

FED'in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi

Mustafa KANGAL^{1*}

¹İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, Türkiye
Orcid Numarası: 0000-0002-4930-8220

Geliş Tarihi: 07.08.2021

***Sorumlu Yazar e mail:** mustafakangal700@gmail.com **Kabul Tarihi:** 05.10.2021

Atıf/Citation: Kangal, M., FED'in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi, *Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2021, 4/2: 243-266.

Öz

Bu çalışmada, ABD Merkez Bankası Federal Rezerv'in (FED) uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri Panel VAR yöntemiyle test edilmiştir. Panel VAR modelinde içsel değişkenler olarak kişi başı gelir, enflasyon, dış borç, reel döviz kuru; dışsal değişkenler olarak ise varlık büyüme ve fonlama faizi kullanılarak 1993-2020 dönemi analiz edilmiştir. Panel VAR regresyonlarından elde edilen sonuçlara göre FED'in geleneksel olmayan bilanço genişletme politikasının kişi başı gelir, reel döviz kuru ve borçluluk açısından gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan FED'in geleneksel faiz politikasının da gelişmekte olan ülkelerin enflasyonu üzerinde etkili olduğu, FED fonlama faizini arttırmasının gelişmekte olan ülkelerin kırılma noktalarını, risk primlerini arttırarak enflasyona neden olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: FED, Para Politikaları, Panel VAR.

The Effect of FED's Monetary Policies on Developing Countries

Abstract

In this study, the effects of the traditional and non-traditional monetary policies implemented by the U.S. Federal Reserve (FED) on developing countries were

tested with the Panel VAR method. In the panel VAR model, per capita income, inflation, external debt, and real exchange rate as the endogenous variables; and asset growth and funding rate as the exogenous variables were used; in so doing, the 1993-2020 period was analyzed. According to the results obtained from the panel VAR regressions, it has been determined that the non-traditional balance sheet expansion policy of the FED has a negative effect on the economies of developing countries in terms of per capita income, real exchange rate, and indebtedness. On the other hand, it has been concluded that the traditional interest rate policy of the FED is also effective on the inflation of developing countries, and that an increase in the FED funding rate may cause inflation by increasing the fragility and risk premiums of developing countries.

Keywords: FED, Monetary Policies, Panel VAR.

1. Giriş

Uluslararası ticaret ve küreselleşmedeki artış, dünyayı finansal olarak daha entegre hale getirmiş ve sınır ötesi sermaye akışını hızlandırmıştır. Ülkelerin brüt dış pozisyonları şişerken, net pozisyonları ise genişlemiştir. Bu değişiklikler, ABD finansal sisteminin küreselleşen ekonomide giderek daha fazla oynadığı iki önemli rolü gün ışığına çıkarmaktadır. Birincisi, ABD finans sistemi, küresel ekonomi için güvenli varlıklar üreten finans sektörünün ana sağlayıcısına dönüşmüştür. ABD finansal sistemi bunu bankacı olarak hareket etmek suretiyle yapmakta, yabancılardan eksik borç almakta ve uzun süre yurtdışına yatırım yapmaktadır. Bu yapılırken, ABD finans sistemi dünyanın geri kalanının arzuladığı güvenli varlıkları yaratmaktadır. Öte yandan, ABD özel sektörünün yeni tür güvenli varlıklar yaratma veya mevcut güvenli varlıkları daha büyük hacimlerde ihraç etme girişimleri genellikle geri tepmiştir. Bu nedenle, güvenli varlık arzı, en güvenli kamu ve kamu garantili varlıklarda giderek daha fazla yoğunlaşmaktadır. İkincisi, ABD finans sisteminin merkez bankası FED, büyük ölçüde küresel parasal koşulları belirleyen parasal bir süper güç haline gelmiştir. FED, diğer tüm merkez bankalarından daha fazla, küresel nominal harcama artışının yolunu şekillendirmektedir. FED'in yetkisi yerel olsa da, etkisi giderek küreselleşmektedir.

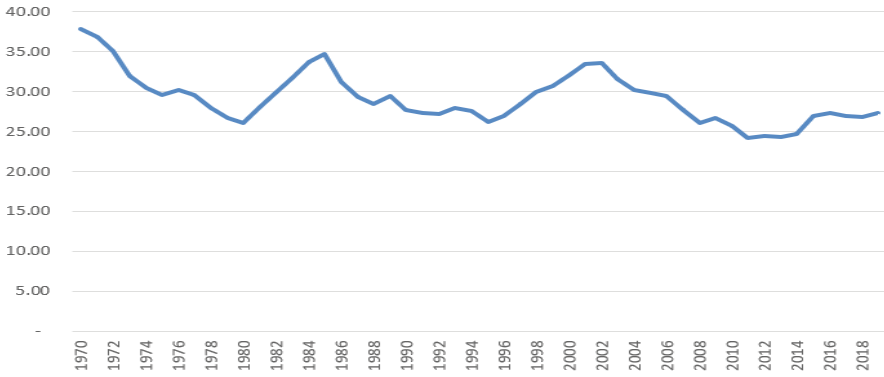
Beckworth ve Crowe (2017: 55)'un da belirttiği gibi ABD para birimini kullanan veya ulusal parasını dolara sabitleyen küresel ekonomilerin artan payı, doların küresel kredi akışlarında artan rolü ve FED politika değişiklikleri beklentilerinin hızla küresel finansal koşullarda nasıl bir değişime dönüştüğünü ortaya koymasından oldukça önemlidir.

Birbiriyle ilişkili bu iki rol, dünya ekonomisinin ABD finans sistemine bir şekilde bağlanması için oldukça bağımlı olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle, dünya, yeterli miktarda güvenli varlık sağlamak için ABD finans sistemine bağlıdır ve istikrarlı küresel parasal koşulları sürdürmek için FED'e ihtiyaç duymaktadır. Son yıllarda küresel ekonomide yaşanan gerginliklerin tamamı olmasa da bazıları bu noktadaki başarısızlıklara bağlanabilecektir. 1990'lardan bu yana, özellikle gelişmekte olan ülkelerde hem iç hem de dış faktörlerin etkisiyle finansal krizler kaçınılmaz olmuştur. Bu bağlamda, FED'in küresel para politikalarının krizler üzerindeki etkilerinin incelenmesi önem kazanmıştır. Gelişmiş ülkeler, dünya talebinin önemli bir bölümünü oluşturdukları için gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde etkilerini hissettirmişlerdir.

Ekonomi biliminin temel amaçları arasında, ülkelere sürdürülebilir büyüme imkanı sağlayacak ekonomik politikaların ortaya konulabilmesi bulunmaktadır. Ancak bu şekilde insanlar arzu edilen sosyal refah düzeyine erişebilecektir. Bu açıdan bakıldığında gelişmiş ülkeler vatandaşlarına belli bir refah seviyesini karşılayacak hayat standardı sunabilirken, dünya nüfusunun %80'inden fazlasını barındıran gelişmekte olan ülkeler ve az gelişmiş ülkelerin vatandaşlarının hayat standartları gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde kalmakta, hatta bu ülkelerin birçoğunda kişi başı gelir insani yaşama dahi yeterli olmayacak düzeye dahi ulaşamamaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumu ülkeler arasındaki gelir dağılımı adaletsizliğini gidermek ve gelir dağılımı adaletsizliğine bağlı olarak ortaya çıkan sıkıntıların önüne geçmek açısından oldukça önemlidir.

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerin ekonomik durumunda özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası oldukça etkili olduğu düşünülen faktörlerden biri kabul edilen Amerikan Merkez Bankası Federal Rezerv'in (FED) para politikasının etkisi üzerinde durulacaktır. Dünya Bankası verilerinden elde edilen istatistiklerden oluşturulan Grafik 1'de de görüleceği üzere ABD'nin dünya toplam harcamasından aldığı pay yaklaşık %25 gibi oldukça yüksek bir orandır. Bu pay 1970 yılında %40 civarındayken, yıllar itibariyle özellikle Çin'in dünya ekonomisindeki rolünün artmaya başlamasıyla gerileyerek %25 düzeyine düşmüştür.

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



Kaynak: ABD ve Dünya Dolar Cinsinden Cari Fiyatlarla Nihai Tüketim Harcaması verisi. Dünya Bankası'na yayınlanan istatistiklerden elde edilmiş olup, hesaplamalar ve grafik Yazar tarafından yapılmıştır. World Development Indicators, Cari Fiyatlarla Nihai Tüketim Harcamaları (Final Consumption Expenditure, Current Dollars) www.databank.worldbank.org/source/world-development-indicators

Ancak dünya toplam nihai tüketim harcamalarının %25'inin tek başına ABD'de gerçekleşmesi, dünya toplam talebinde ABD'nin önemini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, dünya toplam talebinin önemli kısmını oluşturan ABD ekonomisinin gelişmekte olan ülke

ekonomileri üzerinde kritik etkisinin olması beklenen bir durumdur. Diğer yandan ABD'nin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisi özellikle 2008 krizi sonrası uygulamış olduğu para politikaları ile de kendisini hissettirmiştir. Çalışmada FED'in uygulamaya koyduğu özellikle geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde hangi kanallar üzerinden ne şekilde etkili olduğu araştırılacaktır.

Çalışmanın giriş bölümünün ardından, ikinci bölümünde FED politika etkilerinden bahsedilecek olup, üçüncü bölüm literatür taramasından oluşmaktadır. Dördüncü bölümde veri ve metodoloji açıklanırken, beşinci bölümde çalışmanın ampirik sonuçlarına yer verilecektir.

2. FED Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri

Çalışmanın bu bölümünde, FED'in takip ettiği politikaların gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki kişi başı gelir, reel döviz kuru, enflasyon ve dış borç üzerindeki etkisi araştırılacaktır. Söz konusu politikaların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisi ise çeşitli kanallar üzerinden gerçekleşmektedir. Bu kanalların en önemlileri faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı ve portföy denge kanalı olarak sayılabilir.

2.1. Faiz Kanalı Üzerinden Etkisi

Clarida, Gali ve Gertler'e (2001: 6) göre fiyatların yapışkan olduğu etkin finansal piyasaların hüküm sürdüğünün varsayıldığı durumda döviz kurundaki değişimler faiz oranlarında ortaya çıkacak şokların etkisini giderebilmektedirler. Yurtdışı piyasasındaki faiz oranlarındaki düşüş bir yandan yerel paranın değer kazanmasına ve ülkede ithalat talebinin artmasına neden olurken, diğer yandan faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle yurtdışında üretim ve dolayısıyla toplam talep artacağından ülkenin mallarına olan talebi, dolayısıyla ihracat talebini de arttıracaktır. Ancak Miyajima vd. (2014: 1) tarafından da

belirtildiği üzere ihracat talebindeki söz konusu artış gecikmeli olarak ortaya çıkacağından yurtdışı piyasasında faizlerde ortaya çıkan düşüşe karşı, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları politika faizlerini düşürerek karşılık vermektedirler.

FED politikalarının faiz üzerindeki bir diğer etkisi ise likidite bolluğunun gelişmekte olan ülke tahvillerine talebi arttırması olarak kendini göstermektedir. Nitekim, Jaramillo ve Weber (2013: 14), gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasası üzerinde küresel koşulların etkilerini inceledikleri çalışmalarında, bu ülkelerdeki tahvil getirilerinin küresel risk iştahı ve küresel likidite olmak üzere temel olarak iki faktörden etkilendikleri sonucuna ulaşmıştır. Jaramillo ve Weber aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin küresel koşullar karşısındaki kırılganlıklarının ülkenin mali temelleri, finansal dışa açıklık ve cari açık pozisyonuna göre farklılık gösterdiğini tespit etmiştir. Buna göre finansal olarak dışa daha açık, mali pozisyonu zayıf ve cari açığı yüksek ülkelerde küresel şokların riskinin çok daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak Jaramillo ve Weber'e göre küresel risk iştahı ve likiditedeki artış ile yabancı yatırımcının gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasalarına olan ilgisi artmaktadır. Böylece bu ülkelerde tahvil fiyatları artarken faiz oranları da düşmektedir.

2.2. Döviz Kuru Kanalı Üzerinden Etkisi

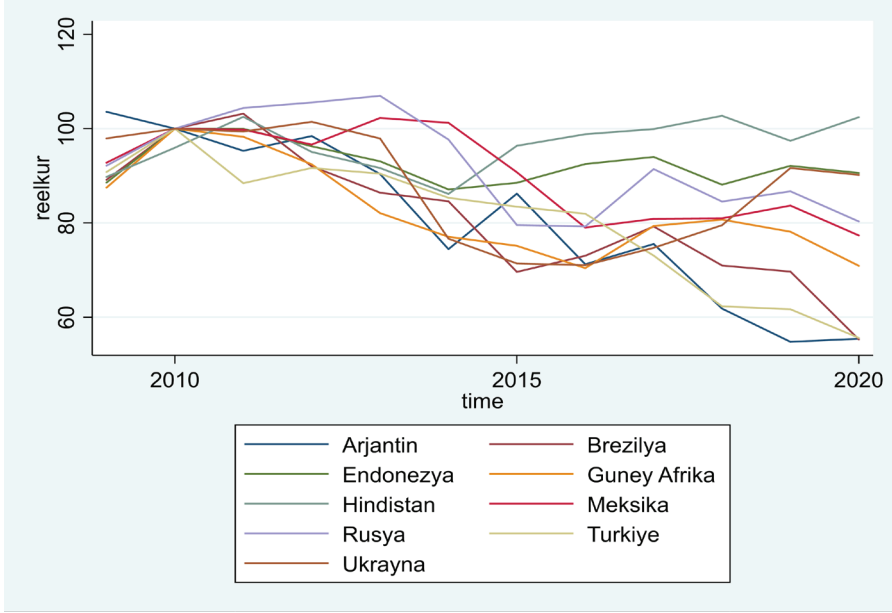
Döviz kurunun ülke ekonomisi üzerindeki etkisi çok farklı şekillerde kendisini gösterebilir. Öncelikle döviz kuru ihracat ve ithalat gibi temel makroekonomik değişkenler üzerinde doğrudan etkilidir. Diğer yandan, döviz kuru üretim faktörlerinin göreceli fiyatlarını etkileyerek de ülkenin toplam üretim seviyesi üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin, döviz kurundaki artış ve azalışlar sermaye malları ve işgücü gibi üretim faktörlerinin göreceli fiyatlarını da doğrudan etkilemektedir. Bunun yanında döviz kurunun ülke varlık fiyatları üzerindeki etkisi döviz kurunun sermaye akımları üzerinde de belirleyici etkisi olmasını sağlar. Uslu (2012: 5) döviz kurunun maliyet kanalı ve parasal aktarım

kanalı üzerindeki etkisi ile enflasyon oranı üzerinde de etkili olacağını belirtirken, döviz kurundaki dalgalanmaların da hem kısa hem de uzun dönemde toplam talebi etkileyeceğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda döviz kuru ülkelerin reel ekonomik hedeflerini gerçekleştirmelerinde önemli rol oynamaktadır.

Döviz kuru temel olarak iki şekilde ölçülmektedir. Nominal döviz kuru ülke para birimlerinin birbirleri cinsinden değerini ifade ederken, reel döviz kurunda iki ülkenin enflasyon değerleri de dikkate alınarak düzeltilmekte ve böylece ülkeler arasındaki satın alma gücü farklılıkları da döviz kuru ölçümünde hesaba katılmaktadır.

Mundell-Fleming yaklaşımı ile tasarruf-yatırım tercihlerini de kapsayacak şekilde yurtdışı para politikası şokunun etkisi modellenmektedir. Bu yaklaşım kullanılarak para şokunun aktarım mekanizması ilk defa Frenkel ve Razin (1987: 574-597) tarafından modellenmiştir. Buna göre, genişleyici para politikaları yerel paranın değer kaybetmesine neden olmakta, bu da yerel ürünlerin fiyatlarının ucuzlamasına ve ihracatın artmasına neden olmaktadır.

Bu durum yurtiçi üretimi desteklerken, yurtdışı ülkelerin çıktı düzeyini de düşürmektedir. Ancak FED'in uyguladığı gevşek para politikalarının da gelişmekte olan ülkelerin reel döviz kurları üzerindeki etkisi nominal döviz kuru üzerindeki etkisinden farklı olabilecektir. Nitekim belirtildiği üzere nominal döviz kurunda enflasyon etkisi dikkate alınmazken, reel döviz kurunda söz konusu etki dikkate alınmaktadır. Tablo 1'de gelişmekte olan ülkelerin 2008 krizi sonrası reel döviz kuru endekslerine yer verilmiştir. Tabloda açık şekilde görüldüğü gibi gelişmekte olan ülkelerin reel döviz kurunun 2008 krizi sonrası FED'in genişletici politikalarının da etkisiyle düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde nominal döviz kurlarının likidite bolluğundan dolayı değer kazanması beklenirken, likidite bolluğu nedeniyle ortaya çıkabilecek enflasyonun etkisi ile reel döviz kuru değer kaybetmektedir.

Tablo 1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Reel Döviz Kuru

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

2.3. Portföy Denge Kanalı Üzerinden Etkisi

Bauer ve Neely (2012: 25) portföy denge kanalını döviz kurlarındaki değişmeyi de göz önünde bulundurarak varlık getirilerinde beklenen değişme karşısında yatırımcıların portföylerini uluslararası düzeyde yeniden dengelemesi olarak tanımlanmışlardır.

ABD finansal varlıklarının ve doların küresel piyasalarda oldukça önemli bir paya sahip olması, diğer ülkelerdeki tahvillerle önemli bir ikame ilişkisi oluşturmaktadır. Geleneksel olmayan para politikaları sonucu ortaya çıkan likidite bolluğu öncelikle ABD'de varlık fiyatlarını arttırarak varlık getirilerini düşürmesi nedeniyle, ABD'de oluşan likidite bolluğu ikame etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin

tahvil ve bonoları dahil tüm varlıklara talebi arttırmıştır. Nitekim Moore vd. (2013: 25) bulgularına göre FED'in geleneksel olmayan para politikası geliştirmekte olan ülkelerin borçlanmalarındaki ABD'nin payının artması ile sonuçlanmıştır. MacDonald ve Popiel (2020: 1087-1088) ise FED'in para politikalarında geliştirmekte olan ülkelerin borçlanmaları üzerindeki etkisini risk primi üzerinden açıklamaktadır. FED'in genişletici politikaları yatırımcıları uzun dönemli yatırımlara ve risk almaya iştahlandırmıştır. Bu da yatırımcıları riskin daha yüksek olduğu geliştirmekte olan ülkelere yönlendirerek bu ülkelerin borçlanma düzeylerini arttırmıştır.

Sonuç olarak, ABD'de varlık getirilerinin FED'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları sonucunda düşmesi, yatırımcıları geliştirmekte olan ülkelerdeki daha riskli ve daha yüksek getirili varlıklara yönlendirmiştir. Bu durum, geliştirmekte olan ülkelerdeki varlık fiyatlarını artırıp faiz oranlarını düşürerek bir yandan finansal piyasalarda, diğer yandan da faiz oranlarının düşmesi sonucu borçlanma maliyetlerinin de düşmesi ile mal ve hizmet piyasalarında genişletici bir etkiye neden olmuştur.

3. Literatür

Bartkiewicz (2018: 72-73) FED'in niceliksel genişleme politikasının geliştirmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini incelemiş, söz konusu politikanın geliştirmekte olan ülkelerin gelir düzeyini artırmasının yanında enflasyon oranını da arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanında niceliksel genişleme politikasının tahvil getirilerini düşürdüğü, varlık fiyatlarını ve ülkeye sermaye akışını arttırdığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Nitekim Ahmed ve Zlate (2014: 221-248) de yüksek miktardaki sermaye girişinin geliştirmekte olan ülkelerdeki sermaye girişini arttırarak bu ülkelerde çok yüksek düzeyde kredi genişlemesine neden olduğunu belirtmiştir.

Roger vd. (2014: 36-37) ise bu durumun hem varlık fiyatlarında balon oluşumuna hem de finansal istikrarsızlık riskinin artmasına neden olduğuna dikkat çekmiştir. Buna ek olarak, yüksek düzeydeki sermaye girişinin ülke ulusal parasının değer kazanmasına neden olarak ülkenin ihracat ve büyüme performansına da zarar vereceğini savunmuşlardır. Ayrıca, Roger vd. yüksek düzeydeki sermaye girişlerinin ülkelerin enflasyonu arttırmadan büyümeyi hedefleyen ulusal ekonomik politikalarını takip etmelerini de zorlaştıracağını, ülkelerin aşırı kredi büyümesi sonucu ısınan ekonomiyi soğutma adına politika faizini arttırmalarının da ulusal paranın daha fazla değer kazanmasına neden olarak yine ihracat ve büyüme üzerinde negatif etki oluşturacağını savunmaktadır.

Bhattarai ve Chatterjee (2021:21-31) de FED'in niceliksel genişleme politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışmalarından elde ettikleri bulgulara göre FED'in niceliksel genişleme politikası yerel paranın değer kazanmasına, aynı zamanda tahvil getirilerinin düşmesine neden olmuştur. Bartkiewicz'in (2018: 72-73) elde ettiği sonuçlara benzer şekilde Bhattarai ve Chatterjee de FED'in söz konusu geleneksel olmayan para politikasının varlık fiyatlarını ve ülkeye sermaye girişini arttırdığını tespit etmiştir.

Ağırlioğlu ve Demirci (2021: 1-15) da FED politikalarının Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye üzerindeki etkisini araştırmış, FED'in geleneksel olmayan para politikalarının söz konusu ülke borsa endekslerinin değerini arttırdığı ve yerel para birimlerinin değer kazanmasını sağladığı, son olarak da iki yıllık tahvil faizleri ve merkez bankası politika faiz oranlarını düşürdüğü sonucuna ulaşmıştır. Byrne ve Fiess (2011: 19-20) ile Ghosh vd. (2014: 266-285) de ABD faiz oranının global sermayenin gelişmekte olan ülkelere kaymasında en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu bulmuştur. Moghadam (2011: 18-21) da gelişmiş ülkelerin gevşek para politikası takip etmesinin gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının önemli belirleyicisi olduğunu tespit etmiş; ancak Ahmed ve Zlate (2014)'dan

farklı olarak bu durumun gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme performansına olumlu katkısı olduğunu savunmuştur.

ABD ve gelişmiş ülke para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkisine dair çok sayıda çalışma varken, FED'in özellikle geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisini araştıran çalışma sayısı göreceli olarak daha azdır. Moore (2013: 25) FED tarafından gerçekleştirilen geleneksel olmayan para politikası olarak da nitelendirilen büyük ölçekli varlık alımlarının gelişmekte olan ülkelere brüt sermaye girişlerinin önemli bir belirleyicisi olduğunu bulmuştur. Benzer şekilde Fratzscher vd (2018: 330-377) de FED'in büyük ölçekli varlık alımı yapacağına dair anonslarının ve bilanço değişikliklerinin gelişmekte ülkelere kayan sermaye tutarının belirleyicisi olduğunu tespit etmiştir.

Diğer yandan Adhikari (2017: 361-372) kredi genişlemesi sonucu düşen faiz oranlarının ABD'de yatırım yapmayı daha cazip hale getirdiği ve sonucunda BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika Cumhuriyeti) ülkeleri de dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkelere ABD'ye sermaye akışı olduğunu tespit etmiştir. Gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı ise bu ülkelerdeki yatırımları düşürerek reel GSYİH'nin da düşmesine neden olmuştur. Özellikle Brezilya ve Rusya'da söz konusu negatif etkinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Adhikari (2017) gelişmekte olan ülkelerin ABD'nin uyguladığı para politikalarının negatif etkisinden kurtulmak için iki politika önerisi getirmiştir. Buna göre ülkelere ya ABD gibi gevşek para politikası uygulayacaklar ve böylece yurtiçi yatırımları teşvik ederek ekonomiyi canlandıracaklar ya da doğrudan sermaye kontrolleriyle sermaye giriş çıkışına engeller getireceklerdir.

Bowman vd. (2015: 27-59) gelişmekte olan ülkelerin devlet tahvili getirilerinin, döviz kurlarının ve varlık fiyatlarının ABD'nin geleneksel olmayan para politikalarından anlamlı şekilde etkilendiğini

tespit ettikten sonra, söz konusu etkinin hangi faktörlere bağlı olarak değiştiğini de test etmiş ve faiz oranı, kredi temerrüt takas (CDS, Credit Default Swap) primi ve cari açığı yüksek, büyüme oranı düşük ülkelerin geleneksel olmayan para politikalarına karşı daha kırılğan olduğu, bu politikalardan negatif yönde daha fazla etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Bowman vd. ABD finansal durumunun gelişmekte olan ülkelerin varlık fiyatları üzerindeki etkisinin de hangi faktörlere bağlı olarak değiştiğini test etmiş; takip edilen döviz kuru rejiminin bu açıdan anlamlı etkisi olduğunu tespit etmiştir. Buna göre yönetilen dalgalı kur rejimini uygulayan ekonomilerin serbest dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre ABD finansal durumundaki değişikliklere daha kırılğan tepkiler verdiği, bu ülkelerin varlık fiyatlarının daha fazla etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Nitekim Hausman ve Wongswan (2011: 568-569) da benzer sonuca ulaşmış ve uygulanan döviz kuru rejiminin esnekliği azaldıkça, ülkelerin hisse senedi fiyatlarının ve faiz oranlarının ABD'nin uyguladığı para politikasında etkilenme şiddetinin arttığını tespit etmişlerdir.

Chen vd. (2012: 62-81) ve Chen vd. (2016: 289-315) farklı dönemler için gerçekleştirdikleri analizlerde, gelişmiş ülkelerde varlık getirilerini düşürücü ve hisse senedi fiyatlarını artırıcı bir etki ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır. Nitekim Gündoğdu (2014: 4-11) Brezilya, Çin, Endonezya, Güney Afrika, Güney Kore, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya ve Türkiye'den oluşan gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksi üzerinde ABD para piyasalarındaki gelişmelerin etkisini ülke bazında Vektör Otoregresyon Modelleri (VAR) oluşturularak incelemiştir. Uygulanan Granger nedensellik testi ile söz konusu veriler arasında orta ve uzun vadeli nedensellik tespit etmiştir. Buna göre Kolombiya haricindeki gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksi üzerinde FED'in para politikalarının anlamlı etkisi olduğu bulunmuştur. Yapılan çalışma FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülke borsaları üzerinde değer arttırıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

4. Materyal ve Metot

Bu çalışmada FED'in uygulamış olduğu politikaların gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi test edilmiştir. Bu bağlamda Arjantin, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya, Güney Afrika, Türkiye ve Ukrayna'nın 2000-2020 dönemini kapsayan aylık veri seti kullanılmıştır. FED para politikasının aktarım mekanizması iktisat literatüründe yoğun şekilde Panel VAR modeli ile test edilmiştir. Bernanke ve Alan (1992: 901-920), Tran ve Pham (2020: 165) FED'in para politikasının aktarım mekanizmalarının etkisini Panel VAR modeli ile araştıran çalışmalardan bir kaçıdır. Panel VAR modeli bir yandan gelişmekte olan ülkelerin enflasyon, kişi başı gelir, döviz kuru, borçlanma gibi içsel değişkenleri modele ekleme imkânı verirken diğer yandan FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası gibi gelişmekte olan ülkeler açısından dışsal değişkeni modele katma ve onların etkisini test etme imkânı vermektedir. Nitekim, Tran ve Pham tarafından yapılan FED politikalarının Asya'daki gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisine yönelik çalışmada, ABD tarafından uygulanan parasal politikalara ilişkin şokların Asya'nın gelişmekte olan ülkeleri için dışsal olduğu özellikle belirtilmiştir. FED'in uygulamış olduğu para politikalarının gelişmekte olan ülkeler için dışsal olması ekonomik literatüre de uygundur. Nitekim, FED para politikalarını belirlerken temel hedefi, global ekonomik istikrardan ziyade ulusal ekonomide fiyat istikrarı, finansal istikrar ve tam istihdamı sağlayabilmektir.

Çalışmanın dışsal değişkenleri olarak FED'in geleneksel para politikası temel araçlarını temsilen FED fonlama faizi ile geleneksel olmayan para politikasını temsilen de FED'in bilanço genişlemesi değişkenleri kullanılmıştır. FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan politikalarının etkisi farklı kanallar üzerinden gelişmekte olan ülkeler üzerinde etki göstermektedir. Söz konusu etkileri test etme adına reel döviz kuru, kişi başı gelir, enflasyon ve ülke borçluluk oranı olmak üzere 4 farklı içsel değişken kullanılmıştır.

Çalışma kapsamında kurulan Panel VAR modelinin en genel hali ile ekonometrik denklemleri aşağıda Denklem 1 setinde ifade edilmiştir:

$$y_{1i,t} = \alpha_0 + \beta_1 y_{1i,t-1} + \beta_2 y_{2i,t-2} + \dots + \beta_n y_{ni,t-n} + \theta_1 x_{i1,t} + \theta_2 x_{2i,t} + \dots + \theta_n x_{ni,t} + \varepsilon_{1it} \quad (1)$$

$$y_{2i,t} = \alpha_0 + \beta_1 y_{1i,t-1} + \beta_2 y_{2i,t-2} + \dots + \beta_n y_{ni,t-n} + \theta_1 x_{i1,t} + \theta_2 x_{2i,t} + \dots + \theta_n x_{ni,t} + \varepsilon_{2it}$$

...

$$y_{ni,t} = \alpha_0 + \beta_1 y_{1i,t-1} + \beta_2 y_{2i,t-2} + \dots + \beta_n y_{ni,t-n} + \theta_1 x_{i1,t} + \theta_2 x_{2i,t} + \dots + \theta_n x_{ni,t} + \varepsilon_{nit}$$

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

$$\begin{aligned} \text{kişi başı gelir}_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} + \beta_2 \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} + \beta_3 \text{enflasyon}_{i,t-1} \\ &+ \beta_4 \text{dış borç}_{i,t-1} + \theta_1 \text{varlık büyüme}_{i,t} + \theta_2 \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{enflasyon}_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} + \beta_2 \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} + \beta_3 \text{enflasyon}_{i,t-1} \\ &+ \beta_4 \text{dış borç}_{i,t-1} + \theta_1 \text{varlık büyüme}_{i,t} + \theta_2 \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{reel döviz kuru}_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} + \beta_2 \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} + \beta_3 \text{enflasyon}_{i,t-1} \\ &+ \beta_4 \text{dış borç}_{i,t-1} + \theta_1 \text{varlık büyüme}_{i,t} + \theta_2 \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{dış borç}_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} + \beta_2 \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} + \beta_3 \text{enflasyon}_{i,t-1} + \beta_4 \text{dış borç}_{i,t-1} \\ &+ \theta_1 \text{varlık büyüme}_{i,t} + \theta_2 \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Ekonometrik modeldeki $y_{i,t}$ içsel değişkenleri temsil etmektedir. Kişi başı gelir, reel döviz kuru, enflasyon ve borçluluk oranından oluşan içsel değişkenlerden kişi başı gelir ABD doları cinsinden cari fiyatlarla kişi başı geliri ifade etmektedir. Dünya Bankası veri tabanından elde edilen bu değişken modelde logaritması alınarak kullanılmıştır. Reel döviz kuru Uluslararası Denkleştirme Bankası (Bank for International Settlement, BIS)'ten elde edilmiştir. Enflasyon oranı tüketici sepetindeki yıllık değişimlere göre belirlenmiş ülke borçluluk oranı da ülkelerin toplam dış borcunun ülkelerin GSYİH'sına oranı şeklinde ölçülmüştür. Her iki değişken de yine Dünya Bankası veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere Tablo 2'de yer verilmiştir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Kisi Başı Gelir	252	5,528.86	3,917.54	306.44	15,928.70
Enflasyon	252	57.65	354.56	-1.17	4,734.91
Dış Borç	252	39.46	24.72	-13.37	168.20
Reel Döviz Kuru	252	95.59	34.33	39.98	276.38
Varlık Büyüme	243	0.12	0.19	-0.10	0.73
FED Fonloma Faizi	252	2.51	2.15	0.09	6.24

5. Bulgular ve Tartışma

Çalışmada FED'in geleneksel ve geleneksel olmayan para politika araçlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi Panel VAR yöntemiyle incelenmiştir. Panel VAR modelinin uygulanabilmesinin ilk şartı modelin değişkenlerinin durağan olmasıdır. Bu sebeple öncelikle değişkenlerin durağanlıkları test edilecektir. Diğer yandan Shariff ve Hamzah (2015: 14) tarafından da belirtildiği üzere panel verilerde yatay kesit bağımlılığının olması 1. nesil birim kök testlerinin yanıltıcı sonuçlar vermesine neden olacağından, çalışmada öncelikle değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının var olup olmadığı test edilecektir. Yatay kesit bağımlılığı olmayan değişkenlerin birim kök testleri 1. nesil panel birim kök testlerinden IPS ile yapılırken, yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilen değişkenlerin durağanlığı ikinci nesil birim kök testlerinden CADF birim kök testi ile test edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler ve söz konusu değişkenlere ilişkin birim kök testi özet sonuçları Tablo 3'te gösterildiği gibidir:

Tablo 3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

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

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığı testi sonuçlarına göre reel döviz kuru hariç diğer tüm verilerde yatay kesit bağımlılığının olmadığı savunulan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Buna göre reel döviz kuru değişkeni hariç diğer tüm değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının var olduğu sonucuna ulaşılabilir. Sonuç olarak yatay kesit bağımlılığı testi sonuçlarına göre reel döviz kuru hariç diğer değişkenlerde ikinci nesil birim kök testinin yapılması gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılık testine göre değişkenlere uygulanan panel birim kök testleri ve sonuçlarına Tablo 4'te yer verilmiştir.

Tablo 4. Panel Birim Kök Test Sonuçları

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

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

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

Panel VAR modeline eklenecek değişkenlerin durağanlıkları tespit edildikten sonra uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesi için Akaike, Bayesyen ve Hannan-Quinn bilgi kriterleri kullanılmıştır. Gujarati (2009: 474) bilgi kriterleri içerisinde istatistiği en düşük olan gecikme uzunluğunun, ilgili yöntemce en uygun gecikme uzunluğu olarak tavsiye edildiğini belirtmiştir. Bilgi kriterleri sonuçları Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5. Bilgi Kriterleri Sonuçları

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

Bilgi kriterleri sonuçlarında da görüleceği üzere her üç bilgi kriterine göre de optimal gecikme uzunluğu 1'dir. Çalışmada, optimal gecikme uzunluğu 1 olacak şekilde Panel VAR modeli oluşturulmuştur.

FED'in politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini test etmek amacıyla kurulan modelde, kişi başı gelir, reel kur, enflasyon, dış borçtan oluşturulan içsel değişkenler ile varlık büyümesi ve fonlama faizi ile oluşturulan dışsal değişkenlerinden oluşturulan Panel VAR modelinin sonuçlarına aşağıdaki Tablo 6'da yer verilmiştir.

Tablo 6. Panel VAR Regresyon Sonuçları

	Katsayı	Standart Hata	Olasılık Değeri
Kişi Başı Gelir			
Kişi Başı Gelir (-1)	0.583	0.112	0.000*
Reel Kur (-1)	-0.004	0.001	0.000*
Enflasyon (-1)	0.000	0.000	0.000*
Dış Borç (-1)	0.003	0.001	0.028**
Varlık Büyüme	-0.180	0.090	0.045***
Fonlama Faizi	-0.001	0.007	0.875
Enflasyon			
Kişi Başı Gelir (-1)	-31.610	30.395	0.298
Reel Kur (-1)	0.839	0.588	0.154
Enflasyon (-1)	0.091	0.063	0.144
Dış Borç (-1)	0.512	0.337	0.129
Varlık Büyüme	7.420	6.802	0.275
Fonlama Faizi	2.950	0.828	0.000*
Reel Döviz Kuru			
Kişi Başı Gelir (-1)	27.336	9.392	0.004*
Reel Kur (-1)	-0.356	0.161	0.028**
Enflasyon (-1)	-0.003	0.009	0.694
Dış Borç (-1)	0.019	0.114	0.870
Varlık Büyüme	-12.231	5.199	0.019**
Fonlama Faizi	-0.138	0.539	0.798
Dış Borç			
Kişi Başı Gelir (-1)	-15.215	8.109	0.061***
Reel Kur (-1)	0.200	0.098	0.041**
Enflasyon (-1)	-0.004	0.003	0.100
Dış Borç (-1)	0.015	0.200	0.941
Varlık Büyüme	13.019	5.537	0.019**
Fonlama Faizi	0.898	0.611	0.142

Not: *, ** ve *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

$$\begin{aligned}
& \text{kişi başı gelir}_{i,t} \\
& = \alpha_0 + 0.583 * \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} - 0.004 * \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} + 0.0001 \\
& * \text{enflasyon}_{i,t-1} + 0.003 * \text{dış borç}_{i,t-1} - 0.18 * \text{varlık büyüme}_{i,t} - 0.001 \\
& * \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{6}$$

$$\begin{aligned}
& \text{enflasyon}_{i,t} = \alpha_0 - 31.61 * \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} + 0.839 * \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} + 0.091 \\
& * \text{enflasyon}_{i,t-1} + 0.512 * \text{dış borç}_{i,t-1} + 7.42 * \text{varlık büyüme}_{i,t} + 2.95 \\
& * \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{7}$$

$$\begin{aligned}
& \text{reel döviz kuru}_{i,t} \\
& = \alpha_0 + 27.336 * \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} - 0.356 * \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} - 0.003 \\
& * \text{enflasyon}_{i,t-1} + 0.019 * \text{dış borç}_{i,t-1} - 12.23 * \text{varlık büyüme}_{i,t} - 0.14 \\
& * \text{fonlama faizi}_{i,t} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{8}$$

$$\begin{aligned}
& \text{dış borç}_{i,t} = \alpha_0 - 15.22 * \text{kişi başı gelir}_{i,t-1} + 0.2 * \text{reel döviz kuru}_{i,t-1} - 0.004 * \text{enflasyon}_{i,t-1} \\
& + 0.015 * \text{dış borç}_{i,t-1} + 13.02 * \text{varlık büyüme}_{i,t} + 0.898 * \text{fonlama faizi}_{i,t} \\
& + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{9}$$

Panel VAR sonuçlarına göre FED'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin kişi başı geliri üzerinde azaltıcı etkisi olduğu görülmektedir. FED'in bilançosundaki yüzde 1'lik artış gelişmekte olan ülkelerin kişi başı gelirini ortalama yüzde 0.18 düzeyinde düşürmektedir. Bu etki %5 düzeyinde anlamlıdır. Diğer yandan FED fonlama faizinin enflasyon, reel döviz kuru ve dış borç kontrol edildiğinde de kişi başı gelir üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı görülmektedir. FED politikalarının enflasyon üzerindeki etkisine baktığımızda FED fonlama faizinin enflasyon üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu görülmektedir. FED fonlama faizindeki 1 puanlık artışın enflasyonu ortalama %2.95 puan artırmaktadır. Elde edilen bu sonuç Iacoviello ve Navarro'nun (2019: 232-250) bulguları ile uyumludur. Her ne kadar FED fonlama faizlerindeki artışın gelişmekte olan ülkeleri de faiz artırımına teşvik edeceği ve bunun talep yönünden enflasyonu baskılayacağı bir politika olacağı savunulabilse de, Iacoviello ve Navarro FED'in faiz oranlarını arttırmasının gelişmekte olan ülkelerin kırılğanlığını arttıracağını, kırılğanlığın artmasının yabancıların kredi kanallarını açmakta isteksiz davranmalarına, yurtiçinden yurtdışına sermaye çıkışlarına, cari açığa ve sonuç olarak yerel paranın değer kaybı ile enflasyona neden olacağını tespit etmiştir.

Panel VAR sonuçlarına göre FED'in geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkelerin reel döviz kuru üzerindeki etkisinin beklenenin aksine azaltıcı yönde olduğu tespit edilmiştir. FED'in bilanço genişletme politikası bir yandan global enflasyona neden olmakta, diğer yandan portföy denge kanalı üzerinden gelişmekte olan ülkelere yönelerek bu ülkelerde hem varlık hem de mal ve hizmet fiyatlarını arttırıcı etkisi ortaya çıkmaktadır. Varlık alımı politikasının gelişmekte olan ülkeler üzerinde ortaya çıkabilecek söz konusu enflasyonist baskısı reel döviz kuru üzerinde de düşürücü etki ortaya çıkaracaktır. Diğer yandan FED'in bilanço genişletme politikası ABD para arzını arttıracığından yerel paranın dolar cinsinden değeri artacaktır. Dolayısıyla FED'in bilanço genişletme politikasının reel döviz kuru üzerinde birbirine zıt iki etkisi ortaya çıkabilecektir. Bu çalışmada geleneksel olmayan politikanın enflasyonist etkisinin ağır bastığı ve bu sebeple FED'in varlıklarındaki büyümenin gelişmekte olan ülkelerin nominal değil reel döviz kuru üzerinde düşürücü etki yaptığı tespit edilmiştir.

Panel VAR sonuçları gelişmekte olan ülkelerin dış borçları açısından değerlendirildiğinde, FED'in varlıklarındaki büyümenin, beklendiği üzere, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını arttırıcı etki oluşturduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre FED'in varlıklarındaki yüzde 1'lik bir artış, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını %1.3 oranında arttıracaktır. Varlık büyüme değişkenin katsayısına ilişkin olasılık değerinin %1.9 olması, söz konusu etkinin %5 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

6. Sonuç

Çalışmada, Panel VAR metodolojisi kullanılarak FED'in 1993-2020 döneminde uygulamış olduğu geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri test edilmiştir. Gerekli sına testleri yapıldıktan sonra belirlenen Panel

VAR modeli sonucuna göre FED'in geleneksel olmayan bilanço genişletme politikasının hem kişi başı gelir, hem reel döviz kuru hem de borçluluk açısından gelişmekte olan ülkeler üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular neticesinde FED'in geleneksel olmayan varlık alımlarının gelişmekte olan ülkelerin bir yandan kişi başı gelirlerini azaltırken bir yandan da enflasyonist etki ile reel döviz kurlarının düşmesine neden olduğu tespit edilmiştir. FED'in bilanço büyümesi beklendiği üzere gelişmekte olan ülkelerin borçluluk oranlarını da anlamlı şekilde arttırmaktadır. Diğer yandan FED'in geleneksel faiz politikasının da gelişmekte olan ülkelerin enflasyonu üzerinde etkili olduğu, FED fonlama faizindeki artışın gelişmekte olan ülkelerin kırılma noktalarını, risk primlerini arttırarak enflasyona neden olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynakça

- Adhikari, D. R. (2017). Has FED's Policy Hurt the World Economy?. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 361-372.
- Ağralıoğlu, S., & Demirci, S. (2021). FED'in Para Politikalarının Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerinde Yayılma Etkileri: Panel Var Yaklaşımı İle Modelleme. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 13(24), 1-15.
- Ahmed, S., & Zlate, A. (2014). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?. *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.
- Bartkiewicz, P. (2018). The Impact Of Quantitative Easing on Emerging Markets- Literature Review. *Financial Internet Quarterly'e-Finanse'*, 14(4).
- Bauer, M. D., & Neely, C. J. (2012). *International Channels of the FED's Unconventional Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series, Working Paper 2012-028A.
- Bernanke, Ben S & Blinder, Alan S. (1992). "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," American Economic Review, American Economic Association, vol. 82(4), pages 901-921, September.
- Bhattacharai, S., Chatterjee, A., & Park, W. Y. (2021). Effects of US Quantitative Easing on Emerging Market Economies. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 122, 104031.

- Bowman, D., Londono, J. M., & Sapriza, H. (2015). US Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies. *Journal of International Money and Finance*, 55, 27-59.
- Byrne, Joseph P. & Fiess, Norbert, 2011. International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants, *SIRE Discussion Papers* 2011-03, Scottish Institute for Research in Economics (SIRE).
- Chen, H., Cúrdia, V., & Ferrero, A. (2012). The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programmes. *The Economic Journal*, 122(564), F289-F315.
- Chen, Q., Filardo, A., He, D., & Zhu, F. (2016). Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy And International Spillovers. *Journal Of International Money And Finance*, 67, 62-81.
- Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2001). Optimal Monetary Policy in Open Versus Closed Economies: An Integrated Approach. *American Economic Review*, 91(2), 248-252.
- Fratzcher, M., Lo Duca, M., & Straub, R. (2018). On the International Spillovers of US Quantitative Easing. *The Economic Journal*, 128(608), 330-377.
- Frenkel, J. A., & Razin, A. (1987). *Fiscal Policies and the World Economy; An Intertemporal Approach* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1987) (No. 20438). University Library of Munich, Germany.
- Ghosh, A. R., Qureshi, M. S., Kim, J. I., & Zalduendo, J. (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2), 266-285.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. Boston, Mass: McGraw-Hill.
- Gündoğdu M., (2015). *FED'in Para Politikasının Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Üzerindeki Etkisi*. İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü
- Hausman, J., & Wongswan, J. (2011). Global Asset Prices and FOMC Announcements. *Journal of International Money and Finance*, 30(3), 547-571.
- Iacoviello, M., & Navarro, G. (2019). Foreign Effects of Higher US Interest Rates. *Journal of International Money and Finance*, 95, 232-250.
- Jaramillo, L., & Weber, A. (2013). Global Spillovers into Domestic Bond Markets in Emerging Market Economies. *International Monetary Fund*.
- MacDonald, M., & Popiel, M. K. (2020). Unconventional Monetary Policy in A Small Open Economy. *Open Economies Review*, 31, 1061-1115.
- Miyajima, K., Mohanty, M. S., & Yetman, J. (2014). Spillovers of US Unconventional Monetary Policy to Asia: The Role of Long-Term Interest Rates. *BIS Working Papers* 478, Bank for International Settlements.
- Moghadam, R. (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. *Strategy, Policy, And Review Department, International Monetary Fund*.

- Moore, J., Nam, S., Suh, M., & Tepper, A. (2013). *Estimating the Impacts of US LSAP's On Emerging Market Economies' Local Currency Bond Markets* (No. 595). Staff Report.
- Shariff, N. S. M., & Hamzah, N. A. (2015). A Robust Panel Unit Root Test in The Presence Of Cross Sectional Dependence. *Journal of Modern Applied Statistical Methods*, 14(2), 14.
- Tran, T. B. N., & Pham, H. C. H. (2020). The Spillover Effects of the US Unconventional Monetary Policy: New Evidence from Asian Developing Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(8), 165.
- Uslu, E. (2012). Reel Kurun Denge Değerinden Sapmasında Balassa-Samuelson Etkisi: Türkiye Örneği. *Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*.