son olarak; FED ve ECB'nin Türkiye'deki sanayi üretim endeksini kısa dönemde pozitif, uzun dönemde negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Mete ve Koç (2020), FED'in faiz kararlarının gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini, 18 ülkenin, 2016 yılı günlük borsa kapanış verilerini kullanarak, Olay İncelemesi yöntemiyle analiz etmiştir. Yapılan analizler sonucunda; FED'in faiz kararlarının, gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasaları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

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; MSCI⁵⁷ endeksine 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.

⁵⁷ 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 devralınmış ve MSCI endeksi olarak tanınır olmuştur. MSCI endekslerinin kullanımı 1990'lı yıllarda çok yaygınlaşmış ve ABD dışındaki 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.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN EKONOMETRİK MODELİ

4.1. Araştırmanın Kapsamı

Bu çalışmada gelişmekte olan 20 ülkenin 2000:M01-2020:M09 dönemi verileri kullanılarak ekonometrik analizler gerçekleştirilecektir. Çalışmada kullanılan veriler Tablo 13'te yer almaktadır.

Tablo 13: Çalışmada Kullanılacak Veriler

Bağımlı Değişken:

1. Borsa Endeksleri (BE)
2. Döviz Kurları (DK)
3. Faiz Oranları (FO)

Bağımsız Değişken:

1. FED faiz oranları (FEDFO)
2. FED parasal tabanı (FEDPT)

4.2. Verilerin Toplanması

Bu çalışmada FED'in uygulamakta olduğu geleneksel (faiz oranı) ve geleneksel olmayan (miktarsal genişleme) politikalarının, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerindeki etkilerini analiz edebilmek için; FED politika faiz oranı, FED parasal tabanı⁵⁸, gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri, gelişmekte olan ülkelerdeki ABD Doları karşısındaki döviz kurları ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan faiz oranı verileri kullanılmış olup, çalışmada kullanılan veriler, kısaltmaları ve alındıkları kaynaklar Tablo 14'te yer almaktadır.

⁵⁸ FED, faiz oranlarını olabilecek en alt seviyelere düşürdükten sonra piyasalarda beklediği olumlu gelişmeleri göremediği durumlarda, ticari bankaların elindeki batık kredileri, temerrüde düşmüş çekleri (Prof. Dr. Fatih Özatay'ın ifadesiyle toksik maddeleri) devrelarak, ABD'deki bankaların bilançolarının düzelmesine ve finansal istikrarın korunmasına çabalamaktadır. FED'in bu amaçla piyasaya sürdüğü paralar, FED parasal tabanındaki genişlemelerle ölçülebilmektedir. Bu nedenle bu çalışmada da FED parasal tabanı, önemli bir açıklayıcı değişken olarak analizlere dâhil edilmiştir.

Tablo 14: Çalışmada Kullanılan Veriler

Veri	Kısaltması	Kaynağı	Kullanım Biçimi (Birimi)
Borsa Endeksleri	BE	Investing.com	Endeks Değeri, Doğal Logaritması Alınarak
Döviz Kurları	DK	IMF-IFS (2020a)	Dolar Başına Düşen Ulusal Para Miktarı ⁵⁹ (Dönem Ortalaması)
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), Doğal Logaritması Alınarak

Analize dâhil edilen ülkeler; Morgan Stanley Capital International (MSCI)'de gelişmekte olan ülkeler (Emerging Markets) olarak sınıflandırılan ülkeler olup, bu endekste yer alan gelişmekte olan ülkeler Tablo 15'te yer almaktadır.

Tablo 15: MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Sınıflandırmasında Yer Alan Ülkeler

Ülkelerin Yer Aldıkları Kıtalar		
Amerika	Avrupa, Orta Doğu ve Afrika	Asya
1- Arjantin 2- Brezilya 3- Şili 4- Kolombiya 5- Meksika 6- Peru	1- Çek Cumhuriyeti 2- Mısır 3- Yunanistan 4- Macaristan 5- Polonya 6- Katar 7- Rusya 8- Suudi Arabistan 9- Güney Afrika 10- Türkiye 11- Birleşik Arap Emirlikleri	1- Çin 2- Hindistan 3- Endonezya 4- G. Kore 5- Malezya 6- Pakistan 7- Tayvan 8- Tayland

Kaynak: MSCI (2020).

Tablo 15'te 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

⁵⁹ Düz Kotasyon da denilen bu sistem, günlük hayatta bildiğimiz 1 ABD Doları = 8 TL gibidir.

oranı olmadığı için analizlerden dışlanmak zorunda kalınmıştır. Böylece Tablo 16’da yer alan ülkeler analizlerde kullanılmıştır. Bu ülkelerden bazılarında birden fazla borsa endeksi olduğu için Tablo 16’da yer alan borsalar seçilmiştir.

Tablo 16: Analizlerde Kullanılan Ülke Borsaları

Sıra No	Ülke	Kullanılan Borsa Endeksi İsmi
1	Arjantin	S&P Merval
2	Brezilya	Bovespa
3	Şili	S&P CLX IPSA
4	Meksika	S&P/BMV IPC
5	Peru	S&P Lima General (SPBLPGPT)
6	Çek Cumhuriyeti	PX
7	Mısır	EGX 30
8	Polonya	WIG 20
9	Katar	QE General (QSI)
10	Rusya	RTSI (IRTS)
11	Suudi Arabistan	Tadawul All Share (TASI)
12	Güney Afrika	South Africa Top 40
13	Türkiye	BIST100
14	Çin	Shanghai Composite (SSEC)
15	Hindistan	BSE Sensex 30 (BSESN)
16	Endonezya	Jakarta Stock Exchange Composite Index (JKSE)
17	G. Kore	KOSPI
18	Malezya	FTSE Malaysia KLCI (KLSE)
19	Pakistan	Karachi 100 (KSE)
20	Tayland	SET Index (SETI)

4.3. Ekonometrik Modelin Kurulması

Bu çalışmada, literatürde yer alan Ehrmann ve Fratzsher (2004); Wongswan (2006); Berument, Ceylan ve Olgun (2007); Berument ve Ceylan (2008); Wongswan (2009); Rosa (2011); Hausman ve Wongswan (2011); Wright (2012) ve Mete ve Koç (2020) çalışmaları izlenerek kurulan ekonometrik modeller:

$$Model\ 1: LnBE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEDFO_t + e_{it} \quad (1)$$

$$Model\ 2: DK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FEDFO_t + u_{it} \quad (2)$$

$$Model\ 3: FO_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FEDFO_t + v_{it} \quad (3)$$

Bu modeller FED'in geleneksel para politikasının (faiz oranları üzerinden sürdürdüğü politikaların) gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerindeki etkilerinin belirlenmesine imkân sağlayacaktır. Model 1; FED'in faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri üzerindeki etkilerini ortaya koymaya yönelik iken, Model 2; FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin ABD Doları karşısındaki döviz kurları üzerinde meydana getirdiği etkileri belirlemeye yardımcı olacaktır. Model 3 ise; FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankalarınca belirlenen politika faizlerine olan etkileri ortaya koyacaktır. Çalışmanın bu aşamasında sınanacak temel (boş) hipotezler aşağıda yer almaktadır:

$H_{0A}: \beta_1 = 0$ FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsaları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

$H_{0B}: \alpha_1 = 0$ FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

$H_{0C}: \gamma_1 = 0$ FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

Alternatif hipotezler ise;

$H_{1A}: \beta_1 \neq 0$ FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsaları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

$H_{1B}: \alpha_1 \neq 0$ FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

$H_{1C}: \gamma_1 \neq 0$ FED faiz oranının gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

biçimindedir. FED'in faiz oranının artmasının, Thorbecke (1997); Bernanke and Kuttner (2005); Wongswan (2006); Wright (2012); Chodorow-Reich (2014); Bowman, Londono ve Sapriza (2015)'e göre piyasalarda likidite sıkışıklığına neden olacağı, bu nedenle gelişmekte olan ülkelere yabancı portföy yatırımlarının çıkacağı ve borsa endekslerinin bundan negatif yönde etkileneceği ($\beta_1 < 0$ çıkacağı)

beklenmektedir. FED'in faiz oranının artmasının, Hausman ve Wongswan (2011); Glick ve Leduc (2013); Rogers, Scotti ve Wright (2014); Bowman, Londono ve Sapriza (2015)'te olduğu gibi yabancı portföyleri geliştirmekte olan ülkelerden çıkıp, ABD'ye yönlendireceği ve bu nedenle geliştirmekte olan ülkelerde döviz kurlarının artması ($\alpha_1 > 0$ çıkacağı) beklenmektedir. FED'in faiz oranının artmasının, Berument ve Ceylan (2008); Wright (2012); Bowman, Londono ve Sapriza (2015)' e göre diğer merkez bankaları tarafından da takip edilebileceği ve bu nedenle ($\gamma_1 > 0$ çıkması) beklenmektedir.

FED faiz oranı ile belirlenemeyen etkilerin de ortaya çıkartılabilmesi için bu modeller, literatürde yer alan Fratzscher, Duca ve Straub (2013); Rogers, Scotti ve Wright (2014); Neely (2015); Bakın (2015); Bowman, Londono ve Sapriza (2015); Unalmis ve Unalmis (2015) çalışmaları takip edilerek FED parasal tabanına⁶⁰ (FEDPT) göre yeniden düzenlendiğinde aşağıda yer alan ekonometrik modeller elde edilmiştir:

$$\text{Model 4: } LnBE_{it} = \delta_0 + \delta_1 LnFEDPT_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{Model 5: } DK_{it} = \theta_0 + \theta_1 LnFEDPT_t + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$\text{Model 6: } FO_{it} = \rho_0 + \rho_1 LnFEDPT_t + \vartheta_{it} \quad (6)$$

Bu modeller FED'in geleneksel olmayan para politikasının (parasal genişleme politikasının) geliştirmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerindeki etkilerinin belirlenmesine olanak sağlayacaktır. Burada Model 4; FED'in uyguladığı parasal genişleme politikalarının geliştirmekte olan ülkelerin borsa endeksleri üzerindeki etkilerini ortaya çıkarmaya yönelik iken, Model 5; FED tarafından uygulanan miktarsal genişleme politikalarının geliştirmekte olan ülkelerdeki döviz kurlarına olan etkileri ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır. Model 6 ise; FED'in miktarsal genişleme politikalarının geliştirmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına olan

⁶⁰ Bu çalışmada FED faiz oranlarının yanında parasal tabanının da kullanılmasının nedeni; belirli dönemlerde (Ör; 2008:M10-2013:M12) FED faiz oranının sıfıra yakın bir seviyeye kadar çekilmiş olması ve FED'in faiz oranı üzerinden yeni politikalar geliştirme olanağının kalmamış olmasıdır. Böyle durumlarda faiz oranı gibi geleneksel para politikası araçlarını kullanamayan FED, miktarsal genişleme (parasal tabanın genişletilmesi) gibi geleneksel olmayan para politikaları uygulamaya yönelebilmektedir.

etkilerini belirleme amacıyla kurulmuştur. Çalışmanın bu aşamasında sınanacak temel hipotezler:

$H_{0D}: \beta_1 = 0$ FED parasal tabanının yaşanan değişimlerin gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsaları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

$H_{0E}: \alpha_1 = 0$ FED parasal tabanının yaşanan değişimlerin gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

$H_{0F}: \gamma_1 = 0$ FED parasal tabanının yaşanan değişimlerin gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

Şeklinde iken alternatif hipotezler;

$H_{1D}: \beta_1 \neq 0$ FED parasal tabanının yaşanan değişimlerin gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsaları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

$H_{1E}: \alpha_1 \neq 0$ FED parasal tabanının yaşanan değişimlerin gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

$H_{1F}: \gamma_1 \neq 0$ FED parasal tabanının yaşanan değişimlerin gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

şeklindedir. FED'in parasal tabanını genişletmesinin (genişletici para politikası uygulamasının), Fratzscher, Duca ve Straub (2013) çalışmasında da belirlendiği üzere piyasalardaki Dolar likiditesini artıracak, bu paraların bir kısmının gelişmekte olan ülke borsalarına gideceği ve bu nedenle ($\delta_1 > 0$) çıkacağı öngörülmektedir. Artan Dolar likiditesinin gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarını düşürecek ($\theta_1 < 0$) ve Fratzscher, Duca ve Straub (2013) çalışmasında da olduğu gibi faiz oranlarını azaltacağı⁶¹ ($\rho_1 < 0$) beklenmektedir.

⁶¹ Çünkü FED tarafından uygulanan genişletici para politikası ile birlikte FED'in faiz oranlarının düşmesi, diğer ülke merkez bankalarının da FED'i izlemesi beklenmektedir.

4.4. Ekonometrik Analiz Yöntemleri

Bu çalışmada aşağıda yer alan analizler gerçekleştirilmiştir:

1. Levin, Lin ve Chu (2002) LLC panel birim kök testi ve Im, Pesaran ve Shin (2003) IPS panel birim kök testi yapılarak, serilerin durağanlıkları incelenmiştir.
2. Her bir ülke faiz oranından FED faiz oranı çıkartılıp, elde edilen serilerin durağanlıklarına bakılarak, ülkelerin FED faiz oranına yakınsayıp yakınsamadıkları incelenmiştir. Bu analiz 20 ülkeli panelin geneli için yapıldığı gibi, Amerika, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ve Asya kıtalarında yer alan ülkeler için de yinelenerek, kıta bazında ülkelerin faiz oranlarının FED'in faiz oranlarına yakınsayıp yakınsamadıkları da test edilmiştir.
3. Modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Kao (1999) panel eşbütünleşme testi ile incelenmiştir.
4. Modellerde yer alan seriler arasındaki uzun dönem ve kısa dönem ilişkileri Panel DOLS yöntemiyle tahmin edilmiştir.
5. FED Faiz oranı ve FED Parasal Tabanı ile diğer ülkelerin finansal büyüklükleri arasındaki nedensellik ilişkileri Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiştir.

4.5. Araştırmanın Bulguları

4.5.1. Panel Birim Kök Sınaması

Çalışmada serilerin durağanlığı; Levin, Lin ve Chu (2002, LLC) ve Im, Pesaran ve Shin (2003, IPS) panel birim kök yöntemleriyle incelenmiştir. Panel birim kök testleri genel olarak serinin bir dönemdeki (t zamanındaki) değerinin, bir önceki dönemdeki ($t - 1$ dönemindeki) değerinden ne oranda etkilendiğini belirlemeye çalışmaktadır. Bu testlerden LLC aşağıdaki gibi bir modeli baz almaktadır:

$$\Delta Y_{it} = \delta Y_{it-1} + \sum_{j=1}^{m_i} \beta_{ij} \Delta Y_{it-j} + X'_{it} \theta + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Burada δ ; birim kök parametresini, m_i ; optimum gecikme uzunluğunu, X'_{it} ; herhangi bir sabit etki veya bireysel trend bileşeni içeren dışsal değişkenleri ifade etmektedir.

LLC testinde; birim kök parametresinin (δ) paneli oluşturan bütün yatay kesitlerde homojen (aynı) olduğu kabul edilmektedir. Bu testin hipotezleri aşağıdaki gibidir:

$H_0: \delta = 0$ Paneli oluşturan bütün yatay kesitler için seri durağan değildir.

$H_1: \delta < 0$ Paneli oluşturan bütün yatay kesitler için seri durağandır.

IPS panel birim kök testinde birim kök parametresinin (δ_i) paneli oluşturan yatay kesitler arasında farklılık gösterebileceği kabul edilmiştir. Burada test istatistiği aşağıdaki denklem yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$\Delta Y_{it} = \delta_i Y_{it-1} + \sum_{j=1}^{m_i} \beta_{ij} \Delta Y_{it-j} + X'_{it} \theta + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Bu testin hipotezleri:

$H_0: \delta_i = 1$ Paneli oluşturan bazı yatay kesitler seri durağan değildir.

$H_1: \delta_i < 1$ Paneli oluşturan bazı yatay kesitler seri durağandır.

Panelin geneli için yapılan LLC ve IPS panel birim kök testi sonuçları Tablo 17'de yer almaktadır.

Tablo 17: Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	LLC		IPS	
	Düzy Değeri	Birinci Fark	Düzy Değeri	Birinci Fark
<i>LnBE</i>	2.62 (0.99)	-90.33*** (0.00)	2.76 (0.99)	-70.26*** (0.00)
<i>DK</i>	6.29 (1.00)	-63.51*** (0.00)	5.90 (1.00)	-46.97*** (0.00)
<i>FO</i>	0.97 (0.83)	-37.41*** (0.00)	-3.79*** (0.00)	-
<i>FEDFO</i>	-3.60*** (0.00)	-	-0.64 (0.25)	-40.00*** (0.00)
<i>LnFEDPT</i>	1.24 (0.89)	-58.99*** (0.00)	3.35 (0.99)	-44.51*** (0.00)

Not: Parantez içindekiler olasılık değeri. ***; Serinin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 17'deki sonuçlara bakıldığında; *FEDFO* serisi LLC testinde, *FO* serisi IPS testinde düzeyde durağan olsa da genel olarak tüm serilerin birinci farkları alındığında durağan hale geldiği görülmektedir. Yani bütün seriler $I(1)$ 'dir. Granger ve Newbold (1974)'e göre; durağan olmayan serilerle yapılacak analizlerde sahte regresyon sorunu ile karşılaşılabilir (Granger ve Newbold, 1974). Engle ve Granger (1987), bu tür durumlarda öncelikle seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığının sınanmasının gerektiğini ifade etmiştir. Seriler eşbütünleşik çıkarsa, yapılan analizlerde sahte regresyon sorunu ile karşılaşılacaktır (Engle ve Granger, 1987). O halde bu çalışmada da söz konusu serilerle regresyon analizine geçilmeden önce, seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığının sınanması gerekmektedir.

4.5.2. FED ile Gelişmekte Olan Ülkelerin Faiz Oranları Arasında Yakınsamanın Varlığının Panel Birim Kök Testleri ile Sınanması

Yakınsama literatürü incelendiğinde; Tsanana, Katrakilidis ve Pantelidis (2013)'ün 8 Balkan ülkesinin kişi başına düşen milli gelir noktasında AB-15 ortalamasına yakınsamayıp yakınsamadığını belirleyebilmek için Balkan ülkelerinin kişi başına düşen milli gelirlerinden AB15'in ortalama kişi başına düşen milli gelir verilerini çıkararak, elde ettikleri seriye panel birim kök sınaması yaptıkları ve seri

durağan çıkmadığı için Balkan ülkelerinin kişi başına düşen milli gelir noktasında AB15 ülkelerine yakınsamadıklarına karar verdikleri görülmüştür. Gögöl ve Korap (2014), 26 OECD ülkesinin kişi başına düşen milli gelir noktasında 1970-2012 döneminde lider ülke ABD'ye yakınsayıp yakınsamadıklarını belirleyebilmek için her bir ülkenin kişi başına düşen milli gelirinden ABD'deki kişi başına düşen milli geliri çıkarıp, elde ettikleri seriye panel birim kök testi yapmışlar ve seri durağan çıktığı için OECD ülkelerinin kişi başına düşen milli gelir yönünden ABD'ye yakınsamakta olduğuna karar vermişlerdir. Barış Tüzemen ve Tüzemen (2015) çalışmasında ise 12 Balkan ülkesinin milli gelir yönünden Yunanistan'a yakınsayıp yakınsamadıklarını belirleyebilmek için; Yunanistan'ın GSYH'si diğer ülke GSYH'lerinden çıkartılarak elde edilen seriye panel birim kök sınaması yapılmış ve elde edilen seri durağan çıkmadığı için Balkan ülkelerinin milli gelir noktasında Yunanistan'a yakınsamadıklarına karar verilmiştir.

Bu çalışmada da söz konusu bu yaklaşım izlenerek, gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının FED'in faiz oranına yakınsayıp yakınsamadığını tespit edebilmek için; her bir ülke faiz oranından FED faiz oranı çıkartılarak yeni bir seri (FO_FEDFO_{it}) elde edilmiştir. Bu işlemde kullanılan formül aşağıda yer almaktadır:

$$FO_FEDFO_{it} = FO_{it} - FEDFO_t \quad (9)$$

Elde edilen FO_FEDFO_{it} serisine LLC ve IPS panel birim kök testleri uygulanmıştır. Seri düzey değerinde durağan çıktığında; gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının FED'in faiz oranına yakınsadığına karar verilecektir. Bu analiz 20 ülkeli panelin geneli için yapıldığı gibi, Amerika, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika ve Asya kıtalarında yer alan ülkeler için de yinelenerek, kıta bazında ülkelerin faiz oranlarının FED'in faiz oranlarına yakınsayıp yakınsamadıkları da incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 18'de sunulmuştur. Söz konusu alt gruplarda yer alan ülkeler Ek 2'de yer almaktadır.

Tablo 18: Yakınsama Analizi Sonuçları

	LLC	IPS
Panelin Geneli	-4.66*** (0.00)	-4.99*** (0.00)
Amerika Kıtasındaki Gelişmekte Olan Ülkeler	-1.31* (0.09)	-3.50*** (0.00)
Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Kıtalarındaki Gelişmekte Olan Ülkeler	-3.76*** (0.00)	-3.84*** (0.00)
Asya Kıtasındaki Gelişmekte Olan Ülkeler	-2.67*** (0.00)	-1.3* (0.08)

Not: Parantez içindekiler olasılık değerleridir. *** ve *; Serinin %1 ve %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 18'deki ilk satıra göre; panelin genelinde yer alan tüm ülkelerin faiz oranları, FED'in faiz oranlarına yakınsama eğilimindedir. Amerika ve Asya kıtalarında yer alan ülkeler açısından bu yakınsamanın derecesi düşük olsa da Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarındaki gelişmekte olan ülkeler için yakınsama derecesi daha yüksektir (Çünkü bu ülkelerde yakınsama %1 anlamlılık düzeyinde geçerlidir).

4.5.3. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Bu çalışmada modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı; Kao (1999) panel eşbütünleşme testi ile sınanmıştır. Zaman serisi analizlerindeki Engle ve Granger (1987) eşbütünleşme testine dayalı bir test olan Kao (1999) testinde de eşbütünleşme ilişkisinin varlığına, Engle ve Granger (1987) yönetmindeki gibi regresyonun atıklarının durağanlığına bakılarak karar verilmektedir. Y ve X şeklindeki iki değişken arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test edebilmek için aşağıdaki denklemden yararlanılmaktadır:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + e_{it} \quad (10)$$

Burada Y_{it} ve X_{it} AR(1) sürecine göre açılacak olursa;

$$Y_{it} = Y_{it-1} + u_{it} \quad (11)$$

$$X_{it} = X_{it-1} + v_{it} \quad (12)$$

Burada $t = 1, \dots, T$ şeklindeki panelin zaman boyutunu, $i = 1, \dots, N$ şeklindeki panelin yatay kesit boyutunu göstermektedir. Kao (1999), Denklem (10)'daki hata terimleri serisini de AR(1) sürecine göre açmıştır;

$$e_{it} = \rho e_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (13)$$

Kao (1999)'un amacı Denklem (9)'daki ρ 'nun 1'e eşitliğine bakarak, e_{it} serisine bir birim kök sınaması yapmaktır. Bu amaçla Denklem (12)'de karşılaştırılması muhtemel otokorelasyon sorununu çözebilmek için Dickey ve Fuller (1981)'i izleyerek Denklem (12)'ye e_{it} 'nin farkının gecikmeli değerlerini de eklemiş ve Denklem (14)'e ulaşmıştır.

$$\Delta e_{it} = \tilde{\rho} e_{it-1} + \sum_{j=1}^p \psi_j \Delta e_{it-j} + \epsilon_{it} \quad (14)$$

Kao (1999) panel eşbütünleşme testinin hipotezleri aşağıdaki gibidir:

$H_0: \tilde{\rho} = 0$ Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi yoktur.

$H_1: \tilde{\rho} < 0$ Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır.

Kao bu hipotezleri sınavabilmek için aşağıdaki test istatistiklerini geliştirmiştir:

$$DF_{\rho} = \frac{T\sqrt{N}(\hat{\rho} - 1) + 3\sqrt{N}}{\sqrt{10.2}} \quad (15)$$

$$DF_t = \sqrt{1.25}t_{\rho} + \sqrt{1.875N} \quad (16)$$

$$DF_{\rho}^* = \frac{T\sqrt{N}(\hat{\rho} - 1) + 3\sqrt{N}\hat{\sigma}_v^2/\hat{\sigma}_{0v}^2}{\sqrt{3 + 36\hat{\sigma}_v^4/(5\hat{\sigma}_{0v}^4)}} \quad (17)$$

$$DF_t^* = \frac{t_{\rho} + \sqrt{6N}\hat{\sigma}_v/(2\hat{\sigma}_{0v})}{\sqrt{\hat{\sigma}_{0v}^2/(2\hat{\sigma}_v^2) + 3\hat{\sigma}_v^2/(10\hat{\sigma}_{0v}^2)}} \quad (18)$$

Burada her $\rho > 0$ için;

$$ADF = \frac{t_{\rho} + \sqrt{6N}\hat{\sigma}_v^2/2\hat{\sigma}_{0v}^2}{\sqrt{\hat{\sigma}_{0v}^2/(2\hat{\sigma}_v^2) + 3\hat{\sigma}_v^2/(10\hat{\sigma}_{0v}^2)}} \quad (19)$$

Denklem (15)'ten elde edilecek test istatistikleri asimptotik olarak $N(0,1)$ sürecine sahip olacaklardır. Yani ortalamaları 0 , varyansları $\chi^2_{(1)}$ dağılımına sahiptir. Buradan tahmin edilen varyans; $\hat{\sigma}_v^2 = \hat{\sigma}_u^2 - \hat{\sigma}_{u\epsilon}^2 \hat{\sigma}_\epsilon^{-2}$ ve uzun dönem varyansı da $\hat{\sigma}_{0v}^2 = \hat{\sigma}_{0u}^2 - \hat{\sigma}_{0u\epsilon}^2 \hat{\sigma}_{0\epsilon}^{-2}$ olacaktır. Tahminin kovaryansı ise;

$$w_{it} = \begin{bmatrix} u_{it} \\ \epsilon_{it} \end{bmatrix} \quad (20)$$

Bu kovaryansın tahmin edilen şekli;

$$\hat{\Sigma} = \begin{bmatrix} \hat{\sigma}_{0u}^2 & \hat{\sigma}_{0u\epsilon} \\ \hat{\sigma}_{u\epsilon} & \hat{\sigma}_{0\epsilon}^2 \end{bmatrix} = \frac{1}{TN} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{w}_{it} \hat{w}_{it}' \quad (21)$$

Buradan kernel (çekirdek) tahmincisi kullanılarak uzun dönem varyansı aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

$$\hat{\Omega} = \begin{bmatrix} \hat{\sigma}_{0u}^2 & \hat{\sigma}_{0u\epsilon} \\ \hat{\sigma}_{u\epsilon} & \hat{\sigma}_{0\epsilon}^2 \end{bmatrix} \quad (22)$$

$$\hat{\Omega} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{w}_{it} \hat{w}_{it}' + \frac{1}{T} \sum_{\tau=1}^{\infty} K(\tau/b) \sum_{t=\tau+1}^T (\hat{w}_{it} \hat{w}_{it-\tau}' + \hat{w}_{it-\tau} \hat{w}_{it}') \right] \quad (23)$$

Burada K ; desteklenen kernel (çekirdek) fonksiyonlarından biri, b ; band genişliğidir (Kao, 1999).

Bu çalışmada modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Kao (1999) panel eşbütünleşme testi ile incelenmiştir. Panel eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 19'da yer almaktadır.

Tablo 19: Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

	Test İstatistiği
Model 1	-5.27*** (0.00)
Model 2	4.63*** (0.00)
Model 3	4.90*** (0.00)
Model 4	-2.89*** (0.00)
Model 5	4.51*** (0.00)
Model 6	4.89*** (0.00)

Not: ***; %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisinin var olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 19'daki sonuçlara göre; bütün modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. Bu durumda; modeller için yapılacak analizlerde sahte regresyon sorunu ile karşılaşılmayacaktır.

4.5.4. Uzun Dönem Analizi Sonuçları

Uzun dönem analizleri, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri ortaya koyarak, uygulanan politikaların etkilerini sınamaya imkân verir. Y ve X şeklindeki iki değişken arasında uzun dönem analizini yapabilmek için aşağıdaki denklemden yararlanılır:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + e_{it} \quad (24)$$

Denklem (24) En Küçük Kareler (Ordinary Least Squares: OLS) yöntemiyle tahmin edildiğinde, modelde değişen varyans ve otokorelasyon sorunları ile karşılaşılabilir. Bu nedenle Saikkonen (1992) ve Stock ve Watson (1993) çalışmalarıyla geliştirilen Dinamik En Küçük Kareler (Dynamic Ordinary Least Squares: DOLS) yönteminden yararlanılabilmektedir. DOLS yönteminde bağımsız değişkenin düzey değerinin yanında farkının gecikmeli ve öncül değerleri de modele açıklayıcı değişken olarak eklenerek, değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarına karşı dirençli bir tahminler elde edilebilmektedir (Polat, 2020: 517). Denklem (24)'ü DOLS yöntemiyle tahmin edebilmek için aşağıdaki denklemden yararlanılır:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \sum_{j=-q}^r \delta_j \Delta X_{it+j} + e_{it} \quad (25)$$

Burada D_{it} ; zaman trendini, q ; öncülleri (leads), r ; gecikme uzunluğunu (lags) ifade etmektedir. Bu çalışmada modellerde yer alan seriler arasındaki uzun dönem ilişkileri Panel DOLS yöntemiyle tahmin edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo 20'de sunulmuştur.

Tablo 20: Uzun Dönem Analizi Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.16*** (0.00)	-21.30** (0.01)	1.06*** (0.00)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.72*** (0.00)	110.46*** (0.00)	-2.62*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.77	0.96	0.23	0.87	0.96	0.19
$\bar{R}^2$	0.77	0.96	0.22	0.87	0.96	0.18
SER	0.68	474.76	12.46	0.52	469.11	12.75
LRV	2.27	1072487	337.90	1.30	1047180	371.73
SSR	2315.18	1110000	761389.3	1339.74	108000	800437.0

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. *** ve **, İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 20'deki sonuçlara göre; FED'in politika faizini artırması, gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksinin ve döviz kurlarının düşmesine, faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Burada borsa endekslerinin düşmesi; gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı fonlardan bir kısmının ABD'ye dönmesinden kaynaklanmış olabileceği değerlendirilmektedir. FED'in politika faizini artırması (azaltması) nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarının azalması (artması) değil, artması (azalması) beklenirdi, dolayısıyla bu sonuç beklentilerimizin tersi yönünde çıkmıştır. Bu durumun nedeninin, ekonomik ve siyasi istikrar, iç ve dış borç stoku gibi ülkelere özgü faktörler olduğu değerlendirilmektedir. Bir diğer bakış açısıyla; örnekleme yer alan gelişmekte olan ülkelerin (Tablo 18'de yer alan analiz bulgularına göre) faiz oranları ile FED faiz oranı arasında bir yakınsama vardır. Bu durumda; FED faiz oranını artırırken gelişmekte olan ülkelerin de (sıcak paranın ülkeden çıkmasını önlemek için) benzer bir tepki verip, faiz oranlarını FED faiz oranından daha fazla artırmış olabilirler. Bu da ülkelerdeki döviz miktarının artmasına ve döviz kurlarının düşmesine neden olmuş olabilecektir. FED'in politika faizini artırmasının, gelişmekte olan ülkelerde de faiz oranlarının artmasına neden olması; FED'in gelişmekte olan ülkeler için lider (önder) Merkez Bankası konumunda olduğunun ve FED'in aldığı kararlarla, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını doğrudan etkileyebildiğinin açık bir göstergesidir. Bu değişkenin katsayısının 1'den büyük olması, gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarını FED faiz oranlarından daha fazla artırdıklarını göstermektedir ki bu da uluslararası

sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine ve bu ülkelerdeki döviz kurlarının düşmesine neden olmuştur.

FED'in parasal tabanı genişlediğinde (parasal genişleme politikaları uygulandığında) gelişmekte olan ülkelerde borsa endekslerinin arttığı görülmüştür ki bu beklentilerimize uygun bir sonuçtur. Çünkü artan Doların bir kısmının gelişmekte olan ülkelerin borsalarına girmesi ve böylece gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsalarının yükselmesi normaldir. FED'in parasal tabanı genişlediğinde gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarının arttığı görülmektedir ki bu da beklentilerimizin zıddına bir durumdur. Çünkü dünya genelinde artan Dolar miktarına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere döviz kurlarının azalması beklenirdi. Ama diğer taraftan FED'in parasal tabanının genişletilmesi karşısında gelişmekte olan ülkeler de benzer yönde, fakat daha büyük ölçekte tepki vererek, daha fazla parasal genişlemeye giderlerse, ülkelerin ulusal paraları ABD Doları karşısında değer kaybedecektir. Bu da gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurlarının artmasına neden olabilecektir. Model 6 için yapılan tahminde ise FED'in parasal tabanı genişlediğinde, gelişmekte olan ülkelere faiz oranlarının azaldığı görülmektedir ki bu da beklentilerimizle uyumlu bir sonuçtur. Çünkü FED parasal tabanını genişlettiğinde (parasal genişleme politikası uygulandığında) FED faiz oranları düşer, gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları FED faiz oranına yakınsama eğiliminde olduğu için gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları da buna paralel olarak düşebilecektir.

Tablo 19'da yer alan model doğrulama testlerinden R^2 ; belirlilik katsayısı ve $\bar{R}^2$; düzeltilmiş belirlilik katsayısı olup, bu katsayılar, kurulan modelin, bağımlı değişkendeki değişimleri açıklama gücünü (yüzdesini) göstermektedir. Bu oranın yüksek olması, genel olarak modelin başarılı olduğunu göstermektedir. SER (Standart Error of Regression); regresyonun standart hatası olup, bu hatanın düşük olması, modelin başarısının bir göstergesidir. LRV (Long Run Variance); uzun dönem varyansını göstermekte olup, bu değerinin düşük olması, yapılan tahmin sonucunda değişen varyans sorununun olmayacağını ve modelin başarısının bir göstergesidir. SSR (Sum Squared Resid); atıkların (hata terimlerinin) kareleri

toplamını ifade etmekte olup, bu değerin düşük olması da modelin başarısının bir göstergesidir.

Bu analizde Model 2’de FED’in faiz oranlarını artırmasının, Model 5’te parasal tabanını genişletmesinin, gelişmekte olan ülkelerin döviz kurları üzerindeki etkileri, önsel beklentilerimizin tersi yönde çıkmıştır. Bu durumunun; söz konusu ülkelerin kendi iç dinamikleri, dış borç stokları, cari işlemler açıkları, bütçe açıkları ve yönetsel sorunları nedeniyle kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. Ek olarak; Arjantin’de 2000:M01 – 2001:M12 döneminde, Katar ve Suudi Arabistan’da 2000:M01 - 2020:M09 döneminde, Çin’de 2000:M01 - 2005:M06 döneminde, Malezya’da 2000:M01-2005:M06 döneminde etkili olan sabit kur rejimlerinin etkili olmuş olabileceği değerlendirilmiştir. Bu durumu netleştirebilmek için söz konusu 5 ülke analizden çıkartılarak, uzun dönem analizi yenilenmiş ve Tablo 21’deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 21: Daraltılmış Uzun Dönem Analizi (Daraltılmış 1)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.17*** (0.00)	-28.31** (0.01)	1.02*** (0.00)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.74*** (0.00)	146.50*** (0.00)	-3.02*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.81	0.95	0.37	0.90	0.96	0.29
$\bar{R}^2$	0.81	0.95	0.37	0.90	0.96	0.28
SER	0.67	547.66	7.73	0.49	528.85	8.26
LRV	2.20	1427184	178.23	1.16	1381988	210.47
SSR	1681.83	1110000	219524.3	894.27	107000	251781.1

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. *** ve **, İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 21’deki daraltılmış uzun dönem analizi sonuçları, Tablo 20’deki uzun dönem analizi sonuçları ile oldukça benzerlik göstermektedir. FED’in faiz oranlarını artırması gelişmekte olan ülkelerin yine borsa endekslerini ve döviz kurlarını negatif, faiz oranlarını pozitif etkilemiştir. FED’in parasal tabanının genişlemesi de gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını pozitif, faiz oranlarını negatif etkilemiştir. Burada yine Model 2 ve Model 5 için elde edilen sonuçlar önsel

beklentilerimizle uyumlu değildir. Yani belirli dönemlerde sabit döviz kuru rejimi uygulayan 5 ülkenin analizden çıkarılması, sorunu çözmemiştir.

Döviz kuru ile ilgili bu sorunun, bazı ülkelerin döviz kurlarının yüksek⁶² olmasından da kaynaklanabileceği düşünülmüştür. Bu nedenle ABD Doları karşısındaki döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak, uzun dönem analizi yenilenmiş ve Tablo 22'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 22: Daraltılmış Uzun Dönem Analizi (Daraltılmış 2)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.15*** (0.00)	-0.38*** (0.00)	1.20*** (0.00)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.68*** (0.00)	2.58*** (0.00)	-2.84*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.79	0.84	0.22	0.87	0.85	0.18
$\bar{R}^2$	0.79	0.84	0.21	0.87	0.85	0.17
SER	0.68	6.60	13.89	0.53	6.35	14.23
LRV	2.24	207.75	416.69	1.37	192.04	460.51
SSR	1833.39	1711908.9	756704	1129.47	159020.5	797031.3

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***; İlgili katsayının %1 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 22'deki daraltılmış uzun dönem analizi sonuçları, Tablo 19 ve Tablo 20'deki uzun dönem analizi sonuçları işaretler yönünden benzerlik göstermemiştir. Ancak döviz kuru analizlerinde katsayılar küçülmüş ve daha kabul edilebilir seviyelere gelmiştir. Yine FED'in faiz oranlarını artırması gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını negatif, faiz oranlarını pozitif etkilemiştir. FED'in parasal tabanının genişlemesi de gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını pozitif, faiz oranlarını negatif etkilemiştir. Burada da Model 2 ve

⁶² Bazı ülkelerin döviz kurlarının, diğer değişkenlere göre yüksek olmasının nedeni, çalışmada döviz kuru serisinin logaritmasının alınmamış olmasıdır. Bunun nedeni ise Arjantin'de 2000:M01 – 2001:M12 döneminde döviz kurlarının ABD Doları ile 1-1 eşleştirilmiş olması (döviz kuru=1 olması) ve 1'in logaritmasının 0 olmasıdır ki bir ülkenin döviz kurunun 0 olması ve analizlerde böyle kullanılması mantıksız olacaktı. 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.

Model 5 için elde edilen sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Yani döviz kuru yüksek olan 4 ülkenin analizden çıkarılması da sorunu çözmemiştir.

Bu kez de analizlerden hem dönemsel olarak sabit kur rejimi uygulayan Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin ve Malezya, hem de döviz kurları yüksek olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak, uzun dönem analizi yenilenmiş ve Tablo 23'teki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 23: Daraltılmış Uzun Dönem Analizi (Daraltılmış 3)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.15*** (0.00)	-0.43*** (0.00)	1.20*** (0.00)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.69*** (0.00)	2.80*** (0.00)	-3.49*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.84	0.87	0.36	0.91	0.88	0.27
$\bar{R}^2$	0.84	0.87	0.35	0.91	0.88	0.26
SER	0.66	6.41	8.93	0.50	6.10	9.56
LVR	2.15	197.3	234.91	1.22	178.73	279.6
SSR	1201.7	111220	214918.2	687.59	100905.7	247656.1

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***; İlgili katsayının %1 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 23'teki daraltılmış uzun dönem analizi sonuçları, Tablo 21'deki uzun dönem analizi sonuçları büyük oranda benzerlik göstermedir. FED'in faiz oranlarını artırması gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını negatif, faiz oranlarını pozitif etkilemiştir. FED'in parasal tabanının genişlemesi de gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını pozitif, faiz oranlarını negatif etkilemiştir. Burada da Model 2 ve Model 5 için elde edilen sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Yani dönemsel olarak sabit kur rejimi uygulayan 5 ülkenin ve döviz kurları yüksek olan 4 ülkenin analizden çıkarılması da sorunu çözmemiştir.

Bu sorunun kaynağını tespit edebilmek ve kıtalar arasında elde edilecek sonuçları karşılaştırmak için uzun dönem analizleri bölgesel olarak da yinelenmiş, Amerika kıtasında yer alan 5 ülke için elde edilen sonuçlar Tablo 24'te sunulmuştur.

Tablo 24: Bölgesel Uzun Dönem Analizi Sonuçları (Amerika)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.22*** (0.00)	-1.77 (0.20)	0.71 (0.12)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.97*** (0.00)	7.21** (0.02)	-1.02 (0.34)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.65	0.97	0.13	0.83	0.97	0.12
$\bar{R}^2$	0.65	0.97	0.12	0.83	0.97	0.12
SER	0.83	39.99	20.97	0.57	39.84	21.01
LRV	3.38	7515.78	809.30	1.59	7500.77	830.67
SSR	858.60	1965535	540048.1	408.73	1951235	542517.9

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. *** ve **, İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 24'teki sonuçlara göre; FED'in faiz oranlarını artırması, Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan 5 ülkede borsa endekslerini yine negatif yönde etkilemiştir. FED faiz artışının, bu ülkelerin döviz kurları ve faiz oranları üzerinde ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Benzer şekilde FED'in parasal tabanının genişlemesi bu ülkelerin borsalarını ve döviz kurlarını pozitif yönde etkilerken, faiz oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki tespit edilememiştir. Burada Model 5 için elde edilen sonuç yine önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Aynı analizler Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan 8 ülke için de yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 25'te sunulmuştur.

Tablo 25: Bölgesel Uzun Dönem Analizi Sonuçları (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.11*** (0.00)	-0.33* (0.05)	1.48*** (0.00)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.54*** (0.00)	2.45** (0.02)	-4.08*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.80	0.79	0.36	0.86	0.81	0.26
$\bar{R}^2$	0.80	0.79	0.35	0.86	0.80	0.25
SER	0.62	6.27	10.28	0.52	6.02	11.06
LRV	1.85	188.66	303.59	1.31	173.52	368.22
SSR	762.03	77552.3	206770.2	540.14	71509.2	240820.2

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. *** ve **, İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 25'teki sonuçlara göre; FED'in faiz oranlarını artırması, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan 8 ülkede borsa endekslerini ve döviz kurlarını yine negatif yönde, faiz oranlarını ise pozitif yönde etkilemiştir. FED'in parasal tabanının genişlemesi bu ülkelerin borsalarını ve döviz kurlarını pozitif yönde etkilerken, faiz oranlarını negatif yönde etkilemiştir. Burada da yine Model 2 ve Model 5 için elde edilen sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Aynı analizler Asya kıtasında yer alan 7 ülke için de yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 26'da sunulmuştur.

Tablo 26: Bölgesel Uzun Dönem Analizi Sonuçları (Asya)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
FEDFO	-0.18*** (0.00)	-0.59** (0.01)	0.83*** (0.00)	-	-	-
LnFEDPT	-	-	-	0.74*** (0.00)	307.95*** (0.00)	-2.09*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R²	0.74	0.95	0.50	0.88	0.95	0.51
$\bar{R}^2$	0.74	0.95	0.49	0.87	0.95	0.50
SER	0.62	797.62	2.72	0.42	770.91	2.71
LRV	1.85	3027960	35.55	0.86	2823200	35.42
SSR	664.02	1090000	12773.3	312.07	10200000	12678.8

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. *** ve **; İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 26'daki sonuçlara göre; FED'in faiz oranlarını artırması, Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan 7 ülkede borsa endekslerini ve döviz kurlarını yine negatif yönde, faiz oranlarını ise pozitif yönde etkilemiştir. FED'in parasal tabanının genişlemesi bu ülkelerin borsalarını ve döviz kurlarını pozitif yönde etkilerken, faiz oranlarını negatif yönde etkilemiştir. Burada da yine Model 2 ve Model 5 için elde edilen sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Bu analiz sonuçları, tüm ülkeler için yapılan ve Tablo 19'da yer alan analiz sonuçları ile çok büyük benzerlikler göstermektedir. Bu nedenle Model 2 ve Model 5'te elde edilen uyumsuz sonuçların en önemli nedenin; Asya ülkeleri olduğuna karar verilmiştir. Elde edilen uzun dönem analizi sonuçları Tablo 27'de bir arada sunulmuştur.

Tablo 27: Uzun Dönem Analizi Toplu Sonuçları

	Açıklayıcı Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Tüm Ülkeler	<i>FEDFO</i>	-0.16*** (0.00)	-21.30** (0.01)	1.06*** (0.00)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.72*** (0.00)	110.46*** (0.00)	-2.62*** (0.00)
Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya Hariç	<i>FEDFO</i>	-0.17*** (0.00)	-28.31** (0.01)	1.02*** (0.00)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.74*** (0.00)	146.50*** (0.00)	-3.02*** (0.00)
Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan Hariç	<i>FEDFO</i>	-0.15*** (0.00)	-0.38*** (0.00)	1.20*** (0.00)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.68*** (0.00)	2.58*** (0.00)	-2.84*** (0.00)
Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin, Malezya, Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan Hariç	<i>FEDFO</i>	-0.15*** (0.00)	-0.43*** (0.00)	1.20*** (0.00)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.69*** (0.00)	2.80*** (0.00)	-3.49*** (0.00)
Amerika Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ü.	<i>FEDFO</i>	-0.22*** (0.00)	-1.77 (0.20)	0.71 (0.12)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.97*** (0.00)	7.21** (0.02)	-1.02 (0.34)
Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ü.	<i>FEDFO</i>	-0.11*** (0.00)	-0.33* (0.05)	1.48*** (0.00)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.54*** (0.00)	2.45** (0.02)	-4.08*** (0.00)
Asya Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ü.	<i>FEDFO</i>	-0.18*** (0.00)	-0.59** (0.01)	0.83*** (0.00)	-	-	-
	<i>LnFEDPT</i>	-	-	-	0.74*** (0.00)	307.95*** (0.00)	-2.09*** (0.00)

Not: *** ve **, İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 27'ye göre FED faiz oranlarındaki değişimlerin en fazla (-0.22) Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsalarını etkilediği görülmektedir. Bu sonuç, coğrafi olarak yakınlık ve borsalarının işlem saatlerinin aynı olması yönüyle akla yatkındır.

FED faiz oranlarının Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya haricindeki ülkelerin döviz kurlarını en yüksek derecede (-28.31) etkilediği belirlenmiştir. Bu ülkelerden Arjantin’de 2000:M01 – 2001:M12 döneminde, Katar ve Suudi Arabistan’da 2000:M01 - 2020:M09 döneminde, Çin’de 2000:M01 - 2005:M06 döneminde, Malezya’da 2000:M01-2005:M06 döneminde sabit kur rejimi uygulandığı düşünüldüğünde, elde edilen sonuç gayet mantıklıdır.

Yine FED faizlerindeki değişimlerin Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarını en yüksek seviyede (1.48) etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuç, FED’in uygulamakta olduğu politikaların ne kadar geniş bir coğrafyayı etkiliyor olduğunu göstermesi yönüyle oldukça dikkat çekicidir. O halde Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülke merkez bankalarının FED’in faiz kararlarını daha dikkatle takip etmelerinde ve benzer uygulamaları hayata geçirmelerinde yarar olacağı söylenebilir.

FED’in parasal tabanındaki değişimlerin hisse senedi borsaları üzerindeki en yüksek etkiyi (0.97) Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelere gösterdiği görülmekte olup, borsalarının işlem saatlerinin aynı olmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

FED’in parasal tabanındaki değişimlerin, ABD Doları karşısındaki döviz kurları üzerindeki etkisinin en yüksek (307.95) olduğu ülke grubunun; Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler görülmüştür. Bu durumun nedeninin; Endonezya, G. Kore ve Pakistan’daki döviz kurlarının, panelde yer alan diğer ülkelere göre yüksek olması olabileceği değerlendirilmektedir.

FED’in parasal tabanındaki değişimlerin ülkelerin faiz oranlarını üzerindeki etkisinin en yüksek (-4.08) olduğu grubun, aralarında Türkiye’nin de yer aldığı Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler olduğu belirlenmiştir. Söz konusu ülkelerin dış sermayeye olan yüksek duyarlılığının bu sonuç üzerinde etkili olmuş olabileceği düşünülmektedir.

4.5.5. Kısa Dönem Analizi Sonuçları

Kısa dönem analizleri, bir yandan değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkileri ortaya koyarken, diğer yandan da hata düzeltme mekanizması (Error Correction Term: *ECT*) sayesinde, uzun dönem analizlerinin güvenilirliğini bir daha sınama imkânı sunmaktadır. *Y* ve *X* şeklindeki iki değişken arasında kısa dönem analizini yapabilmek için aşağıdaki denklemden yararlanılır:

$$\Delta Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + \beta_2 ECT_{it-1} + e_{it} \quad (26)$$

Bu modelin tahmini sonucunda β_2 negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıktığında; uzun dönemde birlikte (eşbütünleşme içinde) hareket eden *Y* ve *X* serileri arasında kısa dönemde meydana gelen sapmaların da ortadan kalktığına ve serilerin tekrar uzun dönem denge ilişkisine yakınsadıklarına karar verilmektedir (Tarı, 2012: 436). Bu durum aynı zamanda yapılan uzun dönem analizlerinin güvenilir olduğuna da ek bir kanıt oluşturmaktadır (Lebo ve Kraft, 2017: 5). Tablo 19’da ülkelerin tamamı için gerçekleştirilen uzun dönem analizinin kısa dönem versiyonu Panel DOLS yöntemiyle yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 28’de sunulmuştur.

Tablo 28: Kısa Dönem Analizi Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	-0.16*** (0.00)	-19.17*** (0.00)	2.36** (0.01)	-	-	-
$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.24*** (0.00)	124.68*** (0.00)	-2.62*** (0.00)
ECT_{t-1}	-0.043** (0.01)	-0.006* (0.06)	-0.87*** (0.00)	-0.03*** (0.00)	-0.07*** (0.00)	-0.003*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.99	0.99	0.42	0.37	0.58	0.99
$\bar{R}^2$	0.99	0.99	0.42	0.25	0.46	0.99
SER	0.05	1.19	11.36	0.07	71.28	0.005
LRV	0.03	0.00	152.82	0.005	5685.42	0.001
SSR	0.01	6849.1	628997.1	25.58	24786949	0.00

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 28’deki sonuçlara göre; FED’in faiz oranının artırması gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksini kısa dönemde de azaltmaktadır. FED faiz oranının

artırması gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurlarını, uzun dönemle benzer şekilde azaltmış, faiz oranlarını da uzun dönemle benzer şekilde artırmıştır.

Burada parasal tabana ait sonuç (Model 4), uzun dönemdeki aksine negatif çıkmıştır. Bu durumun nedeninin, parasal tabandaki bir genişlemenin borsalara gecikmeli olarak yansması ya da finansal piyasalarda bir dalgalanmaya neden olması olabileceği değerlendirilmektedir. Diğer taraftan FED'in parasal genişleme öncesinde yapmış olduğu sözlü yönlendirmeler nedeniyle borsalarda bu beklenti daha önceden satın alınmış olabilir. Parasal genişlemenin (beklentinin) gerçekleşmesiyle birlikte borsalarda satışlar artmış ve endeksler düşmüş olabilir.

FED'in parasal tabanının genişlemesi döviz kurlarını uzun dönemdeki gibi artırırken, faiz oranlarını da uzun dönem analiziyle uyumlu biçimde azaltmıştır. Tüm modellerin hata düzeltme terimlerinin katsayıları negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıktığı için modellerin hata düzeltme mekanizmaları çalışmaktadır ve yapılan analiz sonuçları güvenilirirdir.

Burada yine Model 2 ve Model 5'teki sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Bu nedenle analiz; dönemsel olarak sabit döviz kuru rejimi uygulayan Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin ve Malezya hariç tutularak, yeniden yapılmış ve Tablo 29'daki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 29: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Daraltılmış 1)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	-0.17*** (0.00)	-28.31*** (0.00)	1.02*** (0.00)	-	-	-
$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.19*** (0.00)	155.15*** (0.00)	-2.50 (0.50)
ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.005* (0.05)	-0.0007*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.009*** (0.00)	-0.52*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.99	0.99	0.99	0.84	0.73	0.26
$\bar{R}^2$	0.99	0.99	0.99	0.81	0.70	0.26
SER	0.06	1.79	0.00	0.07	84.01	7.22
LRV	0.03	0.07	0.00	0.006	7608.81	64.65
SSR	0.01	0.001	0.00	18.98	26136046	193496.8

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 29'daki sonuçlara göre; FED'in faiz oranını artırması, dönemselsel olarak sabit döviz kuru rejimi uygulayan Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin ve Malezya haricindeki gelişmekte olan ülkelerde, kısa dönemde borsa endekslerini ve döviz kurlarını azaltmakta, faiz oranlarını artırmaktadır. FED tarafından parasal tabanın genişletilmesi ise gelişmekte olan ülke borsalarını ve faiz oranlarını negatif, döviz kurlarını pozitif etkilemiştir. Bu analizde FED faiz oranının artırması ile gelişmekte olan piyasalarda Model 1'de borsa endeksinin azalması ve Model 3'te faiz oranlarının artması önsel beklentilerimizle uyumlu iken Model 2'de döviz kurlarının azalması ve önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Bu analizlere ait sonuçlar uzun dönem analizi bulgularıyla benzer yöndedir.

Diğer yandan FED'in parasal tabanının genişletilmesi ile Model 4'te borsa endekslerinin düşmesi ve Model 5'te döviz kurlarının artması önsel beklentilerimizle uyumlu değilken, Model 6'da faiz oranlarının düşmesi önsel beklentilerimizle uyumludur. Bu analizde Model 4'e ait sonuçlar uzun dönem analizinden farklı yönde çıkmıştır. Bu durumun nedeninin; FED'in politika değişikliğine gitmesinin, gelişmekte olan ülkelerde kısa dönemde finansal piyasalarda bir belirsizlik yaratması olabileceği değerlendirilmektedir. Tüm modellerin hata düzeltme mekanizmaları çalışmaktadır.

Döviz kurlarına ait sonuçların önsel beklentilerimizle uyumlu çıkmamasının, bazı ülkelerin döviz kurlarının yüksek olmasından kaynaklanabileceği düşünülmüştür. Bu nedenle ABD Doları karşısındaki döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına göre yüksek olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak, kısa dönem analizi yenilenmiş ve Tablo 30'daki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 30: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Daraltılmış 2)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	0.04*** (0.00)	-0.21*** (0.00)	1.20*** (0.00)	-	-	-
$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.17*** (0.00)	1.38*** (0.00)	-3.48 (0.62)
ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.02*** (0.00)	-0.0009*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	-0.69*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.12	0.67	0.99	0.51	0.69	0.34
$\bar{R}^2$	0.11	0.55	0.99	0.49	0.58	0.34
SER	0.07	0.62	0.00	0.07	0.62	13.50
LRV	0.006	0.51	0.00	0.007	0.51	238.82
SSR	22.40	1535.1	0.00	22.56	1530.64	720155.8

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 30'daki sonuçlara göre; FED'in faiz oranını artırması, döviz kurları, diğer ülke döviz kurlarına oranla görece yüksek olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan haricindeki gelişmekte olan ülkelerde, kısa dönemde borsa endekslerini ve faiz oranlarını artırırken, döviz kurlarını azaltmıştır. FED tarafından parasal tabanın genişletilmesi ise gelişmekte olan ülke borsalarını ve faiz oranlarını negatif, döviz kurlarını pozitif yönde etkilemiştir. Bu analizde FED faiz oranının artırması ile gelişmekte olan piyasalarda Model 1'de borsa endeksinin artması, Model 2'de döviz kurlarının azalması önsel beklentilerimizle uyumlu değilken, Model 3'te faiz oranlarının artması önsel beklentilerimizle uyumludur. Bu analizde Model 1'e ait sonuçlar uzun dönem analizi bulgularından farklılık göstermektedir. Demek ki FED'in faiz oranlarını artırması, gelişmekte olan ülke borsalarını kısa dönemde ve uzun dönemde farklı yönlerde etkilemektedir.

FED'in parasal tabanının genişletilmesi ile Model 4'te borsa endekslerinin düşmesi ve Model 5'te döviz kurlarının artması önsel beklentilerimizle uyumlu değilken, Model 6'da faiz oranlarının düşmesi önsel beklentilerimizle uyumludur. Bu analizde Model 4'e ait sonuçlar uzun dönem analizinden farklı yönde çıkmıştır. Tüm modellerin hata düzeltme mekanizmaları çalışmaktadır.

Bu analizde de döviz kurlarına ait sonuçların önsel beklentilerimizle uyumlu çıkmamasının, bazı ülkelerin belirli dönemlerde sabit döviz kuru rejimi uygulamaları

ya da döviz kurlarının yüksek olmasından kaynaklanabileceği düşünülmüş ve bu nedenle 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 olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak, kısa dönem analizi yenilenmiş ve Tablo 31’deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 31: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Daraltılmış 3)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	0.04*** (0.00)	-0.24*** (0.00)	2.16** (0.02)	-	-	-
$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.28*** (0.00)	1.93*** (0.00)	-3.49*** (0.00)
ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.04*** (0.00)	-0.55*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	-0.04*** (0.00)	-0.001*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.15	0.43	0.25	0.43	0.52	0.99
$\bar{R}^2$	0.15	0.30	0.25	0.31	0.40	0.99
SER	0.07	0.69	8.51	0.07	0.69	0.00
LRV	0.006	0.66	82.97	0.006	0.65	0.00
SSR	14.99	1299.52	196334.9	14.56	1286.97	0.00

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. *** ve **, İlgili katsayının sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 31’deki daraltılmış kısa dönem analizi sonuçları, Tablo 23’teki uzun dönem analizi sonuçları ile Model 1 ve Model 4 haricinde benzerlik göstermemiştir. FED’in faiz oranlarını artırması gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve döviz kurlarını negatif, faiz oranlarını pozitif etkilemiştir. FED’in parasal tabanının genişlemesi de gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve faiz oranlarını negatif, döviz kurlarını pozitif etkilemiştir. Burada Model 2, Model 4 ve Model 5 için elde edilen sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Yani dönemsel olarak sabit kur rejimi uygulayan 5 ülkenin ve döviz kurları yüksek olan 4 ülkenin analizden çıkarılması da sorunu çözmemiştir. Tüm modellerin hata düzeltme mekanizmaları çalışmaktadır.

Önsel beklentilerin dışında çıkan katsayı sorunun kaynağını tespit edebilmek ve kıtalar arasında elde edilecek sonuçları karşılaştırmak için kısa dönem analizleri bölgesel olarak da yinelenmiş, Amerika kıtasında yer alan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 32’de sunulmuştur.

Tablo 32: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Amerika)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	0.05*** (0.00)	-2.50* (0.06)	1.35 (0.68)	-	-	-
$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.28*** (0.00)	27.91*** (0.00)	-1.21 (0.94)
ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.01** (0.01)	-0.89*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	-0.05*** (0.00)	-0.77*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.42	0.17	0.44	0.41	0.71	0.38
$\bar{R}^2$	0.30	0.15	0.43	0.28	0.58	0.38
SER	0.07	7.06	19.53	0.07	6.86	20.42
LRV	0.006	71.46	438.24	0.006	70.79	532.16
SSR	6.91	60803.1	464578	6.93	57467.7	514539.3

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 32'deki sonuçlara göre; FED'in faiz oranlarını artırması, Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksinin yükselmesine, döviz kurlarının düşmesine neden olmuştur ki bu iki sonuç da önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Öte yandan FED'in parasal tabanını genişletmesi bu ülkelerdeki borsa endekslerinin azalmasına, döviz kurlarının artmasına neden olmuştur ve bu sonuçlar da önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Tüm modellerin hata düzeltme mekanizmaları çalışmaktadır. Kısa dönem analizleri Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 33'te sunulmuştur.

Tablo 33: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	0.04*** (0.00)	-0.20** (0.04)	2.85** (0.02)	-	-	-
$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.19*** (0.00)	1.21** (0.02)	-1.43* (0.05)
ECT_{t-1}	-0.02*** (0.00)	-0.009** (0.01)	-0.57*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.04*** (0.00)	-0.15*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.30	0.19	0.26	0.11	0.46	0.13
$\bar{R}^2$	0.28	0.11	0.26	0.10	0.33	0.13
SER	0.07	0.72	9.90	0.07	0.71	10.73
LRV	0.006	0.67	114.88	0.007	0.68	10.17
SSR	11.68	1015.71	193354.8	11.91	988.34	227332.8

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 33'teki sonuçlara göre FED faiz oranlarını artırdığında Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksi ve faiz oranı artmakta, döviz kuru azalmaktadır. Bu sonuçlardan Model 1 ve Model 2'deki önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Model 3'te ise FED'in faiz oranlarını artırması, diğer ülkeler için de örnek teşkil etmiş ve onlar da faiz oranlarını artırmışlardır. FED'in parasal tabanını genişletmesi ise Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksinin beklentilerimizin aksi yönünde azalmasını, döviz kurunun yine beklentilerimizle uyumsuz biçimde artmasını sağlamıştır. Ancak Model 6'da FED'in parasal tabanının genişlemesi faiz oranlarını beklentilerimizle uyumlu biçimde azaltmıştır. Kısa dönem analizleri Asya kıtasında yer alan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 34'te sunulmuştur.

Tablo 34: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (Asya)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
$\Delta FEDFO$	0.71*** (0.00)	-0.54*** (0.00)	0.07*** (0.00)	-	-	-
$\Delta \ln FEDPT$	-	-	-	-0.13*** (0.00)	331.86*** (0.00)	-1.01*** (0.00)
ECT_{t-1}	-0.02* (0.09)	-0.008** (0.02)	-0.01*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.07*** (0.00)	-0.01*** (0.00)
Model Doğrulama Testleri						
R^2	0.37	0.85	0.37	0.82	0.61	0.34
$\bar{R}^2$	0.33	0.79	0.24	0.76	0.49	0.29
SER	0.23	122.75	0.28	0.06	120.14	0.28
LRV	0.10	16256.18	0.16	0.005	15983.57	0.17
SSR	89.96	26024565	142.66	7.24	24627146	143.69

Not: SER; Regresyonun Standart Hatasını, LRV; Uzun Dönem Varyansını, SSR; Atıkların Kareleri Toplamını ifade etmektedir. ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 34'teki sonuçlara göre FED faiz oranlarını artırdığında Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksi ve faiz oranı artmakta, döviz kuru azalmaktadır. Bu sonuçlardan Model 1 ve Model 2'deki önsel beklentilerimizle uyumlu değildir. Model 3'te ise FED'in faiz oranlarını artırması, diğer ülkeler için de bir örnek oluşturmuş ve onlar da faiz oranlarını artırmışlardır. FED'in parasal tabanını genişletmesi ise Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde borsa endeksinin beklentilerimizin aksi yönünde azalmasına, döviz kurunun yine beklentilerimizle uyumsuz biçimde artmasına neden olmuştur. Ancak Model 6'da FED'in parasal tabanının genişlemesi faiz oranlarını beklentilerimizle uyumlu biçimde azaltmıştır. Elde edilen uzun dönem analizi sonuçları Tablo 35'te bir arada sunulmuştur.

Tablo 35: Kısa Dönem Analizi Toplu Sonuçları

		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Tüm Ülkeler	$\Delta FEDFO$	-0.16*** (0.00)	-19.17*** (0.00)	2.36** (0.01)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.74*** (0.00)	124.68*** (0.00)	-2.62*** (0.00)
	ECT_{t-1}	-0.043** (0.01)	-0.006* (0.06)	-0.87*** (0.00)	-0.03*** (0.00)	-0.07*** (0.00)	-0.003*** (0.00)
Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya Hariç	$\Delta FEDFO$	-0.17*** (0.00)	-28.31*** (0.00)	1.02*** (0.00)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.19*** (0.00)	155.15*** (0.00)	-2.50 (0.50)
	ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.005* (0.05)	-0.007*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.009*** (0.00)	-0.52*** (0.00)
Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan Hariç	$\Delta FEDFO$	0.04*** (0.00)	-0.21*** (0.00)	1.20*** (0.00)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.17*** (0.00)	1.38*** (0.00)	-3.48 (0.62)
	ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.02*** (0.00)	-0.009*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	-0.69*** (0.00)
Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya, Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan Hariç	$\Delta FEDFO$	0.04*** (0.00)	-0.24*** (0.00)	2.16** (0.02)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.28*** (0.00)	1.93*** (0.00)	-3.49*** (0.00)
	ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.04*** (0.00)	-0.55*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	-0.04*** (0.00)	-0.001*** (0.00)
Amerika Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ü.	$\Delta FEDFO$	0.05*** (0.00)	-2.50* (0.06)	1.35 (0.68)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.28*** (0.00)	27.91*** (0.00)	-1.21 (0.94)
	ECT_{t-1}	-0.01** (0.02)	-0.01** (0.01)	-0.89*** (0.00)	-0.02*** (0.00)	-0.05*** (0.00)	-0.77*** (0.00)
Avrupa, Orta Doğu ve Afrika Kıtalarında Yer Alan Gelişmekte Olan Ü.	$\Delta FEDFO$	0.04*** (0.00)	-0.20** (0.04)	2.85** (0.02)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.19*** (0.00)	1.21** (0.02)	-1.43* (0.05)
	ECT_{t-1}	-0.02*** (0.00)	-0.009** (0.01)	-0.57*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.04*** (0.00)	-0.15*** (0.00)
Asya Kıtasında Yer Alan Gelişmekte Olan Ü.	$\Delta FEDFO$	0.71*** (0.00)	-0.54*** (0.00)	0.07*** (0.00)	-	-	-
	$\Delta LnFEDPT$	-	-	-	-0.13*** (0.00)	331.86*** (0.00)	-1.01*** (0.00)
	ECT_{t-1}	-0.02* (0.09)	-0.008** (0.02)	-0.01*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.07*** (0.00)	-0.01*** (0.00)

Not: ***, ** ve *; İlgili katsayının sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 35'e göre FED faiz oranlarındaki değişimlerin hisse senedi borsalarını kısa dönemde en fazla (0.71) Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde etkilediği görülmektedir. Bu sonuç, söz konusu ülkelerin borsalarının işlem

saatlerinin ABD'den hemen sonra başlaması ve finansal piyasalarının dinamik yapısı nedeniyle akla yatkındır.

FED faiz oranlarının döviz kurlarını kısa dönemde en fazla (-28.31) Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya haricindeki ülkelerde etkilediği belirlenmiştir. Bu ülkelerin belirli dönemlerde sabit kur rejimi uygulandığı düşünüldüğünde, elde edilen sonuç rasyoneldir.

Yine FED faizlerindeki değişimlerin faiz oranlarını kısa dönemde en fazla (2.85) Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerde etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuç, söz konusu ülkelerin FED'in uygulamakta olduğu para politikalarını yakından takip ettiklerini göstermektedir.

FED'in parasal tabanındaki değişimlerin hisse senedi borsaları üzerinde kısa dönemdeki en yüksek etkiyi (-0.74) panelin genelinde yer alan ülkelerde gösterdiği tespit edilmiştir.

FED'in parasal tabanındaki değişimlerin, döviz kurları üzerinde kısa dönemdeki en yüksek etkiyi (331.86) Asya Kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler görülmüştür. Bu durumun nedeninin; Endonezya, G. Kore ve Pakistan'daki döviz kurlarının, panelde yer alan diğer ülkelere göre yüksek olması olabileceği değerlendirilmektedir.

FED'in parasal tabanındaki değişimlerin ülkelerin faiz oranlarını üzerindeki kısa dönemli etkisinin en yüksek (-3.49) olduğu ülkelerin; Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya, Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan haricindeki ülkeler oldukları tespit edilmiştir. Bütün modellerde hata düzeltme mekanizmaları çalışmaktadır.

4.5.6. Nedensellik Testi Sonuçları

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:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^p \beta_i^j Y_{it-j} + \sum_{j=1}^p \gamma_i^j X_{it-j} + u_{it} \quad (27)$$

$$X_{it} = \theta_i + \sum_{j=1}^p \phi_i^j X_{it-j} + \sum_{j=1}^p \delta_i^j Y_{it-j} + v_{it} \quad (28)$$

Burada p ; optimum gecikme uzunluğudur. Denklem (27), X' ten Y' ye; Denklem (28) 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 kullanılabilmekte ve dengesiz panel veri setlerinde de etkin sonuçlar üretebilmektedir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012: 1457). Çalışmada Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testleri yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 36'da sunulmuştur⁶³.

⁶³ 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.

Tablo 36: Panel Nedensellik Testi

<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>W İstatistiği</i>	<i>Z İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>FEDFO → LnBE</i>	2.73	1.56	0.11
<i>FEDFO → DK</i>	1.08	0.008	0.33
<i>FEDFO → FO</i>	11.65***	21.19***	0.00
<i>LnFEDPT → LnBE</i>	2.93**	2.03**	0.04
<i>LnFEDPT → DK</i>	1.14	0.41	0.31
<i>LnFEDPT → FO</i>	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 36'daki 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.

Uzun ve kısa dönem analizlerinde olduğu gibi nedensellik testi de alt gruplar için 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 37'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 37: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 1)

<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>W İstatistiği</i>	<i>Z İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>FEDFO → LnBE</i>	2.65	1.22	0.22
<i>FEDFO → DK</i>	1.90	-0.21	0.83
<i>FEDFO → FO</i>	7.72***	10.87***	0.00
<i>LnFEDPT → LnBE</i>	2.59	1.09	0.27
<i>LnFEDPT → DK</i>	4.56***	4.84***	0.00
<i>LnFEDPT → FO</i>	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 37'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.

Uzun ve kısa dönem analizlerinde olduğu gibi nedensellik testi de alt gruplar için yinelenmiştir. Bu kapsamda 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 38’deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 38: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 2)

<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>W İstatistiği</i>	<i>Z İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>FEDFO → LnBE</i>	2.44	0.84	0.39
<i>FEDFO → DK</i>	0.62	0.11	0.53
<i>FEDFO → FO</i>	12.80***	21.22***	0.00
<i>LnFEDPT → LnBE</i>	2.72	1.39	0.16
<i>LnFEDPT → DK</i>	11.84***	20.76***	0.00
<i>LnFEDPT → FO</i>	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 38’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.

Panelden dönemselsel 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 olan Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan analiz dışı bırakılarak nedensellik testi yinelenmiş ve Tablo 39’deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 39: Panel Nedensellik Testi (Daraltılmış 3)

<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>W İstatistiği</i>	<i>Z İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>FEDFO → LnBE</i>	2.22	0.33	0.73
<i>FEDFO → DK</i>	1.98	-0.05	0.95
<i>FEDFO → FO</i>	7.97***	9.71***	0.00
<i>LnFEDPT → LnBE</i>	2.15	0.22	0.82
<i>LnFEDPT → DK</i>	4.54***	4.12***	0.00
<i>LnFEDPT → FO</i>	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 39'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 40'ta yer almaktadır.

Tablo 40: Panel Nedensellik Testi (Amerika)

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

Not: Optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 40'taki 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 istikrarsızlıklar olduğu değerlendirilmektedir. Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkeler için elde edilen sonuçlar Tablo 41'de yer almaktadır.

Tablo 41: Panel Nedensellik Testi (Avrupa, Orta Doğu ve Afrika)

<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>W İstatistiği</i>	<i>Z İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>FEDFO → LnBE</i>	1.96	-0.07	0.93
<i>FEDFO → DK</i>	0.57	0.10	0.56
<i>FEDFO → FO</i>	15.75***	19.11***	0.00
<i>LnFEDPT → LnBE</i>	1.13	-1.22	0.22
<i>LnFEDPT → DK</i>	5.10***	9.99***	0.00
<i>LnFEDPT → FO</i>	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 41'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 42'de yer almaktadır.

Tablo 42: Panel Nedensellik Testi (Asya)

<i>Nedenselliğin Yönü</i>	<i>W İstatistiği</i>	<i>Z İstatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>FEDFO → LnBE</i>	4.08***	2.69***	0.00
<i>FEDFO → DK</i>	1.45	-0.72	0.46
<i>FEDFO → FO</i>	13.09***	14.41***	0.00
<i>LnFEDPT → LnBE</i>	5.48***	4.51***	0.00
<i>LnFEDPT → DK</i>	4.82***	3.64***	0.00
<i>LnFEDPT → FO</i>	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 42'deki 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.

4.6. Bulgularının Değerlendirilmesi

Bu çalışmada FED'in faiz oranlarını artırmasının ve FED'in parasal tabanında meydana gelen genişlemelerin, MSCI endeksine göre gelişmekte olan ve verilerine erişilebilen 20 ülkenin borsa endeksleri, döviz kurları ve faiz oranları üzerindeki etkileri panel veri analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Serilerin durağanlıklar LLC ve IPS yöntemleriyle sınanmış ve serilerin tamamının I(1) oldukları görülmüştür. Bu ülkelerin faiz oranlarının lider ülke ABD'nin (FED'in) faiz oranına yakınsayıp yakınsamadığı da LLC ve IPS yöntemleri yardımıyla incelenmiş ve gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının, FED'in faiz oranlarına yakınsadığı tespit edilmiştir.

Modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı; Kao (1999) panel eşbütünleşme testi ile incelenmiş ve serilerin eşbütünleşik oldukları

görülmüştür. Eşbütünleşme ilişkisine sahip bu seriler arasındaki uzun dönem analizleri DOLS yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Uzun dönem analizi özet sonuçları Tablo 43'te toplu olarak derlenmiştir.



Tablo 43: Uzun Dönem Analizi Özet Sonuçları (Özet Tablo)

	Açıklayıcı Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Açıklayıcı Değişken	Model 4	Model 5	Model 6
Bütün Ülkeler	<i>FEDFO</i>	-	-	+	<i>LnFEDPT</i>	+	+	-
Bazı Dönemlerde Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) Hariç	<i>FEDFO</i>	-	-	+	<i>LnFEDPT</i>	+	+	-
ABD Doları Karşısındaki Döviz Kurları Diğer Ülke Döviz Kurlarına Göre Yüksek Olan Ülkeler (Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan) Hariç	<i>FEDFO</i>	-	-	+	<i>LnFEDPT</i>	+	+	-
Bazı Dönemlerde Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) ve ABD Doları Karşısındaki Döviz Kurları Diğer Ülke Döviz Kurlarına Göre Yüksek Olan Ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) Hariç	<i>FEDFO</i>	-	-	+	<i>LnFEDPT</i>	+	+	-
Amerika	<i>FEDFO</i>	-	-	Anlamlı Değil	<i>LnFEDPT</i>	+	+	Anlamlı Değil
Avrupa, Orta Doğu ve Afrika	<i>FEDFO</i>	-	-	+	<i>LnFEDPT</i>	+	+	-
Asya	<i>FEDFO</i>	-	-	+	<i>LnFEDPT</i>	+	+	-

Tablo 43'teki sonuçlara göre; FED'in faiz artırması bu ülkelerde genel olarak borsa ve döviz kurlarını negatif, faiz oranlarını pozitif etkilemiştir. FED'in parasal tabanının genişlemesi ise bu ülkelerin borsa ve döviz kurlarını pozitif, faiz oranlarını negatif etkilemiştir. Amerika kıtasındaki gelişmekte olan ülkelerde ise FED faiz oranının ve FED parasal tabanının artmasının faiz oranı üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Kısa dönem analizi özet sonuçları Tablo 44'te toplu olarak olarak sunulmuştur.

Tablo 44: Kısa Dönem Analizi Özet Sonuçları (Özet Tablo)

	Açıklayıcı Değişken	Model 1	Model 2	Model 3	Açıklayıcı Değişken	Model 4	Model 5	Model 6
Bütün Ülkeler	$\Delta FEDFO$	-	-	+	$\Delta LnFEDPT$	-	+	-
Bazı Dönemlerde Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) Hariç	$\Delta FEDFO$	-	-	+	$\Delta LnFEDPT$	-	+	Anlamlı Değil
ABD Doları Karşısındaki Döviz Kurları Diğer Ülke Döviz Kurlarına Göre Yüksek Olan Ülkeler (Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan) Hariç	$\Delta FEDFO$	+	-	+	$\Delta LnFEDPT$	-	+	Anlamlı Değil
Bazı Dönemlerde 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	$\Delta FEDFO$	+	-	+	$\Delta LnFEDPT$	-	+	-
Amerika	$\Delta FEDFO$	+	-	Anlamlı Değil	$\Delta LnFEDPT$	-	+	Anlamlı Değil
Avrupa, Orta Doğu ve Afrika	$\Delta FEDFO$	+	-	+	$\Delta LnFEDPT$	-	+	-
Asya	$\Delta FEDFO$	+	-	+	$\Delta LnFEDPT$	-	+	-

Tablo 44'teki sonuçlara göre; FED'in faiz artırması borsa endeksini tüm ülkelerde ve dönemsel olarak sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde negatif, diğer ülkelerde pozitif etkilemiştir. FED'in faiz artırması tüm ülkelerde döviz kurunu negatif etkilerken, faiz oranını Amerika kıtasındaki ülkeler haricinde pozitif yönde etkilemiştir. FED'in parasal tabanının genişlemesi bu ülkelerin borsa endekslerini negatif, döviz kurlarını pozitif etkilerken, faiz oranlarını belirli ülkelerde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkileyememiştir. Seriler arasındaki nedensellik ilişkileri Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiş ve Tablo 45'teki özet sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 45: 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>	+
Bazı Dönemlerde 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>	+
Bazı Dönemlerde 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	<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	<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	<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 45'teki sonuçlara göre; FED faiz oranından gelişmekte olan ÷lkelerdeki faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanında da gelişmekte olan ÷lkelerdeki borsa endeksi ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır.

Bazı dönemlerde sabit kur rejimi uygulayan ÷lkeler (Arjantin, Katar, Suudi Arabistan, Çin, Malezya) haricindeki ÷lkelerde FED faiz oranından bu ÷lke faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanında da bu gelişmekte olan ÷lkelerdeki döviz kurları ve faiz oranına doğru nedensellik ilişkileri vardır.

Aynı durum ABD Doları karşısındaki döviz kurları diğer ÷lke döviz kurlarına göre yüksek olan ÷lkeler (şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan) haricindeki ÷lkeler ve bu iki grup harici ÷lkeler için de geçerlidir.

Kıtalar bazında yapılan incelemelere göre ise; Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ÷lkelerde FED faiz oranından ve FED'in parasal tabanından bu ÷lke değişkenlerine doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtasında yer alan gelişmekte olan ÷lkelerde FED faiz oranından bu ÷lkelerin faiz oranlarına doğru ve FED'in parasal tabanından bu ÷lkelerdeki döviz kuru ve faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir.

Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ÷lkeler için yapılan analizde; FED faiz oranından bu ÷lke borsalarına ve faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkileri tespit edilirken, FED'in parasal tabanından Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ÷lkelerin borsaları, döviz kurları ve faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir.

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 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 etkilenebilmektedirler. 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 kapsamda çalışmada; FED'in faiz oranlarını artırmasının (FED'in daraltıcı para politikası uygulamasının) ve FED'in parasal tabanında meydana gelen genişlemelerin (FED'in genişletici para politikası uygulamasının), MSCI endeksine göre gelişmekte olan ve verilerine erişilebilen 20 ülkenin borsa endeksi, döviz kuru ve faiz oranı üzerindeki etkileri, panel veri analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Serilerin durağanlıkları LLC ve IPS panel birim kök testleriyle incelenmiş ve serilerin tamamının I(1) oldukları görülmüştür. Bu gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının, lider ülke ABD'nin (FED'in) faiz oranına yakınsayıp yakınsamadığı da LLC ve IPS yöntemleriyle incelenmiş ve gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının, FED'in faiz oranına yakınsadığı tespit edilmiştir. Modellerde yer alan seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı; Kao (1999) panel eşbütünleşme testi ile incelenmiş ve serilerin eşbütünleşik oldukları bulunmuştur.

Eşbütünleşme ilişkisine sahip bu seriler arasındaki uzun ve kısa dönem analizleri DOLS yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Uzun dönem analizinde; FED'in

faiz oranını artırmasının, bu gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerini ve dvız kurlarını genel olarak negatif, faiz oranlarını ise pozitif etkilediği, FED'in parasal tabanını genişletmesinin ise bu ülkelerin borsa endeksi ve dvız kurlarını pozitif, faiz oranlarını negatif etkilediği tespit edilmiştir. FED faiz oranının ve parasal tabanının artmasının, Amerika kıtasındaki gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu bulunmuştur. Bu analizde dvız kurlarına ait sonuçlar önsel beklentilerimizle uyumlu çıkmamıştır. Bu durumda; gelişmekte olan ülkelerdeki dvız kurlarının, FED'in kararlarından ziyade ülkelerin kendilerine özgü riskler ve makroekonomik görünüme göre şekillendiği değerlendirilmiştir. Buradaki bir diğer bakış açısı da FED faiz oranını artırırken gelişmekte olan ülkelerin de (sıcak paranın ülkeden çıkmasını önlemek için) benzer bir tepki verip, faiz oranlarını FED faiz oranından daha fazla artırmış olabilecekleridir. Bu da ülkelerdeki dvız miktarının artmasına ve dvız kurlarının düşmesine neden olmuş olabilecektir. Nitekim yapılan analizlerde de FED faiz oranını 1 birim artırdığında, gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının 1.06 arttığı grlmştir. Bu durum uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere gitmesine ve o ülkelerdeki dvız kurlarının düşmesine yol açmış olabilecektir. Elde edilen bu sonuçlar literatürde yer alan Wongswan (2006); Berument ve Ceylan (2008); Rosa (2011); Wright (2012); Rogers, Scotti ve Wright (2014); Bakın (2015); Bowman, Londono ve Sapriza (2015) alışmalarıyla uyumludur.

Uzun dönem analizleri topluca değerlendirildiğinde; FED faiz oranlarındaki değerışimlerin en fazla Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsalarını etkilediği grlmştir ki bu durumun söz konusu ülke borsalarının işlem saatlerinin aynı olması olabileceği değerlendirilmiştir. FED faiz oranlarının dvız kurlarını en fazla Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya haricindeki ülkelerde etkilediği belirlenmiş olup, bu durumun nedeninin hariç tutulan ülkelerin dönemselsel olarak sabit kur rejimi uygulamış olmaları olduğu düşünülmektedir. Yine FED faizlerindeki değerışimlerin ülkelerin faiz oranlarını en yüksek derecede Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerde etkilediği bulunmuş olup, buna göre ilgili ülkelerin FED'i kendilerine daha fazla örnek alma eğiliminde oldukları söylenebilir.

FED'in parasal tabanındaki uzun dönemli değişimlerin hisse senedi borsaları üzerindeki en yüksek etkiyi Amerika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelerde gösterdiği belirlenmiş olup, bunun borsalarının işlem saatlerinin aynı olmasından kaynaklandığı değerlendirilmiştir. FED'in parasal tabanındaki değişimlerin döviz kurları üzerindeki etkisinin en yüksek olduğu ülkelerin, Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler görülmüş olup, bu durumun nedeninin; Endonezya, G. Kore ve Pakistan'daki döviz kurlarının, panelde yer alan diğer ülkelere göre yüksek olması olabileceği değerlendirilmiştir. FED'in parasal tabanındaki değişimlerin ülkelerin faiz oranlarını üzerindeki etkisinin en yüksek olduğu ülkelerin, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler olduğu belirlenmiştir. Söz konusu ülkelerin dış sermayeye olan yüksek duyarlılığının bu sonuç üzerinde etkili olmuş olabileceği düşünülmüştür.

Kısa dönem analizleri topluca değerlendirildiğinde; FED faiz oranlarındaki değişimlerin hisse senedi borsalarını kısa dönemde en fazla Asya kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkelere etkilediği görülmüştür. Bu sonuç, söz konusu ülkelerin borsalarının işlem saatlerinin ABD'den hemen sonra başlaması ve finansal piyasalarının dinamik yapısı nedeniyle akla yatkındır. FED faiz oranlarının döviz kurlarını kısa dönemde de en fazla Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya haricindeki ülkelere etkilediği belirlenmiştir. Bu ülkelerin belirli dönemlerde sabit kur rejimi uygulandığı düşünüldüğünde, elde edilen sonuç rasyoneldir. Yine FED faizlerindeki değişimlerin faiz oranlarını kısa dönemde en fazla Avrupa, Orta Doğu ve Afrika kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelere etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuç, söz konusu ülkelerin FED'in uygulamakta olduğu para politikalarını yakından takip ettiklerini göstermektedir.

FED'in parasal tabanındaki kısa dönemli değişimlerin hisse senedi borsaları üzerinde kısa dönemdeki en yüksek etkiyi panelin genelinde yer alan ülkelere gösterdiği tespit edilmiştir. FED'in parasal tabanındaki değişimlerin, döviz kurları üzerinde kısa dönemdeki en yüksek etkiyi Asya Kıtasında yer alan gelişmekte olan ülkeler görülmüştür. Bu durumun nedeninin; Endonezya, G. Kore ve Pakistan'daki döviz kurlarının, panelde yer alan diğer ülkelere göre yüksek olması olabileceği

değerlendirilmektedir. FED'in parasal tabanındaki değişimlerin ülkelerin faiz oranlarını üzerindeki kısa dönemli etkisinin en yüksek olduğu ülkelerin; Arjantin, Katar, S. Arabistan, Çin ve Malezya, Şili, Endonezya, G. Kore ve Pakistan haricindeki ülkeler oldukları tespit edilmiştir. Kısa dönem analizi sonuçları genel olarak uzun dönem analizi sonuçları ile uyumlu olup, bütün modellerin hata düzeltme mekanizmalarının çalıştığı, yani yapılan analizlerin güvenilir olduğu tespit edilmiştir.

Uzun dönem analizi ile kısa dönem analizi arasındaki farklara bakıldığında; FED faiz oranlarındaki artış karşısında Amerika ve Asya kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelere borsa endeksinin kısa dönemde arttığı, uzun dönemde azaldığı görülmüştür. Bu nedenle Amerika ve Asya kıtalarında yer alan gelişmekte olan ülkelerin borsalarında işlem yapacak yatırımcıların FED faiz kararlarının bu farklı etkilerini göz önünde bulundurmalarında yarar vardır.

FED'in parasal tabanında meydana gelen genişlemeler karşısında ise borsa endekslerinin kısa dönemde tüm ülke gruplarında azaldığı, ancak uzun dönemde arttığı tespit edilmiştir. Kısa dönemde borsa endekslerinin düşmesinin nedeni; beklentilerin daha önceden satın alınıp, gerçekleştirmelerin satılmasıdır. Uzun dönemde borsa endekslerinin, FED'in parasal tabanındaki genişlemelere pozitif tepki vermesi de bu görüşümüzü teyid eder. Bu sonuca göre analize dâhil edilen 20 gelişmekte olan ülkenin hisse senedi borsalarında işlem yapacak olan yatırımcıların, FED'in uygulayacağı parasal genişleme politikalarının kısa ve uzun dönem etkilerinin farklı olabileceğini de göz önünde bulundurmalarında yarar vardır.

Seriler arasındaki nedensellik ilişkileri Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testi ile incelenmiş ve FED faiz oranından gelişmekte olan ülkelere faiz oranlarına doğru, FED'in parasal tabanında da gelişmekte olan ülkelere 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 çalışmadan elde edilen bulgulara dayanarak; FED'in geliştirmekte olan ülkeler için rol model bir merkez bankası olduğu, ancak döviz kurları ve borsa endekslerinin ülkelere özgü dinamikler tarafından belirlendiği ifade edilebilir. Bu nedenle geliştirmekte 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.

Geliştirmekte olan ülke ekonomi yöneticilerinin ve finansal kurum temsilcilerinin, FED'in kararlarını yakından takip etmelerinde ve bu kararların dünyadaki muhtemel yansımalarına göre kendi iç politikalarını/yatırım stratejilerini belirlemelerinde fayda vardır.

Geliştirmekte olan ülkelerin, FED'in para politikalarının olumsuz etkilerinden kurtulabilmek için; kendilerinin de FED'le aynı yönlü, fakat daha büyük ölçekli (özellikle faiz oranları noktasında), para politikaları uygulayabilecekleri değerlendirilmektedir. Bu yolla geliştirmekte olan ülkelere sermaye çıkışı sınırlandırılabilir, döviz krizi ve finansal atakların önüne geçilebilir. Ayrıca geliştirmekte olan ülkelerin dış finansmana olan ihtiyaçlarını (dış borç stoklarını, cari açıklarını) azaltarak, döviz kurlarındaki değişimler karşısındaki finansal kırılganlıklarını düşürebilecekleri değerlendirilmektedir.

Covid-19 salgınında 2020 yılı son baharında yaşanan ikinci ve 2020 yılı ilkbaharındakine göre daha büyük dalganın 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, geliştirmekte 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 geliştirmekte 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.

Bu çalışmanın literatüre katkıları:

Bu çalışma; FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarını bir arada ele alması, bu politikaların gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerindeki etkileri görsel (tablo ve grafikler yardımıyla) ve ekonometrik olarak analiz etmiş olması, analize dahil edilen ülkelerin, bütün dünyanın dikkatlerini üzerine çeken hızla gelişen ülkeler (Emerging Countries) ülkeler olması, bu ülkelere ait erişilebilen en geniş ve frekansı en yüksek veri seti ile çalışılmış olması, ekonometrik analizler yapılırken; bir yandan standart panel veri analizleri yapılırken, diğer yandan faiz oranı yakınsaması gibi oldukça dikkat çekici bir analiz türünü de içinde barındırması, 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.

Bundan sonra yapılacak çalışmalarda araştırmacılara öneriler:

Bu çalışmada FED'in 2000 öncesi dönemde uyguladığı para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarına olan etkileri de analiz etmek istenmiş, ancak birçok gelişmekte olan ülkenin 2000 öncesi verilerine erişilemediği için analizler 2000:M01-2020:M09 dönemi için gerçekleştirilmiştir. Sonraki araştırmacıların, ülke gruplarını farklılaştırarak, 2000 öncesi döneme ait FED para politikalarının diğer ülke finansal piyasaları üzerindeki etkilerini de analiz etmeleri ufuk açıcı olacaktır.

FED'in faiz kararları 2000-2008 döneminde ülkeler üzerinde daha etkili iken, 2008 finansal krizi sonrası dönemde ekonomide ABD ekonomisinde beklenen iyileşme sağlanamadığı için FED, faizleri artırmakta zorlanmıştır. Sonraki çalışmalarda 2000-2008 dönemi ve 2008 sonrası dönemlerin ayrı ayrı ele alınmasının

faydalı olabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca gelecek araştırmacıların, bu çalışmada olduğu gibi, panel veri analizlerini sadece ülkelerin bütünü için yapmakla yetinmeyip, anlamlı alt gruplar için de yineleyerek, alt kırılımlar için farklı politika nerileri geliştirebilme çabaları içine de girmeleri yararlı olacaktır.



KAYNAKÇA

- AA “**Bedeli Çanakkale’de Ödendi**”, Anadolu Ajansı, 2015a, <https://www.aa.com.tr/tr/yasam/bedeli-canakkalede-odendi/66267>, Erişim Tarihi: 19.08.2020.
- AA “**FED Hem Ekonominin Hem Tartışmaların Merkezi**”, 2015b, <https://www.aa.com.tr/tr/dunya/fed-hem-ekonomin-in-hem-tartismalarin-merkezi/48323>, Erişim Tarihi: 20.09.2020.
- AA “**FED'in Bitmeyen İmtihani: Parasal Genişlemede 4. Faz Gelir mi?**”, 2020, <https://www.aa.com.tr/tr/analiz/fedin-bitmeyen-imtihani-parasal-genislemede-4-faz-gelir-mi/1757741>, Erişim Tarihi: 19.09.2020.
- Acemoğlu, Daron “**Daron Acemoğlu, Ekonomik Krize Karşı Devletlerin Atması Gereken 5 Adımı Anlattı**”, 2020, <https://www.haberturk.com/daron-acemoglu-ekonomik-krize-karsi-devletlerin-atmasi-gereken-5-adimi-anlatti-2636999>, Erişim Tarihi: 21.08.2020.
- Adhikari, Deerga Raj “**Has Fed's Policy Hurt the World Economy?**” **Journal of Developing Areas, Tennessee State University, College of Business**, Volume 51, Issue 1, 2017, pp. 361-372.
- Ağcaer, Arzu “**Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**”, TCMB Uzmanlık Tezi, 2003.
- Akbaş, Mustafa Emre “**1800’lerin Küresel Krizleri, Büyük Depresyon ve 2008 Krizi**”, **İGÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 4 (1), 2017, ss. 77-127.

- Akbulut, Dursun “Reel Efektif Döviz Kuru ve İhracat İçin Rekabet Gücü”, 2015, <https://www.finansgundem.com/yazarlar/reel-efektif-doviz-kuru-ve-ihracat-icin-rekabet-gucu-yazisi/466788>, Erişim Tarihi: 25.09.2020.
- Akçay, Memduh Aslan “Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”, Devlet Planlama Teşkilatı, Yayın No: 2483.
- Akın, Fetullah “İkinci Dünya Savaşı Sonrası Yenidünya Düzeni ve Türkiye”, **İş ve Hayat Dergisi**, Cilt 3, Sayı 5, 2017, s. 119-135.
- Aktan, Coşkun Can “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, No 1, 2010, s. 168 – 187.
- Akyazı, Haydar “TC Merkez Bankası ile Federal Rezerv Sisteminin (FED) Karşılaştırması”, **Bankacılar Dergisi**, sayı 36, 2001, s. 3 – 17.
- Alkin, Erdoğan; Yıldırım, Kemal; Özer, Mustafa **İktisada Giriş**. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1472, Eskişehir.
- Altınok, Serdar “Merkez Bankasının Özerkliği Üzerine Bir İnceleme”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, 1998, s. 17-35.
- Altuntaş, Özgür “Merkez Bankası Bağımsızlığı: Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Karşılaştırması”, **Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 12, 2012, s 73-84.

- Amadeo, Kiberly;
Boyle, Michael J. “Explaining Quantitative Easing – QE”,
<https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-definition-and-explanation-3305881>, Erişim Tarihi: 14.11.2020
- Amosweb “The Fed Pyramid”, 2020, https://www.amosweb.com/cgi-bin/awb_nav.pl?s=wpd&c=dsp&k=Federal+Reserve+pyramid, Erişim Tarihi: 20.09.2020
- Archer, David “Roles and Objectives of Modern Central Banks”, BIS (The Bank for International Settlements) 2004, https://www.bis.org/publ/othp04_2.pdf, Erişim Tarihi: 30.08.2020.
- Arıkan, Cengiz;
Görgün, Selen;
Yalçın, Yeliz “Parasal Aktarım Sürecinde Faiz Koridorunun Yeri”,
Maliye Dergisi, Sayı 174, 2018, s. 1-25
- Arifi, Denisa “Komşuyu Zarara Sokma Politikası: Çin ve ABD Arasındaki Kur Savaşı”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2019.
- Aydemir, Cahit;
Canbay, Şerif;
Mercan, Derya “Faiz Koridoru Sistemi Üzerine Bir Değerlendirme”, International Congress of Management, Economy and Policy 2018 Spring Istanbul/TURKIYE | 28-29 April, 2018.
- Ayyubov, Eljan “ABD Merkez Bankası FED Ve Dolar Hegemonyası”, 2012, <https://www.kenandabirkuyu.com/abd-merkez-bankasi-fed-ve-dolar-hegemonyasi/>, Erişim Tarihi: 12.09.2020.

- Bakın, Bilge “**The Responses of Asset Prices in Turkey to Monetary Policies of Federal Reserve and European Central Bank**”, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Bakırtaş, İbrahim;
Tekinşen, Ali “Dünya Savaşları ve Büyük Buhran Arasındaki Etkileşimin Ekonomi Politikası”, **S.Ü. SBE Dergisi**, Sayı 12, 2004, s. 83 - 100.
- Barış Tüzemen, Özge
Barış; Tüzemen,
Samet “Yakınsama Hipotezi: Balkan Ülkeleri Örneği”, **Balkan Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 7, 2015, s. 1 – 10.
- Bechter, Dan M. “**The Federal Reserve Today**”, (Eleventh Edition), FRB of Richmond, Virginia ,1994
- Becker, Kent G.;
Finnerty, Joseph E.;
Kopecky, Kenneth J. “Domestic Macroeconomic News and Foreign Interest Rates”. **Journal of International Money and Finance**, Volume 14, Issue 6, 1995, pp. 763-783.
- Beckworth, David “Facts, Fears, and Functionality of NGDP Level Targeting”, 2019, 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, Erişim Tarihi: 21.09.2020
- Bernanke, Ben S.;
Laubach, Thomas;
Mishkin, Frederic S.;
Posen, Adam S. “**Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**”, Princeton University Press Princeton New Jersey USA, 1999.
- Bernanke, Ben S.;
Kuttner, Kenneth N. “What Explain the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy?”, **The Journal of Finance**, Volume 60, Issue 3, 2005, pp. 1221 – 1257.

- Berument, Hakan;
Ceylan, Nildag
Basak; Olgun, Hasan “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**, Issue 7, 2007, pp. 40-47.
- Berument, Hakan;
Ceylan, Nildag
Basak “US Monetary Policy Surprises and Foreign Interest Rates: Evidence from a Set of MENA Countries”, **Review of Middle East Economics and Finance**, Volume 4, Issue 2, 2008, pp. 1-17.
- Berument, Hakan;
Ceylan, Nildag
Basak “The Effects of Anticipated and Unanticipated Federal Funds Target Rate Changes on Domestic Interest Rates: International Evidence”, **International Review of Applied Financial Issues and Economics**, Volume 2, Issue 2, 2010, pp. 328-340.
- Binici, Mahir; Kara,
Hakan; Özlü, Pınar “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2016.
- Bloomberght “Analiz: Fed’i Kulduran Kriz”, 2014, <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1485223-analiz-fedi-kulduran-kriz>, Erişim Tarihi: 11.08.2020
- Bordo, Michael D. “The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview” in **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform**, NBER, 1993, ISBN: 0-226-06587-1.
- Bordo, Michael D. “A Brief History of Central Banks”, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2007, <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/economic-commentary-archives/2007-economic-commentaries/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks.aspx>, Erişim Tarihi: 22.08.2020.

- Borio, Claudio;
Disyatat, Piti “**Unconventional Monetary Policies: An appraisal**”, BIS Working Papers, 2009, No. 292.
- Bowman, David;
Londono, Juan M.;
Sapriza, Horacio “U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies”, **Journal of International Money and Finance**, Issue 55, 2015, pp. 27-59.
- Brenner, Robert “**The Economics of Global Turbulence The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945–2005**”, Verso Books, Brooklyn, USA, 2010.
- Broaddus, Alfred J. “The Bank Merger Wave: Causes and Consequences,” 1998, https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_quarterly/1998/summer/pdf/broaddus.pdf, Erişim Tarihi: 02. 01. 2015.
- Broz, J. Lawrence “The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem”, **International Organization**, Volume 52, Issue 2 2003, p. 238-239.
- Buluş, Abdulkadir;
Kabaklarlı, Esra “1929 Ekonomik Buhranı ile Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması”, **SÜ İİBF Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 10, Sayı 19, 2010, s. 1 – 22.
- Campbell, Jeffrey R.;
Fisher, Jonas D.M.;
Evans, Charles L.;
Justiniano,
Alerjandro “Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance”, **Brooking Papers on Economic Activity**, Spring, 2012, pp. 1-53.

- Capie, Forrest;
Goodhart, Charles;
Schnadt, Norbert
- “**The Development of Central Banking**”, The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 2012.
- Capie, Forrest;
Fischer, Stanley;
Goodhart, Charles;
Schnadt, Norbert
- “**The Future of Central Banking**”, Cambridge University Press, Cambridge, 2001.
- Census
- “**Monthly Advance Report on Durable Goods Manufacturers’ Shipments, Inventories and Orders July 2020**”, 2020, <https://www.census.gov/manufacturing/m3/adv/pdf/durgd.pdf>, Erişim Tarihi: 22.09.2020
- Clarke, Simon
- “**Keynesianism, Monetarism and the Crisis of the State**” Edward Elgar, Aldershot, 1988.
- Conti-Brown, Peter
- “**Restoring the Promise of Federal Reserve Governance**”, 2020, https://www.mercatus.org/publications/monetary-policy/restoring-promise-fed-governance?utm_source=google&utm_medium=ad_link&utm_name=monetary_policy, Erişim Tarihi: 20.09.2020
- Coşkun, Yener
- “Konut Fiyatları ve Yatırımı: Türkiye İçin Bir Analiz”, **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 2, 2016, s. 201- 217.
- Cowen, David J.
- “**The Origins and Economic Impact of the First Bank of the United States, 1791-1797**”, Garland Publishing, New York, 2000.
- Crowe, Christopher;
Meade, Ellen E.
- “Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness”, **IMF Working Paper**, No: 08/119.

- Cukierman, Alex;
Webb, Steven B.;
Neyapti, Bilin
“Measuring the Independence of Central Banks and Tts Effect on Policy Outcomes”, **The World Bank Economic Review**, Volume 6, No 3, 1992, pp. 353 – 398.
- Cukierman, Alex
“The Economics of Central Banking” in **Macroeconomic Policy and Financial Systems** (Ed. Wolf Holger), The Macmillan Press, 1996.
- Çetin, Müzeyyen
Özlem
“Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt 8, Sayı 14, 2016, ss. 67-101.
- Çınarlı, Mustafa S.
“Laissez Faire, Laissez Aller, Laissez Passer” diye başladı “Citius, Altius, Fortius” diye devam ediyor. 2012, http://www.emo.org.tr/ekler/4d42839c9028a08_ek.pdf?dergi=894, Erişim Tarihi: 21.08.2020.
- Dennis, Richard
“The Policy Preferences of The US Federal Reserve”, **Journal Of Applied Econometrics**, Volume 21, Issue 1, 2006, pp. 55-77.
- Dinler, Zeynel
“İktisada Giriş”, (18. Basım), Ekin Kitabevi, Bursa.
- Doğru, Emrah
“ABD TÜFE Oranları Açıklandı!”, 2014, <https://www.haberturk.com/ekonomi/para/haber/972680-abd-tufe-oranlari-aciklandi>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Dumitrescu, Elena-Ivona; Hurlin, Christophe
“Testing for Granger Non-causality in Heterogeneous Panels”, **Economic Modeling**, Volume 29, 2012, pp. 1450-1460.
- Economicshelp
“Aim of Monetary Policy”, 2020, <https://www.economicshelp.org/macroeconomics/monetary-policy/>, Erişim Tarihi: 21.09.2020.

- Edvinsson, Rodney;
Jacobson, Tor;
Waldenström, Daniel
- “**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, 2010.
- Eğilmez, Mahfi
- “Likidite Tuzağı”, 2012, Kendime Yazılar, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/likidite-tuzag.html>, Erişim Tarihi: 26.08.2018.
- Eğilmez, Mahfi
- “**Resesyon mu Stagflasyon mu?**”, 2018, Kendime Yazılar, <http://www.mahfiegilmez.com/2018/10/resesyon-mu-stagflasyon-mu.html>, Erişim Tarihi: 24.08.2018.
- Eğilmez, Mahfi
- “Ekonomi Sözlüğü”, 2020, <http://www.mahfiegilmez.com/p/ekonomi-sozlugu.html>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Ehrmann, Michael;
Fratzsher, Marcel
- “Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets”, **European Central Bank Working Paper**, No: 354, May 2004.
- Ehrmann, Michael;
Fratzsher, Marcel;
Rigobon, Roberto
- “Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission”, **NBER (National Bureau of Economic Research) Working Papers**, No. 11166, 2005.
- Ekodialog
- Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT Nedir). 2004, http://www.ekodialog.com/uluslararasi_ekonomi/gumruk-tarifeleri-ticaret-anlasmasi-gatt-nedir.html, Erişim Tarihi: 22.08.2020.

- Eloranta, Jari;
Harrison, Mark
“War and Disintegration, 1914-1950”, Book Chapter in **The Cambridge Economic History of Modern Europe**, p. 133-155, Cambridge University Press Cambridge, 2010.
- Engle, Robert F.;
Granger, Clive W. J.
“Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, **Econometrica**, Voume 55, No 2, 1987, pp. 251–276.
- Erçel, Gazi
“Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Eski Başkanı, Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi’ndeki 14 Kasım 1996 tarihli konuşma metni.
- Erer, Elif; Erer
Deniz; Çayır,
Mustafa; Altay,
Nasuh O.
“TCMB, FED ve ECB Para Politikalarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri: 1994-2014 Dönemi Analizi”, **Sosyoekonomi**, Voume 24, No 29, 2016, pp. 285–305.
- Ertem, Barış
“Türkiye-ABD İlişkilerinde Truman Doktrini ve Marshall Planı”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 12, Sayı 21, 2009, s.377-397.
- EVDS
“Merkez Bankası Rezervleri (Milyon ABD Doları)(Haftalık)”, 2020a, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, Erişim Tarihi: 25.09.2020.
- EVDS
“**Kurlar**”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, 2020b, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, Erişim Tarihi: 25.09.2020.

EVDS “BİST Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi(İş Günü); (FİYAT) BİST 100 Endeks (XU100), Kapanış Fiyatlarına Göre(Ocak 1986=0,01)”, 2020c, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, Erişim Tarihi: 25.09.2020.

Farlex “**Farlex Financial Dictionary**”, 2012, <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Monetary+Easing#:~:text=The%20policy%20in%20which%20a,a%20boost%20in%20stock%20prices>, Erişim Tarihi: 17.08.2020.

FED “**The Federal Reserve Performs**”, 2013a, http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_1.pdf, Erişim Tarihi: 20.09.2020.

FED “**Federal Advisory Council**”, 2013b, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fac.htm>, Erişim Tarihi: 20.09.2020.

FED “**What Economic Goals does the Federal Reserve Seek to Achieve Through its Monetary Policy?**”, 2015, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm#:~:text=The%20Federal%20Reserve%20works%20to,moderate%20long%2Dterm%20interest%20rates>, Erişim Tarihi: 21.09.2020.

FED “**Federal Reserve Districts**”, 2016, <https://federalreserveonline.org/>, Erişim Tarihi: 20.09.2020.

FED “**History of the Federal Reserve**”, 2017, <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history>, Erişim Tarihi: 19.09.2020.

FED “Great Recession and its Aftermath”, 2018, https://www.federalreservehistory.org/time_period?inFields=Time%2520Period:Great%2520Recession%2520and%2520its%2520Aftermath, Erişim Tarihi: 19.09.2020.

FED “About the Fed”, 2020a, <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm>, Erişim Tarihi: 18.09.2020.

FED “Beige Book”, 2020b, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/beige-book-default.htm>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.

FED San Francisco, 2020 “What is the Fed: History”, 2020, <https://www.frbsf.org/education/teacher-resources/what-is-the-fed/history/#:~:text=The%20Federal%20Reserve%20System%20was,law%20on%20December%2023%2C%201913.>, Erişim Tarihi: 23.08.2020

Fırat, Emrah Hanifi “Major Merkez Bankalarının (TCMB, FED, ECB, BOJ) Dinamik Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonu Kapsamında Ekonometrik Olarak İncelenmesi”, Fırat Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Filiz Baştürk, Meryem; Ertürk, Emin “Küresel Kriz Sonrası Gelişmiş Ülke Merkez Bankalarının Negatif Faiz Oranı Politikası Uygulamaları: Bir Değerlendirme”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 40, 2018, s. 289-312.

Finanswebde “PMİ Endeksi Nedir?”, 2020, <https://finanswebde.com/pmi-endeksi-nedir/b/5e845f8fbcabd80038b6e9fe>, Erişim Tarihi: 22.09.2020

- Fischer, Stanley “Modern Central Banking” in **The Future of Central Banking**, (Ed: F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt), Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1995a.
- Fischer, Stanley “Modern Approaches to Central Banking”, **NBER Working Paper Series**, No. 5064, 1995b.
- Flaherty, Edward “Who Owns and Controls the Federal Reserve”, <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>, Erişim Tarihi: 20.09.2020
- FORBES “Quantitative Easing In Focus: The U.S. Experience”, <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/16/quantitative-easing-in-focus-the-u-s-experience/?sh=b871df528d53>, Erişim Tarihi: 14.11.2020
- Francke, Hans
Hermann; Hudson,
Michael “**Banking and Finance in West Germany**”, Routledge Taylor and Francis Group, London and New York, 1984.
- Fratzscher, Marcel;
Duca Marco Lo;
Straub, Roland “On the International Spillovers of US Quantitative Easing”, **European Central Bank Working Paper Series**, 2013, No. 1557.
- FRBR “Nature and Characteristics of Central Banks”, **Federal Reserve Bank of Richmond**, April 1962.
- FRED Federal Reserve Economic Data, 2020, <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>, Erişim Tarihi: 18.10.2020.

- Frieden, Jeffry A. **“Banking on the World: The Politics of American International Finance”**, Harper & Row Publishers, New York, 1987.
- Friedman, Milton **“Money, Credit and Banking; Monetary Policy; Consumer Finance; Mortgage Credit”, The American Economic Review**, Vol. 50, No. 4, 1960, p. 765-768.
- Fullwiler, Scott T. **“Modern Central Bank Operations-The General Principles”**, 2008, [https://core.ac.uk/download/pdf/207650683 .pdf](https://core.ac.uk/download/pdf/207650683.pdf), Erişim Tarihi: 17.08.2019.
- Gaspar, Vítor;
Hartmann, Philipp;
Sleijpen, Olaf **“The Transformation of the European Financial System”, Second ECB Central Banking Conference**, October 2002, Frankfurt, Germany
- Gedikli, Ayfer **“Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Değerlendirme: Örnek Ülke Deneyimleri”, Sosyal Bilimler Metinleri**, No: 1, 2017, s. 24 – 40.
- Glick, Reuven;
Leduc, Sylvain **The Effects of Unconventional and Conventional U.S. Monetary Policy on the Dollar”, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series**, 2013, No. 11, pp. 1 - 33.
- Goodhart, Charles;
Capie, Forrest;
Schnadt, Norbert;
Fischer, Stanley **“The Future of Central Banking”**, The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge Books, UK, Cambridge University Press, 1994.
- Govtrack **“H.R. 4986 (96th): Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980”**, 2016, <https://www.govtrack.us/congress/bills/96/hr4986/summary>, Erişim Tarihi: 19.09.2020.

- Göçer, İsmet; Akın, Tuğba
“Kırılgan Beşlide Tasarruf-Yatırım Açığının Ekonomik Büyümeye Etkileri: Yeni Nesil Bir Ekonometrik Analiz”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt 16, Sayı 2, 2016, s. 176-190.
- Gögül, Pelin
Karatay; Korap, Levent
“Ekonomik Yakınsama Olgusunun Sınanması Üzerine Yeni Bulgular: OECD Örneği”. **Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 4, 2014, s. 60-73.
- Granger, Clive W.; Newbold, Paul
“Spurious Regressions in Econometrics”. **Journal of Econometrics**, Volume 2, Issue 2, 1974, pp. 111-120.
- Greenspan, Alan
“Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate”, <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-alan-greenspan-452/testimony-committee-banking-housing-urban-affairs-united-states-senate-8368>, Erişim Tarihi: 18.09.2020.
- Guttmann, Robert R.
“**How Credit-Money Shapes the Economy, The United States in a Global System**”, M.E. Sharpe, Inc., New York, 1994.
- Guy, DeBelle; Fisher, Stanley
“**How Independent Should a Central Bank Be**”, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, 1994.
- Gündoğdu, Mustafa Kemal
“**Fed’in Para Politikasının Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Üzerindeki Etkisi**”, Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, Eylül 2015.
- Hamilton, James D.; Wu, Jing C.
“**The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment**”, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No.16956, 2011.
- Hammond, Bray
“**Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War**”, Princeton University Press, Princeton, 1957.

- Hammond, Gill “**The Role of a Modern Central Bank**”, Director, CCBS Bank of England International conference in Georgia June 2009.
- Harvey, Campell R.; Huang, Roger D. “The Impact of the Federal Reserve Bank’s Open Market Operations”, **Journal of Financial Markets**, Issue 5, 2002, pp. 223–257.
- Hawley, Jim “The Internationalization of Capital: Banks, Eurocurrency and the Instability of the World Monetary System”, **The Review of Radical Political Economics**, Vol.11, No.4, 1979, p. 78 – 90.
- Hill, Andrew T. “**The First Bank of the United States 1791–1811**”, https://www.federalreservehistory.org/essays/first_bank_of_the_us, Erişim Tarihi: 17.09.2019.
- Hoca, Bülent “**Bankacılıkta Doğrudan Yabancı Yatırımlar: 1994 Sonrası Dönüşüme Marksist Bir Yaklaşım**”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Kalkınma İktisadi ve İktisadi Büyüme Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2008.
- İkon “ABD ÜFE'si Sonrası Dolar Güçleniyor”, 2017, <https://ikon.news/haber/detay/899465>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Im, Kyung S.; Pesaran, M. Hashem; Shin, Yongcheol “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, **Journal of Econometrics**, Issue 115, 2003, pp. 53–74.
- IMF International Financial Statistics (IFS), <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b>, Erişim Tarihi: 22.08.2019.

IMF “The IMF at a Glance”, 2019, <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>, Erişim Tarihi: 18.09.2020.

IMF-IFS International Financial Statistics (IFS), Exchange Rates selected indicators, National Currency per U.S. Dollar, period average, 2020a, <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862>, Erişim Tarihi: 16.10.2020.

IMF-IFS International Financial Statistics (IFS), Interest Rates selected indicators, Financial, Interest Rates, Monetary Policy-Related Interest Rate, Percent per annum, 2020b, <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545867>, Erişim Tarihi: 16.10.2020.

Integral Forex Parasal Genişleme (Quantitative Easing), 2014, <https://www.integralforex.com.tr/parasal-genisleme-quantitative-easing>, Erişim Tarihi: 17.08.2020.

Investing “Dünya Merkez Bankaları”, 2020a, <https://tr.investing.com/central-banks/world-central-banks>, Erişim Tarihi: 24.08.2020.

Investing “ABD - ADP Tarım Dışı İstihdam Değişikliği”, 2020b, <https://tr.investing.com/economic-calendar/adp-nonfarm-employment-change-1>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.

Investing “ABD - Michigan Tüketici Hissiyatı”, 2020c, <https://tr.investing.com/economic-calendar/michigan-consumer-sentiment-320#:~:text=Michigan%20T%C3%BCketici%20G%C3%BCveni%20Endeksi%2C%20t%C3%BCketicilerin,de%C4%9Ferlerde%20t%C3%BCketici%20iyimserli%C4%9Fi%20daha%20y%C3%BCksektir>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.

- Investing “ABD - Ticaret Dengesi”, 2020d, <https://tr.investing.com/economic-calendar/trade-balance-286>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Investing “Altın Vadeli İşlemleri Geçmiş Verileri”, 2020e, <https://tr.investing.com/commodities/gold-historical-data>, Erişim Tarihi: 25.09.2020.
- Investopedia “**Announcement Effect**”, 2020a, <https://www.investopedia.com/terms/a/announcement-effect.asp#:~:text=The%20Announcement%20Effect%20and%20the,prices%20are%20liable%20to%20fall>, Erişim Tarihi: 21.09.2020.
- Investopedia “Institute For Supply Management (ISM)”, 2020b, <https://www.investopedia.com/terms/i/institute-for-supply-management.asp>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Irwin, Neil “**The Alchemist: Three Central Bankers and A World On Fire**”, New York, The Penguin Press, 2013.
- Ismworld “ISM Principles of Sustainability and Social Responsibility”, 2020, <https://www.ismworld.org/>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Işık, Nihat; Duman, Erhan “1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi’nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2012, s. 73-101.
- Kao, Chihwa “Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data”, **Journal of Econometrics**, Issue 90, 1999, pp. 1–44.

- Karagözlü, İmran
Emre
- “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 İktisat Politikası Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2016.
- Kaya, Zekayi;
Tokucu, Erkan
- “Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü”**, Avrasya Ekonomileri Üzerine Uluslararası Konferans, Skopje – Macedonia, 1-3 July, 2014.
- Kaya, Tuğçe
- “ABD Birinci Dünya Savaşı Sırasında Neden Osmanlı Devleti’ne Doğrudan Savaş İlan Etmedi? Amerikan Gizli Belgeleri Üzerine Bir İnceleme”**, Çağdaş Türkiye Tarihi Araştırmaları Dergisi, Cilt 39, 2019, s. 533-562.
- Kaykusuz, Murat
- “Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki”**, Akademik Bakış Dergisi, Sayı:36, 2013, s.1-19.
- Kazgan, Gülten
- “Dünden Bugüne Küreselleşmenin Ekonomik Temelleri,” Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Ankara, No: 2012/53 Temmuz, 2012.
- Keynes, John
Maynard
- “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi”**, 1936, Palgrave Macmillan, UK. (Türkçesini Yayımlayan: Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2008).
- Kindleberger,
Charles P.
- “A Financial History of Western Europe”**, Routledge Taylor and Francis Group, London and New York, 1993.

- Kose, M. Ayhan;
Ozturk, Ezgi O. “A World of Change”, **IMF Publication, Finance & Development**, September Vol. 51, No. 3, 2014, 6-11
- Köse, Yaşar; Atik,
Murat; Yılmaz,
Bülent “Merkez Bankası Kâr Etmeli Mi? T.C. Merkez Bankası Örneği”, **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı 1, 2015, s. 261-275.
- Labonte, Marc “Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions”, **Congressional Research Service**, RL30354, February 6, 2020.
- Lapavitsas, Costas “**Financialization in Crisis**”, Haymarket Books, USA, 2013.
- Lebe, Fuat; Arda
Özalp, Leyla Firuze “Fisher Hipotezinin Alternatif Faiz Oranları İle Türkiye Ekonomisi Açısından Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 31, Sayı: 1, 2016, s. 95 – 122.
- Lebo, Matthew J.;
Kraft, Patrick W. “The General Error Correction Model in Practice”, **Research and Politics**, Vol: April-June, 2017, pp. 1 – 13.
- Levin, Andrew; Lin,
Chien-Fu; Chu, Chia-
Shang James “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties”, **Journal of Econometrics**, Issue 108, 2002, pp. 1–24.
- Macrotrends “**Federal Funds Rate - 62 Year Historical Chart**”, 2020, <https://www.macrotrends.net/2015/fed-funds-rate-historical-chart>, Erişim Tarihi: 19.09.2020
- Mandel, Ernest “**Late Capitalism**”, Verso, London 1978.
- Mankiw, N. Gregory **Makroekonomi**. (Çev. Editörü: Ömer Faruk Çolak), Efil Yayınları, Ankara.

- Met, Onder; Torobekova, Venera; Keles, İbrahim “Financial System Developments in Transition Economies: The Case of Kyrgyz Financial System”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 19, 2008, s. 1 – 11.
- Mete, Deniz; Koç, Yasemin Deniz “FED Faiz Kararlarının Hisse Senedi Piyasalarına Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama”, **Journal of Recreation and Tourism Research**, Volume 7, No 2, 2020, pp. 265-286.
- Milliyet “Amerikalıların kişisel gelir ve harcamaları temmuzda beklentiyi aştı”, 2020, <https://www.milliyet.com.tr/ekonomi/amerikalilarin-kisisel-gelir-ve-harcamalari-temmuzda-beklentiyi-asti-6292418>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Mishkin, Frederic S. “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, Columbia University, Prentice Hall Published. 2013.
- Moen, Jon R.; Tallman, Ellis W. “The Panic of 1907”, 2015, federalreservehistory.org/essays/panic_of_1907, Erişim Tarihi: 17.09.2020.
- Morgan Stanley Tales from the Emerging World, 2013, https://www.morganstanley.com/public/Tales_from_the_Emerging_World_Fragile_Five.pdf, Erişim Tarihi: 17.08.2020.
- MSCI MSCI Announces the Results of the 2020 Annual Market Classification Review. 2020, <https://www.msci.com/market-classification>, Erişim Tarihi: 16.10.2020.
- Neely, Christopher J. “Unconventional Monetary Policy had Large International Effects”, **Journal of Banking and Finance**, Issue 52, 2015, pp. 101-111.

- O'Connor, Timothy
Edward “**Diplomacy and Revolution: G.V. Chicherin and Soviet Foreign Affairs, 1918-1930**”, Iowa State University Press, Ames, 1988.
- Ortaylı, İlber “Bu Savaşta 600 Bin Asker Öldü”, 2010, <https://www.milliyet.com.tr/yazarlar/ilber-ortayli/bu-savasta-600-bin-asker-oldu-1223372>, Erişim Tarihi: 17.09.2020.
- Öcal, Fatih M.; Atay
Polat, M “Küresel Düzeyde Sermaye Hareketlerini Yönetmede Tobin Vergisi: Türkiye Örneği”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 40, 2012, s. 67-94.
- Önder, Timur “**Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Ankara, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005.
- Örnek, Dilek “**Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Örneği**”, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Teorisi Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Özatay, Fatih “**Finansal Krizler ve Türkiye**”, (1. Basım), Doğan Kitap, İstanbul.
- Özer, Gülcan “ABD Konut Başlangıçları ve İnşaat İzinleri Rakamları Mayıs 2020 Verileri Açıklandı!”, 2020, <https://www.emlak365.com/emlak-haberleri/abd-konut-baslangiclari-ve-insaat-izinleri-rakamlari-mayis-2020-h32126.html>, Erişim Tarihi: 22.09.2020
- Özsoy, Tuğçe “Analiz: Fed'i Kulduran Kriz”, 2014, <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1485223-analiz-fedi-kulduran-kriz>, Erişim Tarihi: 17.09.2020

- Öztürk, Salih; Eşsiz, Fatma “Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik Açısından Üç Merkez Bankası: FED, ECB, TCMB”, **Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 4, 2012, s. 69 – 88.
- Parasız, İlker “**Para Banka ve Finansal Piyasalar**”, Ezgi Kitapevi, Bursa 2000.
- Parasız, İlker “**Para Politikası**”, Ezgi Kitabevi, Ankara, 2003.
- Parasız, İlker “**Zaman Tutarsızlığı Sorunu**”, 2008, http://www.ekohaber.com.tr/ekohaber-11-11-2008-yazisi-yazi_id-6602.html, Erişim Tarihi: 27.08.2018.
- Patnaik, Prabhat “The Meaning of Financial Liberalisation”, 2011, <https://mronline.org/2011/06/04/the-meaning-of-financial-liberalisation/>, Erişim Tarihi: 24.08.2018.
- Pettinger, Tejvan “UK Economy in the 1920s”, 2017, <https://www.economicshelp.org/blog/5948/economics/uk-economy-in-the-1920s/>, Erişim Tarihi: 18.09.2020
- Pilling, Geoffrey “**The Crisis of Keynesian Economics**” 1986, 5 The Collapse of International Keynesianism, <https://www.marxists.org/archive/pilling/works/Keynes/ch05.htm>, Erişim Tarihi: 22.08.2020.
- Polat, M. Ali “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 12 Sayı: 62, 2019, s. 1560 – 1566.

- Polat, M. Ali “Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişimlerin Cari Açığa Etkileri: Makro İhtiyatı Tedbirler Kapsamında Ekonometrik Bir Analiz”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 5, Sayı 2, 2019, s. 73-89.
- Polat, M. Ali “Türk Otomotiv Sektörünün Ekonomik Büyümeye Etkisi: Karşılaştırmalı Bir Ekonometrik Analiz”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 19, Sayı 73, 2020, s. 504-521.
- Pollard, Patricia, S. “A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, 2003, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=1D056ADA039C54C293D9957D041ADADE?doi=10.1.1.207.2223&rep=rep1&type=pdf>, Erişim Tarihi: 24.08.2018.
- Pommery, Luis “Yeni Zamanların İktisat Tarihi 1880-1939”, (Çeviren: Cahit Talas), Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, No: 56-38, 1956.
- Powell, Tyler; Wessel, David “What do changes in the Fed’s longer-run goals and monetary strategy statement mean?”, 2020, <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/09/02/what-do-changes-in-the-feds-longer-run-goals-and-monetary-strategy-statement-mean/>, Erişim Tarihi: 21.09.2020.
- Pringle, Robert; Mahate, A. A. “**The Central Banking Directory**”, Central Banking, Publications, London, 1993.

- Rich, Georg “Modern Central Bank Functions and Modern Central Bank Functions and Their Role in Financial Sector Their Role in Financial Sector Development and Stability”, 2008, <https://www.richcons.ch/Vietnam.0802.pdf>, Erişim Tarihi: 18.08.2020.
- Richardson, Gary; Romero, Jessie “The Meeting at Jekyll Island”, 2015, https://www.federalreservehistory.org/essays/jekyll_island_conference, Erişim Tarihi: 17.09.2020.
- Rickards, James “ABD Merkez Bankası FED’in ortaya çıkışı (1907 – 1913)”, 2012, <http://liberteryen.org/2012/09/abd-merkez-bankasi-fed%E2%80%99in-ortaya-cikisi-1907-%E2%80%93-1913/>, Erişim Tarihi: 17.09.2020
- Ricketts, Lowell R. “Quantitative Easing Explained”, Liber8, Economic Information Newsletter, 2011, <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>, Erişim Tarihi: 26.08.2020.
- Riksbank “History”, Sveriges Riksbank, 2018, <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/>, Erişim Tarihi: 20.08.2020.
- Rogers, John H.; Scotti, Chiara; Wright, Jonathan H. “Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison”, **Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, 2014, No. 1101.

- Ritschl, Albrecht;
Straumann, Tobias “Business cycles and economic policy, 1914-1945”, Book Chapter in **The Cambridge Economic History of Modern Europe**, p. 156-180, Cambridge University Press Cambridge, 2010.
- Rosa, Carlo “The Validity of the Event-Study Approach: Evidence from the Impact of the FED’s Monetary Policy on US and Foreign Asset Prices”, **Economica**, Issue 78, 2011, pp. 429 - 439.
- Roussakis,
Emmanuel N. “Global Banking: Origins and Evolution,” **Revista de Administração de Empresas**, Volume 37, Issue 4, 1997, p. 45-53.
- Saikkonen, Pentti “Estimation and Testing of Cointegrated Systems by an Autoregressive Approximation”, **Econometric Theory**, 8, 1992, s. 1-27.
- Stock, James H.;
Watson, Mark W. “A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems”, **Econometrica**, Volume 4, No 4, 1993, pp. 783-820.
- Savran, Sungur “**Bunalım, Sermayenin Yeniden Yapılanması, Yeni Liberalizm. Dünya Kapitalizminin Bunalımı**”, (1. Basım), Alan Yayıncılık, İstanbul, 1988.
- Sayılğan, Güven “Uluslararası Parasal Sistemin Gelişimi”, **Türev Piyasaları**, 2018, https://acikders.ankara.edu.tr/pluginfile.php/61736/mod_resource/content/0/T%C3%B9rev%20%20Uluslararası%C4%B1%20Parasal%20Sistemdeki%20De%C4%9Fi%C5%9Fmeler.pdf, Erişim Tarihi: 21.08.2020.

- SBB “Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni”, T.C. Cumhurbaşkanlığı, Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2020, <http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/08/2020-Y%C4%B1%C4%B1-1.-ve-2.-%C3%87eyrek-D%C3%BCnya-Ekonomisinde-Son-Geli%C5%9Fmeler-B%C3%BClteni.pdf>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.
- Selgin, George “Finansal İstikrarsızlık Kaynakları Olarak Merkez Bankaları”, (Çeviren: Ünsal Çetin), **Liberal Düşünce**, Cilt 15, Sayı 59 - 60, 2010, s. 169-182.
- Seyidoğlu, Halil “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, s.141-156
- Sezgin, Orhan; Darıcı, Burak “Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama - Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel – Spesifik Para Politikası Uygulamaları”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 7, Sayı 11, 2009, s. 15 – 28.
- Shaikh, Anwar “**Günümüz Dünya İktisadi Bunalımı: Nedenleri ve Anlamı**”, 11. Tez Kitap Dizisi, Sayı 1, 1985.
- Shirakawa, M. “Central Banking: Before, During and After the Crisis”, **International Journal of Central Banking**, Volume 9, No 1, 2013, p. 373–387.
- Siklos, Pierre L. “**The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends since World War II**”, Cambridge University Press, New York, 2002.

- Smith, Adam “**Ulusların Zenginliği**”, 1776, Scotland, (Türkçesi: Çev: Haldun Derin, Türkiye İş Bankası Yayınları, İstanbul).
- Sönmez, Sinan “**Dünya Ekonomisinde Dönüşüm, Sömürgecilikten Küreselleşmeye**”, (1. Basım), İmge Kitabevi, Ankara, 1998.
- Steelman, Aaron “Employment Act of 1946”, 2013, https://www.federalreservehistory.org/essays/employment_act_of_1946?WT.si_n=Search&WT.si_x=3, Erişim Tarihi: 01.08.2020
- Stiglitz, Joseph E. “**Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı**”, (Çeviren: Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural), (1. Basım), Plan B Yayıncılık, İstanbul, 2002.
- Stlouisfed “Chairman of the Federal Reserve Board”, 2020, <https://www.stlouisfed.org/in-plain-english/chair-of-the-federal-reserve-board>, Erişim Tarihi: 20.09.2020
- Sumner, Scott “Understanding the Federal Reserve”, 2019, https://www.mercatus.org/publications/monetary-policy/understanding-federal-reserve?utm_source=google&utm_medium=ad_link&utm_name=monetary_policy, Erişim Tarihi: 21.09.2020
- Şıklar, İlyas “**Para Teorisi ve Politikası**”, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004.
- Takan, Mehmet “**Bankacılık, Teori, Uygulama ve Yönetim**”, Nobel Yayıncılık, Ankara, 2002.

Tanınmış Yücememiş, Başak; Alkan, Ufuk; Dağıdır, Canan	“Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi , Cilt 7, Sayı 13, 2015, s. 449-478.
Tarı, Recep	“ Ekonometri ”, (8. Basım), Umuttepe Yayınları, Kocaeli.
Tarlan, Selim	“ Tarihte Bankacılık ”, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu, Yayın No: 1986/281, Ankara, 1986.
TBMM	“ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ”, https://www.tbmm.gov.tr/tutanaklar/KANUNLAR_KARARLAR/kanuntbmmc085/kanuntbmmc085/kanuntbmmc08504651.pdf , Erişim Tarihi: 30.08.2020.
TCMB	“ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nda Döviz Rezervi Yönetimi ”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, Ağustos 1995, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/190faaac-0065-48a4-8550-cfdd698abf02/Doviz-Rezerv-Yonetimi.pdf?MOD=AJPERES , Erişim Tarihi: 18.08.2020.
TCMB	“ Merkez Bankası Bağımsızlığı ”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, 2012a, ISBN: 978-605-5758-82-0, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CVID=&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE , Erişim Tarihi: 21.08.2020.
TCMB	“ Rezerv Opsiyonu Mekanizması ”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, 2012b, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/14cdae5a-4898-42c7-a7dc-4087642253e4/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES , Erişim Tarihi: 30.08.2020.

TCMB “Parsal Aktarım Mekanizması”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları 2013, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES>, Erişim Tarihi: 28.12.2020.

TCMB “Kâğıt Paranın Tarihçesi”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları 2018, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d189b219-fe71-40bf-9754-6a5f7d0a65eb/KagitParaTarihce.pdf?MOD=AJPERES#:~:text=Tarihi%20kay%C4%B1tlara%20g%C3%B6re%20M.%C3%96,yine%20%C3%87in'de%20ortaya%20%C3%A7%C4%B1km%C4%B1%C5%9Ft%C4%B1r>, Erişim Tarihi: 19.08.2020.

TCMB “100 Soruda Merkez Bankacılığı”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, 2019, ISBN (elektronik): 978-605-4911-81-3.

TCMB “Finansal İstikrar”, 2020a, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/>, Erişim Tarihi: 30.08.2020.

TCMB “Para Politikası Kurulu”, 2020b, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/banka+hakkinda/kurumsal+yapi/yonetim/para+politikasi+kurulu>, Erişim Tarihi: 30.08.2020.

TCMB “TCMB Uluslararası Rezerv Gelişmeleri”, 2020c, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ee1b3c7a-7a92-4d4a-b98d-7e92d062c0d5/Kutu+5.2_2019-2.pdf?MOD=AJPERES%26CVID=%26CACHE=NONE%26CONTENTCACHE=NONE, Erişim Tarihi: 30.08.2020.

- Thomas, Lloyd B. “**The Financial Crisis and Federal Reserve Policy**”, Palgrave Mcmillan, New York.
- Thorbecke, Willem “On Stock Market Returns and Monetary Policy”, **The Journal of Finance**, Volume 52, No 2, 1997, pp. 635-654.
- TOBB “**Büyük Buhranın Nedenleri**”, 2009, <http://haber.tobb.org.tr/ekonomikforum/2009/02/92-93.pdf>, Erişim Tarihi: 15.07.2018
- Törüner, Yaman “**ABD Ekonomisindeki Kritik Veriler**”, 2013, <https://www.milliyet.com.tr/yazarlar/yaman-toruner/abd-ekonomisindeki-kritik-veriler-1746056>, Erişim Tarihi: 15.09.2019.
- Törüner, Yaman “**1. Dünya Savaşı Sonrası Amerika**”, 2015, <https://www.milliyet.com.tr/yazarlar/yaman-toruner/1-dunya-savasi-sonrasi-amerika-2003798>, Erişim Tarihi: 15.07.2019
- Triffin, Robert “**Our International Monetary System: Yesterday, Today, and Tomorrow**”. Random House, New York, 1968.
- Tsanana, Eftychia; Katrakilidis, Constantinos; Pantelidis, Panagiotis Balkan Area and EU-15: An Empirical Investigation of Income Convergence. **Balkan and Eastern European Countries in the Midst of the Global Economic Crisis**, Ed: Anastasios Karasavvoglou and Persefoni Polychronidou, Physica, Heidelberg, 2013, pp. 23-33.
- Turna, Fatma “Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası”, **Journal of Life Economics**, Cilt 1, Sayı 1, 2014, s. 41-56.

- Ugolini, Stefano “The Historical Evolution of Central Banking”, **HAL Archives-Ouvertes**, Handbook of the History of Money and Currency, Springer Nature, 2018.
- Uras, Ömür “Türkiye Ekonomisindeki İstihdamsız Büyümenin Ekonometrik Analizi”, **Ekonometri ve İstatistik**, Sayı 24, 2016, s. 94 - 108.
- Ünal, Emre “Düzenleme Teorisi: Büyük Buhran ve 2008 Krizi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 4, No 1, 2012, s. 33-44.
- Unalmis, Deren;
Unalmis, Ibrahim The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy Surprises on Asset Markets in the United States. **MPRA Paper**, 2015, No. 6258.
- Üzar, Umut;
Başoğlu, Aykut “Merkez Bankacılığı ve Yeni Arayışlar: Nominal GSYH Hedeflemesi ve Kalkınmacı Merkez Bankacılığı Tartışmaları”, **Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 13, 2017, 123 – 145.
- Valila, Timo “**Credibility of Central Bank Independence Revised**”, IMF Working Papers, 2000.
- Walsh, Carl E. “**Central Bank Independence**”, in: Durlauf S.N., Blume L.E. (eds) Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection. Palgrave Macmillan, London, 2010.
- White, Eugene N. “**To Establish a More Effective Supervision of Banking: How The Birth of Fed Altered Bank Supervision**”, NBER Working Paper, No.16825, 2011.

- Wongswan, Jon “Transmission of Information Across International Equity Markets”, **The Review of Financial Studies**, Volume 19, Issue 4, 2006, pp. 1157-1189.
- Wongswan, Jon “The Response of Global Equity Indexes to U.S. Monetary Policy Announcements”, **Journal of International Money and Finance**, Elsevier, Volume 28, Issue 2, 2009, pp. 344-365.
- Woodward, G. Thomas “Money and the Federal Reserve System: Myth and Reality”, **CRS Report for Congress**, No. 96-672.
- Wölfel, Katrin; Weber, Cristoph S. “Searching For The FED’s Reaction Function”, **Empirical Economics**, Volume 52, Issue 1, 2017, pp. 191-227.
- Wright, Jonathan H. “What does Monetary Policy Do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound”, **The Economic Journal**, Volume 122, Issue 564, 2012, pp. 447-466.
- Yalınkılıç, Fercan “ABD’nin 3. Merkez Bankası’nın İlginç Hikayesi”, 2014, <http://realtime.wsj.com/turkey/2014/01/31/auto-draft-12/>, Erişim Tarihi: 02. 01. 2015.
- Yalta, A. Yasemin “Para Teorisi ve Politikası Ders Notları”, TUBA (Türkiye Bilimler Akademisi Açık Ders Malzemeleri Projesi) Açık Erişim Ders Notları, 2020, https://acikders.tuba.gov.tr/pluginfile.php/4391/mod_resource/content/3/ders-notlar%C4%B1-kitap-%28s1%2C1%29.pdf, Erişim Tarihi: 29.08.2020.
- Yıldırım, Kemal; Karaman, Doğan; Taşdemir, Serkan **Makroekonomi**, (8. Baskı), Seçkin Yayınevi, Ankara, 2009

Yılmaz, Güneş;
Alganer, Yalçın

“Amerikan Merkez Bankası (Fed)’nın Oluşumu, Tarihsel Seyri, İşleyişi ve Küresel Etkinliği”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt 51, Sayı 595, 2014, s. 59 – 71.

Yost, Jeffrey **“Making IT Work: A History of the Computer Services Industry”**, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Yüret, Reha “**Merkez Bankaları Para Politikalarının Ülke Ekonomilerine Etkileri**”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi Bilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2019.

Zarakolu, Avni **Bankalar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988.

“Önemli Ekonomik Veriler”, 2020,
<https://www.ziraatfx.com.tr/egitim/ekonomik-verilerin-piyasaya-etkisi.aspx#:~:text=ABD'de%20haftal%C4%B1k%20olarak%20a%C3%A7%C4%B1klanan,ABD%20dolar%C4%B1n%C4%B1n%20de%C4%9Fer%20kazanm as%C4%B1n%C4%B1%20sa%C4%9Flayacakt%C4%B1r>, Erişim Tarihi: 22.09.2020.

EKLER

Ek 1: FED Merkezleri ve Şubeleri (Federal Reserve Districts)

FED'i kuran yasa ülkeyi 12 bölgeye ayırmıştır. Bu bölgelerde merkez bankası görevini yürüten 12 ayrı Federal Rezerv Bankası mevcuttur. Bu bankaların ABD içinde yayılmış 25 şubesi vardır. Federal Reserve Bankalar ile bunların şubeleri ve kapsadığı alanlar aşağıdaki cetvelde gösterilmiştir:

BANKA	ŞUBELER
Boston	Yok
New York	Yok
Filedefiya	Yok
Cleveland	Cincinnati Pittsburg
Richmond	Baltimore Charlotte
Atlanta	Birmingham Jacksonville Nashville New Orleans Savannah
Şikago	Detroit
Saint Louise	Little Rock Loisville Memphis
Minneapolis	Helena
Kansas City	Denver Oklohoma Omaha
Dallas	Elpaso Houston San Antonio
San Francisko	Los Angeles Portland Salt Lake City Seattle

Ek 2: Kıtalarla Göre Ülke Grupları

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 3: 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 4: 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 5: 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		

ÖZGEÇMİŞ

Dr. Mary İnciyan Ersoy ilk ve ortaöğretimini İstanbul'da tamamlamıştır. 1986 yılında girmiş olduğu İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri bölümünden 1990 yılında mezun olmuştur. Yüksek lisansını İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Para Banka Yüksek Lisans programında tamamlayan yazar, 1990-1991 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (Borsa İstanbul) broker olarak çalışmıştır. 1991 yılında İngiltere'ye giderek "Üst Kademe Yöneticilik" alanında eğitim almış olan yazar, aynı zamanda Londra Borsası'nda (London Stock Exchange) araştırmalarda bulunmuştur. 1992 yılında "The National Examining Board for Supervisory Management London" tarafından düzenlenen "Certificate in Supervisory Management" sertifikasını almaya hak kazanan araştırmacı, Haziran 1992 yılında "University of Cambridge" tarafından düzenlenen "International Examinations" sınavında başarılı olarak "Certificate Grade A in the Examination for the Certificate in English" sertifikasını almıştır. 1992 yılında Türkiye'ye döndükten sonra Sermaye Piyasaları Lisanslama programını başarıyla tamamlamış ve Borsa Temsilci'si olarak Borsa İstanbul'da işlem yapma yetkisi kazanmış olan yazar, 1994 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İktisat Ana Bilim Dalı Doktora programını kazanmıştır. 1996 yılında "Uluslararası Pazar Depo Sertifikaları Piyasası Üye Temsilcisi", 1997 yılında "Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasaları Üye Temsilcisi" lisanslarını alarak, Türkiye'de adı geçen piyasalarda işlem yapma yetkisine sahip ilk uzman grubunda yer almış olan yazar, Pamukbank Menkul Değerler, Dışbank Menkul Değerler, Finansbank Menkul Kıymetler, MNG Yatırım Menkul Değerler ve birçok aracı kurumda Borsa Temsilcisi, Yatırım Uzmanı ve Portföy Yöneticisi olarak görev yapmıştır.