

**T.C.
İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU İLE FAİZ ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

EDA KÜÇÜK

1800000440

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: Yönetim Ekonomisi

Tez Danışmanı: Doç.Dr. Deniz Dilara DERELİ

OCAK 2021

T.C.
İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU İLE FAİZ ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

EDA KÜÇÜK

1800000440

Anabilim Dalı: İktisat
Programı: Yönetim Ekonomisi

Tez Danışmanı: Doç.Dr. Deniz Dilara DERELİ

Jüri Üyeleri:

Doç. Dr. Begüm ERDİL ŞAHİN

Dr. Öğr. Üyesi Elife AKİŞ

OCAK 2021

ÖNSÖZ

Bu tezin amacı; Türkiye’de 2010-2018 yılları arasında döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişkileri ortaya koymak ve Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi yöntemi kullanarak bu ilişkinin analizini gerçekleştirmektir. Bu bağlamda Türkiye’nin 2010-2018 yılları arasındaki aylık verileri kullanılarak döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkileri Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi bağlamında analizi ile gerçekleştirilmiştir. Ayrıca Tez çalışmamda serilerin durağanlığı VAR modeli ile test edilmiştir. Döviz kuru ve faiz oranları arasındaki uzun vadeli ilişki Johansen Eşbütünleşme testi ile sınanmıştır. Nedenselliğin belirlenmesi maksadıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Ortaya çıkan uzun vadeli ilişkinin yönü içinde Hata Düzeltme Modeline dayalı Granger nedensellik testi uygulanmıştır.

Bana bu süreç zarfında destek olan, akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan değerli danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Deniz Dilara DERELİ ’ye çok teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLolar	v
ŞEKİLLER.....	vi
ÖZET.....	vii
ABSTRACT.....	ix
GİRİŞ	xi
BİRİNCİ BÖLÜM	1
1. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE.....	1
1.1. Döviz Kuru	2
1.1.1. Döviz Kuru Çeşitleri	5
1.1.1.1. Temel Döviz Kurları.....	8
1.1.1.2. Karma Döviz Kurları	11
1.1.2. Döviz Kuru Teorileri.....	17
1.1.2.1. Geleneksel.....	17
1.1.2.2. Modern.....	21
1.2. Faiz	23
1.2.1. Faizin Kavramsal Çerçevesi.....	23
1.2.2. Faiz Çeşitleri	24
1.2.2.1. Basit ve Bileşik Faiz	24

1.2.2.2.	Brüt ve Net Faiz	25
1.2.2.3.	Sabit ve Değişken Faiz	25
1.2.2.4.	Kanuni ve Serbest Faiz	26
1.2.2.5.	Temerrüt Faiz.....	26
1.2.2.6.	Nominal ve Reel Faiz	26
1.2.2.7.	Mevduat ve Kredi Faizi	27
1.2.3.	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Faiz Oranları.....	27
1.2.3.1.	Gecelik Faiz	29
1.2.3.2.	Geç Likidite Faiz	29
1.2.3.3.	Bir Haftalık Repo.....	29
1.2.4.	Faiz Teorileri.....	30
1.2.4.1.	Klasik Faiz	30
1.2.4.2.	Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı.....	31
1.2.4.3.	Keynes'in Faiz Kuramı.....	31
1.2.4.4.	Hicks-Hansen'in Neo-Keynesyen Kuramı	32
1.2.4.5.	Tobin'in Portföy Kuramı	33
İKİNCİ BÖLÜM.....		34
2.	DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI ARASINDAKİ BAĞ VE ETKİLERİ.....	34
2.1.	Reel Etkiler.....	35
2.1.1.	Özel Yatırımlar Üzerine Etkisi.....	36
2.1.2.	Kamu Yatırımları Üzerine Etkisi	37
2.1.3.	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi.....	38
2.2.	Ödemeler Dengesine Etkileri	39
2.2.1.	Dış Ticaret Üzerine Etkisi.....	39
2.2.2.	Portföy Hareketleri Üzerine Etkisi.....	41

2.3. Bankacılık Sektörüne Etkileri.....	43
2.3.1. Döviz Riski.....	43
2.3.2. Piyasa Riski.....	45
2.3.3. Kredi Riski	46
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	47
3. EKONOMETRİK İNCELEME VE ANALİZ	47
3.1. Türkiye’de 2010-2018 Yılları Arasındaki Döviz Kuru ve Faiz Oranı İlişkisi...47	
3.2. Analizin Amacı.....	55
3.3. Veri Seti ve Yöntemi.....	55
3.4. Literatür Araştırması	57
3.5. Ampirik Bulgular.....	65
SONUÇ	67
KAYNAKÇA.....	69

TABLÖLAR

Tablo 1-2010-2018 Yılları Arasındaki Dolar Döviz Kuru Bilgileri.....	5
Tablo 2- 2010-2018 Yılları Arasındaki Euro Döviz Kuru Bilgileri.....	5
Tablo 3- Karma Döviz Kuruları	11
Tablo 4- ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları	65
Tablo 5- Granger Test Sonuçları	66
Tablo 6- “Johansen Eşbütünleşme Test” Sonuçları	66
Tablo 7- “Hata Düzeltme Modeline Dayalı Granger Nedensellik Test” Sonuçları	67

ŞEKİLLER

Şekil 1- Döviz Kurları	6
Şekil 2- Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi ve Piyasalar için Efektif Maliyet.....	28
Şekil 3- Klasik Faiz Teorisi.....	30
Şekil 4- Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı.....	31
Şekil 5- Keynes'in Faiz Kuramı.....	32
Şekil 6- Hicks-Hansen'in Neo-Keynesyen Kuramı	33
Şekil 11- Esnek Kur Sisteminde Mali Genişlemenin Etkileri.....	36
Şekil 7- TCMB Faiz Koridoru, Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti	51
Şekil 8- TCMB Tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları	52
Şekil 9- Kısa Vadeli Faizler (5 Günlük Hareketli Ortalama, Yüzde)	52
Şekil 10- TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)	53
Şekil 12- (VAR) Karakteristik Kökler	65

ÖZET

Bir ülkenin ekonomisinin makroekonomik açıdan dengede olabilmesi için döviz kuru ve faiz oranlarının dengede olması gerekmektedir. Bu değişkenler arasındaki dengede meydana gelebilecek bir bozulma ülke ekonomisi açısından negatif sonuçlar doğurmaktadır. Bu bozulma neticesinde ortaya çıkan negatif sonuçların düzeltilmesi için sorunun kaynağının detaylıca incelenmesi gerekmektedir. Unutulmamalıdır ki değişkenleri etkileyen etkenler dünya çapında meydana gelebilecek gelişmeler ve ülkenin ekonomik politikaları ile bağlantılıdır.

Bu çalışma toplamda üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci kısımda döviz kuru ve faiz oranları hakkında teorik bilgilere yer verilmiştir. İkinci kısımda ise, Türkiye'nin 2010-2018 yılları arasındaki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki bağ ve etkileri incelenmiştir. Üçüncü kısımda ise, bu ilişkiyi ortaya çıkartmak amacıyla ampirik çalışma yapılmıştır.

Bu bağlamda Türkiye'nin 2010-2018 yılları arasındaki aylık verileri kullanılarak döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkileri Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi bağlamında analizi ile gerçekleştirilmiştir. Ayrıca Tez çalışmamda serilerin durağanlığı VAR modeli ile test edilmiştir. Döviz kuru ve faiz oranları arasındaki uzun vadeli ilişki Johansen Eşbütünleşme Testi ile sınanmıştır. Nedenselliğin belirlenmesi maksadıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Ortaya çıkan uzun vadeli ilişkinin yönü içinde Hata Düzeltme Modeline dayalı Granger nedensellik testi uygulanmıştır.

İlk olarak değişkenlerin logaritmaları alınmış ve “Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi” uygulanmıştır. Daha sonra, serilerde durağanlık olmadığı tespit edilmiş ve birinci farkları alınıp tekrardan “Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi” uygulanıp durağanlık kontrolü yapılmıştır. Karakteristik köklerin birim çember içerisinde yer almasından ötürü tesis edilen VAR modelinde durağanlığın sağlanmış olduğu tespit edilmiştir. Değişkenler arasında kısa vadeli dönemde bir nedensellik ilişkisi olup olmadığı “Granger Nedensellik Testi” ile incelenmiştir. Bu teste göre kısa vadede döviz ve faiz arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Döviz kuru ve Faiz oranları arasındaki uzun vadeli ilişki, “Johansen Eşbütünleşme Testi” ile

incelenmiştir. D v z kuru ve faiz oranı arasında ortaya çıkan uzun vadeli ilişkinin yönünün anlaşılması için ‘‘Hata Düzeltme Modeline dayalı Granger Nedensellik Testi’’ uygulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: D v z Kuru, Faiz Oranı, ADF Testi, Granger Nedensellik Testi, Johansen Eşbütünleşme Testi, Hata Düzeltme Modeline dayalı Granger Nedensellik Testi.



ABSTRACT

In order for a country's economy to be in macroeconomic balance, the exchange rate and interest rates must be in balance. Any deterioration in the balance between these variables has negative consequences for the country's economy. In order to correct the negative consequences resulting from this deterioration, the source of the problem should be examined in detail. It should not be forgotten that the factors affecting the variables are linked to the developments that may occur around the world and the economic policies of the country.

This study consists of three main sections in total. In the first part, theoretical information about exchange rate and interest rates is given. In the second part, the bond between exchange rates and interest rates and the effects of Turkey between the years 2010-2018 were examined. In the third part, an empirical study has been done to reveal this relationship.

In this context, the relations between Turkey using monthly data for the years 2010-2018 the exchange rate and interest rate Augmented Dickey-Fuller (ADF) unit root test was carried out by analyzing the context. In addition, in my thesis, the inertia of the series was tested with the VAR model. The long-term relationship between exchange rate and interest rates has been tested with the Johansen Cointegration Test. The Granger Causality Test was applied to determine causality. Granger Causality Test based on Error Correction Model was applied in the direction of the resulting long-term relationship.

First, the logarithms of the variables were taken and the "Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test" was applied. Later, it was determined that there was no stationarity in the series and the first differences were taken and the "Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test" was applied again and the stationarity was checked. Since the characteristic roots are located in the unit circle, it has been determined that the stability has been achieved in the VAR model established. Whether there is a causality relationship between the variables in the short term was examined with the "Granger Causality Test". According to this test, a causality relationship between currency and

interest could not be determined in the short term. The long-term relationship between exchange rate and interest rates has been analyzed using the "Johansen Cointegration Test". "Granger Causality Test based on Error Correction Model" has been applied to understand the direction of the long-term relationship that arises between the exchange rate and the interest rate.

Keywords: Exchange Rate, Interest Rate, ADF Test, Granger Causality Test, Johansen Cointegration Test, Granger Causality Test based on Error Correction Model.



GİRİŞ

Bir ülkenin makroekonomik açıdan durumunu gösteren en önemli değişkenler döviz kuru ve faiz oranlarıdır. Döviz kuru ve faiz oranlarında meydana gelebilecek değişimler tüm ekonomilerde negatif sonuçlar doğurur. Ortaya çıkan bu olumsuzlukları minimize etmek için düzgün ekonomi politikaları uygulanmalıdır.

Döviz kuru ve faiz oranlarını sektörel değişkenler etkilemektedir. Ekonomide meydana gelebilecek bozulmalar neticesinde maliyetler artacak ve bunun sonucu olarak değişkenler arasındaki ilişki bozulacaktır. Yönetimin harcamaları arttırması neticesinde kamuda açık meydana gelir. Bu açığın giderilmesi için yönetim ya para basar ya da borçlanma yöntemini seçer. İlkinde, enflasyon açısından baskı meydana gelir. İkinci yolda ise yönetim iç kaynaklara yönelir ve faiz oranları yükselir. Faizin artması yurtdışı kaynaklı sermayenin yurt içine gelmesini sağlar. Sermayenin yurt içine gelmesi sebebiyle döviz kurlarında düşüş görülür. Kurda yaşanan düşüş neticesinde ithalat artar ve ihracat azalır. İthalatın artması neticesinde ülke içerisinde cari açık ortaya çıkar. Dövizde meydana gelebilecek yükselmeler ithal ürün maliyetlerinde fiyat artışına ve bu da maliyetlerde enflasyona sebep olur. Dövizde yaşanacak artış farklı yollarla fiyatlara yansır. Bunlardan biri, tüketici fiyat endeksinin arttırmasıdır. Diğer bir yol, şirketlerin maliyetleri artar. Başka bir yolda, yurt dışından gelen malların fiyatlarında yaşanacak artış neticesinde rakip yerli malların fiyatının artmasıdır.

1980 yılından önce Türkiye’de, yabancı ikame anlayışlı ve müdahale edilen politikalar uygulanmaktaydı. 1980 sonrasında ise yurt dışı satışına yönelik sanayileşme politikası ve serbest dış ticaret politikası uygulanmaktadır. Bu değişimin sonucu olarak

artık döviz kurları ve faiz oranları piyasada belirlenmektedir. 1989 senesinde çıkarılan kararla Türk lirasının serbestçe dövizde çevrilmesiyle döviz kurları ve faiz oranlarının kontrolü mümkün olmamıştır. Bu senelerde faiz oranlarındaki yükselme doğal olarak yurtdışı sermayelerinin Türkiye'ye yönelmesine neden oldu. Bu sayede Türk lirası aşırı değer kazandı. İthalat arttı ve ödemeler bilançosu ciddi açıklar verdi.

1989 sonrasında ortaya çıkan kamu açıklarını kapatmak için Merkez Bankası kısa dönem avans ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ile çözüm bulmaya çalıştı. Para sistemlerinde yaşanan sorunlar ve iktisadi değerlerin yetmemesi sebebiyle faizlerde yükselme yaşanmıştır. Bu ekonomik sıkıntılar neticesinde dönem yönetimi 5 Nisan Kararlarını ilan etmiştir. Bu kararlarda sonuç vermemiş ve faiz yükselmeye devam etmiştir.

Asya Krizi 1997 yılında meydana gelmiş, bir yıl sonra Rusya Krizi ortaya çıkmış ve bu krizlerin yansımaları Türkiye ekonomisine ağır hasarlar vermiştir. Bu krizler neticesinde yabancı sermaye yurt dışına çıkmış, T.C. Hazinesinin borçlanma olanaklarını kısıtlamıştır. Bu durumda T.C. Hazinesi iç piyasaya yönelmiş, bunun sonucu olarak zaten hali hazırda yüksek olan faiz oranları daha da artmıştır. 2000 yılının kasım ayında ve 2001 yılının şubat ayında yaşanan krizlerden sonra mart ayında devlet “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ilan etmiş ve bu sayede faiz ve kurda yaşanan dalgalanmalar kabul edilebilir seviyelere gerilemiştir. 2008 yılında yaşanan krizin ardından Merkez Bankası 2010 yılının kasım ayından itibaren çeşitli araçlar kullanarak müdahale etmek durumunda kalmıştır. 2011 yılının kasım ayından sonra döviz dalgalanmasına karşı faiz koridorunun üst limiti kullanılarak ek parasal sıkılaştırma yapılmıştır.

2015 yılı genelinde izlenen sıkı likidite politikası sonucunda ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükseltilmiş ve bankalar arası gecelik repo faizlerinin faiz koridorunun üst bandında oluşması sağlanmıştır. Makro ihtiyati önlemler ve para politikasındaki sıkı duruş 2015 yılında enflasyonun yükselişini sınırlamıştır. 2015 yılı genelinde başta petrol olmak üzere döviz cinsinden ithalat fiyatları da enflasyonu sınırlayıcı yönde etki yapmıştır. Buna rağmen gıda fiyatlarındaki yüksek seyir ve döviz

kurundaki artışın gecikmeli etkilerine baēlı olarak, yıl boyunca enflasyon hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmiştir.

2016 yılı yaşanan küresel ve jeopolitik önemli şokların ardından, 2017 yılının başlarında döviz kurlarında yaşanan oynaklık ve bu durumun enflasyon görünümü üzerindeki etkisi, para politikası kararlarında belirleyici olmuştur. Merkez Bankası, döviz kurlarındaki artışların enflasyonu yukarı çekmesi nedeniyle parasal sıkılaştırma yapmıştır. Ayrıca Merkez Bankası, bu gelişmelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceēi olumsuz etkileri önlemek amacıyla bazı likidite tedbirleri de almıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

Döviz kelime anlamı olarak, ülkelerin kendi aralarında yapacakları ödemelerde ödeme araçlarının tamamına verilen isimdir. Döviz konusunda bir diğer önemli tanım ise döviz kuru 'dur. Döviz kuru, ülkelerin milli para birimlerinin farklı ülkelerin milli para birimleri ile ifade edilmesidir. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere döviz kuru, ülkeler arasındaki ekonominin bir göstergesidir.

Seyidoğlu'na göre döviz, “madeni ve kâğıt para şeklindeki tüm yabancı ülke paraları ile bu paralarla ödemeleri sağlayan her türlü hesap, belge ve araçlardır. Yabancı ulusal paralar nakit biçiminde olabildiği gibi banka havaleleri, ödeme emirleri, döviz poliçeleri, mevduat sertifikaları, seyahat çekleri vb. biçiminde de olabilir”.¹ Türkiye’de nakit araçlara efektif, nakde dönüşebilenlerine ise döviz denir. Günümüzde mali anlamda en büyük piyasalar döviz piyasalarıdır.

Döviz kurunda oluşacak olumlu ya da olumsuz hareketlenmeler ülkelerin birbirleri arasında yaptıkları ticareti büyük oranda etkilemektedir. Değişimler nedeni ile alınan veya satılan mal ve hizmetlerin fiyatları değişecektir. Buda Ülkelerin uluslararası piyasalardaki gücünü olumlu ya da olumsuz yönde etkilemektedir. Bu duruma örnek vermek gerekirse; kur 'da yaşanacak bir artış ithal mal kullanmakta olan firmaların maliyetini arttıracak ve bunun sonucu olarak firmalar mal ve hizmetlerinin fiyatlarını arttıracaktır. Daha sonra ithalata rakip olan yerel mallarında fiyatları artacaktır. Ortaya

¹ Halil Seyidoğlu, Uluslararası Finans (İstanbul: Güzem Yayınları, 2001) 77.

ıkan bu yükseliş ülkenin enflasyonuna baskı oluşturacaktır. Bu denli önemli bir dalgalanmanın ülkeler tarafından dikkatle takip edilmesi gerekmektedir.

1.1. Döviz Kuru

İki lke arasında ticaret sonucu yapılacak demeler, o ülkelerin para birimleriyle yapılmaktadır. Dolayısıyla uluslararası piyasalar nezdinde ortaya çıkan mal ve hizmet alımlarında kullanılacak para, ödemenin yapılacağı ülkenin parasının cinsinden olmalıdır. Kavram ve teori bunu desteklemektedir ama iki ülke isterse ticarete kullanacakları paranın cinsini kendileri belirleyebilmektedir. Bu ortak para birimi belirmede en önemli nokta ödeme yapacak olan ülkenin parasının değer karşılığının, ödeme yapılacak ülkenin parası cinsinden değerinin bilinmesidir.²

Seyidoğlu’na göre döviz kuru “bir birim yabancı para ile değiştirebilen ulusal para miktarı ya da bir birim ulusal paranın karşılığı olan yabancı para tutarı biçiminde tanımlanır”.³ Döviz kuru aynı zamanda kambiyo kuru olarak da adlandırılır.

Denkleme baktığımızda, döviz kurunun yükselişi ulusal paranın düşüşü anlamına gelmektedir. Yabancı para ile ne kadar fazla ulusal para alabiliyorsanız döviz kuru o kadar yükselmiş demektir. Kur’un düşmesiyle beraber ulusal paranın değer kazandığından söz edebiliriz. Bu durumda elinizdeki ulusal parayla, düşüşü oranında, daha fazla yabancı para satın alınabilir. Bir lke için döviz kurunun yükselmesi, ülke ihracatını yabancı sermaye için ucuz hale getirmektedir. Bu durumda, ithal ürünler döviz kuru yükselen ülkenin üreticileri için pahalı konumuna gelmektedir. Tam tersi düşünüldüğünde ise, ülkenin ulusal parasının değerinin artması yabancıların üretilen mallara ödeyecekleri para miktarının da artması anlamına gelir. Başka bir faydası da ülkedeki tüketiciler yabancı ürünleri daha ucuza temin edebilirler.⁴

Kotasyon kelimesi döviz kurunun ifade edilmesinde kullanılmaktadır. Dilimize değer belirlemek ya da fiyat vermek olarak çevrilebilir. Kotasyonun dolaylı ve dolaysız

² Raif Cergibozan, Reel Döviz Kuru ve TL’nin Aşırı Değerlenme Oranının lm (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, 2011) 3.

³ Halil Seyidoğlu, Uluslararası iktisat: Teori politika ve uygulama (İstanbul: Güzem Yayınları, 2009) 33.

⁴ P. R. Krugman ve M. Obstfeld, International Economics, Theory and Policy (USA: Addison Wesley,1997) 333.

diye adlandırılan iki farklı çeşidi vardır. Dolaysız Kotasyon, yabancı paranın değerinin milli para karşılığıdır. Avrupa yöntemi de denilmektedir. Daha iyi anlaşılması için, 5,94 TL/\$ şeklinde yazılır dolar başına 5.94 Türk lirası olarak okunur. Genel anlamda uluslararası piyasalarda dolaysız kotasyon kullanılır. Bir tek istisnası vardır oda İngiltere'dir. İngiltere sterlin için dolaylı kotasyon kullanılır. Dolaylı Kotasyon, milli paranın değerinin yabancı para karşılığıdır. Amerikan yöntemi de denilmektedir. Daha iyi anlaşılması için, $5,94 \text{ TL}/\$ = 0.17 \text{ \$/TL}$ Türk lirası başına 0,17 dolar olarak okunur. Euro, İrlanda poundu, İngiliz sterlini ve Yeni Zelanda doları bu yönetime örnek gösterilebilir.⁵

Forex, Foreign ve Exchange kelimelerinin birleştirilip kısaltılmasından ortaya çıkmıştır. Türkçe anlamı Uluslararası Döviz Piyasası'dır, Forex, finansal yapısı olan bir piyasadır. Bu piyasada ülkelerin para birimleri birbiriyle değiştirilmektedir. Ayrıca ülkelerin paraları karşılığında başka bir ülkenin parası alınır veya satılabilir. Bu piyasada döviz fiziksel anlamda yer değiştirmezler. Yapılan işlemler kayıt ve kur üzerinden yapılır. Tüm dünya üzerinde bir takım döviz değer eşitliği bu piyasada yapılır. Bu piyasasında en çok işlem gören para birimi Amerikan dolarıdır. İkinci sırada Japon Yen'i gelmektedir. Daha sonra sırasıyla İngiliz poundu, İsviçre frangı ve Avrupa para birimi Euro gelmektedir.⁶

İktisatçı bilim insanları döviz kurunu ikiye ayırmaktadır. Bunlardan ilki Nominal döviz kuru ve ikincisi de Reel döviz kurudur. Nominal döviz kurunun en genel tanımı, yabancı bir ülkenin para biriminin milli para birimi karşısındaki değeridir. Bu döviz kuru hesabı yapılırken yabancı ülkenin enflasyon değerleri hesabın içine katılmaz. Piyasalarda geçerliliğini koruyan kur Nominal döviz kurudur. Reel döviz kuru ise, bu iki ülkenin mallarının birbirine görece fiyatıdır. "Nominal efektif döviz kuru, Türkiye'nin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre, Türk lirasının ağırlıklı ortalama değeridir. Ağırlıklar ikili ticaret akımları kullanılarak

⁵ Seyidoğlu 78.

⁶ Krugman ve Obstfeld 333.

belirlenmektedir. Reel efektif döviz kuru ise nominal efektif döviz kurundaki nispi fiyat etkileri arındırılarak elde edilmektedir”.⁷

Reel döviz kuru aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.⁸

$$\frac{\text{Nominal Döviz Kuru} \times \text{Yurtdışı Fiyat}}{\text{Endeksi Yurtiçi Fiyat Endeksi}} = \frac{\text{Yurtdışı Fiyat Endeksi}}{\text{Yurtiçi Fiyat Endeksi}}$$

Bu formülü kelimelere dökecek olursak eğer, yurtiçi fiyat endeksi oranı nominal döviz kurunun artış oranından ve yurtdışı fiyat endeksi oranından fazla artıyorsa milli para değer kazanıyor demektir. Başka bir deyişle reel döviz kuru değer kaybediyordur. Yine bu denklemden yola çıkarak, nominal rakamın reel rakamdan yüksek olması, yurtiçi enflasyon değerinin yurtdışı enflasyon değerinden yüksek olması, milli paranın çok fazla değer kazanmasına sebep olur. Bunun sonucunda yurt içindeki malların fiyatı yurt dışındaki malların fiyatına göre daha yüksek hale gelir. Bunun neticesinde de İhracat azalma eğilimi gösterirken ithalat artma eğilimi gösterir ve dış ticaret açığı meydana gelir.⁹

Aslında ulusal paranın gücünü, uluslararası piyasada o para ile satın alınabilecek mal, hizmet veya mali değerleri belirler. En temel açıdan bakıldığında bu tanım döviz kuru tanımının tam tersidir. Bu noktada milli para zaman zarfında bazı yabancı para birimleri karşısında değer kazanırken bazılarına karşı da değer kaybedebilir. Bunun sonucu olarak milli paranın uluslararası değeri hesaplanmak istendiğinde efektif döviz kurları hesaplanmalıdır. Efektif döviz kuru hesaplamak için ülkenin öncelikli olarak ticaret yaptığı, yani döviz kurunun etkisinin büyük olduğu ülkelerin paralarının ağırlıklı

⁷N. G. Mankiw, Makroekonomi, çev. Ömer Faruk Çolak (Ankara: Efil Yayınevi, 2010) 145.

⁸ Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama (İstanbul: Güzem Yayınları, 2003) 305.

⁹ Ahmet Erdoğan ve Faruk Sekmen, Pareto İktisat Son Beşli (Ankara: Süvari Akademi Yayınları) 203.

ortalaması ile hesaplanır. Ağırlığın değeri o ülkelerle yapılan ticaret oranlarıdır. Bu yöntemle hesaplanan kurların o ülke ekonomisi için bir anlamı olacaktır.¹⁰

Bu noktaya kadar bahsi geçen döviz kuru bilgilerinin Türkiye için 2010 ve 2018 yılları arasındaki değerleri dolar bazında Tablo 1.1. de, Euro bazında ise Tablo 1.2 de verilmiştir.

Tablo 1-2010-2018 Yılları Arasındaki Dolar Döviz Kuru Bilgileri

Yıl	Ocak	Mart	Mayıs	Temmuz	Ekim	Aralık	Yıllık Ortalama
2010	1,469	1,528	1,5353	1,5355	1,42	1,5115	1,499
2011	1,5552	1,5741	1,5647	1,6448	1,8254	1,8578	1,6708
2012	1,8375	1,7786	1,7951	1,8053	1,7934	1,7796	1,7922
2013	1,7639	1,8068	1,8207	1,932	1,9866	2,0628	1,9033
2014	2,214	2,2157	2,0921	2,1157	2,259	2,2879	2,1865
2015	2,3295	2,5866	2,6409	2,6892	2,9254	2,9175	2,7191
2016	2,9963	2,8883	2,9299	2,9487	3,0661	3,4902	3,0181
2017	3,7388	3,6678	3,5694	3,5577	3,6639	3,8471	3,6445
2018	3,768	3,8806	4,4048	4,7489	5,8421	5,297	4,8301

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, 2020, (Çevrimiçi-19.12.2019), <https://evds2.tcmb.gov.tr/>

Tablo 2- 2010-2018 Yılları Arasındaki Euro Döviz Kuru Bilgileri

Yıl	Ocak	Mart	Mayıs	Temmuz	Ekim	Aralık	Yıllık Ortalama
2010	2,0989	2,0748	1,9413	1,9578	1,9718	1,9977	1,9886
2011	2,0782	2,2024	2,2495	2,3518	2,4982	2,4515	2,3244
2012	2,3712	2,3497	2,3052	2,2226	2,3298	2,3322	2,3041
2013	2,3407	2,3451	2,3645	2,5263	2,7076	2,8255	2,529
2014	3,0189	3,0623	2,8757	2,8681	2,8645	2,8207	2,9042
2015	2,7193	2,8054	2,9525	2,9668	3,2882	3,1732	3,0187
2016	3,2577	3,2056	3,3158	3,2651	3,3832	3,6817	3,3375
2017	3,9713	3,9167	3,9391	4,0918	4,3083	4,5545	4,1159
2018	4,5884	4,783	5,2161	5,5429	6,7151	6,0303	5,6789

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, 2020, (Çevrimiçi-19.12.2019), <https://evds2.tcmb.gov.tr/>

1.1.1. Döviz Kuru Çeşitleri

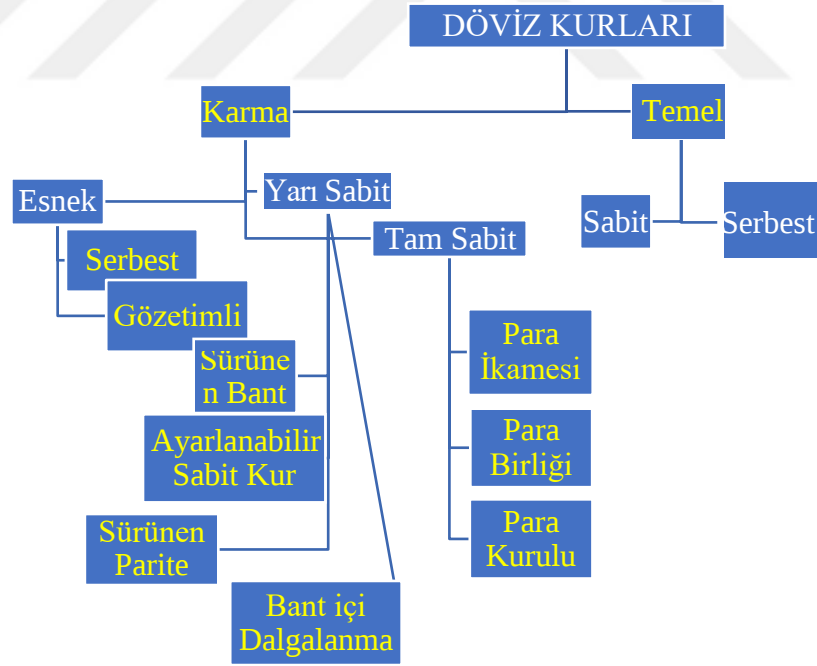
Döviz kuru, sistemsal anlamda temel ve karma olmak üzere ikiye ayrılır. Temel döviz kuru ise kendi içinde sabit ve serbest olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Buna karşın karma döviz kuru esnek, yarı sabit ve tam sabit şeklinde üç gruba ayrılır. Esnek döviz

¹⁰ Seyidoğlu 304.

kuruda kendi içinde serbest ve gözetimli şeklinde ikiye ayrılır. Yarı sabit döviz kuru dörde ayrılır; sürünen bant, ayarlanabilir sabit kur, sürünen parite, bant içinde dalgalanmalar. Tam sabit kuru da kendi içinde para ikamesi, para birliği ve para kurulu adları ile üçe ayrılır.¹¹

Ülkeler için hangi döviz kurunun seçileceği, ekonomi çevrelerince her zaman bir tartışma konusu olmuştur. Döviz kuru sistemi belirlenirken, bu kurların ne şekilde ve kimler tarafından belirleneceği, kurlar içerisinde resmi kanallarla veya serbestçe değişimin olup almama durumu, olacaksa hangi ölçü ya da ölçüler dâhilinde olabileceği gibi konular önemlidir.¹² Döviz kurlarının belirlenme ve değişimi konusunda benimsenen kuralların çeşitliliğine göre farklı döviz kuru rejimleri bulunmaktadır. Bunları iki uçta yer alan sabit kur rejimi ve esnek kur rejimi ile bu iki uç arasında yer alan ara rejimler olmak üzere üç grupta incelemek mümkündür.

Şekil 1- Döviz Kurları



¹¹ Funda Özdemir, Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, 2010) 22-47.

¹² Charles Adams ve Jeremy Greenwood, "Dual exchange rate systems and capital controls: An investigation," Journal of International Economics Şubat. 1985: 43-63.

Kaynak: (Özdemir 22-47).

İktisat edebiyatında her zaman tartışılan konulardan biri de döviz kurlarının belirlenme şekli ve hangisinin daha avantajlı olduğudur. Döviz varsayımları; kur yapısını, ne şekilde ortaya çıktığını, kurlar ile enflasyonun, kurlar ile para arzının ve kurlar ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi anlamlandırmaya çalışmaktadır.

II. Dünya Savaşının sona ermesinin ardından 1944 yılında Amerika'nın New Hampshire eyaletinde bulunan Bretton Woods kasabasında 44 ülke bir araya gelerek "Uluslararası Para Anlaşması" imzaladılar. Bu anlaşma sayesinde dolar, altına dönüştürülebilen tek para birimi kabul edildi. Bu düzenlemede 1 ons altının karşılığı 35 dolar olarak kabul gördü. Amerika talepler doğrultusunda doları bu değer üzerinden altına çevireceğini beyan etti ve bu durumda da diğer ülkelerin para birimleri de doların değerine göre şekillendi. Anlaşmanın diğer bir maddesi de düzeltilmesine olanak olmayan dengesiz durumlarla karşılaşan ülkeler paralarını dolara karşı değiştirme hakkına sahipti.¹³

Bretton Woods sistemi 1973 yılında sona erdi. İktisatçılar, bu dönemden önce döviz kurunu geleneksel kuramlarla açıklamaya çalıştılar. Bu sistem çöktükten sonra ülkelerin birçoğu esnek kur yapısına geçti ve bu esnek kur yapısına geçiş döviz kurundaki dalgalanmaları arttırdı. Esnek kur sistemine geçiş ile döviz kuru denge seviyeleri için yeniliklere gereksinim duyuldu.

Finansal açıdan serbestliğin artması, döviz kurunun seçilmesi ve politikasının ortaya konulmasını önemli kılmıştır. Seçilecek kur ve uygulanacak politika aynı zamanda o ülkenin ekonomisi ile de paralel yapıda olmalıdır. Döviz kurundan beklenen, uluslararası para hareketlerini hızlandırması ve dış ticaretin gelişimine katkı sağlamasıdır.¹⁴ Döviz kurunu; para hareketleri, yatırımlar, ekonomik açıdan büyümeler,

¹³ Eray Ersöz, Dalgalı döviz kuru sistemi ve Türkiye’de dalgalı döviz kuru uygulaması (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2006) 30.

¹⁴ Volkan Alptekin, “Türkiye’de dış ticaret- reel döviz kuru ilişkisi: vektör otoregresyon (Var) analizi yardımıyla sınanması,” Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi Şubat. 2009: 132-149.

uluslararası ticarete ortaya çıkan açıklar, finans sektöründe ortaya çıkan gelişimler ve buna benzer sebepler etkilemektedir.¹⁵

Döviz kuru için farklı farklı sınıflandırma sistemleri mevcuttur. Bu çalışmamızda öncelikle temel ve karma döviz kuru sistemleri açıklanacaktır.

1.1.1.1. Temel Döviz Kurları

Temel döviz kurları sabit ve serbest olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sabit döviz kuru, kur değerinin belirlenmiş olan bir seviyede sabitlenmesidir. Piyasa üzerindeki arz ya da talep değişimlerinden etkilenmeyen bir kur sistemidir. Bu sisteme en büyük örnek daha önce de bahsettiğimiz Bretton Woods Sistemidir. Bu sistem günümüzde geçerliliğini yitirmiş olsa da bazı ülkeler hala bu sistemi kullanmaya devam etmektedir. Temel döviz kuru sistemi kullanan ülkeler para birimlerini ya Amerikan dolarına bağlamış veya para sepeti hesap birimine bağlamıştır. Para sepetini, Avrupa Birliği 13 Mart 1979’da ECU (European Currency Unit) adıyla işlemlerinde kullanılmaya başlamıştır. 1 Ocak 2002 tarihinden itibaren fiziksel olarak “Euro” kullanılmaktadır. Bazı ülkeler ise para birimlerini IMF’nin hesap birimi olan SDR (Özel Çekme Hakkı)’ye bağlamıştır. Diğer birtakım ülkelerde paralarını ticaret gerçekleştirdikleri ülkelerin para birimlerinden oluşan özel para sepeti ya da sepetlerine bağlamıştır.¹⁶

Her sistemde ve yapıda olduğu gibi sabit kur sisteminin de avantaj ve dezavantajları vardır. Bu avantajlar;¹⁷

- Beklenmekte olan kur ile ilgili bilgi sağlamaktadır
- Riski azdır
- Yabancı yatırımların oranı artmaktadır
- Uluslararası işlemlerde artışlar gözlenir
- Belirsizlik azalır

¹⁵ Yusuf Bayraktutan ve Hilmi Özkaya, “Ekonomik büyüme ve enflasyon sonuçları bakımından farklı kur rejimleri,” ODTÜ Gelişme Dergisi Haziran. 2009: 2.

¹⁶ Seyidoğlu 363.

¹⁷ Abdülkerim Gök, “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri,” Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi Ocak. 2006: 132.

- Yabancı yatırım yurtiçine gelir
- Ulusal ekonomik birimlerin dış piyasalara girişı kolaylaşır
- Yurtiçi faizleri azalır
- Dış borçlanma risk primi azalır
- Para arzındaki tahmin edilemeyen değışimlerin döviz kuru üzerinde etkisi en az seviyededir

Dezavantajlar ise;¹⁸

- Parasal bağımlılık, sabit döviz kurunu seçmiş ülkenin uygulayacağı para politikasında bağımsız şekilde hareket etmesi kısıtlanmakta ve parasal otorite gücünü ekonomik hedefler doğrultusunda kullanamamaktadır
- Spekülatif saldırılara maruz kalma, düşük döviz kuruyla birlikte artan döviz talebini karşılayabilmek için Merkez Bankasının elinde yeterli döviz rezervi bulunması gerekmektedir
- Krizler karşısında esnek değildir
- Ulusal paranın doğru para birimine bağlanması sorunu, sabitlenen para biriminin doğru para birimine sabitlenmesi çok önemlidir. Çünkü çapraz kurlardaki dalgalanmalar ciddi sorunlara yol açabilir. Örneğin Asya krizinde ülkeler paralarını dolara sabitlemişken, doların yen karşısında değer kazanması, bu ülkelerin reel efektif döviz kurlarında meydana gelen aşırı değer artışları krizleri tetikleyici etki meydana getirmiştir

Serbest döviz kurları, 1960 yılından sonra artmakta olan krizler yüzünden birçok ekonomist tarafından savunulmuştur. Ekonomistlere göre serbest kur sistemi dünya ekonomisine birçok fayda sağlayacaktır. Dalgalı döviz kuru sayesinde sermaye politikalarında bağımsızlık sağlanacak, buna müteakip Merkez Bankasının kur müdahalesi ortadan kalkacaktır. “Ayrıca aktif bir para politikası yokluğunda piyasa

¹⁸ Erşan Sever, Demir Murat ve Yıldırım Zarife, Uluslararası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine Etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama (Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Sempozyumu, Balıkesir Üniversitesi İ.İ.B.F., 2008) 71-74.

tarafından belirlenen döviz kurlarının toplam talepteki değişiklikler karşısında iç ve dış dengeyi korumalarına yardımcı olacaktır”.¹⁹

Bu sistem, ülkenin para değerini her yönüyle serbest piyasada bulunan arz ve talep koşullarıyla belirleme üzerine kurulu bir sistemdir. Dalgalanma, arzın ve talebin oluşturduğu küçük farklılıkların döviz kurlarını etkilemesidir. Bu sistemde kurun güvenilir olmasını sağlamak ve serbest piyasanın iç mekaniğinin bozulmaması adına devlet müdahalesi para güçlerinin döviz piyasalarına alıcı ve satıcı olarak dâhil olmasıyla olur. Bu işlemin yapılabilmesi için para güçlerinin yeterli altın ve dövize sahip olması gerekir. “Bu mekanizmanın kambiyo istikrarını sağlayabilmesi için ödemeler dengesinin sürekli olarak açık vermemesi gerekir”. Tam tersi olduğunda stoklar erimeye başlar ve sistemin mekaniği iş görmez hale gelir.²⁰

Bu sistem üzerindeki dövizin karşılığı, uluslararası piyasalarda tamim ve istek şartlarına göre belirlenir. Piyasada arz-talep şartlarındaki değişim kuru yeniden belirlemektedir. Teoride devlet müdahale etmemektedir. Gerçek hayatta ise Merkez Bankası tarafından farklı yöntemlerle piyasaya müdahale edilmektedir. Bu piyasada denge ortamı oluştuğunda dış denge ortamında da sağlanmış olur.²¹

Sabit kur sisteminde olduğu gibi serbest kur sisteminde de birçok avantaj ve dezavantaj vardır. Bu avantajlar;²²

- Serbest kur basittir
- Dalgalı olması nedeniyle hızlı uyum sağlanır
- Bir ülkenin para biriminin piyasalardaki arz değerinin fazla olması veya az olması durumu yoktur
- Piyasada belirlenen kurların günlük ayarlamasının sonucu piyasada oluşabilecek uzun dönemli dengesizlikler ortadan kalkar
- Yurtiçi politikalara bağlılık yoktur

¹⁹ Krugman ve Obstfeld 568-569.

²⁰ Pınar Öner Türk, “Dış Borçlanma ve Borç Ödeme Kapasitesi,” Maliye Dergisi Mart. 1990: 22.

²¹ Hüseyin İşcan, Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, 2018) 10.

²² Erol M. İyibozkurt, Uluslararası İktisat Teorisi (Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayınları, 1985) 305-309

- Tamamen olmasa da ülkenin ekonomisini dış etkenlerden ayırır
- Yurtiçi ekonomik düzenini ve para politikasını daha etkin kılmaya eğilimlidir
- Döviz ve Altın rezervlerine olan ihtiyacın az oluşudur

Dezavantajlar ise;²³

- Dış ticaret ve yatırımları teşvik etmez
- Fiyatlarda ve gelirden ortaya çıkan belirsizlikler yüzünden zaten var olan risklere yeni riskler eklemektedir
- Ülke enflasyona eğilimli bir hale gelir

Bu sistem, gelişmiş piyasalar için uygundur ama gelişmekte olan piyasaların dış ticaretine gelişmiş piyasalara kıyasla daha fazla zarar vermektedir. Gelişmekte olan piyasada ekonomik açıdan finansal taraf yeterince gelişmediği için kur kaynaklı riske karşı koruyacak yeterli miktarda yardımcı araç bulunmamaktadır. “Bu piyasalarda döviz arz ve talebi yeterince esnek olmadığı için bu durum dış belirsizliğe neden olmaktadır. Böylece ithalat ve ihracatta önlenmesi güç sorunlar ortaya çıkmaktadır “.²⁴

1.1.1.2. Karma Döviz Kurları

Döviz kuru çeşitlerini anlatırken karma döviz kuru ve alt dallarından bahsetmiştim. Bunlar, esnek, yarı sabit ve tam sabit şeklinde üç gruba ayrılır. Esnek döviz kurunda kendi içinde serbest ve gözetimli şeklinde ikiye ayrılır. Yarı sabit döviz kuru dörde ayrılır; sürünen bant, ayarlanabilir sabit kur, sürünen parite, bant. Tam sabit kuru da kendi içinde para ikamesi, para birliği ve para kurulu adları ile üçe ayrılır.

Tablo 3- Karma Döviz Kuruları

ESNEK	YARI SABİT	TAM SABİT
Serbest	Bant İçi Dalgalanma	Para İkamesi

²³ İyibozkurt 305-309.

²⁴ Ersöz 14-15.

Gözetimli	Ayarlanabilir Sabit Kur	Para Birliği
	Sürünen/Kayan Parite	Para Kurulu
	Sürünen Bant	

Kaynak: (Özdemir, 22-47)

Bu noktada ilk olarak esnek döviz kuru çeşitlerini inceleyeceğiz. Esnek döviz kuru (EDK) kendi içinde iki kısma ayrılır. Bunlar serbest dalgalanma (SDK) ve gözetimli (GDK) dalgalanmadır. Gözetimli dalgalanmaya literatürde, yönetimli veya kontrollü dalgalanmada denir.

Esnek dalgalanma modelinin ilki olan SDK sisteminde kuru piyasanın kendisi belirler. SDK sisteminde kura müdahale edilebilmektedir. Bu müdahale yalnızca kur üzerindeki değişiklikleri daha yumuşak hale getirmek ya da piyasalarda ortaya çıkan ani dalgalanmaları engellemek için yapılır. Bu sistemde para politikaları daha etkilidir. Ülkenin döviz rezervlerinin düzeyi yüksek olmak zorunda değildir. Ülkedeki istikrar nominal kurun dışardan gelen şokları emmesi ile sağlanır. Bu sistemin dezavantajı ise, Ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin belirsizliğini arttırmasıdır. Bu belirsizlik beraberinde kaynak dağılımının bozulmasını da getirmektedir. “Serbest dalgalanan kur sistemi enflasyona elverişli bir sistem haline gelebilmektedir”.²⁵

GDK sistemi ise, kurun istikrarının sağlanması için otoritenin belirli periyodlarda piyasaya müdahale etmesidir.²⁶ GDK sisteminde Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale edebilir. Bu müdahale için herhangi bir şarta gerek yoktur. Müdahale biçimi amaç doğrultusunda değişiklik göstermektedir. Merkez bankasının yapacağı direkt müdahale ulusal rezervde değişimin olmasına neden olurken, dolaylı müdahale değişime sebebiyet vermemektedir. Piyasa bu duruma esnek kura verdiği tepkinin aynısını verir. Bu sistemin dezavantajı ise, “Merkez Bankasının şeffaf olmayışı belirsizliğe neden olabilmektedir”.²⁷

²⁵ K. Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu, Alternatif Döviz Kuru Sistemleri (TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, 2000) 2.

²⁶ C. Bülent Aybar, “Yeni kur politikası ne tür bir dalgalanma,” İktisat İşletme ve Finans Dergisi. 2001: 59.

²⁷ Özdemir ve Şahinbeyoğlu 9.

Karma döviz kuru sistemleri içinde buraya kadar esnek döviz kuru sistemlerini inceledik. Şimdi ise yarı sabit döviz kuru sistemleri inceleyeceğiz. Yarı sabit döviz kuru (YSDK) kendi içinde dörde ayrılmaktadır. Bunlar;

- Sürünen pariteler (SP)
- Ayarlanabilir sabit kur (ASK)
- Bant içi dalgalanma (BİD)
- Sürünen bant (SB)

Sürünen pariteler sistemi aynı zamanda kayan pariteler sistemi adıyla da anılmaktadır. SP sistemi sayesinde döviz kurunda oluşacak büyük ölçekli değişikliklerin ve istikrarı bozabilecek spekülasyonların meydana getireceği zararlardan uzak durulur. Ayrıca bu sistem sayesinde kur, belirlenmiş oranda ve belirlenmiş zaman dilimlerinde döviz kuru dengeye ulaşana kadar değiştirilmektedir. Örnek vermek gerekirse: üç ay sonra yapılacak %12'lik bir devalüasyon yerine üç ay peş peşe %4'lük bir devalüasyon yapılmasıdır. Burada amaç, kısa süreli faiz oranlarında oynama yaparak istikrarı tehdit eden spekülasyonları önlemeye çalışmaktadır. SP sistemine karar verilmiş ise döviz kurunda yapılacak değişiklik miktarı ve sıklığına da önceden karar verilmiş olması gerekmektedir. “SP sistemi, reel şoklarla ve yüksek enflasyon oranlarıyla karşılaşan gelişmekte olan ülkelere uygun düşen bir sistemdir”.²⁸ SP sistemi de aslında kendi içerisinde aktif ve pasif olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Aktif sürünen pariteler, döviz kuruna dayalı stabilizasyon programları olarak tanımlanmaktadır. Birçok Latin Amerika ülkesinde de uygulanan bu rejimde, döviz kuru artış oranı günlük ya da aylık olarak ilan edilmekte ve artış oranı Merkez Bankasıyla kontrol edilmektedir. Pasif sürünen parite rejiminde ise nominal döviz kurlarında, geçmiş veya o tarihteki enflasyon oranlarındaki artışları telafi edecek şekilde ayarlama yapılmaktadır. Diğer bir ifade ile reel kurların sabit tutulmaya çalışılmasıdır. Bu rejimde ileriye yönelik önceden ilan edilmiş bir kur artış tablosu bulunmamaktadır. Uygulamada

²⁸ Murat Konur, A Grubu Alan Bilgisi İktisat (Ankara: Yaklaşım Kariyer Yayınları, 2016) 374.

genellikle tahmin edilen aylık enflasyon oranına göre kur artış oranı tespit edilmektedir.²⁹

Ayarlanabilir sabit kur sistemi aslında Bretton Woods sisteminin devamı olarak bilinir. ASK sisteminde, ülkenin parası başka bir ülkenin parasına ya da sepetine belirlenmiş bir oranla sabitlenir. İzin verilen dalgalanma oranı en çok artı-eksi %1'dir. Belirlenmiş parite ve sürdürülmesi zorunluluğu yüzünden para politikasının kullanılması zorlaşmaktadır. Ayarlanabilir sabit kur tam sabit kurun sahip olduğu katı kurallara sahip değildir. Bu sistemde döviz kurunun seviyesi Merkez Bankası tarafından belirlenir.³⁰

Kurun belirli bir aralıkta arzın ve talebin durumuna bağlı olarak dalgalanmasına bant içi dalgalanma sistemi denir. Bu bant aralığı dışına çıkılması durumunda; resmi yollar ile döviz müdahaleleri yapılır ve kur yeniden bant aralığına geri çekilir. Sabit kur benzeri sürekli müdahaleye ihtiyaç duymaz. Türkiye'de bu sisteme 2001 krizinden önce geçilmişti. Kriz ortaya çıktıktan sonra da bu sistem başarısız sayılıp kullanılmamasına karar verilmiştir.³¹

Yarı sabit döviz kuru sisteminin sonuncusu olan sürünen bant sisteminde, parite önceden belirlenmiş bir bant aralığında hareket etmektedir. SB sisteminde de SP sisteminde olduğu gibi ülke parasının değerini, reel enflasyon, beklenen enflasyon veya ödemeler dengesi belirler. Parite müdahalesi belirlenmiş olan bir zamana yayılır. "SB sisteminde parite hareketlerinde belirli bir aralık belirlenirken sürünen pariteler sisteminde parite için belli bir değer belirlenmektedir. Sürünen bantlar sistemi sürünen pariteler sistemine göre daha esnektir".³²

Son olarak tam sabit döviz kuru sistemlerini inceleyeceğiz. Tam sabit döviz kuru kendi içerisinde üçe ayrılmaktadır. Bunlar;

- Para ikamesi
- Para birliği

²⁹ K. Arat, Türkiye'de Optimum Döviz kuru rejimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2003) 13.

³⁰ Saruhan Özel, Türkiye'de enflasyon, devalüasyon ve faiz (İstanbul: Alkım Yayıncılık, 2000) 92.

³¹ B. Bağış, Döviz kuru sistemleri, uluslararası ticaret ve parite ilişkileri (Ankara: Orion Kitabevi, 2018) 23.

³² Özdemir 39.

- Para kurulu

Bir  lke, ulusal parasının değerini sıklıkla ve yüksek oranlarda kaybederse, ulusal paraya olan güven azalır. Bu durumda baŗka bir ülkenin ulusal parası hesap birimi olarak, değişimlerde ve değerleri saklamak amacıyla kullanılıyorsa buna para ikamesi denir. Bu durumun asıl nedeni, enflasyonun çok yüksek seviyelerde olması, bunun sonucu olarak piyasaya olan güvenin düşmesidir. En basit  rneği, Ev sahiplerinin kiracılardan kirayı döviz olarak istemeleridir. Bu durumun tüm ülkede yaŗanıyor olmasına da dolarizasyon denir. Dolarizasyon tam ve kısmi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tam modelinde, ülke ulusal parasından vaz ge miŗ ve yabancı para birimini yeni ulusal para birimi olarak kabul edilmiŗtir. Kısmi modelinde ise piyasaya olan güvensizlik ve enflasyonun yüksek oluŗu kiŗilerin maddi değer kaybından kaçınmak maksadıyla, finansal varlıklarını yerli para yerine yabancı para cinsinden y netmeleridir. Avantajı,  lke ekonomisini enflasyondan arındırmasıdır. Ülkenin senyoraj gelirini elinden alması dezavantajıdır.³³

Para birliği, parasal birlik üretim faktörlerinin, malların ve hizmetlerin  ye ülkeler arasında serbest bir şekilde dolaŗımı, ortak bir paranın varlığı ve ekonomi politikasının merkezileŗtirilmesi şeklinde tanımlanabilmektedir.³⁴ Para birliği sistemi, coğrafi bakımdan grup oluŗturabilen ülkelerin ulusal paralarını kendi aralarında sabitleyip grubun dıŗında kalan ülkelerin para birimlerine karŗı dalgalanmasına izin vermeleridir. “Buna optimum kur alanı denmektedir”.³⁵

Para birliği sisteminin baŗarısı dört ana etkene bağlıdır.³⁶

-  retilimin para birliği yapan ülkeler içerisinde hareketli olması gerekmektedir
- Ticaret yapılacaksa öncelik  ye ülkeler arasında olmalıdır
- Finansal konjonktür para birliği  yeleri arasında yüksek korelasyona sahip olmak zorundadır

³³ Erdoğan ve Sekmen 71.

³⁴ şimal Yakut, Avrupa Para Sistemi ve Türkiye (Yayınlanmamıŗ Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Fakültesi, 1997) 4.

³⁵ Ersöz 24.

³⁶ Arzu Seçil Dizman, Merkez Bankası ve Dalgalı Kur Politikası: Türkiye  rneği (Yayınlanmamıŗ Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İŗletme Anabilim Dalı, Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, 2008) 45.

- Para birliği içerinde daha az gelişmiş kelere maddi aktarım yapabilmelidir

Para birliğinin avantajları;³⁷

- Faiz giderlerinin düşük olması
- Döviz işlem maliyetlerindeki düşüklük
- Döviz kurunun risklerinin en düşük seviyede olması
- Emisyon kazançlarının paylaşılması

Dezavantajları ise; Merkez Bankası'nın kredi konusunda son söz sahibi olması ortadan kalkar ve serbest para strateji uygulanamaz.³⁸

Tam sabit döviz kur sistemlerinin sonuncusu para kuruludur. Bu kurda ülkenin para biriminin yabancı bir para birimi ile sabit kurdan değişimidir. Bu değişim için yasal düzenlemeler yapılması şarttır. Para kuru sisteminde Merkez Bankası ulusal para basımını sadece ülkeye yeni bir yabancı para girişi olduğuunda yapmaktadır. Bunun sonucu olarak Merkez Bankası kredi konusunda son sözü söyleme yetkisini kaybetmektedir. Bu sistemin uygulanışı basittir. Para kurulu maliye konularında ve para konularında ortaya konulan politikaların güvenirliğini arttırmaktadır. Ayrıca döviz kurunun istikrarını sağlamakta ve ekonomik gelişimi de yükseltmektedir.³⁹ Bu sistemin iki ana şartı vardır. Birincisi ulusal para kadar döviz bulundurma zorunluluğu vardır. İkincisi ise döviz olmadıkça ulusal para basılamaz ve piyasaya sürülemez.⁴⁰ “Para kurulu sisteminin para ikamesi yani dolarizasyondan farkı devletin para basımıyla elde ettiği gelir olan senyoraj gelirinin devlette kalmasıdır. Bu sistem döviz kurunda istikrar sağlar ve ekonomi politikalarının güvenirliğini artırır”.⁴¹

³⁷ zlem Akça, Bağımsızlık Sonrası Kırgızistan'da Uygulanan Döviz Kuru Politikaları (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, 2007) 69-70.

³⁸ Akça 69-70.

³⁹ Duygu Demir, Bileşik Faiz (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, zel Hukuk Ana Bilim Dalı, 2010) 24

⁴⁰ E. Bulut, Döviz Kuru Belirleme Modelleri ve Döviz Piyasasının Mikro Yapısı: Türkiye rneği (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, 2005) 38.

⁴¹ Rüstem Yanar, Gelişmekte Olan lkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi ve Makro Ekonomik Performans (Yayınlanmış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, 2008) 76.

1.1.2. Döviz Kuru Teorileri

Döviz kurunda ortaya çıkan değişiklikleri açıklayan teorilere döviz kuru teorileri denir. Döviz kuru teorileri kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Bunlar, geleneksel ve modern teorilerdir. Geleneksel kendi içerisinde dış ticaret akımı ve satın alma gücü paritesi olarak ikiye ayrılır. Modern ise Portföy Dengesi ve Parasalcı olarak ikiye ayrılır.

1.1.2.1. Geleneksel

Dış ticaret akımları yaklaşımına göre milli paranın değeri ülkedeki ithalatın ve ihracatın oranlarına göre farklılık göstermektedir. Daha detaylı açıklamak gerekirse; ülkedeki ihracat ithalattan değer olarak büyükse milli paranın değeri yükselir. Döviz kurunun değeri düşer. Ülkedeki ihracat ithalattan değer olarak küçükse milli paranın değeri düşer ve döviz kurunun değeri yükselişe geçer.⁴²

“Dış ticaret akımları yaklaşımına göre bir ülkede sermaye hareketleri olmazsa denge kuru, o ülkenin ihracatını ithalatına eşitleyen kur olacaktır. 1958 yılında paralar arasında konvertibilite uygulamasına geçilmesi ve özellikle 1970’li yıllarda dolar piyasasının gelişmesinin etkisiyle sermaye hareketleri hızlanmış ve döviz kurlarının oluşumunu sermaye hareketleri dış ticaret bilançosuna göre daha fazla etkilemeye başlamıştır”.⁴³

İsveçli Gustav Cassel 1918 yılında Satın Alma Gücü Paritesi Teorisi’ni ortaya atmıştır. Bu teoriye göre kurda meydana gelen değişikliklerin tek fiyat kanununa göre döviz piyasalarına yansması şeklindedir. Kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Bunlar mutlak ve nispi satın alma gücü paritesidir.⁴⁴ Bu teori kur ile fiyat arasındaki doğru ilişki sayesinde kurun belirlenmesine dayanır. 1970-1980 yılları arasındaki modeller göz önüne alındığında satın alma gücü paritesinin yoğun bir şekilde kullanıldığı

⁴² Arif Aral, Türkiye’de döviz kuru ve dış ticaret ilişkisi: 1992-2013 dönemi eşbütünlük analizi (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, 2015) 15.

⁴³ Mehtap Demircioğlu, Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret 1980 Sonrası Türkiye Örneği (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, 2009) 13.

⁴⁴ Pınar Yılmaz ve Oğuzhan Ardic, Para Banka-Uluslararası İktisat ve Türkiye Ekonomisi (İstanbul: Agon Bilgi Akademisi, 2006) 162.

söylenir.⁴⁵ Bu teörin dayanak noktası tek fiyat kanunudur. Bu kanun; bir dış ticaret malının döviz kuru ya da kurları ile dönüşümü sağlandığında her zaman tek bir fiyat olmalıdır. Bunun sonucu olarak, bir miktar milli para ile dünyanın neresinde olursanız olun aynı satın alma gücüne sahip olmanız gerekir. Arbitraj, bu yasanın ortaya çıkmasındaki en temel nedendir. Arbitrajın amacı, var olan fiyat farklılıklarından faydalanarak risksiz bir şekilde kar elde etmektir. Eş zamanlı olarak ucuz piyasada alım yapıp pahalı piyasada satılır. Bu işleyiş, her iki piyasa arasındaki fiyat farkının sona ermesine kadar devam etmektedir. Bu kanun sadece mal piyasalarıyla sınırlandırılmamıştır. Para ve döviz piyasalarında da geçerli bir kanundur.⁴⁶

Mutlak satın alma gücü paritesi, bir milli paranın tüm ülkelerde aynı satın alma gücüne sahip olmasıdır. Yani; belirlenmiş olan bir mal sepetinin yine belirlenmiş olan bir ülkedeki fiyatının, kurlara göre anlatıldığında diğer tüm ülkelerde de aynı olması durumudur. Formülleri aşağıdaki gibidir.

$$P_{TR} = E \times P_{ABD} \quad \text{ve} \quad E = P_{TR} / P_{ABD}$$

E: Nominal Döviz Kuru

P_{TR} : Yurtiçi Fiyat Endeksi

P_{ABD} : Yurtdışı Fiyat Endeksi

Bu noktada söylenebilir ki, milli ve yabancı paranın değişim oranı, iç ve dış endekslerin oranına bağlıdır. Ülke içindeki fiyatların ülke dışı fiyatlara oranla yüksek olması döviz kurunun da yüksek olacağı anlamına gelmektedir.⁴⁷ Mutlak satın alma gücü paritesi ile ilgili önem arz eden diğer bir konuda, birbirine benzeyen ürünlerden oluşturulan fiyat indeksleri neredeyse bütün ülkelerin kuruluşlarınca farklı şekillerde hazırlanmaktadır. Ülkeler arasındaki fiyatların doğru bir şekilde karşılaştırılması amacıyla kullanılan fiyat indekslerinin de karşılaştırılabilir özelliklere sahip olması gerekir. Ağırlıklandırılmanın düzgün yapılması şarttır. Bu durumun teoride doğru ama uygulamada yanlış sonuçlar çıkartacağına dair kuşklar bulunmaktadır. Zayıf noktası,

⁴⁵ J. A. Frankel, "Purchasing power parity: Doctrinal perspectives and evidence from the 1920s," (Journal of International Economics, 1978) 172.

⁴⁶ L. S. Copeland, Exchange rates and international finance (England: Prince Hall, 2005) 44.

⁴⁷ Krugman & Obstfeld 401.

benzer olmayan mallardaki fiyat endeksleridir. Bu alanda yapılan çalışmalar üzerinde eğer Mutlak satın alma gücü paritesi düzgün işleyemiyorsa onun yerine göreceli satın alma gücü paritesi test edilmektedir.⁴⁸

Göreceli satın alma gücü paritesinde döviz kurunun belirlenmesi yurtiçindeki ve yurt dışındaki enflasyon oranları arasındaki farka göredir. Yani, göreceli satın alma gücü paritesi teorisine göre nominal döviz kurlarında gerçekleşen değişiklikler ülkelerin enflasyonları arasındaki farkı yansıtır.⁴⁹ Formülü aşağıdaki gibidir;

$$(E_1 - E_0) / E_0 = P - P_F$$

E₀: Baz Alınan Yıldaki Döviz Kuru

E₁: sonraki Dönem Kur Seviyesi

(E₁ – E₀) / E₀: Kurdaki Yüzdelik Değişim

P: Yurtiçi Enflasyon Oranı

P_F: Yurtdışı Enflasyon Oranı

Bu noktada söylenebilir ki, milli para ve yabancı paranın arasında ortaya çıkan döviz kuru, bu ülkelerin salt fiyat seviyelerini değil, fiyatta ortaya çıkan artışları yansıtacak gibi değiştiği söylenebilir.⁵⁰

Satın alma gücü paritesini ana makroekonomi değişkenlerinin döviz kuru aksiyonlarının açıklanmasında kullanılan bir model olarak gösterebiliriz. Satın alma gücü paritesi aynı zamanda uzun vadeli döviz kuru hareketlerini anlamlandırmada faydalı bir araçtır. Yine de bu teorinin düzeltme hızı yavaştır.⁵¹

⁴⁸ N. N. Dinçer, “Döviz kuru dalgalanmalarının asimetrik etkileri: Türkiye rneği,” (DPT Uzmanlık Tezleri, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2005) 12.

⁴⁹ M. Doğanlar ve M. zmen, “Satın alma gücü paritesi ve reel döviz kurları: gelişmekte olan ülkeler üzerine bir inceleme,” (İMKB Dergisi, 2000) 111-112.

⁵⁰ Krugman & Obstfeld 402.

⁵¹ R. MacDonald, “Exchange rate behaviour: Are fundamentals important,” (The Economic Journal, 1999) 674.

Satın alma gücü paritesi, uzun vadeli bir yaklaşım olarak kabul görmektedir. Kısa vadede satın alma gücü paritesinden sapmalar olabilir. Yine de satın alma gücü paritesinin uzun vadede geçerli olması konusunda tam olarak herkesin kabul ettiği bir konu değildir. Yapılmış olan deneysel çalışmalarda başarısız olarak kabul edenler; Kim (1990), Telatar & Kazdağı (1998), Taylor (1988), Fisher & Park (1991), Corbae & Ouliaris (1988), ve Doğanlar (1999) dur. Başarılı olarak kabul edenler ise; Yazgan (2003), Enders (1988), Sarno (2000) ve Frankel & Rose (1996) dur.

Neticede, satın alma gücü paritesi ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda, fiyat endekslemeleri kaynaklı teknik problemler ortaya çıkabilir. Ayrıca ulaşım maliyetleri, dış ticaret kısıtlamaları, dış ticaret had değişiklikleri, devlet politikalarında ortaya çıkan değişiklikler ve sermaye hareketleri gibi nedenlerden de kaynaklı denge reel döviz kuru farklılık gösterebilir. Bu nedenlerden dolayı satın alma gücü paritesinde sürekli bir sapma gözlenebilir.⁵² Satın alma gücü paritesi teorisi zayıflıklarına karşın 1920 ve 1970 yılları arasındaki dönemde döviz kurunun belirlenmesinde, ayrıca saha sonra ortaya çıkan modellerin temellerinin atılmasında önemli bir rol oynamıştır.⁵³

Bretton Woods sistemi 1973 yılında sona erdi ve birçok ülke esnek döviz kuru sistemine geçti. Bunun neticesinde de kısa vadeli uluslararası sermaye hareketleri daha fazla önem kazandı. Tamda bu zamanda ülkeler, para piyasaları üzerindeki baskıları kaldırmış ve uluslararası para akışını büyük oranda serbest bırakmıştır. Neticede para akışları ticaret akışlarından daha önemli hale gelmiştir.⁵⁴

Faiz hadleri paritesi teorisi derki, faizi düşük olan ülkenin para birimi yüksek olanın karşısında, vadeli piyasalarda fark kadar prim sağlar. Bu durum yüksek faizli ülke için aynı oranda indirim sağlar. Gerçek ve mali piyasalardaki arbitraj uzun vadede ülkeler arası gerçek faiz oranlarının eşit düzeye gelmesini sağlar.⁵⁵

⁵² Doğanlar & Özmen 121.

⁵³ Frankel 172.

⁵⁴ Ü. Çağlar, Döviz kurlarının belirlenmesi: Uluslararası para sistemi ve ekonomik istikrar (İstanbul: Alfa Yayınları, 2003) 87-88.

⁵⁵ R. C. Feenstra ve Taylor, International macroeconomics (USA: Worth Publishers, 2008) 102.

1.1.2.2. Modern

Modern yaklaşımların başında Parasalcı yaklaşım gelmektedir. Mundell, Johnson ve Frenkel tarafından 1970’lerde ortaya atılmıştır. Döviz kurlarının belirlenmesinde bu yaklaşım, iki ülkenin milli parasının oranlı arz ve talebi tarafından belirlendiğini savunur. Döviz kurlarında oluşan aynı seviyeli yükselmeler, milli para da oluşan arzın yabancı ülke parasında oluşan arzdan fazla olması durumunda ortaya çıkar. “Bu yaklaşıma göre döviz kurlarının temel belirleyicisi para arzı ile para talebi arasındaki dengesizliklerdir. Örneğin piyasada para talebi sabitken para arzı artarsa karar birimleri ellerine geçen paranın bir kısmı ile mal ve hizmet talep edecek diğer kısmını da menkul kıymet yatırımında kullanmak isteyecektir. Dolayısıyla döviz kuruna olan taleplerini artıracaklardır.” Döviz talebinde oluşacak bir yükselme döviz kurunda oluşacak bir yükselmedir.⁵⁶

Bu teoride sermaye akışı serbesttir, işlemin bir maliyeti yoktur ve tüm tahviller tam ikame edilebilir. Teoriye göre portföylerin her zaman dengede durduğu kabul edilmektedir. Risk açısından yerli ve yabancı menkullerin aynı olduğu düşünüldüğü için risk primi de sıfır kabul edilir. Parasalcı teorinin hareket noktası, döviz kurlarının para politikasındaki değişimlere ne şekilde cevap vereceğidir. Teori kendi içinde esnek fiyatlı ve katı fiyatlı olmak üzere ikiye ayrılır.

Esnek fiyatlı teori, 1976 yılında Frankel ve Mussa, 1978 yılındaysa Bilson tarafından ortaya atılmıştır. Esnek fiyatlı teoride sermayede ortaya çıkan hareketlilik, tüm tahvillerin tam ikamesi, işlemlerde oluşan maliyetler ve ticaret alanındaki kısıtlamaların olmayışı gibi varsayımlara sahiptir. Bu modele Bilson–Frenkel modeli de denir. Temelinde iki varsayım bulunur. Birincisi satın alma gücü paritesi her zaman geçerlidir. İkincisi ise, sabitleştirilmiş bir para talebi denklemi olduğudur. “Monetarist düşüncenin hareket noktası, para talebinin en istikrarlı ve en önemli makroekonomik büyüklük olarak kabul edilmesidir. Para talebi fonksiyonu klasik olarak gelir, fiyatlar ve faiz oranına bağlı olmaktadır”.⁵⁷ Esnek fiyatlı teoride ülkelerin para arzı merkez bankası ve dış etkenler tarafından belirlenir. Gerçek paranın talebi, ülkelerin faiz ve gelir

⁵⁶ Erdoğan ve Sekmen 210.

⁵⁷ R. T. Baillie ve P. C. McMahon, The foreign exchange market: Theory and econometric evidence (New York: Cambridge University Press, 1990) 71.

oranlarının belirlediği istikrarlı bir denklemdir. Buna göre gerçek paranın talebi, gelir seviyesiyle doğru orantılı, faizle ters orantılıdır. İki ülke arasındaki paranın arz ve talep denklemleri aşağıdaki gibi yazılabilir.⁵⁸

$$\begin{aligned} \square^{\square} - \square &= \square_{\square} - \square_{\square} & \square^{\square} - \square' &= \square_{\square} * - \square_{\square} \\ \square^{\square} &= \square^{\square} = \square & \square^{\square} &= \square^{\square} = \square' \end{aligned}$$

m: Logaritmik Olarak Yurt İçi Para Arzı

p: Logaritmik Olarak Yurt İçi Fiyat Düzeyi

y: Logaritmik Olarak Yurt İçi Reel Geliri

i: Logaritmik Olarak Yurt İçi Kısa Dönem Faiz Oranı

*: Yurt Dışına Ait Denklemlerin Değerleri

b₁: Para Talebinin Gelir Esnekliği

b₂: Para Talebinin Faiz Esnekliği

d: Demand-Talep

s: Supply-Arz

1960’larda ortaya çıkan bir başka yaklaşımda Portfolyo dengesi yaklaşımıdır. Bu yaklaşımın ilk destekleyicisi Mc Kinnon’dur. Bu yaklaşım, dövizde meydana gelen günlük artış ve azalışları, yabancı menkul değerler üzerindeki arz-talep hareketlerine göre açıklamaya çalışmaktadır. Yatırımcı gözünden bakıldığında yabancı ya da yerli menkul kıymet tutmanın riski aynıdır. Bu yaklaşımda, yatırımcının yabancı menkul kıymete sahip olması risk primine neden olmaz. “Bu yaklaşımda yabancı yatırımcı elindeki fonları makul seviyedeki risk düzeyinde portföyünde elde edeceği geliri maksimum düzeyde tutacak şekilde dağıtacaktır. Bu bağlamda yatırımcı portföy

⁵⁸ M. R. Rosenberg, Currency forecasting A guide to fundamental and technical models of exchange rate determination (Chicago:Irwin Professional Pub, 1996)141-142.

oluştururken her menkul kıymetin risk unsurunu ve getiri oranlarını karşılaştırır ve getiri oranı yüksek olanlar öncelikle tercih edilir”.⁵⁹

1.2. Faiz

Tez çalışmasının bu kısmında faizin kavramsal çerçevesi, faiz çeşitleri, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası faiz oranları ve faiz teorilerine yer verilmiştir.

1.2.1. Faizin Kavramsal Çerçevesi

Faizin ortaya çıkışı ilk insanlara kadar dayanmaktadır. İlk insanlarda avcılar ihtiyaçlarını karşıladıktan sonra avdan geri kalanları koruyamadıkları için avlanamayan insanlara geri almak şartıyla verirlerdi. Bu şekilde söz alıp karşılık beklemeden ödünç verme daha sonraları avın muhafaza edilmesiyle birlikte, verilen avın bir fazlasının geri verilmesi koşulu ile borç şeklinde verilmiştir. Bu şekilde faiz kavramı insanlar arasında kullanılmaya başlanmıştır.⁶⁰

Faizin günümüzdeki genel tanımı, paranın kiralanması karşılığında talep edilen bedeldir.⁶¹ Faiz aynı zamanda bir ülke için ekonomideki istikrarı gösteren bir değerdir. Aynı zamanda ekonomiyi etkilediği gibi günlük hayatı da aynı oranda etkilemektedir. Yatırım kararı verileceği zaman, bu ister bir firma isterse bir birey olsun faiz oranları bu kararı etkilemektedir.⁶²

Faiz belirli aralıkta ölçüldüğünden akım değişkendir. Faizin sermaye piyasası açısından dört ana fonksiyonu vardır.⁶³

- Faiz, bir üretim faktörünün (Sermaye) bedelidir.
- Faiz, ekonomik makro dengenin sağlanmasında ciddi bir etkindir.
- Faiz, paranın talebini ve likidite seçimine etkisi olan önemli bir faktördür.
- Faiz, bir kıymet unsurudur.

⁵⁹ Seyidoğlu, 387.

⁶⁰ Komisyon, Faiz (Y. Kumak, Çev.). İstanbul: el- Mustafa Yayınları, 2014, 15.

⁶¹ E. Demirci, Faizin Vade Yapısı Teorileri ve Türkiye’deki Faizin Vade Yapısının Kesitsel Olarak İncelenmesi (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004) 2.

⁶² M. Günel, Para Banka ve Finansal Sistem (Ankara: Berikan Yayınevi, 2012) 37.

⁶³ Erdoğan ve Sekmen 84.

1.2.2. Faiz Çeşitleri

Faiz yapısı ve şekli itibari ile kendi içinde yedi ye ayrılmaktadır. Temerrüt faizi dışında kalan faiz çeşitleri ikili olarak düşünülür. Bunlar basit ve bileşik faiz, brüt ve net faiz, sabit ve değişken faiz, kanuni ve serbest faiz, temerrüt faizi, nominal ve reel faiz, mevduat ve kredi faizidir.

1.2.2.1. Basit ve Bileşik Faiz

Belirli bir miktar anapara üzerinden uygulanan faize basit (Adi) faiz denir. Hesaplamak için kullanılan formül aşağıdaki gibidir.

$$F = (A * i * T) / (100, 1200, 36000)$$

F: Faiz Miktarı

A: Ana Para

i: Faiz Oranı

T: Süre

100,1200,3600: Süre 1 yıl ise 100'e, ay ise 1200'e, gün ise 36000'e bölünür.

Bileşik (mürekkep) faiz, bir miktar anapara üzerine belirli bir süreye kadar işlenmiş faizler eklenip, elde edilen bedele yeniden faiz uygulanması işlemidir. Hesaplamak için kullanılan formül aşağıdaki gibidir.

Bir Yıllık

$$F = A * (1 + i)^T$$

Çeyrek Dönem

$$F = A * (1 + i/4)^T$$

Aylık

$$F = A * (1 + i/12)^T$$

F: Faiz Miktarı

A: Ana Para

i: Faiz Oranı

1.2.2.2. Brüt ve Net Faiz

Brüt faiz, önceden belirlenmiş bir süre karşılığı borç verilmiş ya da kiralanmış likiditenin karşılığında ortaya çıkan stopaj, muamele masrafları, damga vergisi ve komisyon benzeri giderlerinin de dahil edildiği faizdir.

Net faiz ise, brüt faiz içerisinde stopaj, muamele masrafları, damga vergisi ve komisyon benzeri giderlerin kesilmesinden sonra geriye kalan kısımdır.⁶⁴

$$\text{Brüt Faiz} = \text{Net Faiz} + \text{Kesintiler}$$

1.2.2.3. Sabit ve Değişken Faiz

Sabit faiz, önceden belirlenmiş olan sürenin sonuna kadar faiz oranının değişmemesidir. Örnek vermek gerekirse, beş yıl vadesi olan ve yüzde yirmi faizli yüz TL değerindeki bir tahvilin tüm kuponları üzerinde yazılı değer yirmi TL'dir. Bu noktada tahvilin faiz oranı sabit olmakla beraber ödeme gününe kadar her yıl kazandıracağı faiz değeri yirmi TL'dir.

Değişken faiz, yetkili kurumların belirlediği faiz oranında ortaya çıkan değişikliklerin mevduat hesaplarına eş zamanlı uygulanmasıdır. Sabit faizden farkı, ekonomik güncel şartların ortaya çıkarttığı fırsatlara sahip olmasıdır.⁶⁵ Sabit faiz örneğindeki benzer yıllık yüzde yirmi sabit faiz ile 12 aylığına açılan bir mevduat için 6 ay sonra güncel faiz oranı yüzde yirmi beş olduğunda yatırımcı yükselen faiz oranından yararlanamaz. Değişken faiz ile hesap açılmış olsaydı yatırımcı faiz oranının yüzde artışı üzerinden o ay için daha fazla kar elde etmiş olurdu.

⁶⁴ S. Tezcan, Faiz oranlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, 2009) 14.

⁶⁵ F. Ergin, Para ve Faiz Teorileri (İstanbul: Beta Basım-Yayım-Dağıtım, 1983) 258.

1.2.2.4. Kanuni ve Serbest Faiz

Serbest faiz, piyasa şartlarında meydana gelen, arz ve talebe göre belirlenen, tarafların sözleşmede kendilerinin karar verdiği faizdir.

Kanuni faiz ise, kanun koyucunun belirlemiş olduğu faiz oranıdır. Sözleşme üzerinde bir faiz belirlenmemişse o zaman yetkili kurumun belirlemiş olduğu kanuni faiz geçerli olur. Ticari olmayan işlerle alakalı Türk Borçlar Kanunda şu şekilde tanımlanmıştır;” Faiz ödeme borcunda uygulanacak yıllık faiz oranı, sözleşmede kararlaştırılmamışsa faiz borcunun doğduğu tarihte yürürlükte olan mevzuat hükümlerine göre belirlenir.” Ticari olan işlerde ise; “Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu’na göre faiz ödenmesi gereken hallerde, miktarı sözleşme ile tespit edilmemişse faiz oranının yıllık %12 olacağı düzenlenmişti. Fakat Bakanlar Kurulu, Kanun’un 1/2 maddesinden aldığı yetkiye dayanarak 01.01.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere ticari işlerde kanuni faiz oranını %9’a indirmiştir.”

1.2.2.5. Temerrüt Faiz

Temerrüt, kelime anlamı olarak alacak ve borç ilişkisinde tarafların borcunu yerine getirmemesi olarak tanımlanır. Temerrüt faizi de yerine getirilmeyen borç için olaya konu olan faiz oranıdır. Temerrüt faizi durum ve uygulama açısından sözleşmeye bağlanmıştır. “Sözleşmelerde temerrüt faiz oranı ve gecikmeyi oluşturan durumlar yasal sınırların belirlediği sınırlar içerisinde kalmak koşuluyla taraflarca serbestçe belirlenir”⁶⁶

1.2.2.6. Nominal ve Reel Faiz

Faiz oranı konu olduğunda bu faizin nominal ya da reel olması çok önemli bir kriterdir. Borçlanma maliyeti üzerinde enflasyon etkisi göz önüne alındığında, nominal ve reel faiz oranını ayırmamız gerekir. “Reel faiz, nominal faiz oranı ile bu oranın fiyat düzeyinde beklenen değişikliklere göre uyarlanmış halidir. Borçlanmanın gerçek

⁶⁶ D. Durgut, Faiz Oranlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, 2010) 12.

maliyeti esas olarak reel faiz oranı ile ölçülür. Reel faiz oranını aşağıdaki Fisher denklemi ile tanımlayabiliriz.”⁶⁷

$$R = N - E$$

R: Reel Faiz

N: Nominal Faiz

E: Beklenen Enflasyon Oranı

1.2.2.7. Mevduat ve Kredi Faizi

Bankaların kişilerin ellerindeki paranın miktarına, dönemin piyasa şartlarına ve paranın bankadaki tutulma süresine (vade) bağlı olarak uyguladığı faize mevduat faizi denir. Mevduat faizi bankadan bankaya göre farklılık göstermektedir. Bu bankaların sizin elinizdeki sermayeyi ne ölçüde talep ettikleriyle alakalıdır.

Kredi faizi ise bankalar ya da kredi kuruluşları tarafından kişi, devlet ve kuruluşlara verilen kredilere uygulanan faizdir. Bankalar kredi verdiğinde banka ya da kredi kuruluşu alacaklı, krediyi alan ise borçludur. Bu noktada faiz ise sözleşmeye yoluyla alınan krediden kaynaklanmaktadır.

1.2.3. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Faiz Oranları

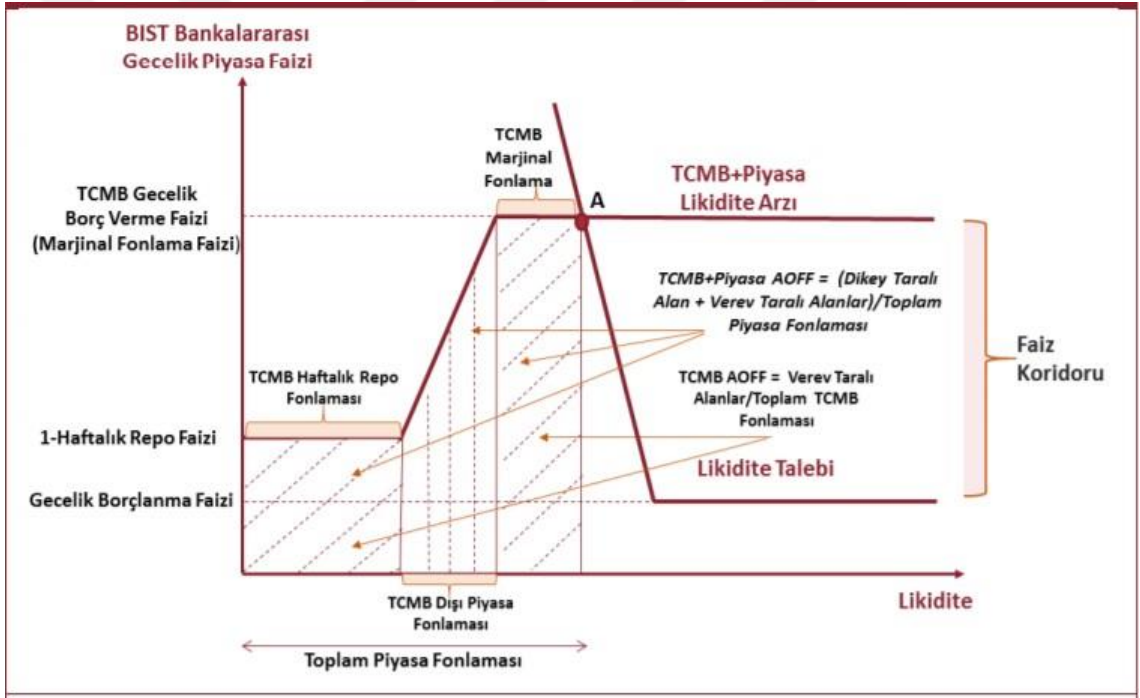
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), temel anlamda Türkiye Cumhuriyeti’nin para ve kur politikalarını yöneten kurumdur. TCMB’nin ana amacı, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarından kasıt, ekonomik karar verme sürecinde önemsenmeyecek enflasyon oranıdır. Destekleyici amaçlarından birisi de finansal istikrardır. TCMB finansal istikrar için para ve döviz piyasaları bakımından düzenleyici önlemleri almakla yükümlüdür. Bankanın diğer bir görevi de T.C. döviz kuru rejimini o dönemin hükûmeti ile belirlemek, biçimlendirmek ve uygulamaktır.

⁶⁷ M. Günel, Para Banka ve Finansal Sistem (Ankara: Berikan Yayınevi, 2012) 43.

Bununla beraber, ülkedeki döviz ve altın rezervlerini saklamak ve yönetmekte bir diğer sorumluluğudur.

“Merkez Bankası, ekonomideki son likidite kaynağı olarak piyasalarda bankalara ödünç para vermekte veya bankalardan ödünç para alabilmektedir. Merkez Bankası, faiz oranlarını piyasaları etkilemek amacıyla belirlemektedir. Para Politikası Kurulunun faiz kararları, önceden ilan edilmiş bir takvim çerçevesinde yapılan toplantılarında alınmaktadır”⁶⁸. Gecelik, geç likidite ve haftalık olmak üzere üç farklı faiz oranı uygulamaktadır.

Şekil 2- Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi ve Piyasalar için Efektif Maliyet



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ekonomi Notları, 2020, (Çevrimiçi-26.09.2020), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0dde4d72-cc0d-49db-a893-27aa1cuffed17/en1520.pdf?MOD=AJPERES&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE>

⁶⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Merkez Bankası Görev ve Sorumlulukları, 2020, (Çevrimiçi-26.09.2020), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Genel+Bakis> .

1.2.3.1. Gecelik Faiz

Merkez Bankası, Borsa İstanbul (BİST) ve İnterbank (Bankalararası Para Piyasası) içerisindeki repo ve ters repo piyasasının gecelik borçlanma faizlerini her gün ilan eder. Merkez Bankası tarafından alınan borç faizine taban, verilen borç faizine de tavan denir. Piyasalar üzerinde boşta kalan fonlar tabandan Merkez Bankasına borç olarak verilir. Gecelik zaman diliminde ortaya çıkan faizler taban ve tavan değerleri arasında oluşur. Oluşan bu aralığa faiz koridoru ismi verilir. Merkez Bankası zaman zaman bu koridorun aralığını değiştirir. Bu işlemle amaç, döviz kuru üzerinde etki sahibi olmaktır. Bu koridorun aralığının geniş tutulmasındaki amaç, döviz kurlarında ortaya çıkabilecek dalgalanmanın engellenmesidir.⁶⁹

1.2.3.2. Geç Likidite Faiz

Para piyasasının çalışma saatlerinin (09:40-18:10) dışında likiditeye ihtiyaç duyan ya da elindeki likiditeyi değerlendirmek isteyen bankalar, çalışma saatlerinin bitiminden sonra da Merkez Bankasına bu amaçla başvurabilir. Merkez bankasının bu noktada uyguladığı faiz oranına geç likidite faiz oranları denir. Bu uygulamada borç verme oranı borç alma oranına göre düşüktür.⁷⁰

1.2.3.3. Bir Haftalık Repo

TCMB, 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını temel politika faiz oranı olarak kullanmaktadır. Politika faiz oranının hangi değerde olacağına Para Politikası Kurulu karar vermektedir. Repo/Ters Repo bir tarafın hazine bonosu, devlet tahvili gibi sabit getirili bir menkul kıymeti satarken/alırken, aynı kıymeti önceden belirlenen bir fiyattan ileri bir tarihte geri alması/satması üzerine anlaşma yapmasıdır. Miktar ihalesi yöntemi ile gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ihaleleri piyasanın likidite ihtiyacı çerçevesinde sürdürülmekte, bu sayede gecelik faizin faiz koridoru içinde ve Para Politikası Kurulu tarafından belirlenen düzeylerde gerçekleşmesi sağlanmaktadır. Bir hafta vadeli repo

⁶⁹ M. Eğilmez, Kolay Ekonomi (İstanbul: Remzi Kitapevi, 2012) 121.

⁷⁰ Ö. Tonus, Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi (Ankara: Ekin Yayınevi, 2013) 193.

ihalesi ile yapılan TL fonlama miktarı gerekli görüldüğünde aşağı ve yukarı yönlü ayarlanabilmektedir⁷¹

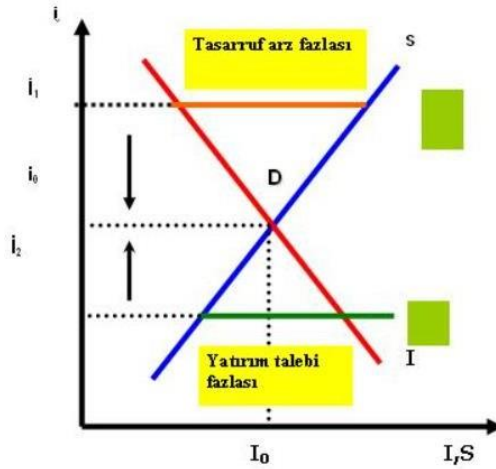
1.2.4. Faiz Teorileri

Bu kısımda faiz oranlarını açıklamaya yarayan beş adet faiz teorisinden bahsedilecektir. Bu beş teori; klasik faiz teorisi, Wicksell teorisi, Keynes teorisi, Hicks-Hansen Neo-Keynesyen teorisi ve Toblin teorisidir.

1.2.4.1. Klasik Faiz

Klasik faiz teorisine göre faiz, tasarruf talep ve arzı ile belirlenen aynı zamanda da reel bir değişkendir. Teori, faiz miktarı artınca tasarruf miktarının da arttığını ve buna karşın yatırımın azaldığını savunur. Bir başka deyişle, faiz miktarı azalınca tasarruf miktarı da azalır ve yatırım artar. Para faiz oranını etkilemez. Para yalnızca bir örtüdür. Para miktarında ortaya çıkacak bir artış, uzun vadede faiz oranı değiştirmez. Sadece gerçek faktörler değişirse faiz oranı etkilenecektir.⁷²

Şekil 3- Klasik Faiz Teorisi



Kaynak: KATRDNZ, Faiz Teorisi, 2020, (Çevrimiçi-27.10.2020), <https://katrednz.tr.gg/Faiz-Teorisi.htm/>

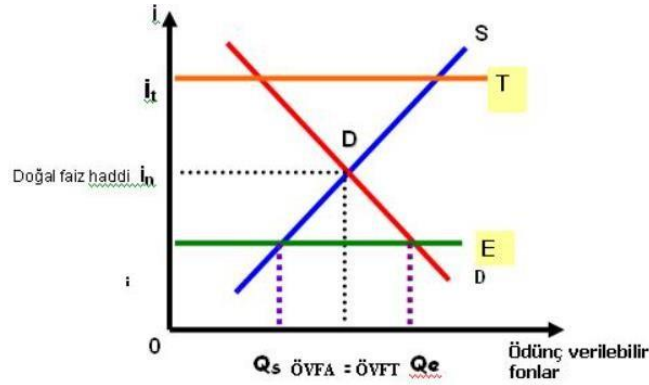
⁷¹ İşcan 33-34.

⁷² İ. Cansu, Türkiye Ekonomisinde İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Döviz Kuru ile İlişkisi (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, 2006) 35.

1.2.4.2. Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı

Wicksell'in kuramında faiz, klasik faizde olduğu gibi gerçek faktörlerden etkilendiği gibi parasal faktörlerden de etkilenir. Wicksell iki faiz oranından bahseder. Bunlar; doğal ve parasal-piyasa faiz oranıdır. Bu oranlardan doğal faiz, çalıştırılan gerçek sermaye üzerinden elde edilen kar oranıdır. Parasal-piyasa faiz oranı ise, bankaların verdikleri kredi üzerinden hesaplanan faiz oranıdır. Piyasa faiz oranı değerinin doğal faiz oranı değerini aşması durumunda talep ve yapılacak yatırımlar azalır. Bu duruma “deflasyonist süreç” denir. Doğal faiz oranı değerinin piyasa faiz oranı değerini aşması durumunda ise talep ve yatırımlar artar. Bu duruma “enflasyonist süreç” denir. Wicksell kuramına göre faiz oranı olarak geçici süreliğine verilebilir. Bu kuramdaki belirteç fon arz ve talebidir. “Ödünç verilebilir fon arzı faiz oranının pozitif fonksiyonu iken fon talebi faiz oranının negatif fonksiyonudur. Faiz dışında fon arzı artığında faiz oranı düşerken, fon talebi artığında faiz oranı artmaktadır.”⁷³

Şekil 4- Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı



Kaynak: KATRDNZ, Faiz Teorisi, 2020, (Çevrimiçi-27.10.2020), <https://katrednz.tr.gg/Faiz-Teorisi.htm>.

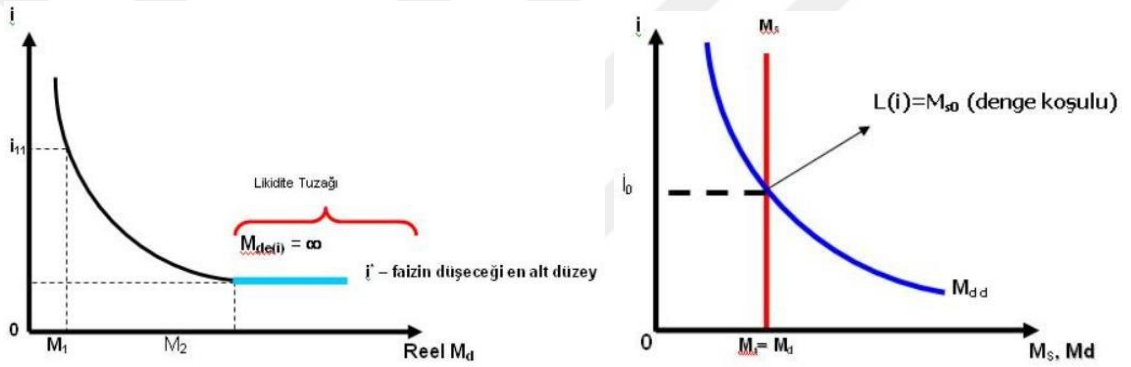
1.2.4.3. Keynes'in Faiz Kuramı

Keynes'e göre faiz, likiditeden feragat etmek ya da likitsiz kalmanın karşılığıdır. Keynes, faiz oranının belirlenmesini değer fonksiyonundan kaynaklanan parasal bir olayı olarak ifade eder. Kurama göre, kişilerin para talebi sakınma, işlem ve spekülasyon

⁷³ Konur 319.

sebeplerindendir. Sakınma ve işlem tesiriyle likidite ihtiyacı tamamen ekonominin üretim düzeyi ile belirlenmektedir. Genel anlamda, sakınma ve işlem sebebiyle yapılan para talebi faize karşı katıdır. Spekülasyon da buna karşın faize karşı çok duyarlıdır. Bu açıklamaların ışığında, faiz düşüş eğilimi gösterdiğinde para talebi artmakta, yükseliş eğilimi gösterdiğinde de talep azalmaktadır. Faiz yükselince kişiler para yerine tahvil alır, düşüşündeyse tahviller satılarak kazanç elde edilir.⁷⁴

Şekil 5- Keynes'in Faiz Kuramı



Kaynak: KATRDNZ, Faiz Teorisi, 2020, (Çevrimiçi-27.10.2020), <https://katrdnz.tr.gg/Faiz-Teorisi.htm>.

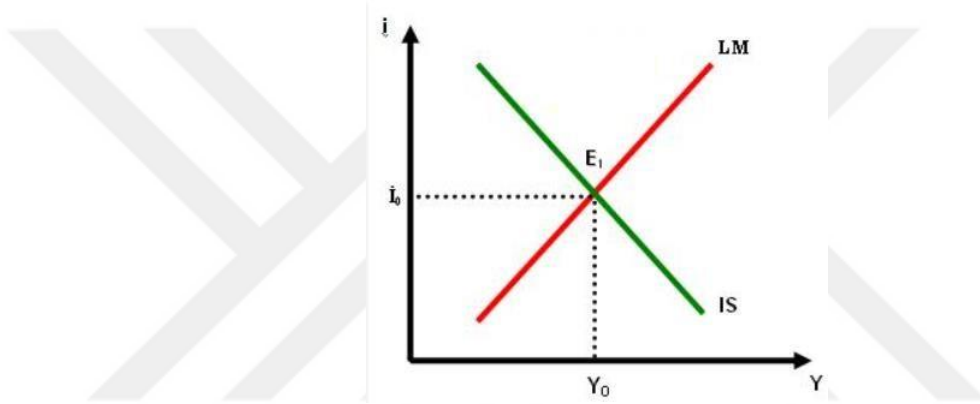
1.2.4.4. Hicks-Hansen'in Neo-Keynesyen Kuramı

Hicks-Hansen'in Neo-Keynesyen kuramı, Wicksell'in ödünç verilebilir fonlar kuramı, likidite tercih teorisi, klasik faiz teorisi ve Keynes'in faiz kuramının sentezidir. Hicks-Hansen'e göre faiz, tasarrufta ortaya çıkan arzın fonksiyonu, yatırımda oluşan talebin fonksiyonu, paranın arz fonksiyonu ve likiditenin tercih edilme fonksiyonuna bağlıdır. "Faiz oranı ve gelir düzeyinin belirlenmesi hem reel hem de parasal kesimle birlikte gerçekleşir. IS-LM analizi olarak adlandırılan bu analizde her gelir düzeyi için yatırımı tasarrufa eşitleyen ve para arzını para talebine eşitleyen tek bir faiz oranı bulunur".⁷⁵

⁷⁴ F.V. Savaş, İktisadın Tarihi (Ankara: Siyasal Kitapevi, 2007) 766-767.

⁷⁵ N. Keyder, Para Teori, Politika, Uygulama (Ankara: Bizim Büro Basım Evi, 1993) 313.

Şekil 6- Hicks-Hansen'ın Neo-Keynesyen Kuramı



Kaynak: KATRDNZ, Faiz Teorisi, 2020, (Çevrimiçi-27.10.2020), <https://katrednz.tr.gg/Faiz-Teorisi.htm>.

1.2.4.5. Tobin'in Portföy Kuramı

Tobin'e göre gerçek hayatta Keynes'in likidite tercihi teorisi doğru değildir. Yatırımcılar portföylerine karar verirken yalnızca bekledikleri kazanca bakmazlar. Beklenen kazancın yanında risklere de bakarlar. Buna istinaden yatırımcılar karı ve risk değeri sıfır olan parayı daha çok tutmak isterler.⁷⁶

Tobin'in portföy kuramında, yatırımcıların portföylerindeki tüm yatırım araçlarının kazançları eşitlendiğinde portföy dengesi sağlanmış olur. Yatırımcılar portföylerini reel ve finansal yatırımların rölatif getiri ve fiyatlarına göre belirler. Faizin

⁷⁶ A. H. Dağhan, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Faiz Oranı Geçişkenliği: Türkiye Örneği (2006-2012) (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, 2013) 18.

belirlenmesinde yalnızca paranın arz ve talebi değil, alternatif diğer yatırım araçlarının da arz ve talebi belirleyici faktördür.⁷⁷

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÖVİZ KURU VE FAİZ ORANI ARASINDAKİ BAĞ VE ETKİLERİ

Chicago Teorisi olarak da isimlendirilen esnek fiyat modeli, döviz kuru ve faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu savunur. Bu bağlamda tam sermayenin hareketliliği ve esnek fiyat kuramı altında faiz değerindeki değişimler beklenen enflasyon değerindeki değişim değerlerini yansıtır. Faizin artışı, kısmen de olsa milli paraya olan talebi düşürmektedir. Bu durumun neticesinde milli para, enflasyon doğuracak ve yabancı para karşısında değer kaybedecektir.⁷⁸

Teoride döviz kuru ve faiz arasında üç farklı ilişki vardır. Bunlardan ilki, yerel faizin artması neticesinde dövize olan arz artar ve yerli para kıymetlenir. Bu sayede yatırım yapacak kişiler, yerel ve yabancı faiz dengeleninceye kadar yerli yatırım araçlarını talep ederler. Bir diğer ilişki ise, artmakta olan faiz ile bankaların ve şirketlerin yükü aynı oranda artar. Bunun sonucu olarak bankaların ve şirketlerin kar oranları azalır. En nihayetinde nakit akışı azalmaya başlar ve şirketlerin borçları artar. Buda kredilerde geri ödemede sıkıntı yaşanmasına neden olur. Kredilerin geri ödenememesi de

⁷⁷ Konur 319.

⁷⁸ F. Dülger ve M. F. Cin, “Türkiye ‘de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbütünleşme Yöntemiyle Sınama,” (Ankara: ODTÜ Gelişme Dergisi, 2002) 50.

bankaların bilânçolarında zarara neden olur ve ekonomik açıdan kötümser beklentilere sebebiyet verir. Üçüncü ve son ilişki ise, faizde oluşan artış, kamuda faiz yükü oluşturur. Bu da risk primi artışı ve enflasyon beklentileri arttırır. Tüm bu olanlar yüzünden milli para değer kaybeder. Milli para için beklenen değer düştüğünde, risk primi yükselir.⁷⁹

2.1. Reel Etkiler

Döviz kurunun düşük seviyelerde tutulması ve faiz seviyesinin reel ölçekte yüksek olması neticesinde ekonomik rekabet gücü zayıflar. Faizin yüksek olması yapılacak yatırımları azalttığı durumlarda ekonomi krize sürüklenir. Bu durumu engellemek için ücretler baskı altında tutulmalıdır. Milli anlamda döviz kurunun ve faizin sermayede oluşan hareketlere teslim olması sonucu milli iktisadi politikalar amacına uygun bir şekilde kullanılamaz. Milli para aşırı değerlenirse cari açıklarda büyüme görülür ve faizin yükselmesi neticesinde kamuda oluşan açığı kapatmanın maliyeti yükselir. Bunun sonucunda üretimde ve yatırımda azalma görülür. Ekonomi, finansal işlemlerin yoğun olduğu bir yapıya dönüşür. “Bu bağlamda ulusal finans piyasalarının kontrolsüz bir biçimde serbestleşmesiyle ulusal iktisat politikaları makroekonomik istikrar ve büyümeyi sağlamaktan çok, yalnızca sermaye akımlarını kontrol eden bir yapıya bürünmektedir. Bu da ülkenin üretim ve istihdam kapasitesini düşürmektedir.”⁸⁰

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla hesaplanırken, özel sektör ve kamu sektörün makine, altyapı ve teçhizat benzeri fiziki yatırım harcamalarını gösteren gayrisafi sabit sermaye, iktisadın büyümesi yönünde çok önemlidir.⁸¹ Bundan mütevellit faiz ve döviz kurundaki etkileşimin büyüme seviyesine etkisi, öncelikle yatırımlarda kendisini gösterir. Bu nedenle faiz ve döviz kurunun ilişkisinin özel yatırımlar üzerine etkisi, kamu yatırımları üzerine etkisi ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerine etkisini incelemek daha doğru olacaktır.

⁷⁹ Y. Sağlam ve M. Yıldırım, “2001 Krizi Sonrası Uygulanan Faiz ve Kur Politikalarının Türkiye Ekonomisine Etkileri,” (Adnan Menderes Üniversitesi ve Avrupa Araştırmalar Merkezi, Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi Bildirisi, 2007) 197.

⁸⁰ Ufuk Başoğlu, “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları,” (Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2000) 88-89.

⁸¹ Ebru Yalçın, İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2005) 1.

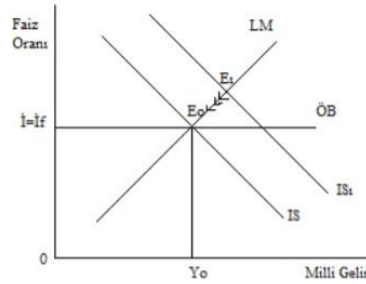
2.1.1. Özel Yatırımlar Üzerine Etkisi

Faizin artması özel sektördeki kredi maliyetlerini yükseltmekle beraber yatırımları da negatif yönde etkiler. Bu etki iki farklı şekilde ortaya çıkmaktadır. Birincisi milli paranın değerinin artması ve buna bağlı olarak maliyetlerin artması sonucu ihracat yapmakta olan şirketlerin faaliyetlerini azaltması, ikincisi ise özel sektör firmalarının yüksek faiz kazancı sağlamak amacıyla reel üretimden çekilmesidir.

Jayaraman'a göre, faiz oranları, sermayenin kullanımından ortaya çıkan maliyettir. Bu noktada özel sektör firmaları yatırım yapacakları zaman karar verme aşamasında faiz oranlarını büyük ölçüde dikkate alırlar.⁸² Demirtaş'da, ekonomik açıdan kalkınmanın ve yaşanan sıkıntıların bir nedeni olarak faiz üzerinde yaşanan iniş ve çıkışların yatırımlar açısından karar verici bir unsur olduğunu söyler.⁸³

Gelişen piyasalarda döviz-faiz oranları arasındaki bağın modellenmesinde en basit yaklaşımlardan biri de Mundell-Fleming yaklaşımıdır.⁸⁴ Mundell-Fleming yaklaşımına göre kapalı bir ekonomilerde, para politikaları özel yatırımlar üzerinde tam etkiye sahiptir. Bu durum açık ekonomilerde ise sermaye hareketliliği ile açıklanır.⁸⁵

Şekil 7- Esnek Kur Sisteminde Mali Genişlemenin Etkileri



Kaynak: KATRDNZ, Faiz Teorisi, 2020, (Çevrimiçi-27.10.2020), <https://katrdnz.tr.gg/Faiz-Teorisi.htm>.

⁸² Tiru K. Jayaraman, "Private Investment and Macroeconomic Environment in the South Pacific Island Countries : A Cross-Country Analysis," (Asian Development Bank, 1996) 4.

⁸³ Muzaffer Demirtaş, "Türkiye'de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)," (Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 2000) 81-92.

⁸⁴ Ansgar Kai Geisslreither Belke ve Daniel Gros, "On The Relationship Between Exchange Rates and Interest Rates: Evidence From The Southern Cone," (Cuadernos de Economía, 2004) 35-64.

⁸⁵ Ahmet Atilla Uğur ve Pelin Karatay, "İkiz Açıklar Hipotezi: Teorik Çerçeve ve Hipoteze Yönelik Yaklaşımlar", (Sosyoekonomi, 2009) 101-122.

Mundell-Fleming modeline göre, esnek kur sisteminde E0 noktası ekonominin dengede olduğu noktadır. Bu denge noktası şekil 11’de ÖB, ödemeler bilançosu eğrisi ile gösterilmiştir. Eğer kamu harcamalarının artması ya da vergilerde yaşanacak azaltma neticesinde “genişletici maliye politikası” uygulamaya konulursa, politikanın uygulamaya konulmasından sonra IS ile gösterilen mal piyasası denge eğrisi IS1 olarak sağa doğru kayar. Bu noktada E1 noktasın ekonominin dengeye geldiği noktadır. E1 noktasında talep artmış ve bunun neticesinde üretimde genişleme olmuştur. Üretimin artması geliri ve para talebini yükseltmiştir. Artışların sonucu olarak faiz oranı yükselmiştir. Bu sayede milli faizin değeri uluslararası faizlerin değerinin üzerine çıkmıştır. Milli para değerinin artması neticesinde ithalatta ucuzlama ihracatta ise pahalılaşma görülür. Bunun sonucu olarak milli mallara olan talep azalıp yabancı mallara olan talep artmıştır. Bu durumun ortaya çıkması neticesinde IS eğrisi başlangıç noktasına geri döner. Bu bize, kamuda yaşanan harcama artışı sonrası faizin yükseldiğini ve milli paranın uluslararası değerini arttırarak dışlama etkisi yaptığını gösterir. “⁸⁶

212. Kamu Yatırımları Üzerine Etkisi

Devlet tarafından yapılan yatırımlara kamu yatırımları denir. Kapsam olarak eğitim, ulaştırma, alt yapı ve sağlık benzeri öncelikli yatırımlardır.⁸⁷ Döviz kuru ve faizin etkilediği alanlardan biri de kamu yatırımlarıdır. Bu etki dolaylı da olsa kamu yatırımlarını etkilemektedir.

Faizin yüksek olması ve düşük döviz kuru politikası, spekülative fonların ortaya çıkmasına sebep olur. Bu fonlara özel sektör yatırım yapmaz. Kamu ise yatırım yerine finansman açığını kapamada kullanır. Bu sıcak likidite hareketinin reel ekonomiye katkısı yoktur. Bu fon bir ülkeye girdiğinde o ülkede yatırımın azalmasına ve ekonomi politikalarının etkisizleşmesine neden olur. Bu sıcak para merkez bankasının para politikalarını sınırlandırır. “Dış borç stokunun artması ve bütçedeki faiz yükünün

⁸⁶ Seyidoğlu 517-518.

⁸⁷ Edward Paolo de Renzio Anderson ve Stephanie Levy, “The Role of Public Investment in Poverty Reduction: Theories, Evidence and Methods,” (ODI Working Paper, 2006) 1-34.

ağırlaşması olumsuz sonuçlara neden olmaktadır.”⁸⁸ En nihayetinde borçların ödenebilmesi için devlet kamu alanında yapacağı yatırımları erteler ya da o yatırımları hiç yapamaz.

1980’lerin başlarında gelişen ülkelerde ortaya çıkan ekonomik krizler yüzünden faiz oranları artmıştır. Faizin artması neticesinde bu ülkelerin borçları da artmıştır. Kötüye giden durumu düzeltebilmek için ülkeler bazı önlemler almışlardır. İlk yapılan şey, fazla ihracat yaparak döviz elde etmek ve daha az ithalat yapılmasıydı. Bu sayede artmakta olan dış borcun getirdiği yük, dış ticaret oranlarının düzeltilmesi ve daha çok tasarruf sayesinde durumun etkisi hafifletilmeye çalışılmıştır. Yatırımlardan vaz geçerek bütün düzenlemeler yapılabilmiştir. Sonuç olarak özel sektörün ve kamunun yapacağı yatırımlar engellenmiştir.⁸⁹

2.13. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi

Az gelişmiş ya da gelişme eğilimindeki ülkelerin temel ekonomik hedefleri, düzenli bir büyüme ve ekonomik açıdan gücünü artırmadır. Çünkü bir ülkenin ekonomisi ne kadar güçlü ise dünya ülkeleri arasındaki itibarı da o derece güçlüdür.⁹⁰ Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı en büyük handikap, kaynak yetersizliğidir. Bu nedenle de dış kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Yabancı yatırımcıyı ülkeye çekebilmek içinde ekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. Bu istikrarın sağlanması içinde o ülkedeki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki düzenin sağlanıyor olması gerekir.

Bir ülke yönetimi faiz hadlerini yükseltebilir. Bu sayede ihtiyacı olan likidi borçlanmak suretiyle karşılar. Ama yüksek faiz nedeni ile yatırımcıda risk algısı artacaktır.⁹¹ Üretimden sağlanacak gelirin faiz oranlarından elde edilecek getirinin gerisinde kalması dışında yabancı yatırımların bir ülkeye yönelmesinde faiz oranlarında yaşanabilecek oynaklıklarda döviz kuru belirsizliklerine neden olmaktadır. Bu açıdan

⁸⁸ Mehmet Kara, “Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’deki Sıcak Para Akımlarının Değerlendirilmesi,” (Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2001) 29-45.

⁸⁹ Riccardo Faini ve Jaime de Melo, “Adjustment, Investment, and the Real Exchange Rate in Developing Countries,” (The World Bank, Policy Research Working Paper Series, 1990) 1-40.

⁹⁰ Haldun Soydal, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama,” (Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2006) 577-603.

⁹¹ Paolo Rolf Strauch Paesani and Manfred Kremer, “Public Debt And Long-Term Interest Rates - The Case Of Germany, Italy and the USA,” (ECB, Working Paper Series, 2006) 4-40.

faiz oranları önemli olmaktadır. Dolayısıyla yüksek faiz oranları kurlarda belirsizliği artırırken doğrudan yabancı sermaye girişlerini de engellemektedir. Bu durum özellikle 1980’li yıllardan itibaren finansal serbestleşme eğilimlerinin artmasıyla birlikte birçok ülkede görülmüştür. Bu şekilde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, sermaye girişinin döviz kurları üzerinde meydana getireceği etkiler açısından büyük önem arz etmektedir. Sermaye girişinin hızlanmasıyla birlikte kur dalgalanmalarından kaynaklanan döviz kuru istikrarsızlıkları oluşmaktadır. Kur istikrarsızlığına bağlı olarak, ticarete konu olan malları içeren sektörlerde faaliyette bulunanların belirsizliğini arttırdığı için, bu sektörlerde çalışan firmaların karşılaştıkları riskler yükselecektir. Meydana gelen istikrarsızlık bu sektörlerde borç veren kurumların da risk maliyetini yükseltmektedir. Bu süreç sonunda, döviz kurlarında başlayan istikrarsızlık önce reel sektörü etkisi altına alacak zamanla tüm sektörleri etkileyerek, ekonomik istikrarsızlıkların nedeni olan bir mekanizma durumuna gelecektir.⁹²

Bir ülkenin para birimi başka bir ülkenin para birimine göre değer kazandığında, o ülkenin maliyetlerinde ve fiyatlarında artış olur. Bunun neticesinde de sermaye, değer kaybeden ülkeye kaymaktadır. Bu noktada önemli olan, yatırım yapacak firmanın ürettiği ürünleri hangi oranda ihraç ve ithal ettiğidir. İç pazara üretim yapan yabancı firma için önemli olan, döviz kurları ve kârın transfer aşamasıdır. Dış pazara üretim yapan firma için ise satış sırasındaki döviz kurları önemlidir.⁹³

2.2. Ödemeler Dengesine Etkileri

Döviz kuru ve faiz dengesinden etkilenen bir diğer göstergede ödemeler dengesidir. Ödemeler dengesi portföy ve dış ticaret dengesi olarak iki başlıkta incelenir. Bu dengeyi olumlu ya da olumsuz olarak etkileyen en önemli etki göstergeleri faiz ve döviz kurudur.

2.2.1. Dış Ticaret Üzerine Etkisi

Dünya üzerinde her bir ülke üretim fazlası olan malını diğer ülkelere satmak suretiyle kazanç sağlamaktadır. Bu durumun tersi olan, pahalı olarak ürettiği ya da hiç

⁹² Aylin Abuk Duygulu, “Döviz İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi,” (Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.Dergisi, 1998) 107-118.

⁹³ Muhsin Kar ve Fatma Tatlısöz, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi,” (KMU İİBF Dergisi, 2008) 1-23.

üretmediği mal içinde diğer ülkelerden satın alma yaparak bu açığı kapatır. İthalat ve ihracat yapmanın amacı o ülkenin vatandaşlarının refahını yükseltmek ve ekonomik açıdan kalkınma sağlamaktır. Olaya bu noktadan bakıldığında uluslararası ticaret milli ekonomilerde büyük önem teşkil etmektedir. İthalat ve ihracat dengesinde ortaya çıkabilecek sorunlar ekonominin tamamını etkilemektedir. Ekonomisi açık olan ülkeler için döviz kuru ve faiz ilişkisi, milli para da yaşanacak değer artışına bağlı olarak ithalat ve ihracat dengesinde üzerinde etkilidir.

Sermayenin durumuna göre döviz kuru ve faiz ilişkisi, gelişen ülkeler için ithalat ve ihracat değerleri üzerinde olumsuz etkiler sergilemiştir. Genelde spekülasyon özellik sergileyen bu sermaye akımları, ihracatı azaltmak suretiyle büyük ekonomik dengesizliklere sebep olur ve dış açık sorununa neden olur.⁹⁴ Döviz kurundaki artış neticesinde ithalat piyasası ile rekabet edemeyen ihracat piyasası yapmış olduğu üretimi azaltmak durumunda kalır. Bunun sonucu olarak ithalat ve ihracat arasındaki denge negatif anlamda etkilenir.

Bazen ülkeler bozulmuş olan ithalat ve ihracat dengesini yeniden sağlamak amacıyla düşük değerlenmiş kur politikası uygular. Bu politika sayesinde döviz ile sağlanan ithalat fiyatları düşer. İthalat fiyatının düşmesiyle ithalatta yaşanan olumsuzluklar ortadan kalkacaktır. Buna karşın düşük değerlenmiş kur politikası yüzünden ihracat olumsuz etkilenecektir. Politikanın uygulanması neticesinde ihracattan elde edilen fiyat avantajının bir bölümü veya tamamı kaybedilip, ithalat bakımından dış piyasalarda yitirilen fiyat üstünlüğünün bir bölümü veya tamamı tekrardan kazanılacaktır. Bu politikanın tersi izlendiğinde, ithalat fiyatları yükselecektir. İthalatı negatif yönde etkileyen politika ihracatı olumlu yönde etkilemektedir. “Düşük değerlenme ve aşırı değerlenme politikası sonrası ihracat ve ithalat fiyatlarının değişmesi, kur politikasının dış ticaretin karlılığı üzerinde beklenen net etkisini gösterebilmesi açısından büyük önem arz etmektedir.”⁹⁵

⁹⁴ G. K. Helleiner, “Capital Account Regimes and the Developing Countries, International Monetary and Financial Issues for the 1990s,” 1998, 1-25.

⁹⁵ Ahmet Zengin, “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular),” (Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2001) 27-41.

Politika belirleyen yetkililerin faiz oranlarını yükseltip kur seviyelerini stabil halde tutmaya çalışmalarının asıl nedeni, sabit kur politikasının ekonomide oluşan şoklara karşı esnek olmamasıdır. Faiz oranlarının yükseltilmesinin ekonomi açısından maliyeti yüksek olur. Bunun nedeni, faizin yüksek olması neticesinde, döviz kuru ve faiz arasındaki makas açılması ve ödemeler dengesinin bozulmasıdır. (Kansu ve Baydur, 2008, 19-41).⁹⁶

222 Portföy Hareketleri Üzerine Etkisi

Gelişmekte olan ülkelere portföy akımlarının ve kısa süreli sermaye hareketlerinin yönelmesine, dövizin senelik aşınması ile ülkenin reel faizi arasındaki arbitraj sebep olmaktadır.⁹⁷

Bir ülkede yaşanan sermaye akımlarının asıl nedeni riskler ve o ülkenin sunduğu yurtiçi avantajlardır. Ayrıca sermayenin yurtiçine çekilmesinde milli politikaların rolü büyüktür. Yüksek risk yüksek getiri anlamına gelmektedir. Bu durum yabancı yatırımcılar için yüksek risk ve yüksek getiriyi ifade eder. Yüksek getiriden kasıt faizdir. Kısa süreli sermaye hareketi açısından faiz yatırımcıyı çekmektedir. Yatırımcıyı çeken bir diğer özellikte sabit döviz kuru uygulayan ülkelerdir. Bu bağlamda bakıldığında, menkul kıymetler borsasındaki fiyatlar, enflasyon değeri, faiz değeri, kamu borçlanması, döviz kuru, ekonomik istikrar ve sermaye piyasalarının liberalleşmesi, yatırımcıları çeken en önemli etkenlerdir.⁹⁸

İtici etkiler açısından bakıldığında, ekonomide yaşanan riskler, enflasyonun yüksek olması ve ülkeler arasındaki faiz gösterilebilir. Örnek vermek gerekirse, 1990 yıllarında dünya genelinde faiz oranlarında düşüş yaşanmıştır. Aynı yıllarda getirisini yükseltmek isteyen sermaye sahipleri yatırımlarını Asya ve Latin Amerika ülkelerine

⁹⁶ Aydan Kansu ve Cem Mehmet Baydur, “Faiz Düzeyinin Döviz Krizini Önlemedeki Rolü: Türkiye Şubat 2001 Krizinin Değerlendirilmesi,” (Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2008) 19-41.

⁹⁷ M.Vedat Pazarlıoğlu ve Emrah Gülay, “Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği,” (Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 2007) 201-221.

⁹⁸ Sever 35-38.

yöneltmiştir. Uluslararası paranın serbestçe dolaşması neticesinde sermaye krizleri ve ödemeler bilançosunda ortaya çıkan açıklar ortaya çıkmıştır.⁹⁹

Portföy yatırımının gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla görüldüğü yıllar 80 ve 90'lı yıllardır. Portföy yatırımı, oynak bir yatırım türüdür ve aynı zamanda risklidir. Riskin kaynağı, yabancı sermaye sahiplerinin ani bir kararla yatırımlarını başka bir ülkeye yönlendirmeleridir. Ani fikir değişikliği, o ülkenin faiz oranları, hisse senedi değerleri veya döviz kurları yüzünden ortaya çıkmaktadır. Ülke içerisindeki tüketim yükselip cari işlemde ortaya çıkan açık arttığında, bankalar vesilesiyle yurda girmiş olan bu tarz bir sermayenin, faizin artması, hisse senetlerinin düşmesi, milli paranın değer kaybetmesi ya da bankaların yaşayacağı likidite sorunu benzeri durumlarda başka bir ülkeye kayma eğiliminde olması nedeniyle ülke ekonomisi negatif anlamda etkilenebilir.¹⁰⁰

Uluslararası sermayenin gidişatına yön veren ve kazancın yüksek seviyelerde olduğu iki ana değişkenden biri faiz oranları, diğeri de döviz kurlarıdır. Sermaye sahibinin amacı, ülke bağımsız, elde edilecek karın aynı düzeyde olmasıdır. Bu nedenle günümüz kurlarıyla ileriki dönem kurları arasında denge olmalıdır. Bu dengenin formülü aşağıdaki gibidir;¹⁰¹

$$S = [(1 + \frac{F_{\text{TR}}}{100}) / (1 + \frac{F_{\text{US}}}{100})]$$

S F: Gelecek kur

$\frac{F_{\text{TR}}}{100}$: Türk lirasına yurt içinde verilen faiz oranı

$\frac{F_{\text{US}}}{100}$: Amerika veya yabancı ülkelerdeki faiz

oranı S: Günümüz kur

Bu denkleme göre, yabancı sermaye ait olduğu ülke içerisinde belirli bir değerde faiz kazancına sahip olabilir. Denklemden Amerikan doları örnek verilmiştir. Amerikan doları ile Amerika'da faiz getirisi elde edilebileceği gibi Türkiye'de Türk lirasına

⁹⁹ Zengin 45.

¹⁰⁰ Pazarlıoğlu ve Gülay 201-221.

¹⁰¹ Mehmet Demiral ve Erdinç Tutar, "Ülkelerarası Faiz Oranı Farklılıkları Kapsamında Carry Trade Yatırım Stratejisi: 2006- 2007 Küresel Dalgalanmalar ve Türkiye'ye Etkileri," (Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi'ne Sunulan Bildiri, Adnan Menderes Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Fakültesi, 2007) 3

dönüştürölüp faiz kazancıda sağlanabilir. Bu noktada bakılacak en önemli husus, kazanım sonrası Türk lirasının Amerikan Dolarına çevrilmesinde yaşanacak zarardır. Yatırımcı dönüşüm sonrası zarar etmek istemeyecekti. Türkiye’de yatırım kazancı yüksek olursa, yabancı sermaye akışı Türkiye’ye yönelecektir. Bunun neticesinde de faizler düşecek ve piyasalarda yeniden bir denge olacaktır.¹⁰²

2.3. Bankacılık Sektörüne Etkileri

70’li ve 80’li yıllarda dünya çapında küresel krizler yaşandı. Bu krizlerin neden yaşandığını açıklamak adına bilim insanları farklı kriz modelleri ortaya koydu. Bu modellerden biri de Paul Krugman’ın ortaya koyduğu Birinci Nesil Kriz Modelidir. Yönetimler, ekonomilerine sabit döviz kuru uygularsa, ortaya çıkacak bütçe açıklarını para basarak karşılar. Milli paranın değerini yitirmesiyle, merkez bankası, döviz kurunu stabil tutabilmek adına döviz satışı yapar. Neticede milli rezervler azalır. Bu durum spekülâtörler tarafından anlaşıldığında hemen milli para ile döviz alımı başlar.¹⁰³

2.3.1. Döviz Riski

Ülkelerin faiz oranlarındaki farklılıklar sebebiyle döviz kurlarında dalgalanmalar meydana gelir.¹⁰⁴ Bu gibi durumlarda, bankaların bilançolarındaki döviz kalemleri piyasa değerlerine yansır. Ortaya çıkan bu dalgalanmalar neticesinde bankaların ileride elde edecekleri gelirler değişmektedir. Döviz kurundaki risk bilanço açısından, dövizin aktif ve pasiflerinde eşitsizlik olması durumunda ortaya çıkar. Burada gerçek amaç zarar olması durumunda kaybı azaltmaktır. Bundan mütevellit bankaların dövizin konumunu her daim takip etme zorunluluğu vardır. Merkez bankası ekonominin düzgün ve istenen şekilde gitmesi için döviz piyasalarına müdahale eder.¹⁰⁵

Döviz kuru riskini hesap etmek için, aşağıdaki formül kullanılır;

$$\text{Net Risk} = (\text{Döviz aktifler-döviz pasifler}) + (\text{Döviz satış-Döviz alış})$$

¹⁰² Demiral ve Tutar 5.

¹⁰³ Paul Krugman, “A Model of Balance-of-Payment Crises,” (Journal of Money, Credit and Banking, 1979) 311-325.

¹⁰⁴ Kathryn Niles Russ, “Exchange Rate Volatility and First-Time Entry by Multinational Firms,” (NBER Working Papers, 2007) 1-48

¹⁰⁵ Esin Okay, “Türk Bankacılık Sektöründe Risk ve Kriz,” (İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi, 2002) 95-122

Riskin belirlenmesinde kullanılan başka bir yöntemde kurdaki belirsizlik esas alınarak kullanılan yöntemdir. Milli parada net kur riskinin artmasının sebebi döviz kurunda yaşanan dalgalanmadır. Bu dalgalanma yüzünden dövizdeki arz ve talep etkilenir. Talebin yükselmesi fiyatın artmasına tersi de azalmasına neden olur. Dövizde olan talep artarsa milli paranın değerinin düşmesine, azalması da yükselmesine sebep olur.¹⁰⁶

97 yılında ortaya çıkan Güney Doğu Asya kriziyle beraber tartışmalara konu olan bir diğer konuda, milli paranın değerinde yaşanacak değişikliklere karşı istikrar politikasıdır. Uluslararası Para Fonu, ortaya çıkabilecek değer kaybını önleyebileceklerini savunmuştur. Ülkenin varlıkları yatırımcılar için değer kazanacak ve ülkeye giren yabancı sermaye miktarı artacaktır. Ulusal Para Fonu karşıtları da faizin yükseltilmesiyle ekonomide durgunluk yaşanacağını, ilk olarak bu durumun bankacılık sektörüne darbe vuracağını ve ekonomik olarak kriz yaratacağını savunmaktadır.¹⁰⁷

Dünya genelindeki faiz oranlarının düzensizliği nedeniyle gelişen ülkelerdeki fonların maliyeti de artmaktadır. Bunun sonucu olarak yapılacak yatırımların da önem düzeyi değişiklik gösterir. Ülkelere giriş yapan yabancı sermayenin olması gerektiği gibi arındırılmaması durumunda, bankalardaki mevduatlar yüksek düzeyde artmakta ve mevduatları da güvenilirliğini yitirmektedir. Reel döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar, bankalarda doğrudan döviz kuru uyumsuzluğuna neden olurken, banka müşterileri açısından da dolaylı olarak kayıplara sebebiyet verir. “Yapılan araştırmalar sonrası; enflasyon oranındaki yüksek değişkenliğin, reel döviz kurundaki artışın ve devalüasyon riskinin bankaların yükümlülüklerini artırdığı ortaya koyulmuştur. Bu durumun kırılmağa neden olacağı ileri sürülmektedir.”¹⁰⁸

¹⁰⁶ Ziya Tunç Aloglu, Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, 2005) 52-55.

¹⁰⁷ Luis Felipe Zanna, “Fighting Against Currency Depreciation, Macroeconomic Instability and Sudden Stops,” (University of Pennsylvania, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, 2005) 3-39.

¹⁰⁸ Levent Çinko ve Rengin Ak, “Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi,” (Maliye Finans Yazları, 2009) 59-83.

232. Piyasa Riski

70’li yılların başında enflasyonun yükselmesiyle para piyasaları ve döviz negatif yönde etkilemiştir. Finans kuruluşları, dengesizliğin getireceği zararlardan korunmak maksadıyla türev ürün işlemleri yapmaya başlamışlardır. Bu yıllarda riskten kaçınmak maksadıyla enstrüman zenginliği yaşanan bir dönem başlamıştır. Dönemin gerekliliği olarak küresel bankacılık sisteminin yapısında değişikliğe gidilmiştir. Büyük bankalar birleşmiş ve bu sayede finansal kurumların çoğu küresel vasıf kazanmıştır. Kurumların büyümesi neticesinde, birtakım finansal kısıtlamalar kaldırılmıştır. Kalkan kısıtlamalarla beraber müşterilere daha önce sunulamayan ürünler sunulmaya başlanmıştır. Buda küresel anlamda bankalar arası rekabeti artırmıştır. Bilişim teknolojilerinin hızlı gelişimi yüzünden banka türev ürünlerindeki işlem hacimleri artmış ve bu da piyasa riskini yükseltmiştir. (Akan, 2007, 59-74).¹⁰⁹

90’lı yılların başına kadar bankacılık sektöründe kredide oluşan risk piyasada oluşan riskten daha önemliydi. Bu durumun değişmesi, finansal piyasalarda yaşanan birleşmenin hızlandığı zamanlarda “Basel Bankacılık Denetim Komitesi” tarafından da ele alınmıştır. Komitenin Basel-I Uzlaşısının yoğun eleştiri alması sonucunda piyasa riskine karşı sermaye ayrılması için 1993 yılında bir taslak oluşturulmuş ve yayımlanmıştır. Taslağa göre bankalar tarafından yapılan işlemlere “bankacılık işlemleri” ve “alım satım işlemleri” denilmiştir. Bu işlemlere yüzünden ortaya çıkabilecek riskler içinde sermaye ayırımı zorunluluğu getirilmiştir. Bunun yanı sıra, taslağa göre, döviz kurları ve faiz hadleri oluşabilecek risk grubuna dahil edilmiştir.¹¹⁰

Piyasa riski, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki dalgalanmalar nedeniyle bankanın uğrayabileceği zarardır. 80’li yıllarda, Basel Bankacılık Denetim Komitesi I standardının ortaya koyduğu kredilerde ortaya çıkan risk en önemli riski çeşidi olarak görülüyordu. Fakat sonraki yıllarda birçok Amerikan finans firması bu dalgalanmalar yüzünden iflas etme konumuna gelmiştir. Bunun sonucu olarak 1996 senesinde Amerika, “sermaye yeterliliği rasyosu (SYR)’nin paydasına faiz oranı ve döviz kurlarına dayalı risklerin birlikte tanımlandığı piyasa riski için de gerekli sermaye miktarı ilave

¹⁰⁹ N. Burak Akan, “Piyasa Riski Ölçümü,” (Bankacılar Dergisi, 2007) 59-74.

¹¹⁰ Basle Committee on Banking Supervision, “The Supervisory Treatment Of Market Risks” Consultative Proposal, Basel: (April-1993).

edilmiştir.”¹¹¹

$$SYR = \text{Özkaynak} / KR$$

SYR: Sermaye Yeterliliği Rasyosu

KR: Risk Ağırlıklı Varlıklar ve Gayri nakdi Krediler

233. Kredi Riski

Bir bankanın karşılaşılabileceği en eski risk kredi riskidir. Bu risk durgunluk zamanlarında ve ekonomik krizlerin yaşandığı zamanlarda sıklıkla görülebilmektedir. Kredi riski, krediyi alan borçlunun borcunu bankaya ödeyememesidir.¹¹² (Anbar, 2006, 10-24). Bu yüzden işlemlerinin çoğunu döviz tarzındaki varlıklara yatıran bir banka kendini riske attığı gibi piyasalarında bu riskten etkilenmesine sebep olabilir.

Gelişen dünya ülkelerinde mevduat kısa vadeli. Döviz cinsinden işlemlerin oranı da oldukça yüksektir. Gelişen ülkeler ayrıca, devalüasyonun yaşandığı dönemden sonra faiz oranlarında yaşanacak yükselişten ve de kur riskinden negatif anlamda etkilenir. Vadenin kısa olması nedeniyle bankalar likidite sıkıntısı da yaşar. Şirketlerin borç miktarı artarken, milli para değeri düşük kaldığı için kazanç oranı borç oranının altında kalmaktadır. Bunun sonucunda şirketin mali yapısı bozulur ve aldığı krediyi ödemede sıkıntı yaşar.¹¹³ (Kaplan, 2002, 1-30).

¹¹¹ Suat K. Teker, Evren Bolgün ve M. Barış Akçay, “Banka Sermaye Yeterliliği: Basel II Standartlarının Bir Türk Bankasına Uygulanması,” (Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 2005) 42-54.

¹¹² Adem Anbar, “Credit Risk Management In The Turkish Banking Sector : A Survey Study,” (Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 2006) 10-24.

¹¹³ Cafer Kaplan, “Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği,” (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, 2002) 1-30.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. EKONOMETRİK İNCELEME VE ANALİZ

3.1. Türkiye’de 2010-2018 Yılları Arasındaki Döviz Kuru ve Faiz Oranı İlişkisi

2008 yılında dünya çapında bir ekonomik kriz yaşandı. Bu durum karşısında bankacılık sektöründeki risklerin oranı da artmış oldu. T.C. Merkez Bankası, 2010 yılı Kasım ayından itibaren, küresel finans krizinin Türkiye ekonomisi üzerine negatif etkilerini azaltmak amacıyla, likidite politikası kapsamında faiz koridoru ve çeşitli fonlama yöntemleri uygulamıştır. Kredi politikası kapsamında zorunlu karşılıklar ve faiz politikası kapsamında da haftalık repo faizleri uygulamıştır.¹¹⁴

2011 yılında Merkez Bankası’nın para politikasının temel aracı “bir hafta vadeli repo ihale faiz” olmuştur. Merkez bankası bu araç sayesinde piyasadaki asıl likidite ihtiyacının çok üzerinde fonlama yapmıştır. Ortaya çıkan fazla likiditeyi de gecelik vadeli işlemlerle çekmiştir. Bu hareket, gecelik vadeli faiz üzerinde ortaya çıkan dalgalanmaları engellemiştir. Daha sonra ihtiyaç fazlası fonlama azaltılarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları yükseltilmiştir. Daha sonra da teknik faiz ayarlaması sürecine başlanılmıştır. Döviz kuru açısından bu yılda dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edilmiştir.¹¹⁵

2012 yılında Merkez Bankası, riske olan isteğin fazla olması ve sermaye değişiminin kısa vadeli açıdan yoğunluk yaşaması sebebiyle, faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Bu sayede gecelik ortaya çıkan faizin politika faizine oranla daha düşük

¹¹⁴ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, 2010, (Çevrimiçi-10.10.2020), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c/Baskan_ParaPol10.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c-m3fB7u5

¹¹⁵ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, 2011, (Çevrimiçi-18.10.2020), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40459e93-8d14-4eaf-8197-10ce370e9335/Baskan_ParaPol11.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40459e93-8d14-4eaf-8197-10ce370e9335-m3fB7u3

seviyede oluşmasına izin verilmiştir. Bu dönemde ortaya çıkacak olan fazla kredi genişlemesine engel olmak ve iç talebi karşılamak için zorunlu karşılık değerlerinde kuvvetli bir artışa gidildi. Düzenli döviz alım ihaleleri açıldı. Kısa vadeli sermaye akımları rezervleri kuvvetlendirmek maksadıyla kullanıldı. Küresel ekonomide artmakta olan sorunların milli ekonomide durgunluğa yol açmaması için politika faizi üzerinde kontrollü indirime gidildi. Döviz kuru açısından bu yılda dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edilmiştir.¹¹⁶

Özetlemek gerekirse, 2010-2012 yılları arasında piyasalardaki istikrarı sağlamak için TCMB farklı bir politika tasarımına gitmiş ve kullandığı finansal araçların sayısını arttırmıştır (Faiz koridoru ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması).

2013 yılında da finansal açıdan ve fiyat bakımından istikrarın sağlanması için, geleneksel finansal araç kullanımına ek olarak yeni politika kapsamında geliştirilen araçlar da kullanılmıştır. Bu noktada Rezerv Opsiyonu Mekanizması, politika faizi, zorunlu karşılık, likiditenin yönetimi ve faiz koridoru araçları kullanılmıştır. Bunun yanı sıra döviz kuru ve kredilerin daha verimli çalışabilmesi için, iletişim kanalı gereklilik halinde yardımcı araç vazifesiyle devreye alınmıştır. Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının uygulanması sayesinde, “Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüğü için TCMB serbest hesaplarda tutulan Türk lirası tutarı gerilerken, yabancı para cinsinden bloke hesaplarda tutulan zorunlu karşılıklar artmıştır. Bu şekilde TCMB’den repo yoluyla borçlanmalar ve piyasadaki Türk lirası likidite açığı azalmıştır. Söz konusu azalış, bankaların Türk lirası faiz maliyetlerini azaltarak net faiz gelirlerini olumlu etkilemiştir.” Bu sayede bankaların döviz varlıklarının bilanço içerisindeki oranının ve bu varlıkların döviz yükünü karşılama seviyesi artmıştır. Küresel sermayenin hızla el değiştirmesi, Türkiye ekonomisine döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde yansımıştır. Milli paranın değerlendirilmesiyle pozitif anlamda etkilenen firmalar, bankaları çok hızlı bir kredi büyümesine yönlendirdi. Hem döviz kuru artışı hem de kredilerin büyümesi ekonomide

¹¹⁶ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, 2012, (Çevrimiçi-18.10.2020), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0/2012ParaPolKonusma.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0-m3fC4SP>

kaynak dağılımını bozdu. Bunun neticesinde ülke içinde oluşan talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesi makroekonomik istikrarı olumsuz etkiledi.¹¹⁷

Mayıs ayından sonra dünya genelinde yaşanan para politikalarındaki gelişmeler para piyasalarındaki gelişmelerinde belirleyicisi olmuştur. Aynı dönemde dünya genelinde tüm parasal varlıklarda tekrardan bir fiyatlanma görülmüş ve gelişme amaçlayan ülkelere yönelik portföylerde artışlar görülmüştür. Dünyanın içinde bulunduğu bu süreçte TCMB, Türk lirası, haftalık repo faizi değeri, yabancı para politikaları, faiz koridoru ve ROM araçlarını etkin bir şekilde kullanarak dünya genelinde yaşanan tutarsızlığın Türkiye ekonomisi üzerinde yaratacağı olumsuz etkileri en aza indirebilmek ve enflasyon açısından ortaya çıkan negatifliği giderebilmek amacıyla politikalar uygulamıştır. Yine Mayıs sonrasında Türk lirasındaki değer kaybı nedeniyle, enflasyon beklentileri ve enflasyon negatif anlamda etkilenmiştir.¹¹⁸

2014 yılına gelindiğinde Merkez Bankası piyasadaki arzın ve talebin koşulları tarafından belirlenen dalgalı döviz kuru rejimine devam etmiştir. Bu dönemde döviz üzerindeki arzın ve talebin belirlenmesindeki ana unsurlar; politikalar, beklentiler, uluslararası değişiklikler ve ekonomik temellerdir. Bu noktada Merkez Bankasının herhangi bir kur hedefi bulunmamakla birlikte, para piyasalarındaki istikrar açısından ortaya çıkan riskleri azaltma amacıyla TL'nin aşırı değer kazanması veya aşırı değer kaybetmesine karşı kayıtsız kalmamıştır. Merkez Bankasının bankalara tanıdığı bir haftalık borçlanma limitleri 2014 yılında da korunmuştur. Döviz ve Efektif Piyasalarda işlem yapma yetkisine sahip bankalar ve Merkez Bankası arasında döviz karşılığı efektif işlemler bu yılda da devam etmiştir. Merkez Bankası Kurulu tarafından belirlenen faiz koridoru düzeyi uygun görülen oranda yapılmıştır.¹¹⁹

¹¹⁷ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2013 Yılında Para ve Kur Politikası, 2013, (Çevrimiçi-18.10.2020), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/dd7db5e0-47ae-41ed-bd2d-d885768ad782/Baskan_ParaPol13.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-dd7db5e0-47ae-41ed-bd2d-d885768ad782-m3fB7u3

¹¹⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2014 Yılında Para ve Kur Politikası, 2014, (Çevrimiçi-21.11.2020), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/72a6fc21-d845-492e-afd5-5f045c07ad48/Baskan_ParaPol14.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-72a6fc21-d845-492e-afd5-5f045c07ad48-m3fB7oG

¹¹⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2014 Yılında Para ve Kur Politikası,

Merkez Bankası, 2014 yılının tamamında enflasyon üzerindeki beklentiyi sınırlandırmak adına sıkı bir para politikası sergilemiştir. Para politikasındaki tutum neticesinden 2014 yılının ikinci yarısında “çekirdek enflasyon” açısından önemli bir iyileşme görülmüştür. Yine de gıda fiyatlarının yüksek olması ve döviz kuruna bağlı nedenlerle 2014 yılının tamamında enflasyon hedeflenenin çok çok üzerinde olmuştur.¹²⁰

Merkez bankası, 2015 yılının ağustos ayında kamuoyuna, dünya çapındaki para politikalarının normal düzeye gelmesi öncesinde ve normalleşme sonrasında uygulanabilecek para politikalarını duyurmuştur. Bu bağlamda, haftalık vadeli repo faiz oranı daha düzgün bir hale getirilmiş ve faiz koridoru daraltılmıştır. Bu duyuruda parasal istikrar, Türk lirası ve döviz likiditesine politikalara da yer verilmiştir. “Türk lirası likiditesine ilişkin olarak, yol haritasının açıklanmasını takiben, piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı uygulaması kaldırılmış ve Türk lirası işlemlerinin teminat koşullarında sadeleşmeye gidilmiştir. Ayrıca, Türk lirası işlemleri için teminata döviz depo getirilmesi imkânı hatırlatılmış ve bu imkânın kullanımıyla ilgili basitleştirilen yeni kurallar ilan edilmiştir”.¹²¹

2014 sonu 2015 başı itibariyle Türk lirası zorunlu karşılıklarına ödenen faizlerde düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca aynı düzenlemeler döviz zorunlu karşılık oranlarında da yapılarak, finans kuruluşlarının döviz cinsinden çekirdek dışı zorunluluklarının vadesinin uzatılması ve çekirdek zorunluluklarını teşvik etmeye yönelik adımlar atılmıştır. Yıl boyunca uygulanan sıkı para politikası neticesinde fonlama faizi peyderpey yükseltilmiş ve bankaların kendi aralarında uyguladıkları gecelik repo faizlerinin, faiz koridorunun üst bandında kalması sağlanmıştır. Alınan önlemler neticesinde enflasyonun yükselişi sınırlandırılmıştır. Yine de gıda fiyatlarının yüksek olması ve döviz kuruna bağlı nedenlerle 2015 yılının tamamında enflasyon hedeflenenin çok çok üzerinde olmuştur.¹²²

¹²⁰ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2014 Yılında Para ve Kur Politikası,

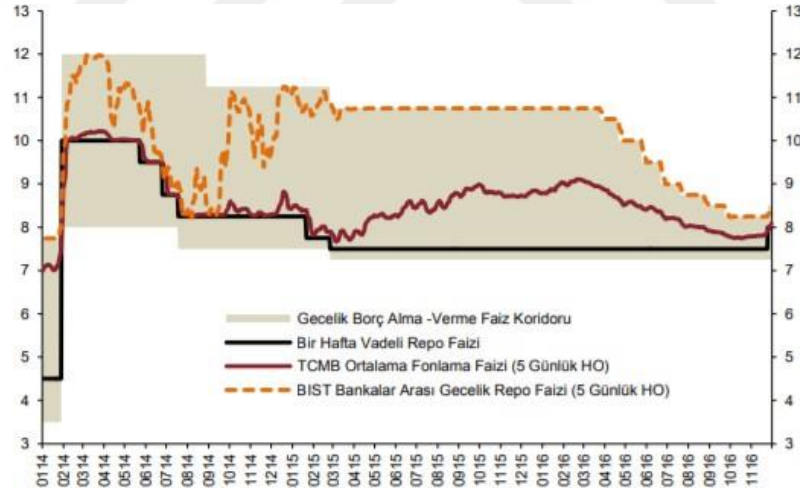
¹²¹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2015 Yılında Para ve Kur Politikası, 2015, (Çevrimiçi-05.12.2020), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/949245d7-aef5-43a2-a7c8-27150bafb3e0/ParaKur_2015Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-949245d7-aef5-43a2-a7c8-27150bafb3e0-m3fB7u3

¹²² Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2015 Yılında Para ve Kur Politikası.

Merkez Bankası 2016 yılında piyasadaki arz ve talep durumuna göre belirlenen dalgalı döviz kuruna devam etmiştir. Bu dönemde dövizin arzını ve talebini belirleyen ana ögeler uygulanmakta olan para politikaları, maliye politikaları, uluslararası değişimler, iktisadi temeller ve beklentilerdir. Merkez Bankasının 2016 yılında uyguladığı döviz kuru politikasında nominal ya da reel kur hedefi yoktur. Buna karşın Türk lirasının çok fazla değer kazanması ya da kaybetmesine kayıtsız kalmamıştır. Piyasalarda ortaya çıkacak spekülasyon durumları ve oluşabilecek değer kaybı neticesinde döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaları yakından takip edip gerekli müdahaleler yapılmıştır.¹²³

2016 yılının mart ayından 2017 yılı sonuna kadar para politikasında önemli ölçüde sadeliğe gidilmiştir. Bu bağlamda, 2016 yılının Mart ve Eylül ayları aralığında koridorun üst bandı olan Merkez Bankası gecelik borç verme faizi peyderpey indirilmiştir.¹²⁴

Şekil 8- TCMB Faiz Koridoru, Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2016 Yılında Para ve Kur Politikası

2016 yılının ocak ayından nisan ayına kadar olan zamanda ihale usulüyle toplamda 3,4 milyar Amerikan doları satılmış, Nisan ayından sonra yapılan ihalelerde döviz satışı

¹²³ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2016 Yılında Para ve Kur Politikası, 2016, (Çevrimiçi-05.12.2020), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e892e880-3d81-4445-8b3a-c12a252172f9/2016ParaveKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e892e880-3d81-4445-8b3a-c12a252172f9-m3fB7u4>

¹²⁴ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2016 Yılında Para ve Kur Politikası.

gerçekleşmemiştir. Enerji ithal eden KİT'lere ise 4,2 milyar Amerikan doları satılmıştır. Doğrudan döviz satışı gerçekleşmemiştir.¹²⁵

Şekil 9- TCMB Tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları

Yıl	İhaleler		Müdahaleler		Enerji İthalatçısı Kamu İktisadi Teşebbüslerine	İhracat Reeskont Kredileri
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM	SATIM	NET
2002	795	0	16	12		25
2003	5.652	0	4.229	0		34
2004	4.104	0	1.283	9		27
2005	7.442	0	14.565	0		25
2006	4.296	1.000	5.441	2.105		4
2007	9.906	0	0	0		2
2008	7.584	100	0	0		5
2009	4.314	900	0	0		1.040
2010	14.865	0	0	0		1.104
2011	6.450	11.210	0	2.390		1.920
2012	0	1.450	0	1.006		8.295
2013	0	17.610	0	0		12.664
2014	0	9.879	0	3.151	1.321	12.999
2015	0	12.366	0	0	10.505	15.182
2016	0	3.400	0	0	4.179	12.198
Toplam	65.408	57.915	25.534	8.673	16.005	65.524

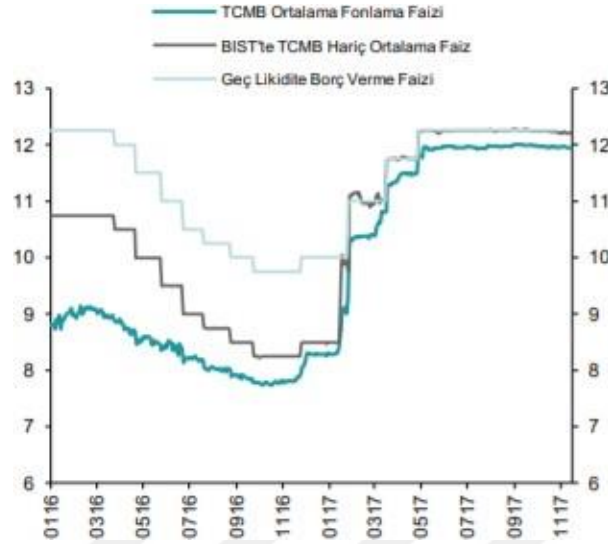
Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2016 Yılında Para ve Kur Politikası

2016 yılının nisan ayından sonra küresel ve jeopolitik açıdan son derece önemli şoklar yaşanmıştır. 2017 yılının ilk yarısında döviz kurlarında dengesizlik yaşanmış ve bu durum neticesinde enflasyon, para politikasının belirlenmesinde önemli rol oynamıştır. Döviz kurunda yaşanan bu değişimler neticesinde enflasyonun yukarı yönlü riskleri artmış ve Merkez Bankası, yılın ilk ayında enflasyonun artışını kontrol altına almak için kuvvetli bir parasal sıkılaştırma yapmıştır.¹²⁶

Şekil 10- Kısa Vadeli Faizler (5 Günlük Hareketli Ortalama, Yüzde)

¹²⁵ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2016 Yılında Para ve Kur Politikası.

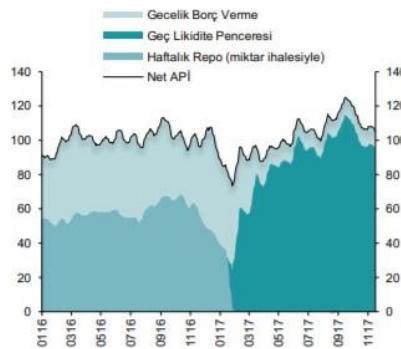
¹²⁶ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2017 Yılında Para ve Kur Politikası, 2017, (Çevrimiçi-05.12.2020), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/98d77cc4-690c-4d79-a79f-a48025077900/2017ParaveKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-98d77cc4-690c-4d79-a79f-a48025077900-m3fB7u2>



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2017 Yılında Para ve Kur Politikası.

Buna ek olarak; “TCMB, bu gelişmelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri önlemek amacıyla bazı likidite tedbirleri de almıştır. Bu çerçevede, bir hafta vadeli repo ihalesi açılmamış, gecelik vadede fonlama miktarı kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek artan kısmı GLP’den sağlanmaya başlanmıştır. TCMB, yabancı para zorunlu karşılık oranlarını indirmiş, Türk lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları piyasasını açmıştır”.¹²⁷

Şekil 11- TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2017 Yılında Para ve Kur Politikası.

2017 yılında enflasyonda gözle görülür bir artış yaşanmıştır. Döviz kurlarında senenin ilk başında hareketlenme gözlenmiş, mal fiyatları ve Amerikan doları ile yapılan

¹²⁷ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2017 Yılında Para ve Kur Politikası.

ithalat fiyatlarındaki değişimler maliyet baskısını artırmıştır. “Enflasyon beklentilerinin ulaştığı yüksek seviyeler ile çekirdek enflasyon görünümüne ilişkin gelişmelerin fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaları, para politikasında sıkı duruşun devamını gerektirmiştir”. Bu durum sonucunda, Merkez Bankası, senenin ilk başında başlattığı parasal sıkılaşmayı 2017 yılının mart ve nisan aylarında da peyderpey artırmıştır. 2017 yılının haziran ve temmuz aylarında da bu duruşunu korumuştur. Daha sonra eylül ve ekim aylarında para politikasının temkin seviyesini daha da güçlendirmiştir. Bir önceki yılda olduğu gibi 2017 ekim ve kasım döneminde jeopolitik riskler yüzünden ortaya çıkan kur hareketleri ve petrolün litre fiyatındaki artış enflasyonu yukarı çekmiştir. Bu bağlamda Kasım 2017 de Merkez Bankasına tabi “Bankalar arası Para Piyasasında” bankaların borç alabilme limitleri gecelik işlemler için sıfıra düşürülmüştür.¹²⁸

2018 yılında ocak ve mart ayları arasında kalan dönemde para politikası duruşunu bozmamıştır. 2018 nisan ayındaysa piyasalardaki fiyat düzenini sağlamak için gerektiği kadar parasal sıkılaştırma yapılmıştır. Mayıs döneminde piyasalarda oluşan dengesiz fiyat hareketleri ve piyasanın enflasyon beklentisindeki artış sebebiyle para politikası daha da sıkılaştırılmıştır. 2018 yılının ağustos ayında para piyasalarında gözlenen aşırı dengesizlik sebebiyle Türk lirasının aniden değer kaybetmesi sonucunda Merkez Bankası, piyasaların işleyişini düzenlemek amacıyla Türk lirası ve döviz akışını destekleyen birçok finansal önlem almıştır. ROM kapsamında döviz üst sınırı indirilmiştir. Yabancı para ve Türk lirası mecburi karşılık seviyeleri düşürülerek piyasalara para akışı sağlanmıştır. Bankaların teminat koşullarına esneklik getirilmiştir. Vadesi geçmemesi koşuluyla reeskont kredilerinin geri ödemesinin Türk lirası olarak yapılabilmesine olanak tanınmıştır. Merkez Bankası fonlama stratejisini de değiştirmiştir. Ağustosun ortasından Eylül’ün ortasına kadar haftalık repo ihalesi açılmamış ve fonlama işlemi Merkez Bankası borç verme faizi oran değerinden gecelik vade ile yapılmıştır. “Finansal piyasalarda yüksek oynaklık gözlenen söz konusu dönemde maliyet yönlü baskılar ve bunun ikincil etkileri enflasyon görünümünü olumsuz etkilemiştir. Bu çerçevede TCMB, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla Eylül ayında güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiş; bir hafta vadeli repo ihale faiz

¹²⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2017 Yılında Para ve Kur Politikası.

oranı yüzde 24 düzeyine yükseltilmiş ve fonlamanın tamamı tekrar haftalık repo ihaleleri ile sağlanmaya başlanmıştır”.¹²⁹

3.2. Analizin Amacı

Dünyamızda makroekonomilerin en önemli iki değişkeni olan döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkinin analizi, ülkelerin ekonomik açıdan geleceği görmeleri ve ekonomilerini sağlıklı bir şekilde sürdürme bilmeleri açısından çok önemlidir. Bu çalışmanın asıl amacı Türkiye’de 2010-2018 yılları arasında döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişki ve analizinin yapılmasıdır.

3.3. Veri Seti ve Yöntemi

Bu çalışmada, Türkiye’de 2010 ve 2018 yılları arasında döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişkinin analizi yapılmıştır. Analizde kullanılan veriler, 2010 yılının ocak ayı ve 2018 yılının temmuz ayı arasında kalan döneme ait aylık verilerdir. Bu veriler Türkiye İstatistik Kurumundan alınmıştır. Seriler için durağanlık analizi “Augmented Dickey-Fuller-ADF” testiyle yapılmıştır. Ardından döviz kuru ve faiz arasındaki nedenselliği bulmak için “Granger Nedensellik Testi” kullanılmıştır. Nedensellik testinin peşine, eldeki verilere, döviz kuru ve faiz arasındaki eşbütünleşme içinde “Johansen Eşbütünleşme Testi” uygulanmıştır. Daha sonra döviz kuru ve faiz oranı arasındaki uzun vadeli ilişkinin yönü için “Vektör Hata Düzeltme Modeline” dayalı “Granger Nedensellik Testi” uygulanmıştır. Bu analizlerin yapılabilmesi adına E-Views 11.0 programı kullanılmıştır.

Yapılan analizde öncelikli olarak “ADF- Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi” ile durağanlık sınaması yapılmıştır. Bu testin bize doğru neticeyi sunabilmesi adına model içerisinde sıralı bağımlılık sorununun olmaması gerekir. Bu test δ

¹²⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2018 Yılında Para ve Kur Politikası, 2018, (Çevrimiçi-05.12.2020), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3>

katsayısının 0'a eşit olup olmadığını test etmektedir. Mutlak büyüklükte zaman serisinin durağanlığından bahsedilir. Formül ve açıklamaları aşağıdaki gibidir;¹³⁰

$$\Delta \square_t = \beta_1 + \beta_2 + \delta \square_{t-1} + \sum_{i=1}^{\square} \alpha_i \Delta \square_{t-1} + \varepsilon_t$$

$\Delta \square$: Serinin ilk farkı

t: Genel eğilim değişkeni

$\Delta \square_{t-k}$: Gecikmeli fark terimi

k: Gecikme uzunluğu

δ : Katsayı

Döviz kuru ve faiz arasındaki uzun vadeli ilişkinin belirlenmesi adına Johansen Eşbütünleşme Analizi kullanılmıştır. π değerinin sıfır olması halinde, döviz kuru ve faiz oranının eşbütünleşik olduğu kabul edilir. Eşbütünleşmenin olmaması durumuna sıfır hipotezi, eşbütünleşmenin varlığının temsiline ise alternatif hipotez denir. “Bu metotla, maksimum özgül değer (Max-Eigen) ve rank (İz) olmak üzere iki test geliştirilmiş bulunmaktadır”.¹³¹ Formülü ve formül içerisindeki değişkenler aşağıdaki gibidir;

$$\Delta y_t = \sum_{i=1}^{\square-1} \square_i \Delta \square_{t-i} + \square \square_{t-\square} + \varepsilon_t$$

y: gözlem vektörü (n*1 seviyesinde)

i: katsayı matrisleri (n*n seviyesinde)

π : uzun dönem ilişki

Değişkenler arası nedensellik ve yönünün tespiti için genellikle “Granger Nedensellik Testi” kullanılır. Bu test, bağımlılığı olmayan değişken için ortaya konulan gecikmeli değerler katsayılarının sıfıra eşit olup olmadığına bakar. Testin sonucunda

¹³⁰ Ekrem Gül ve Aykut Ekinci, “Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile İhracat ve İthalat Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1990 – 2006,” (Dumlupınar Üniversitesi: Sosyal Bilimler Dergisi, 2006) 95.

¹³¹ Mustafa Özer ve Levent Erdoğan, “Türkiye’de İhracat, İthalat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin Zaman Serisi Analizi,” (Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 2006) 101.

ilişki tek yönlü ya da çift yönlü olarak ortaya konulmaktadır. İlişki yokluk hipotezi, “H0: Değişkenler arasında nedensellik ilişkisi yoktur” ve alternatif hipotezi, “H1: Değişkenler arasında nedensellik ilişkisi vardır” biçiminde tanımlanır. ¹³² Formülleri aşağıdaki gibidir;

$$\square_t = \square_0 \sum_{i=1}^{\infty} \theta_i \square_{t-i} + \sum_{i=1}^{\infty} \delta_i \square_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\square_t = \beta_0 \sum_{i=1}^{\infty} \square_i \square_{t-i} + \sum_{i=1}^{\infty} \lambda_i \square_{t-i} + \varepsilon_t$$

Bu test durağan serilerde değişken ilişkilerinin yönünü tespit ermeye yardımcı olmaktadır. Burada önemli nokta serilerin eşbütünleşik olmamalarıdır. Eğer seri eşbütünleşikse “Hata Düzeltme Modeline Dayalı Granger Nedensellik Testi” kullanılmalıdır.

3.4. Literatür Araştırması

Literatür taraması yapıldığında, döviz kuru ile faiz oranları arasındaki ilişkinin incelenmesi bağlamında birçok çalışmanın yapılmış olduğu görülmektedir. Yapılmış olan çalışmaları tarih sırasına göre özetlersek;

1982 yılında Fair’in yapmış olduğu çalışmaya göre faiz oranları yükselirse döviz kuru düşer tespiti yapılmıştır.¹³³

1997 yılında Agenor, 1987 yılının ocak ayı ve 1995 yılının ocak ayı arasında kalan döneme ait verileri üçer aylık zaman dilimleriyle araştırmıştır. Türkiye’deki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi “VAR” analiziyle incelenmiştir. Araştırma sonucuna göre, döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişki pozitif yönlüdür.¹³⁴

¹³² Meral Uzunöz ve Yaşar Akçay, “Türkiye’de Büyüme ve Enerji Tüketimi Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1970-2010,” (Çankırı Karatekin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2012) 8.

¹³³ R.C. Fair, “Estimated Output, Price, Interest Rate, and Exchange Rate Linkages among Countries,” (Journal of Political Economy, 90 (3), 1982) 507- 535

¹³⁴ Pierre Richard Agenor, John McDermott ve Murat E. Üçer, “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey,” (IMF Workink Paper, 1997 No: 97/1) 1-20.

1998 yılında Furman ve Stiglitz, 1992 ve 1998 yılları arasındaki dönem için 9 gelişen ülkedeki parasal olmayan etkenlerin, yüksek enflasyonun ve yüksek faizin döviz kuruna etkilerini “Regresyon” analiziyle incelemişlerdir. Araştırmanın sonucu olarak, faizin yükselmesinin döviz kurunu düşürdüğü ve bu sonucun düşük enflasyon yaşanan ülkelerde daha bariz ortaya çıktığı tespit edilmiştir.¹³⁵

2000 yılında Kraay, 1960 ve 1997 yılları arasındaki zaman dilimi için toplamda 75 adet gelişmekte ve hali hazırda gelişmiş olan ülkelerde yaşanan spekülasyon saldırı dönemlerindeki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki bağıntıyı “Probit Regresyon” analiziyle araştırmıştır. Araştırmanın sonucu, spekülasyon zamanlarında faiz oranının yükseltilmesiyle döviz kurunun korunamayacağı yönündedir.¹³⁶

2001 yılında Cho, 1997 ve 1998 yılları arasında kalan döneme ait verileri haftalık olarak incelemiştir. Tai, Filipinler ve Kore’deki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi “VAR” analiziyle incelemiştir. Yapılan çalışmanın neticesinde, dış kaynaklı faiz artışının döviz kurunda yükselmeye sebep olduğu ortaya konulmuştur.¹³⁷

2001 yılında Gottschalk-Moore, 1992 yılının ocak ayı ve 1998 yılının ağustos ayı arasında kalan döneme ait araştırma yapmıştır. Polonya’daki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi “VAR” analiziyle incelemiştir. Araştırma neticesinde, döviz kuru ve faiz oranı arasında çok sağlam bir bağ olduğu sonucuna varılmıştır.¹³⁸

2002 yılında Dekle, 1997 yılının haziran ayı ve 1998 yılının ağustos ayı arasında kalan döneme ait verileri haftalık olarak incelemiştir. Kore, Tayland ve Malezya’daki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi “VAR” analiziyle araştırmıştır. Araştırma sonucunda, döviz kuru ve faiz oranı arasında sağlam bir bağ olmadığını ve ilişkinin negatif yönlü olduğunu ortaya koymuştur.

- Kore ve Tayland: 1997 Haziran 1.hafta-1998 Haziran 3.hafta

¹³⁵ Jason Furman ve Stiglitz, Joseph E., “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia,” (Brookings Papers on Economic Activity, 2, 1998) 1-135.

¹³⁶ Aart Kraay, “Do High Interest Rates Defend Currencies during Speculative Attacks?” (The World Bank, 2000) 1-46.

¹³⁷ Dongchul CHO ve Kenneth D. West, “Interest Rates And Exchange Rates in The Korean, Philippine and Thai Exchange Rate Crises,” (The National Bureau of Economic Research Conference on Management of Currency Crises, 2001).

¹³⁸ J. Gottschalk ve D. Moore. “Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland” (Journal of Comparative Economics Vol. 29, No. 1, 2001).

- Malezya: 1997 Haziran 1.hafta-1998 Mayıs 1.hafta
- Kore ve Tayland: 1997 Haziran 1.hafta-1998 Ağustos 1.hafta
- Malezya: 1997 Mayıs 2.hafta-1998 Haziran 4.hafta¹³⁹

2002 yılında Gümüş, 1993 yılının kasım ayı ve 1994 yılının aralık ayı arasında kalan döneme ait verileri haftalık olarak incelemiştir. Türkiye’deki döviz kuru ve faiz arasındaki ilişkiyi “VAR” analiz yöntemiyle araştırmıştır. Yapılan araştırmanın neticesinde, döviz kuru ve faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.¹⁴⁰

2002 yılında Karamustafa ve Küçükale, 2000 yılının kasım ayı ve 2001 yılının şubat ayı arasında kalan döneme ait verileri günlük olarak incelemiştir. Türkiye’deki döviz kuru, borsa ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi “Granger Nedensellik” testiyle araştırmışlardır. Yaptıkları çalışmaya göre, döviz kuru, borsa ve faiz oranları arasındaki ilişkide tam bir uyuma rastlanmamasına karşın kriz sonrasında faizden dövizde doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu görülmüştür.¹⁴¹

2003 yılında Woglom, 1990 yılının 1.yarısı ve 2004 yılının 4.yarısı arasında kalan dönemi incelemiştir. Güney Afrika’daki döviz kuru ve faiz oranı ilişkisini “VAR” modeli ile araştırmıştır. Araştırma sonucunda, döviz kuru ve faiz arasında bir ilişki bulunamamıştır.¹⁴²

2003 yılında Bautista, 1998 yılı ve 2000 yılı arasında kalan döneme ait verileri haftalık olarak incelemiştir. Filipinler’deki döviz kuru ve faiz oranlarındaki ilişkiyi “Dinamik Koşullu Korelasyon “analizi ve “çok değişkenli GARCH “yöntemiyle

¹³⁹ Robert Dekle, Cheng Hsiao ve Siyan Wang, “High Interest Rates and Exchange Rate Stabilization in Korea, Malaysia, and Thailand: An Empirical Investigation of the Traditional and Revisionist Views,” (Review of International Economics, 2002) 64–78.

¹⁴⁰ İnci Gümüş, “Effects of the Interest Rate Defense on Exchange Rates During the 1994 Crisis in Turkey,” (The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper, No: 14, 2002) 1-16.

¹⁴¹ Osman Karamustafa ve Yakup Küçükale, “Türkiye’de Kriz Döneminde KurFaiz-Borsa İlişkilerinin Dinamik Analizi,” (Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 11, 2002) 47-56.

¹⁴² G. Woglom, “How Has Inflation Targeting Affected Monetary Policy in South Africa?”, (The South African Journal of Economics, 71(2), 2003) 1-27.

araştırmıştır. Araştırma sonucunda, döviz kuru ve faiz arasındaki ilişkinin sabit olmadığı ve pozitif olduğu sonucuna varılmıştır.¹⁴³

2004 yılında Dash, 1993 yılının nisan ayı, 2003 yılının mart ayı, 1995 yılının haziran ayı ve 2003 yılının mart ayı arasında kalan dönemleri aylık olarak incelemiştir. Hindistan'daki döviz kuru ve faiz oranı ilişkisini “Vektör Hata Düzeltme” modeli, “VAR” analizi ve “Granger Nedensellik” testiyle araştırmıştır. Yapılan analizler sonucunda, faiz oranı ve döviz kuru arasında negatif yönlü bir ilişki ve bu iki değişken arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.¹⁴⁴

2004 yılında Chow ve Kim, Tayland, Endonezya, Filipinler ve Kore'ye ait döviz kuru ve faiz verilerini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, döviz üzerinde istikrarı sağlamak adına faiz politikasının doğru bir araç olmayacağı ve aralarında güçlü bir bağıllık olmadığı sonucuna varıldı.¹⁴⁵

2005 yılında Karaca, 1990 yılı ocak ayı ve 2005 yılı temmuz ayı arasında ve 2001 yılı mart ayı ve 2005 yılı temmuz ayı arasında kalan dönemleri kapsayan verileri incelemiştir. Türkiye'deki döviz kuru ve kısa vadeli faiz ilişkisini “ARDL Sınır” testiyle araştırmıştır. İlk inceleme sonucunda döviz kuru ve kısa vadeli faiz ilişkisinin arasında net bir ilişki tespit edilmemiştir. İkinci incelemede ise döviz kuru ve faiz arasında pozitif ama zayıf bir bağıllık olduğu tespit edilmiştir.¹⁴⁶

2005 yılında Sanchez, 1997 yılı ve 1998 yılı arasındaki veriler ve 1999 yılı ve 2002-2003 yılları arasını kapsayan verileri incelemiştir. İlk dönem bazı Asya ülkelerindeki, ikinci dönem ise Brezilya'daki döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi “IVAR” analiziyle araştırmıştır. Araştırma sonucuna göre, döviz kuru ve faiz

¹⁴³ Carlos C. Bautista, “Interest Rate–Exchange Rate Dynamics in the Philippines: A DCC Analysis,” (Applied Economics Letters, 10,2003) 107-111.

¹⁴⁴ Pradyumna Dash, “The Relationship between Interest Rate and Exchange Rate in India,” (Sixth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy, March 25-27, Mumbai, 2004).

¹⁴⁵ Chow, H. K. And K. Yoonbai, “The Empirical Relationship Between Exchange Rates and Interest Rates in Post-Crisis Asia”, (Research Collection School Of Economics, 2004)

¹⁴⁶ Orhan Karaca, “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?” (Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni, 14, 2005) 1-20.

oranları arasında değer kaybı artışında negatif, değer azaldığında ise pozitif bir ilişkili tespit edilmiştir.¹⁴⁷

2006 yılında Chakrabarti, 1997 yılı ve 2004 yılı arasındaki verileri incelemiştir. Bu incelemede USA, Fransa, Kanada, Almanya, İngiltere, İtalya ve Japonya'daki döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişki “Panel Eşbütünleşme” analizi ile araştırılmıştır. Araştırma sonucuna göre, döviz kuru ve faiz oranı arasında uzun vadede bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.¹⁴⁸

2006 yılında Chen, 1997 yılı mart ayı ve 2002 yılı ağustos ayı, 1994 yılı temmuz ayı ve 2002 yılı ağustos ayı arasında kalan dönemi haftalık ve 1990 yılı ocak ayı ve 2002 yılı ağustos ayı arasında kalan dönem ise aylık olarak incelemiştir. Türkiye, Meksika, Kore, Filipinler, Endonezya ve Tayland'daki döviz kuru ve faiz oranları “FTP”, “TVTP Markov-Switching” ve “ARCH-GARCH” modeliyle araştırmıştır. Araştırma sonucunda, faiz oranının yükseltilmesinin döviz kurunu koruyamadığı ve yüksek döviz kurunun daha yüksek faiz ile ilgili olduğu tespit edilmiştir.¹⁴⁹

2006 yılında Westerlund, 1980 yılı ocak ayı ve 1999 yılı aralık ayı arasındaki dönemi incelemiştir. 14 adet OECD ülkesindeki döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişki “Panel Eşbütünlük” analizi ile araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, incelenen OECD ülkelerinde “Fisher Hipotezi” nin geçerli olduğu tespit edilmiştir.¹⁵⁰

2007 yılında Gül, 1984 yılı ve 2006 yılı arasında kalan dönemi incelemiştir. Türkiye'deki döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi “Eşbütünleşme” ve “Granger” testleri ile araştırmıştır. Araştırma sonucuna göre, eşbütünleşme görülmemiş fakat “Granger” testine göre tek yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.¹⁵¹

¹⁴⁷ Marcelo Sanchez, “The Link between Interest Rates and Exchange Rates Do Contractionary Depreciations Make A Difference?”, (European Central Bank Working Paper, No:58, 2005) 1-55.

¹⁴⁸ Avik Chakrabarti, “Real Exchange Rates and Real Interest Rates Once Again: A Multivariate Panel Cointegration Analysis,” (Applied Economics, 38, 2006) 1217-1221.

¹⁴⁹ Shiu-Sheng Chen, “Revisiting the Interest Rate–Exchange Rate Nexus: A MarkovSwitching Approach,” (Journal of Development Economics, 79, 2006) 208-224.

¹⁵⁰ J. Westerlund, “Testingfor Panel Cointegration with Multiple Structural Breaks,” (Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 68(1), 2006) 101- 132

¹⁵¹ Ekrem Gül, Aykut Ekinci ve Mustafa Özer, “Türkiye’de Faiz Oranları ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984-2006”, İktisat İşletme ve Finans, 2007) ss. 21-31.

2007 yılında Sever ve Mızrak, 1987 yılı ocak ayı ve 2006 yılı haziran ayı arasında kalan dönemi araştırmıştır. Türkiye’deki döviz kuru ve faiz oranı ilişkisi “VAR” modeli ile incelenmiştir. Analiz sonucunda, döviz kuru üzerinde yaşanan değişimlerin faiz oranları üzerinde yüksek etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.¹⁵²

2008 yılında Bjornland’ın yaptığı araştırmada “VAR” analizi kullanılmıştır. Analize göre, faiz oranındaki her bir puanlık artış, döviz kurunda ortalama %5 düşüşe sebebiyet vermektedir.¹⁵³

2009 yılında Hoffmann ve MacDonald, 1978 yılı ocak ayı ve 2007 yılı mart ayı arasında kalan dönemi üçer aylık veriler şeklinde araştırmışlardır. G7 ülkeleri ve USA’daki döviz kuru ve faiz oranını “VAR” analizi ve “Mevcut Değer Modellerinin Eşbütünleşme” testiyle incelenmiştir. Araştırma sonucunda, döviz kuru ve faiz oranı arasında güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.¹⁵⁴

2010 yılında Yücel ve Özmen, 1989 yılı ve 2009 yılı arasında kalan dönemi incelemişlerdir. Türkiye’deki döviz kuru, faiz oranı ve borsa indikatörü arasındaki ilişkiyi “Johansen Eşbütünleşme” analizi ve “Granger Nedensellik” testiyle araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, uzun vadede döviz kuru ve faiz beraber hareket etmektedir. Ayrıca faizden döviz doğru tek yönlü bir nedensellik görülmüştür.¹⁵⁵

2012 yılında Bal, 1994 yılı ve 2008 yılı arasında kalan dönemi incelemiştir. Türkiye’deki döviz kuru, faiz oranı, enflasyon ve devlet iç borçlanma senetleri ilişkilerini “Johansen Eşbütünleşme” ve “Granger Nedensellik” testleri ile araştırmıştır. İncelemeye göre, uzun vadede her iki değişken arasında ilişki bulunmuştur. Granger

¹⁵² E. Sever ve Z. Mızrak, “Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması,” (SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, C.13, 2007) 265-283.

¹⁵³ H.C. Bjornland, “Monetary Policy and Exchange Rate Interactions in a Small Open Economy,” (The Scandinavian Journal of Economics, 110(1), 2008) 197-221

¹⁵⁴ Mathias Hoffmann ve Ronald MacDonald, “Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: A Present Value Interpretation,” (European Economic Review, 53, 2009) 952-970.

¹⁵⁵ Emel Yücel ve Mehmet Özmen, “Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Borsa Endeksi Nedensellik İlişkisi: 1989 2009 Türkiye Uygulaması,” (Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 12(3), 2010) 213-244.

analizi sonucunda da DIBS ve hazine bonosuyla faiz ve enflasyon arasında tek yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.¹⁵⁶

2012 yılında Bhuiyan, Kanada'daki faiz oranları ve döviz kurları üzerine bir çalışma yapmıştır. Döviz kuru ve faiz oranı değişkenleri ekonomiyi büyük ölçüde etkilediği tespit edilmiştir.¹⁵⁷

2013 yılında Rashid and Husain, 1990 yılı ve 2012 yılı arasındaki dönemi incelemişlerdir. Pakistan'daki döviz kuru ve faiz arasındaki ilişki “Ekonometrik” testler ile araştırmışlardır. Test sonucunda, her iki değişken arasında bir ilişki ortaya konulamamıştır.¹⁵⁸

2013 yılında Paramati ve Gupta, 1992 yılı ve 2011 yılı arasında kalan dönem incelenmişlerdir. Hindistan'daki döviz kuru, faiz oranı ve borsa ilişkisi “VAR” analizi ve “Granger Nedensellik” testiyle araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, döviz kuru ve faiz arasında iki yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.¹⁵⁹

2014 yılında Şentürk ve Dücan, 1997 yılı ocak ayı ve 2013 yılı mayıs ayı arasındaki dönem aylık olarak incelemişlerdir. Türkiye'deki döviz kuru, faiz oranı ve borsa ilişkisi “VAR” modeli ve “Granger Nedensellik” testleri ile araştırmışlardır. Çalışma neticesinde, faizin dövize doğru tek taraflı nedenselliği tespit edilmiştir.¹⁶⁰

2016 yılında Saraç ve Karagöz, 2003 yılı şubat ayı ve 2015 yılı ağustos ayı arasındaki dönemi aylık olarak incelemişlerdir. Türkiye'deki döviz kuru ve kısa vadeli

¹⁵⁶ O. Bal, “Döviz Kuru, Mevduat Faiz Oranı, Enflasyon ve Devlet İç Borçlanma Senetleri İlişkisi (1994–2008),” (Akademik Bakış Dergisi, Sayı: 31 Temmuz – Ağustos 2012, Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi, Kırgızistan, 2012).

¹⁵⁷ R. Bhuiyan, “Monetary transmission mechanisms in a small open economy: a Bayesian structural VAR approach,” (The Canadian Journal of Economics, 45(3), 2012) 1037-1061.

¹⁵⁸ Rashid, A. and Husain, F., “Capital Inflows, Inflation, and the Exchange Rate Volatility: An Investigation for Linear and Nonlinear Causal Linkages,” (The Pakistan Development Review, 52(3), 2013) 183-206.

¹⁵⁹ Sudharshan Reddy Paramati ve Gupta Rakesh, “An Empirical Relationship between Exchange Rates, Interest Rates and Stock Returns,” (European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 56, 2013) 168-181.

¹⁶⁰ Mehmet Şentürk ve Engin Dücan, “Türkiye’de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz,” (Business and Economics Research Journal, 5(3), 2014) 67-80.

faiz ilişkisi “Granger Nedensellik” testiyle araştırmışlardır. İnceleme sonucu, faizin artırılmasının döviz kurunu zayıflatmadığı görülmüştür.¹⁶¹

2017 yılında Andrieş, 1999 yılı şubat ayı ve 2014 yılı aralık ayı arasındaki dönemi aylık veriler şeklinde incelemiştir. Romanya’nın döviz kuru ve faiz oranı ilişkisini “Dalgacık Tabanlı” analiz yöntemi ile araştırmıştır. Araştırma neticesinde, döviz kuru ve faiz oranı arasında kısa vadede eksi yönde uzun vadede ise artı yönde bir ilişki görülmüştür.¹⁶²

2017 yılında Doğan, 2002 yılı ocak ayı ve 2017 yılı nisan ayı arasındaki dönemi haftalık olarak incelemiştir. Türkiye’deki döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi “TARCH” analizi ile araştırmıştır. Araştırma sonucunda, faiz üzerindeki değişimlerin döviz kuru değişimlerini arttırdığı tespit edilmiştir.¹⁶³

2018 yılında Kofoğlu, 2003 yılı ocak ayı ve 2016 yılı nisan ayı arasındaki dönemi üç aylık periyodlarla incelemiştir. Türkiye’deki döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi “Johansen-Juselius Eşbütünleşme” analizi, “Vektör Hata Düzeltme” modeli ve “Wald” testi ile araştırmıştır. Araştırma sonucunda, dolar üzerinden faize tek yönlü, Euro üzerinden ise çift yönlü nedensellik bulunmuştur.¹⁶⁴

Yukarıda bahsi geçen araştırmaların sonuçlarına bakıldığında, döviz kuru ve faiz oranları arasında kesin bir uzlaşma sağlanamadığı görülmektedir. Bu netice aynı zamanda ülkelerin faiz politikalarının döviz kurunda oluşan dalgalanmaları etkileyen bir araç olması konusunda netlik kazanmadığını da göstermektedir. Türkiye’yi konu alan araştırmalar içinde sonuç aynıdır.

¹⁶¹ Taha Bahadır Saraç ve Kadir Karagöz, “Impact of Short-term Interest Rate on Exchange Rate: The Case of Turkey,” (Procedia Economics and Finance, 38, 2015) 195-202.

¹⁶² Alin Marius Andrieş, Căpraru, Bogdan, Ihnatov, Iulian ve Tiwari, Aviral Kumar, “The Relationship between Exchange Rates and Interest Rates in A Small Open Emergin Economy: The Case of Romania,” (Economic Modelling, 67, 2017) 261-274.

¹⁶³ İbrahim, Afsal Doğan, Mahmut Ş., Aydın, Bayram ve Gürbüz, Süleyman, “Faiz Oranları ve Döviz Kuru Dönemsel Analizi: Türkiye Örneği,” (International Journal of Academic Value Studies, 2017) 199-205.

¹⁶⁴ İsmail H. Kofoğlu, Yakup Küçükale ve Rahmi Yamak, “Faiz Oranları, Döviz Kurları ve Çekirdek Fiyat Endeksleri Arasındaki Dinamik İlişkiler: Türkiye Örneği,” (Journal of Social Sciences of Mus Alparslan University, 6(6), 2018) 1111-1118.

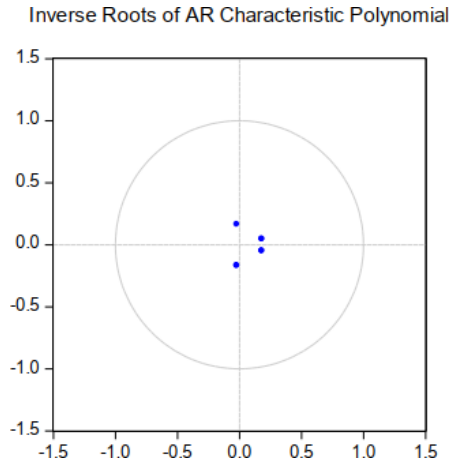
3.5. Ampirik Bulgular

İlk olarak değişkenlerin logaritmaları alınmış ve “Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi” uygulanmıştır. Daha sonra, serilerde durağanlık olmadığı tespit edilmiş ve birinci farkları alınıp tekrardan “Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi” uygulanıp durağanlık kontrolü yapılmıştır. Aşağıda gösterilmiş olan Tablo 4’te ADF Birim Kök Testinin neticeleri bulunmaktadır. Her iki seride, MacKinnon kritik değerlerinin serilerin farklarında büyük olduğu saptanmıştır. McKinnon kritik değerleri %1, %5 ve %10 iken serilerin sonuçları sırasıyla-4.06,-3.46 ve- 3.15’tir.

Tablo 4- ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları

Değişkenler		Sabit Terim		Sabit Terim ve Trend	
		t-istatistiği	Olasılık Değer	t-istatistiği	Olasılık Değer
Düzey	FA	-2.150680	0.2257	-2.114302	0.5308
	DK	-1.475385	0.5416	-3.158424	0.0997
1.Fark	FA	-8.567418	0.0000	-8.532101	0.0000
	DK	-7.328249	0.0000	-7.287393	0.0000

Şekil 12- (VAR) Karakteristik Kökler



Karakteristik köklerin birim çember içerisinde yer almasından ötürü tesis edilen VAR modelinde durağanlığın sağlanmış olduğu tespit edilmiştir (Şekil 12). VAR Modeli için uygun gecikme uzunluğunun tespit edilmesinde “Son Tahmin Hatası Kriteri (FPE)”, “Akaike Bilgi Kriteri (AIC)”, “Schwarz Bilgi Kriteri (SC)”, “Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ)” ve “Olabilirlik Oranı (LR)FPE”, “AIC”, “SC” ve “HQ” değerlerinde uygun gecikme uzunluğu 2 olarak seçilmiştir. Değişkenler arasında kısa vadeli dönemde bir nedensellik ilişkisi olup olmadığı “Granger Nedensellik Testi” ile incelenmiştir. Bu teste göre kısa vadede döviz ve faiz arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. (Tablo 5).

Tablo 5- Granger Test Sonuçları

Bağımlı Değişken: DDK		
Bağımsız Değişkenler	Ki-Kare Testi	Olasılık Değeri
DFA	0.780942	0.6768
Bağımlı Değişken: DFA		
Bağımsız Değişkenler	Ki-Kare Testi	Olasılık Değeri
DDK	2.033294	0.3619

Döviz kuru ve Faiz oranları arasındaki uzun vadeli ilişki, “Johansen Eşbütünleşme Testi” ile incelenmiştir. Test sonucunda %5 anlamlılık düzeyinde λ testi ve maksimum özdeğer test istatistiklerinin kritik değerden büyük olduğu görülmüştür. Bu durum 2 eşbütünleşik vektör olduğunu göstermekte ve değişkenler arasında uzun vadede ilişkinin varlığını ortaya çıkartmaktadır. Tablo 6’da “Johansen Eşbütünleşme Testi” sonuçları yer almaktadır.

Tablo 6- “Johansen Eşbütünleşme Test” Sonuçları

İz Testi				
Sıfır Hipotezi	Özdeğer İstatistiği	İz İstatistiği	Kritik Değer	Olasılık Değeri
$r \leq 0$	0.338147	58.67183	20.26183	0.0000
$r \leq 1$	0.230242	22.76603	9.164547	0.0001
Maximum Eigenvalue Testi				
Sıfır Hipotezi	Özdeğer İstatistiği	Max. Özdeğer	Kritik Değer	Olasılık Değeri

		İstatistiği		
$r \leq 0$	0.338147	35.90583	15.89211	0.0000
$r \leq$	0.230242	22.76603	9.164547	0.001

Döviz kuru ve faiz oranı arasında ortaya çıkan uzun vadeli ilişkinin yönünün anlaşılması için “Hata Düzeltme Modeline dayalı Granger Nedensellik Testi” uygulanmıştır. Test sonucunda uzun dönemde döviz kurundan faize doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Tablo 7- “Hata Düzeltme Modeline Dayalı Granger Nedensellik Test” Sonuçları

Bağımlı Değişken: DDK		
Bağımsız Değişkenler	Ki-Kare Testi	Olasılık Değeri
DFA	3.003089	0.2229
Bağımlı Değişken: DFA		
Bağımsız Değişkenler	Ki-Kare Testi	Olasılık Değeri
DDK	11.28878	0.0036

SONUÇ

Herhangi bir ülke gibi Türkiye’nin de ekonomik açıdan profili, makroekonomik düzeyi ile belirlenmektedir. Bu makroekonomik düzeyin oluşturulmasında en önemli faktör ekonomi politikalarını yapanlardır. Kendisini dışa açmış bir ülkenin ekonomisi, yurt içi gelişmelerine bağlı olduğu gibi yurt dışında yaşanan gelişmelere de bağlıdır. Bu gelişmelerin olumlu ya da olumsuz sonuçları direkt olarak makroekonomik düzeye de etki eder. Oluşabilecek negatif etkilerin zararlarını en alt düzeye indirme eğiliminde olan ekonomi politikalarını yapanlar, bazen faiz oranlarını kullanır. Faiz üzerinde ortaya çıkan gelişmeler döviz kurlarında etkilemektedir. Döviz kurları etkilendiğinde, kurlarla beraber ödemeler dengesi, bankacılık sektörü ve enflasyon benzeri değişkenlerde etkilenmektedir. Ortaya çıkan bu tarz senaryolar diğer ülkeler ve dünya ekonomisi için çok önemlidir. Bu önem neticesinde sermaye sahipleri kendi iktisadi politikalarını yaparken ve uygulama esnasında döviz kuru ve faiz oranlarını hesap etmek zorundadır. Tüm bu nedensellikler ve etkiler sebebiyle ekonomi politikalarını uygulayanların döviz

ve faiz ilişkisini iyi okumaları, güven veren politikalar oluşturmaları, bankacılık sektörü açısından gerekli tedbirleri almaları ve ödemeler dengesini koruyucu önlemler almaları gerekmektedir.

Bu araştırmada 2010-2018 yılları arasındaki döviz kurları ve faiz oranları arasındaki ilişki ekonometri yönünden analiz edilmiştir. Araştırmanın ilk aşamasında eldeki değişkenlerin logaritmaları alınmıştır. Alınan bu logaritmik değişkenlere “Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi” uygulanmıştır. Uygulanan ADF testi sonrasında çıkan sonuç bize gösteriyor ki, serilerde durağanlık yoktur. Serilerde durağanlık çıkmaması neticesinde değişkenlerin birinci farkları alınmış ve yeniden “Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi” uygulanmıştır. İkinci sefer uygulanan ADF testi bize, her iki seride de MacKinnon kritik değerlerinin serilerin farklarında büyük olduğu görülmüştür. McKinnon kritik değerleri standartta %1, %5 ve %10 iken değişkenlerin oluşturduğu serilerin sonuçları -4.06, -3.46 ve -3.15 olarak hesaplanmıştır.

Çıkan grafik sonucuna göre de karakteristik köklerin birim çember içerisinde yer aldığı görülmüş ve tesis edilen VAR modelinde durağanlığın sağlanmış olduğu tespit edilmiştir. Uygulanan VAR Modeli için uygun gecikme uzunluğunun tespit edilmesinde, “Son Tahmin Hatası Kriteri (FPE)”, “Akaike Bilgi Kriteri (AIC)”, “Schwarz Bilgi Kriteri (SC)”, “Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ)” ve “Olabilirlik Oranı (LR)FPE”, “AIC”, “SC” ve “HQ” değerlerinde uygun gecikme uzunluğu 2 olarak seçilmiştir. Döviz kuru ve faiz oranları arasında kısa vadeli dönemde bir nedensellik ilişkisi olup olmadığının anlaşılması için “Granger Nedensellik Testi” uygulanmıştır. “Granger Nedensellik Testi” sonucuna göre kısa vadede döviz kuru ve faiz oranları arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Bu durum değişkenler arasında kısa vadede bir denge bağı olmadığını göstermektedir.

“Granger Nedensellik Testi” ile yapılan incelemede döviz kuru ve faiz oranları arasında kısa vadede bir denge olmaması neticesinde uzun vadede bir ilişki olabilme ihtimali için, veriler “Johansen Eşbütünleşme Testi” ile incelenmiştir. Testin neticesinde %5 anlamlılık düzeyinde İz testi ve maksimum özdeğer test istatistiklerinin kritik değerden büyük olduğu görülmüştür. Bu durum 2 eşbütünleşik vektör olduğunu göstermekte ve değişkenler arasında uzun vadede ilişkinin varlığını ortaya

çıkartmaktadır. Daha sonra bulunan uzun vadeli ilişkinin yönünün anlaşılması adına “Hata Düzeltme Modeline dayalı Granger Nedensellik Testi” uygulanmıştır. Bu testin neticesinde uzun dönemde döviz kurundan faize doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Yani tek yönlü bir ilişki mevcuttur.

2007 yılında Gül tarafından 1984-2006 yılları için yaptığı analizler ve 2007 yılında Sever ve Mızrak’ın 1987-2006 yılları için yaptığı analizlerin sonuçları yaptığımız analiz ile örtüşmektedir. Neticede literatüre bakıldığında, döviz kuru ve faiz oranları arasında kesin bir uzlaşma sağlanamadığı görülmektedir. Bu netice aynı zamanda ülkelerin faiz politikalarının döviz kurunda oluşan dalgalanmaları etkileyen bir araç olması konusunda netlik kazanmadığını da göstermektedir. Türkiye’yi konu alan araştırmalar içinde sonuç aynıdır. Sonuç olarak bu çalışma göstermiştir ki; Türkiye verilerine bakılarak döviz kurları ve faiz oranları arasında kısa vadede ilişki olmamakla birlikte uzun vadede dövizden faize doğru tek yönlü bir ilişki vardır.

Bu veriler ve çalışmalar ışında merkez bankası kısa vadede olmasa bile uzun vadede döviz politikasında yapacağı düzenlemeler sayesinde faiz oranlarını tek yönlü olarak kontrol etmelidir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Bağış, B. Döviz kuru sistemleri, uluslararası ticaret ve parite ilişkileri. Ankara: Orion Kitabevi, 2018.

Baillie R.T. & McMahon. P.C. The foreign exchange market: Theory and econometric evidence. New York: Cambridge University Press, 1990.

Copeland, L.S. Exchange rates and international finance. England: Prentice Hall, 2005.

Çağlar, Ü. Döviz kurlarının belirlenmesi: Uluslararası para sistemi ve ekonomik istikrar. İstanbul: Alfa Yayınları, 2003.

Eğilmez, M. Kolay Ekonomi. İstanbul: Remzi Kitapevi, 2012.

Engle, R.F. and Granger C.W.J. Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. Econometrica, 1987.

Erdoğan, A. ve Sekmen, F. Pareto İktisat Son Beşli. Ankara: Süvari Akademi Yayınları, 2017.

Ergin, F. Para ve Faiz Teorileri. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1983.

Dickey, D., Fuller, W. A. Distribution of the Estimates for Autoregressive Time Series with a Unit Root. USA: Journal of the American Statistical Association, 1979.

Feenstra, R.C. and Taylor, A.M. International macroeconomics. USA: Worth Publishers, 2008.

Granger, W.J.C. Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methods. Econometrica, 1969.

Günel, M. Para Banka ve Finansal Sistem. Ankara: Berikan Yayınevi, 2012.

İyibozkurt, M. Erol. Uluslararası İktisat Teorisi. Bursa: Uludağ Üniversitesi Yayınları, 1985.

Johansen, S. Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. Econometrica, 1991.

Keyder, N. Para Teori, Politika, Uygulama. Ankara: Bizim Büro Basım Evi, 1993.

Komisyon. Faiz. İstanbul: El- Mustafa Yayınları, 2014.

Konur, M. A Grubu Alan Bilgisi İktisat, Ankara: Yaklaşım Kariyer Yayınları, 2016.

Krugman, P.R. and Obstfeld, M. International economics, teory and policy. USA: Addison Wesley, 1997.

Krugman, P. R. ve Obstfeld, M. International Economics: Theory and Policy, Boston, 2003.

Mankiw, N. G. Makroekonomi. Ankara: Efil Yayınevi, 2010.

Özel, S. Türkiye’de enflasyon, devalüasyon ve faiz. İstanbul: Alkım Yayıncılık, 2000.

Rosenberg, M.R. Currency forecasting A guide to fundamental and technical models of exchange rate determination. Chicago: Irwin Professional Pub,1996.

Savaş, F.V. İktisadın Tarihi. Ankara: Siyasal Kitapevi, 2007.

Seyidoğlu, Halil. Uluslararası finans. İstanbul: Güzem Yayınları, 2001.

Seyidoğlu, Halil. Uluslararası iktisat: Teori, Politika ve Uygulama. İstanbul: Güzem Yayınları, 2003.

Seyidoğlu, Halil. Uluslararası iktisat: Teori politika ve uygulama. İstanbul: Güzem Yayınları, 2009.

Tonus, Ö. Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi. Ankara: Ekin Yayınevi, 2013.

Uğur, Ahmet Atilla ve Pelin Karatay. İkiz Açıklar Hipotezi: Teorik Çerçeve ve Hipoteze Yönelik Yaklaşımlar. Sosyoekonomi, 2009.

Yılmaz, P. ve Ardiç, O. Para Banka-Uluslararası İktisat ve Türkiye Ekonomisi. İstanbul: Agon Bilgi Akademisi, 2006.

Makaleler

Agenor, Pierre Richard, McDermott, John ve Üçer, Murat E., “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey”, IMF Workink Paper No: 97/1. 1997: 1-20.

Akan, N.Burak, “Piyasa Riski Ölçümü”, Bankacılar Dergisi. 2007: 59-74.

Anbar, Âdem, “Credit Risk Management In The Turkish Banking Sector: A Survey Study”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi. 2006: 10-24.

Anderson Edward, Paolo de Renzio and Stephanie Levy, “The Role of Public Investment in Poverty Reduction: Theories, Evidence and Methods”, ODI Working Paper. 2006: 1-34.

Andrieş Alin Marius, Căpraru, Bogdan, Ihnatov, Iulian ve Tiwari, Aviral Kumar, “The Relationship between Exchange Rates and Interest Rates in A Small Open Emerging Economy: The Case of Romania”, Economic Modelling. 2017: 261-274.

Aybar, C. B., “Yeni kur politikası ne tür bir dalgalanma” İktisat İşletme ve Finans Dergisi, cilt: 16, sayı 18. 2001: 57-61.

Adams, Charles & Greenwood, Jeremy, “Dual exchange rate systems and capital controls: An investigation”, Journal of International Economics. 1985.

Baharumshah, Ahmad Zubaidi, Ahmed Evan Lau and M. Khalid, “Testing Twin DeficitsHypothesis: Using VARs and Variance Decomposition”, 2005.

Basle Committee on Banking Supervision, “The Supervisory Treatment Of Market Risks” Consultative Proposal , Basel: Nisan,1993.

Başıoğlu, Ufuk, “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3(4). 2000: 88-99.

Bautista, Carlos C., “Interest Rate–Exchange Rate Dynamics in the Philippines: A DCC Analysis”, Applied Economics Letters, 10, 2003: 107-111.

Bayraktutan, Y. ve Özkaya, H., “Ekonomik büyüme ve enflasyon sonuçları bakımından farklı kur rejimleri”, ODTU Gelişme Dergisi, 36 (2). 2009.

Belke, Ansgar, Kai Geisslreither and Daniel Gros, “On The Relationship Between Exchange Rates and Interest Rates: Evidence From The Southern Cone”, Cuadernos de Economia, 41(122). 2004:35-64.

Chakrabarti, Avik, “Real Exchange Rates and Real Interest Rates Once Again: A Multivariate Panel Cointegration Analysis”, Applied Economics, 38. 2006: 1217-1221.

Chen, Shiu-Sheng, “Revisiting the Interest Rate–Exchange Rate Nexus: A MarkovSwitching Approach”, Journal of Development Economics, 79. 2006: 208-224.

Cho, Dongchul ve West, Kenneth D., “Interest RatesAnd Exchange Rates in The Korean, Philippine and Thai Exchange Rate Crises”, The National Bureau of Economic Research Conference on Management of Currency Crises, Mart 2001.

Çinko, Levent ve Rengin Ak, “Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi”, Maliye Finans Yazları, 23(83). 2009: 59-83.

Dash, Pradyumna, “The Relationship between Interest Rate and Exchange Rate in India”, Sixth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy, March 25-27, Mumbai. 2004.

Dekle, Robert, Hsiao, Cheng ve Wang, Siyan, “High Interest Rates and Exchange Rate Stabilization in Korea, Malaysia, and Thailand:An Empirical Investigation of the

Traditional and Revisionist Views”, Review of International Economics, 10(1). 2002: 64–78.

Demiral, Mehmet ve Erdiñç Tutar, “Ülkelerarası Faiz Oranı Farklılıkları Kapsamında Carry Trade Yatırım Stratejsi: 2006- 2007 Küresel Dalgalanmalar ve Türkiye’ye Etkileri”, Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi’ne Sunulan Bildiri, Adnan Menderes Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Fakültesi, Aydın. 2007.

Demirtaş, Muzaffer, “Türkiye’de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)”, Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 5(2).2000: 81- 92.

Diñçer, N.N., “Döviz kuru dalgalanmalarının asimetrik etkileri: Türkiye örneği. DPT uzmanlık tezleri”, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara. 2005.

Doğan, İbrahim, Afsal, Mahmut Ş., Aydın, Bayram ve Gürbüz, Süleyman, “Faiz Oranları ve Döviz Kuru Dönemsel Analizi: Türkiye Örneği”, International Journal of Academic Value Studies, 3(13). 2017: 199-205.

Doğanlar, M. ve Özmen M., “Satın alma gücü paritesi ve reel döviz kurları: gelişmekte olan ülkeler üzerine bir inceleme”, İMKB Dergisi, 4(16). 2000: 111-121.

Duygulu, Aylin Abuk, “Döviz İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F.Dergisi, 13(1). 1998: 107-118.

Dülger F. ve Cin M.F., “Türkiye ‘de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbütünleşme Yöntemiyle Sınama”, ODTÜ Gelişme Dergisi, c.29, s.2. 2002: ss.47-68.

Faini, Riccardo and Jaime de Melo, “Adjustment, Investment, and the Real Exchange Rate in Developing Countries”, The World Bank, Policy Research Working Paper Series (473). 1190: 1-40.

Frankel, J.A. “Purchasing power parity: Doctrinal perspectives and evidence from the 1920s”. Journal of International Economics. 1978.

Furman, Jason ve Stiglitz, Joseph E., “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, Brookings Papers on Economic Activity, 2. 1998: 1-135.

Goldberg, Linda S. and Kolstad Charles D., “Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty”, International Economic Review, Department of Economics, University of Pennsylvania, vol. 36(4). 1995: 855-873.

Gök, A., “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, 21 (1). 2006.

Gül, Ekrem, Ekinci, Aykut ve Özer, Mustafa, “Türkiye’de Faiz Oranları ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984-2006”, İktisat İşletme ve Finans. 2007: 21-31.

Gül, Ekrem ve Ekinci, Aykut, “Türkiye’de Faiz Oranları ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1990-2006”, İktisat İşletme ve Finans. 2006: 21-31.

Gümüş, İnci, “Effects of the Interest Rate Defense on Exchange Rates During the 1994 Crisis in Turkey”, The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper, No: 14. 2002: 1-16.

Helleiner, G. K., “Capital Account Regimes and the Developing Countries”, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, (8). 1998: 1-25.

Hoffmann, Mathias ve MacDonald, Ronald, “Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: A Present Value Interpretation”, European Economic Review, 53. 2009: 952-970.

Jayaraman, Tiru.K., “Private Investment and Macroeconomic Environment in the South Pacific Island Countries: A Cross-Country Analysis”, Asian Development Bank, (14). 1996 :2-24.

Kansu, Aydan ve Cem Mehmet Baydur, “Faiz Düzeyinin Döviz Krizini Önlemedeki Rolü: Türkiye Şubat 2001 Krizinin Değerlendirilmesi”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10(1). 2008: 19-41.

Kaplan, Cafer, “Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, (1). 2002: 1-30.

Kar, Muhsin ve Fatma Tatlısöz, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi”, KMU İİBF Dergisi, 10(4). 2008: 1-23

Kara, Mehmet, “Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’deki Sıcak Para Akımlarının Değerlendirilmesi”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (6). 2001: 29-45.

Karaca, Orhan, “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni, 14. 2005:1-20.

Karamustafa, Osman ve Küçükkale, Yakup, “Türkiye’de Kriz Döneminde KurFaiz-Borsa İlişkilerinin Dinamik Analizi”, Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 11. 2002: 47-56.

Kofoğlu, İsmail H., Küçükkale, Yakup ve Yamak, Rahmi, “Faiz Oranları, Döviz Kurları ve Çekirdek Fiyat Endeksleri Arasındaki Dinamik İlişkiler: Türkiye Örneği”, Journal of Social Sciences of Mus Alparslan University, 6(6). 2018: 1111-1118.

Kraay, Aart, “Do High Interest Rates Defend Currencies during Speculative Attacks?”, The World Bank. 2000: 1-46.

Krugman, Paul, “A Model of Balance-of-Payment Crises”, Journal of Money, Credit and Banking, 11(3). 1979: 311-325.

MacDonald, R., Exchange rate behaviour: Are fundamentals important? ,The Economic Journal, 109(459). 1999: 673-691.

Okay, Esin, “Türk Bankacılık Sektöründe Risk ve Kriz”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi, (2). 2002: 95-122.

Önertürk, Pınar, “Dış Borçlanma ve Borç Ödeme Kapasitesi”, Ankara: Maliye Dergisi, 38, 1990.

Özdemir, K.A. ve Şahinbeyoğlu, G., “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri” TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği. 2000.

Özer Mustafa ve Erdoğan Levent, “Türkiye’de İhracat, İthalat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin Zaman Serisi Analizi,” Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 2006: 101.

Paesani, Paolo, Rolf Strauch and Manfred Kremer, “Public Debt And Long-Term Interest Rates- The Case Of Germany, Italy and the USA”, ECB, Working Paper Series, (656). 2006: 4-40.

Paramati, Sudharshan Reddy ve Rakesh, Gupta, “An Empirical Relationship between Exchange Rates, Interest Rates and Stock Returns”, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 56. 2013: 168-181.

Pazarlıoğlu, M.Vedat ve Emrah Gülay, “Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 9(7). 2007: 201-221.

Russ, Katheryn Niles, “Exchange Rate Volatility and First-Time Entry by Multinational Firms”, NBER Working Papers (13659). 2007: 1-48.

Sağlam Y. ve Yıldırım M., “2001 Krizi Sonrası Uygulanan Faiz ve Kur Politikalarının Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Adnan Menderes Üniversitesi ve Avrupa Araştırmalar Merkezi, Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi Bildirisi. 2007.

Sánchez, Marcelo, “The Link between Interest Rates and Exchange Rates Do Contractionary Depreciations Make A Difference?”, European Central Bank Working Paper, No:58. 2005: 1-55.

- Saraç, Taha Bahadır ve Karagöz, Kadir, “Impact of Short-term Interest Rate on Exchange Rate: The Case of Turkey”, *Procedia Economics and Finance*, 38. 2015: 195-202.
- Sever, Erşan, Murat Demir ve Zarife Yıldırım, “Uluslararası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine Etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Sempozyumu*, Balıkesir Üniversitesi İ.İ.B.F., Balıkesir. 2008.
- Soydal, Haldun, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, *Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, (16). 2006: 577-603.
- Şentürk, Mehmet ve Dücan, Engin, “Türkiye’de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz”, *Business and Economics Research Journal*, 5(3). 2014: 67-80.
- Teker, Suat K.Evren Bolgün ve M.Barış Akçay, “Banka Sermaye Yeterliliği: Basel II Standartlarının Bir Türk Bankasına Uygulanması”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(12). 2005: 42-54.
- Uzunöz Meral ve Akçay Yaşar, “Türkiye’de Büyüme ve Enerji Tüketimi Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1970-2010,” (Çankırı Karatekin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2012) 8.
- Yücel, Emel ve Özmen, Mehmet, “Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Borsa Endeksi Nedensellik İlişkisi: 1989-2009 Türkiye Uygulaması”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 12(3). 2010: 213-244.
- Zanna, Luis Felipe, “Fighting Against Currency Depreciation, Macroeconomic Instability and Sudden Stops”, *University of Pennsylvania, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers* (848). 2005: 3-39.

Zengin, Ahmet, “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2(2). 2001: 27-41.

Tezler

Akça, Ö. (2007), “Bağımsızlık Sonrası Kırgızistan’da Uygulanan Döviz Kuru Politikaları”, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Aloğlu Ziya Tunç, (2005), “Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri” Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

Alptekin, V., (2009), “Türkiye’de dış ticaret- reel döviz kuru ilişkisi: vektör otoregresyon (Var) analizi yardımıyla sınanması. Doktora tezi, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi.

Aral, A. (2015), “Türkiye’de döviz kuru ve dış ticaret ilişkisi: 1992-2013 dönemi eşbütünleşme analizi” Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmış yüksek lisans tezi.

Arat, K. (2003), “Türkiye’de Optimum Döviz kuru rejimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Bulut, E. (2005), “Döviz Kuru Belirleme Modelleri ve Döviz Piyasasının Mikro Yapısı: Türkiye Örneği”, Gazi üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Cansu, İ. (2006), “Türkiye Ekonomisinde İç Borçlanmanın Faiz Oranı ve Döviz Kuru ile İlişkisi” Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Cergibozan, R. (2011), “Reel Döviz Kuru ve TL’nin Aşırı Değerlenme Oranının Ölçümü” İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Dağhan, A.H. (2013), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Faiz Oranı Geçişkenliği: Türkiye Örneği (2006-2012)” Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Demirci, E. (2004), “Faizin Vade Yapısı Teorileri ve Türkiye’deki Faizin Vade Yapısının Kesitsel Olarak İncelenmesi”, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Demircioğlu, M. (2009), “Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret 1980 Sonrası Türkiye Örneği” Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Dizman, A.S. (2008), “Merkez Bankası ve Dalgalı Kur Politikası: Türkiye Örneği” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Durgut, D. (2010), “Faiz Oranlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz” Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Duygu, D. (2010), “Bileşik Faiz” Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Ersöz, E. (2006), “Dalgalı döviz kuru sistemi ve Türkiye’de dalgalı döviz kuru uygulaması” İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, yayınlanmış yüksek lisans tezi.

İşcan, H. (2018), “Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması”, Yüksek Lisans Tezi, Isparta.

- Özdemir, F. (2010), “Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Sever, E. (2004), “Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Analizi” İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Tezcan, S. (2009), “Faiz oranlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Yakut, Ş. (1997), “Avrupa Para Sistemi ve Türkiye”, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yalçın, Ebru (2005), “İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara
- Yanar, R. (2008), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi ve Makro Ekonomik Performans”, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmış Doktora Tezi.

İnternet Kaynakları

TCMB 1-2, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, 2020, (Çevrimiçi-19.12.2019)

<https://evds2.tcmb.gov.tr/>

TCMB 3, Merkez Bankası Görev ve Sorumlulukları, 2020, (Çevrimiçi-26.09.2020)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkin da/Genel+Bakis>

TCMB 4, Ekonomi Notları, 2020, (Çevrimiçi-26.09.2020),

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0dde4d72-cc0d-49db-a893-27aa1cffed17/en1520.pdf?MOD=AJPERES&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE>

TCMB 5, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, 2010, (Çevrimiçi-10.10.2020)

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c/Baskan_ParaPol10.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c-m3fB7u5

TCMB 6, 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, 2011, (Çevrimiçi-18.10.2020)

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40459e93-8d14-4eaf-8197-10ce370e9335/Baskan_ParaPol11.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40459e93-8d14-4eaf-8197-10ce370e9335-m3fB7u3

TCMB 7, 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, 2012, (Çevrimiçi-18.10.2020)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0/2012ParaPolKonusma.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0-m3fC4SP>

TCMB 8, 2013 Yılında Para ve Kur Politikası, 2013, (Çevrimiçi-18.10.2020)

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/dd7db5e0-47ae-41ed-bd2d-d885768ad782/Baskan_ParaPol13.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-dd7db5e0-47ae-41ed-bd2d-d885768ad782-m3fB7u3

TCMB 9, 2014 Yılında Para ve Kur Politikası, 2014, (Çevrimiçi-21.11.2020)

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/72a6fc21-d845-492e-afd5-5f045c07ad48/Baskan_ParaPol14.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-72a6fc21-d845-492e-afd5-5f045c07ad48-m3fB7oG

TCMB 10, 2015 Yılında Para ve Kur Politikası, 2015, (Çevrimiçi-05.12.2020)

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/949245d7-aef5-43a2-a7c8-27150bafb3e0/ParaKur_2015Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-949245d7-aef5-43a2-a7c8-27150bafb3e0-m3fB7u3

TCMB 11, 2016 Yılında Para ve Kur Politikası, 2016, (Çevrimiçi-05.12.2020)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e892e880-3d81-4445-8b3a-c12a252172f9/2016ParaveKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e892e880-3d81-4445-8b3a-c12a252172f9-m3fB7u4>

TCMB 12, 2017 Yılında Para ve Kur Politikası, 2017, (Çevrimiçi-05.12.2020)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/98d77cc4-690c-4d79-a79f-a48025077900/2017ParaveKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-98d77cc4-690c-4d79-a79f-a48025077900-m3fB7u2>

TCMB 13, 2018 Yılında Para ve Kur Politikası, 2018, (Çevrimiçi-05.12.2020)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3>

KATRDNZ, Faiz Teorisi, 2020, (Çevrimiçi-27.10.2020)

<https://katrednz.tr.gg/Faiz-Teorisi.htm>