T.C.

NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI VE FİNANSAL PİYASA ETKİLEŞİMİ

EMİNE DEMİR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Prof. Dr. SELİM KAYHAN

KONYA-2020

Bilimsel Etik Sayfası

Öğrencinin	Adı Soyadı	Emine DEMİR		
	Numarası	18810901003		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans	X	
		Doktora		
	Tezin Adı	TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI VE FİNANSAL PİYASA ETKİLEŞİMİ		

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Emine DEMİR

Özet

Öğrencinin	Adı Soyadı	Emine DEMİR		
	Numarası	18810901003		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans	X	
		Doktora		
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Selim KAYHAN		
	Tezin Adı	TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI VE FİNANSAL PİYASA ETKİLEŞİMİ		

2008 küresel finans krizi, ABD'de başlayarak dünyaya yayılan tarihin en büyük krizlerinden birisidir. Hem finansal piyasaları hem de reel ekonomiyi derinden etkilemiştir. Tüm dünya ekonomilerini etkilediği gibi Türkiye'de küreselleşme sebebiyle etkilemiştir. 2001 krizinden sonra Türkiye'de uygulanan ekonomi politikaları sayesinde 2008 krizinin etkileri hem finansal sistemde hem de reel ekonomide nispeten daha az görülmüştür. Döviz kuru oynaklığının zaman içerisinde nasıl bir değişim gösterdiğinin tanımlanabilmesi finansal piyasalar üzerindeki etkilerini görmek açısından önemlidir. Finansal piyasalar ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyinin ölçülmesinde ve incelenmesinde önemli piyasalardan birisidir. Ekonominin farklı sektörleriyle olan bağlantılarının sağlanması amacıyla finansal piyasalar ekonomilerin olmazsa olmaz bir öğesidir.

Bu çalışmanın amacı, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin Türkiye ekonomisinde döviz kuru oynaklığının yani volatilitenin finansal piyasalar üzerindeki etkileri incelemektir. Bu çalışmada, kullanılan veriler aylık olup 2008 yılının Ocak ayından 2020 Mart ayına kadar süre zarfında elde edilmiştir. Çalışmada geleneksel VAR yöntemi, uzun dönem yapısal VAR (SVAR) yöntemleri ve Granger nedensellik analizi yapılmıştır.

Anahtar kelime: Döviz Kuru Oynaklığı, Finansal Piyasa, 2008 Küresel Krizi, VAR, SVAR

Abstract

Author's	Name and Surname	Emine DEMİR		
	Student Number	18810901003		
	Department	Economics		
	Study Programme	Master's Degree (M.A.)	**X**	
		Doctoral Degree (Ph.D.)		
	Supervisor	Prof. Dr. Selim KAYHAN		
	Title of the Thesis/Dissertation	Foreign Exchange Rate Volatility And Financial Market Interaction In Turkey Economy		

The 2008 global financial crisis is one of the biggest crises in history that started in the USA and spread to the world. It has deeply affected both financial markets and the real economy. This great crisis has affected the entire world as well as affect Turkey economy due to globalization. After the 2001 crisis thanks to economic policies implemented in Turkey, the effects of the 2008 crisis was partially less seen both in the financial system and in the real real economy. It is important to define how the exchange rate volatility changes over time in order to see its effects on the financial markets. Financial markets are one of the important markets in measuring and analyzing the development level of countries' economies. Financial markets are an indispensable element of economies in order to ensure the connections of the economy with different sectors.

The purpose of this study, the global financial crisis in 2008, the exchange rate volatility that Turkey's economy is to examine the impact of volatility on financial markets. The data used in this study are monthly and obtained from January 2008 to March 2020. In the study conventional VAR method, long term structural VAR (SVAR) methods and Granger causality analysis were performed.

Keywords: Excahange Rate Volatility, Finansal Market, 2008 Glabal Crisis, VAR, SVAR

İÇİNDEKİLER

Bilimsel Etik Sayfası i
Özet ii
Abstract iii
İÇİNDEKİLER iv
TABLO LİSTESİ vi
ŞEKİL LİSTESİ vii
KISALTMALAR viii
ÖNSÖZ ve TEŞEKKÜR ix
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU, DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

1.1. Döviz Kavramı ve Türleri 4
1.2. Döviz Piyasası 5
1.3. Döviz Piyasası Türleri 8
1.3.1. Spot Piyasaları 8
1.3.2. Türev (Vadeli) piyasalar 9
1.3.2.1. Vadeli (Forward, Alivre) Piyasalar 10
1.3.2.2. Futures Piyasalar 11
1.3.2.3. Opsiyon Piyasalar 12
1.3.2.4. Swap Piyasaları 13
1.4. Döviz Kurları 14
1.4.1. Döviz Talebine Etki Eden Faktörler 16
1.4.2. Döviz Arzına Etki Eden Temel Faktörler 17
1.4.3. Döviz Kurlarını Etkileyen Faktörler 20
1.4.4. Döviz Kuru Türleri 21
1.4.5. Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Temel Yaklaşımlar 23
1.5. Döviz Kuru Politikaları 30
1.5.1. Araç Olarak Döviz Kuru Politikaları 31
1.5.2. Amaç Olarak Döviz Kuru Politikaları 34
1.6. Uluslararası Para Sistemleri ve Tarihsel Süreçte Döviz Kuru Sistemlerinin Gelişimi 35
1.6.1. Çift Metal Sistemi 37
1.6.2. Altın Standardı (1870-1933) 37
1.6.3. Bretton Woods Sistemi (Altın Değişim Standardı 1944-1971) 39
1.7. Döviz Kuru Sistemleri 41
1.7.1. Sabit Kur Sistemi 41
1.7.2. Tam Esnek Kur Sistemi 43
1.7.3. Alternatif Kur Sistemleri 45

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ SEBEPLERİ VE SONUÇLARI

2.1. Döviz Kuru Oynaklığına İlişkin Kavramsal Analiz 49
2.2. Döviz Kuru Oynaklığının Tanımı 50
2.3. Döviz Kuru Oynaklığının Nedenleri 51
2.3.1. Enflasyon Oranı 53
2.3.2.Faiz Oranları 54
2.3.3. Ödemeler Dengesi 55
2.3.4. Ekonomik Büyüme 57

2.3.5. Gelir Düzeyi 57
2.3.6. Dış Ticaret 58
2.3.7. Spekülatif Ataklar 58
2.3.8. Beklentiler 59
2.3.9. Teknolojik Gelişmeler 60
2.3.10. Hükümet Müdahaleleri 61
2.3.11. Politik ve Ekonomik Risk 61
2.3.12. Sosyal ve Ekonomik Etmenler 62
2.3.13. Para ve Maliye Politikaları 62
2.3.14. Ülkelerin Gelişmişlik Düzeyleri 63
2.4. Döviz Kuru Oynaklığının Sonuçları ... 63
2.4.1. Yatırımlara Etkisi 64
2.4.2. Büyümeye Etkisi 65
2.4.3. Dış Ticarete Etkisi 66
2.5. Döviz Kuru Oynaklığının Finansal Piyasalara Etkileri ... 67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR69

3.1. Finansal Sistemin Tanımı ... 69
3.2. Finansal Sistemin Unsurları ... 70
3.2.1. Fon Arz Edenler 71
3.2.2. Fon Talep Edenler 71
3.2.3. Finansal Kurumlar (Aracılar) 72
3.2.4. Finansal Araçlar 72
3.2.5. Yasal ve Kurumsal Düzenlemeler 73
3.3. Finansal Sistemin Fonksiyonları ... 73
3.3.1. Tasarrufları Arttırma Fonksiyonu 74
3.3.2. Likidite Sağlama Fonksiyonu 74
3.3.3. Risk Yönetimi ve Bilgi Kontrolü Fonksiyonu 75
3.3.4. Finansal Aracılık Fonksiyonu 75
3.4. Finansal (Mali) Piyasalar ... 75
3.4.1. Finansal Piyasaların Tanımı ve Önemi 76
3.4.2. Finansal Piyasaların Özellikleri 77
3.4.3. Finansal (Mali) Piyasaların Ekonomiye Etkileri 78
3.4.4. Finansal Piyasa Türleri 79

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4.1. Literatür Taraması ... 88
4.2. Veri ve Model ... 93
SONUÇ 101
KAYNAKÇA 104

TABLO LİSTESİ

Tablo-3.1. Para Piyasası ve Sermaye Piyasasının Karşılaştırılması

Tablo-3.2. Birincil ve ikincil piyasaların özellikleri

Tablo 4.1. Değişkenler Listesi

Tablo 4.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 4.3. ADF (1981) ve PP (1988) Birim Kök Testleri

Tablo 4.4. Uzun Dönem Yapısal VAR (SVAR) Analiz Sonuçları

Tablo 4.5. Geleneksel VAR Analizi Etki Tepki Fonksiyon Testi Sonuçları

Tablo 4.6. Granger Nedensellik Analiz Sonuçları

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil-1.1; Döviz Talep Eğrisi
Şekil-1.2; Döviz Arz Eğrisi
Şekil-1.3; Denge Döviz Kuru
Şekil-1.4; J Eğrisi Etkisi
Şekil-3.1; Finansal Sistemin Unsurları

KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:	Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MEGEP	:	Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi
PP	:	Phillips-Perron Birim Kök Testi
SGP	:	Satınalma Gücü Paritesi
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu
SVAR	:	Yapısal VAR (Structural Vector Autoregression)
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VAR	:	Vektör Otoregresif (Vector Autoregression)
VOB	:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

ÖNSÖZ ve TEŞEKKÜR

Türkiye ekonomisinde döviz kuru oynaklığının finansal piyasa ile etkileşiminin incelendiği bu çalışmanın hazırlanmasında ve uygulama bölümünün oluşturulmasında ayrıca tüm yüksek lisans öğrenimim boyunca her konuda desteğini esirgemeyen, derin bilgi ve tecrübesinden istifade ettiğim hocam Sayın Prof. Dr. Selim KAYHAN'a ve tezime değerli katkılarından dolayı hocalarım Sayın Prof. Dr. Tayfur BAYAT'a ve Doç. Dr. Uğur ADIGÜZEL'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca maddi ve manevi desteğiyle her zaman yanımda olan eşim Halil Burak DEMİR'e, bugünlere gelmemde sonsuz emekleri olan, desteklerini hiç esirgemeyen annem Aliye BÜLBÜL ve babam Ahmet BÜLBÜL'e teşekkürlerimi bildirmek isterim.

Emine Demir

GİRİŞ

Döviz kuru, uluslararası piyasalarda düzen ve dengenin sağlanmasında önemli bir değişken olduğu gibi aynı zamanda ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerini de ifade etmektedir. Herhangi bir mal veya hizmetin fiyatı olduğu gibi dövizin de bir fiyatı bulunmaktadır. Bu nedenle yabancı bir paranın ulusal para türünden fiyatına kur denilmektedir.

1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda döviz kuru kontrolleri terk edilmiş, ülkeler döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmıştır. Birçok ülke esnek kur rejimini tercih etmeye başlamıştır. Esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde kurların dengede tutulacağı beklenirken, Bretton Woods sonrası ekonomilerdeki dalgalanmaların daha sık hale geldiği ve döviz kuru oynaklığının arttığı gözlemlenmiştir. Döviz kuru oynaklığı, döviz kurlarının beklenen değerinden ne kadar saptığının ölçüsüdür. Ekonomilerde meydana gelen ani değişimler ve sapmalar oynaklığın artmasına sebep olmaktadır.

Oynaklık, bir finansal varlığın fiyatının veya piyasanın genelinin belli bir zaman dilim içerisindeki dalgalanmasını ifade etmektedir. Ekonomilerde özellikle kriz dönemlerinde bu sapmaların, yani oynaklığın arttığı gözlemlenmiştir. Bu durum ekonomik birimlerin geleceğe yönelik karar alma sürecini de etkilemektedir.

Ekonomilerde bazı kişi ve kurumlar para ve benzeri varlıklara ihtiyaç duyarken, bazı kişi ve kurumlar ise ellerinde mevcut olan varlıkları yatırıma dönüştürmeyi istemektedir. Bu tür durumlar karşısında tarafların bir araya gelerek oluşturdukları piyasalara finansal piyasalar denilmektedir. Menkul kıymet olarak adlandırılan değerli evrak, para ve çeşitli varlıklardan oluşan bu piyasalarda, varlıkların değerleri, piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenmektedir Finansal piyasa ortamında, ekonomik ajanlar birbirlerine fon arz ve fon talep ederek fon transferlerini gerçekleşmektedir. Bu aracılık fonksiyonunun yerine getirilmesi finansal piyasaların maruz kalabileceği oynaklıktan önemli derecede etkilenmesine sebep olacaktır. Bu piyasaları derinden etkileyecek büyük değişimler yaşanması sistemin tamamen tıkanmasına neden olmaktadır.

Özellikle 2008 yılında ABD kaynaklı olarak başlayıp, tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz bunun önemli bir örneğidir. Yaşanan krize karşı en kapsamlı önlemleri krizin kaynağı olan ABD ve diğer gelişmiş ülkeler almıştır. Gelişmiş ülkeler piyasada yaşanan likidite sıkışıklığına çözüm bulabilmek ve kredi mekanizmasının tekrar işlerlik kazanabilmesine yönelik politikalar uygulamışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde ise krizin etkileri daha yoğun hissedilmiş ülkelerin ulusal paraları daha volatil hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler finansal krizin yansıdığı kanallara farklı politikalar geliştirerek cevap vermeye çalışmışlardır.

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz, Türkiye'yi yaşanılan diğer krizlere oranla daha az etkilemiş fakat hem finansal sisteme hem de reel ekonomiye krizin yansımaları görülmüştür. Şubat 2001 krizi sonrası finans ve ekonomi alanında uygulanmaya konulan tedbirler 2008 krizinde finans piyasasında oluşan olumsuz etkileri olumlu yöne çevirmiştir. Ancak reel sektör için aynı durum söz konusu değildir. Uluslararası alanda yaşanan daralma ile birlikte piyasalarda talep daralması meydana gelmiş ve küresel kriz Türkiye'nin ihracat ilişkileri olan ülkeleri de etkisi altına aldığı için ekonomimiz olumsuz yönde etkilenmiş ve işsizliğin artmasına neden olmuştur.

Bu tez çalışmasında, 2008 küresel krizden sonra yaşanan döviz kuru oynaklığı ve finansal piyasa arasındaki etkileşim incelenmiştir. Konu ilk önce teorik açıdan ele alınmıştır. Daha sonra ekonometrik çalışma ile bulgular ortaya konmuştur.

Birinci bölümünde ilk olarak döviz kavramı ve türleri anlatılıp döviz kurunun tanımı, döviz kurunun ekonomideki yeri ve önemi, döviz kurunu etkileyen faktörler ve döviz kuru türleri anlatılmaktadır. Ayrıca döviz piyasaları, döviz kuru sistemleri, döviz kurlarının tarihsel gelişimi ve uluslararası para sistemleri ve de döviz kuru politikaları anlatılmaktadır.

İkinci bölümde döviz kuru oynaklığına ilişkin kavramsal analiz yapılıp, kur oynaklığının tanımı, nedenleri ve oynaklığın sonuçları teorik olarak anlatılmakta olup döviz kuru oynaklığının finansal piyasa üzerindeki etkilerinden bahsedilmektedir.

Üçüncü bölümde ise finansal sistemin tanımı, unsurları ve fonksiyonları teorik olarak anlatılmakta olup, daha sonra finansal piyasaların tanımı, özellikleri, ekonomiye etkileri ve finansal piyasa türlerine değinilmiştir.

Dördüncü bölümde ise, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin Türkiye ekonomisinde döviz kuru oynaklığının yani volatilitenin finansal sistem üzerindeki etkisi ampirik olarak incelenmekte olup, 2008 yılının Ocak ayından 2020 Mart ayına kadar olan süre zarfında elde edilen veriler kullanılmıştır. Çalışmada değişken olarak hisse senedi piyasasını ölçmek amacı ile Borsa İstanbul'a ait BIST100 endeksi, bankacılık sektörü üzerindeki etkisini ölçmek amacı ile bankacılık sektörünün özel sektöre vermiş olduğu toplam kredilerin miktarı ve reel döviz kuru kullanılmıştır. Değişkenlere ait veriler ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri sistemi ve Uluslararası Para Fonunun (IMF) veritabanı olan Uluslararası Finans İstatistik veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmanın sonuçları döviz kuru oynaklığının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini ölçmek ve oynaklığın bankacılık sistemi üzerindeki etkisini ölçmek için önemlidir.

BİRİNCİ BÖLÜM
DÖVİZ KURU, DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

En genel ifade ile yabancı ülke paralarına veya para yerine geçebilen her türlü ödeme araçlarına döviz (foreign exchange) denilmektedir. Uluslararası ödemelerde bir para biriminin genel olarak kabul görmesi döviz olarak değerlendirilebilmesini sağlamaktadır.

Bu bölümde ilk olarak döviz kavramı ve türleri anlatılıp döviz kurunun tanımı, döviz kurunun ekonomideki yeri ve önemi, döviz piyasaları, döviz kuru sistemleri, döviz kurlarının tarihsel gelişimi ve döviz kuru politikaları anlatılmaktadır.

1.1. Döviz Kavramı ve Türleri

Döviz (foreign exchange), yabancı ülkelerin paralarına veya likiditesi yüksek olan ödeme araçlarına denmektedir (Seyidoğlu, 2013:361). Genel anlamda döviz, yabancı ülke paralarını ya da para yerine geçebilen ödeme araçlarını adlandırmak için kullanılan sözcüktür. Ayrıca döviz, para yerine geçebilen dövize bağlı çekleri, senetleri, bankaların havaleleri gibi yabancı ödeme araçlarını kapsamaktadır (Arslan, 2008: 30).

Dövizin, efektif ve kaydi döviz olmak iki farklı türü bulunmaktadır. Bir ekonomideki yabancı paralara, efektif döviz ya da sadece efektif adı verilmektedir. (Oksay, 2001:3). Dolayısıyla nakit şeklinde bulunanlara efektif denilmekte olup, kolayca nakde dönüştürülebilen likiditesi yüksek varlık şeklinde olanlara ise döviz işlemi adı verilmektedir. Döviz piyasalarında kaydi döviz üzerinden yapılan işlemler daha fazla olup efektif dövizin nakdi riskli olması ve masraflı olması nedeniyle, uluslararası gerçekleştirilen ödemelerde büyük oranda kaydi döviz kullanılmaktadır. Bu nedenle döviz piyasaları nakit biçimde veya likiditesi yüksek varlıklara bağlanmış yabancı ülke paralarının alınıp satıldığı piyasalar biçiminde tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2013:362). Sonuç olarak döviz, ulusal para dışındaki yabancı paralara ve yabancı para cinsinden değer taşıyan tüm menkul kıymetler olarak adlandırılmaktadır (Çoban, 2012:429).

Bir yabancı paranın döviz niteliğine sahip olabilmesi için uluslararası ödemelerde tüm ülkeler tarafından kabul edilmesi gerekmektedir. Günümüzde kullanılan bu niteliğe sahip en önemli para birimleri dolar ve euro olarak kabul edilmektedir (Özdemir, 2010:5).

1.2. Döviz Piyasası

Döviz piyasası dövizlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Yani yabancı paraların alınıp satıldığı ya da ülke parasının ilgili ülke parasına dönüştürülmesine olanak sağlayan kurumsal yapılardır (Dinler, 2017:1668).

Bir diğer tanımla döviz arz ve talebinin buluşup döviz kurunu oluşturduğu piyasaya döviz piyasası denilmektedir. Dünya ekonomilerinin kullandığı ortak bir para birimi bulunsaydı, döviz ticaretine gerek duyulmazdı. Fakat farklı ülkeler farklı para birimleri kullanması nedeniyle uluslararası ekonomik işlemlerin yapılması, bir para biriminin diğeri ile değiştirilmesini gerektirmektedir (Bayraktar, 2011:65).

Günümüzde para basma hakkı ülkelerin egemenlik haklarına dayanan bir haktır. Dolaşımda bulunan bu paraların o ülke vatandaşları tarafından yapılacak tüm iş ve işlemlerde kullanılması yasal olarak zorunludur. Ancak küreselleşme ve ulusal ekonomilerin uluslararası ticarete entegre olması ya da ekonomik birliklere katılmaları gibi nedenlerle söz konusu ekonomilerde ortak bir para birimi kullanılmasını gerektirmektedir. Örneğin ihracat, ithalat, finansal yatırımlar, turizm hareketleri vb. nedenlerle bir ülkeden başka bir ülkeye transfer edilecek paraların, fonların, gönderilecek ülke para birimine ya da kabul gören uluslararası rezerv bir para birimine çevrilmesi gerekmektedir. İşte döviz piyasası bu değişim işleminin gerçekleştiği yer olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle döviz piyasası bir ülke para biriminin diğer ülke para birimlerine karşı değerinin başka bir deyişle döviz kurunun belirlendiği yer olmaktadır (Ergür, 2011:15).

Günümüzde önemli döviz piyasaları, gün içerisinde açılma saatlerine göre farklılık göstermektedir. Bu piyasalar açılma sırasıyla, Tokyo, Singapur ve Hong Kong, Bahreyn, Avrupa Piyasaları, ABD Piyasalarıdır. Bunların içerisinde en büyük

işlem hacmi ABD ve İngiltere piyasalarında gerçekleşmektedir (Ajami ve vd, 2006:108).

Döviz piyasalarının en belirgin özellikleri aşağıda sıralanmıştır (Dinler, 2017:1668):

- Döviz piyasaları, alıcı ve satıcıların karşılaştıkları piyasalar olmaktan öte genelde alıcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.
- Döviz piyasaları, borsa şeklinde örgütlenmemiştir.
- Evrensel nitelik taşıyan döviz piyasaları tüm ulusal piyasalardaki kurlar ile uyum içindedir ve bu uyumu arbitrajcılar sağlamaktadır.
- Döviz piyasaları, tam rekabet piyasası koşullarına oldukça yakın nitelikler göstermektedir.
- Döviz piyasaları hiç kapanmaz.

Döviz piyasasının diğer piyasalardan farkları aşağıdaki şekilse sıralanmıştır (Seyidoğlu, 2013:36-369):

- Döviz arz eden birimlerle döviz talep eden birimlerin doğrudan karşılaştıkları piyasalar değildir.
- Bireylerin ihtiyacına göre sözleşme yapabilmektedir.
- Döviz piyasaları küresel nitelikteki piyasalardır.
- Hiç kapanmayan piyasa konumundadır.

Döviz piyasalarında döviz arz ve döviz talebine bağlı olarak döviz kuru oluşmaktadır (Çoban, 2012:429). Yani döviz piyasası para birimlerinin alım ve satımının gerçekleştiği uluslararası piyasalardır (Krugman, vd., 2017: 343). Bireyler tarafından satın alınan dövizler ekonomideki döviz talebini oluşturmaktadır. Döviz arzı ise döviz kazanan bireyler veya ellerinde döviz bulunduranlar tarafından ulusal para karşılığında bu dövizleri bankalara veya banka dışı kurumlara satmak istemeleri ile oluşmaktadır (Seyidoğlu, 2013:365).

Döviz piyasalarında işlem yapan birimler şunlardır (Seyidoğlu, 2013:362):

- Bankalar ve banka dışı birimler
- Dış ticaret ve uluslararası yatırım işlemleri yapan kişiler ya da firmalar

- Spekülatörler ve arbitrajcılar
- Merkez bankaları
- Döviz brokerleri
- Enflasyondan korunmaya çalışanlar bankalar, müşteriler veya merkez bankaları

Bir ülke ekonomisinde döviz piyasası işlemcileri tarafından yapılan işlemlerle örneğin bireyler tarafından döviz talebinin artması halinde döviz kuru yükselmekte döviz talebinin azalması halinde ise döviz kuru düşmektedir. Döviz kurunun yükselmesi ilgili ülkenin parasının değerini yabancı ülke parası karışısın da düşmesine neden olmaktadır. Döviz kurunun düşmesi durumunda ise ilgili ülkenin parasının değeri yabancı ülkenin parasının değeri karşısında artmaktadır. Bu nedenle ülkeler dövizi çeşitli nedenlerle talep etmektedir (Çoban, 2012:429). Döviz piyasalarında döviz talep edenlerin genellikle amaçları, uluslararası alanda mal ve hizmet ticareti yapmak, ulusal paraları enflasyona karşı korumak ve arbitraj geliri elde etmektir. Mal ve hizmet ticareti yapmak ve ülke ekonomisini enflasyona karşı korumak döviz piyasasında ticaretin en önemli iki nedenidir. Çünkü ithalatçı ekonomik birimler yurt dışından mal ve hizmet ithalatı için ellerindeki ulusal para ile döviz satın almaktadır. Yani döviz talebinde bulunurlar. Nitekim yurtdışına mal ve hizmet ihraç eden ekonomik birimler, bu dövizleri ulusal paraya dönüştürmek için bankaya satmakla döviz arzını oluştururlar (Seyidoğlu, 2013:365).

Döviz piyasalarının verimli işleyebilmesi için çeşitli fonksiyonlara sahip olması gerekmektedir. Bu fonksiyonlar aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (Dinler, 2017:1668):

- **Satın Alma Gücünün Transferi:** Döviz piyasaları, bir ülkede yaşayan insanların kendi ülkelerinin parasını ülkelerinin dışına çıkartılabilmesini sağlamaktadır. Bu işlevi açısından döviz piyasası, ithalatçı ve ihracatçı arasındaki dövize çevrilmiş olan paraları kendi paraları cinsinden kullanılmasını sağlamaktadır. Bu durum ülkeler arasında malların devrine ve satın alma gücünün transferine imkân sağlamaktadır.

- **Kredi Sağlama:** Dış ticaret işlemlerinde genellikle mal ve hizmetlerin ihracatçı ülkeden ithalatçı ülkeye gelmesi zaman alır. Bu süre içerisinde dış ticaretin finansmanı döviz piyasası gerçekleştirir. Daha açık bir ifadeyle dış ticarete aracılık eden bankalar akreditif sistemi ile sağlar. Uluslararası ticaret işlemlerinde kullanılan akreditif siteminde ithalatçı ülkenin bankası, ihracatçının ülkesindeki bir banka aracılığıyla belirli bir parayı ihracatçıya ödemeyi taahhüt eder. Böylelikle ithalatçı ülkenin istediği kalite ve durumda mal ve hizmetin eline geçmesini garanti ederken, ihracatçıda sattığı malın bedelinin zamanında ödeneceğinden emin olmaktadır.
- **Kur Değişmesi Riskine Karşı Koruma:** Uluslararası mal ve hizmet ticareti yapan işletmeler ile dış ticaret işlemlerine aracılık yapan bankalar ve finansal işletmeler, alacak ve borçlarından ötürü kur riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Döviz piyasası bu durum karşısında kur risklerini, arbitrajcılar ve vadeli işlemler piyasası aracılığıyla koruma altına alır.

1.3. Döviz Piyasası Türleri

Döviz piyasası türleri kendi içinde iki temel başlıktan oluşmaktadır. Döviz piyasası türlerinden birincisi menkul kıymetlerin doğrudan ticaretinin yapıldığı spot (nakit) piyasadır. İkinci piyasa türü ise menkul kıymetlerin üzerine yazılan türev ürünlerin ticaretinin yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalara vadeli (türev) piyasalar adı verilmektedir. Bu piyasalar ilerideki bir vadede malın veya finansal aracın teslimatı yapılmak üzere, bugünden alım ve satımının yapıldığı piyasalardır. Türev piyasalar; forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını kapsamaktadır. Türev piyasalarında işlem gören sözleşmelere türev ürünler veya finansal türevler adı verilmektedir (Gözgör, 2008:3).

1.3.1. Spot Piyasaları

Spot piyasalarda alım ve satım işlemleri en geç iki iş günü içerisinde gerçekleşmektedir. Spot piyasalarında oluşan kura, spot döviz kuru denmektedir (Mutluay, 2009:10). Bu piyasalar bir mal veya finansal aracın karşılığı olan paranın takas günü el değiştirmesidir. Spot piyasalarına örnek olarak İMKB bünyesinde

faaliyet gösteren hisse senedi piyasaları, tahvil, bono piyasaları ve bankalar arasındaki döviz piyasaları verilmektedir (Bayraktar, 2011:69-70). Spot piyasalarında spekülatörler, değer kazanacağını öngördüğü yabancı parayı risk alarak spot piyasalarından satın alıp, ilgili para değer kazandığında satarak kazanç sağlayabilmektedir (Winter, 1991:314-315).

Spot piyasaların ile vadeli işlem piyasalarından farklı özellikleri aşağıda sıralanmıştır (VOB, 2012:13):

- Spot piyasalarında yapılan işlemleri aynı anda veya birkaç gün içerisinde yapılmakta olup, vadeli işlem piyasalarında alım ve satım işlemi gelecek bir vadede yapılmaktadır.
- Spot piyasalarına konu olan mallar, piyasanın o andaki fiyatı üzerinden alım ve satım işlemi yapılmaktadır. Vadeli piyasalarda ise malın kalitesi, miktarı, vadesi, fiyatı ve teslim yeri önceden belirlenmiştir.
- Spot piyasalarında işlem gören mal ve menkul değerler, alıcı ve satıcı arasında gerçekleştirilirken, vadeli piyasalarda gerçekleşen alım ve satım işlemi bir takas kurumu tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir.
- Spot piyasalarda alım satım işlemi için bir teminata gerek yoktur. Fakat vadeli piyasalarda belirli bir teminata gerek vardır.
- Spot piyasalarında yatırımcılar işlem gördüğü değerle sahiplik satın almaktadır. Vadeli işlem piyasalarında ise genellikle vade sonunda bile varlık sahibi olunamamaktadır. Bunun nedeni bireyler tarafından vadenin sonu beklenmemektedir.
- Spot piyasalarda herhangi bir varlık satın alındığında satılarak oluşan pozisyon kapatılmaktadır. Vadeli piyasalarda ise bir pozisyonu kapatmak için ters bir pozisyonun alınması gerekmektedir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:126).

1.3.2. Türev (Vadeli) piyasalar

Vadeli (türev) piyasalar, teslimatı ileri bir tarihte gerçekleştirilmesi planlanan finansal varlığın bugünden alım ve satımının yapıldığı piyasalardır. Türev piyasalar;

forward, swap, futures ve opsiyon piyasalar olmak üzere dörde ayrılmaktadır (Çiftçi, 2011:1).

1.3.2.1. Vadeli (Forward, Alivre) Piyasalar

Vadeli piyasalardan forward ve futures sözleşmeleri ilk bakışta birbirlerine çok benzeyen iki piyasadır. Her iki piyasada taraflardan biri diğer tarafa herhangi bir varlığı gelecekte satın almayı, diğer taraf da bunu satmayı kabul etmektedir. Bu tür piyasalarda alıcısına uzun (long) denilmekte olup alıcı belli bir malı teslim almayı kabul eder. Satıcı ise sözleşmede kısa pozisyondadır. Satıcı gelecekte belli bir malı satma (teslim etme) yükümlülüğü altındadır. Sözleşmede malın miktarı, kalitesi, fiyatı, teslim tarihi ve teslim yeri bellidir (Mutluay, 2009:70). Diğer bir ifade ile forward piyasalar para, döviz, altın, finansal araç ve diğer türev ürünlerin önceden belirlenen fiyat ile gelecekteki bir tarihte ürünlerin alım ve satımını kapsayan vadeli bir işlemdir (Örten, 2001; 39).

Geleceğe yönelik olan, alım ve satım sağlayan bu piyasaya alivre piyasada denmektedir. Forward yani alivre piyasalar bireylerin gelecekte almak veya satmak istedikleri ürünleri, fiyat değişimleri nedeniyle oluşabilecek risklerden korumak amacıyla çözüm olarak gördükleri sözleşmelerdir. Bu özelliğiyle alivre sözleşmeler vadeli işlem piyasalarının geliştirilmesine temel oluşturmuştur (Çiftçi, 2011:4)

Tarihsel olarak bakıldığında future piyasalar, forward piyasalardan sonra geliştirilmiştir. İlk zamanlarda ticarete konu olan malların üretildikleri yerden satılacakları yerlere göndermek oldukça zor ve vakit alan bir faaliyetti. 1800'lü yıllarda, İngiltere'de yetişen buğday ABD'ye gemilere yüklenerek aylar süren nakliyenin sonucunda ulaşmaktaydı. Fakat süreçte yeni ekonomik olaylar meydana gelebilmekte ve buğdayın gemiye yüklendiği tarihteki fiyatı ile limana indirilmesi tarihindeki fiyatları arasında farklılaşma meydana gelmişti. Örneğin, buğday fiyatlarının düşmesi durumunda, üretici yüklediği andaki fiyattan daha düşük bir bedel tahsil edebilecek ve zarar edebilecekti. Bu zarardan kurtulabilmek için ise üreticiler buğdaylarını varış yeri fiyatını belirterek geleceğe yönelik satmaya başladılar. Böylece aradan aylar da geçse buğday daha önceden anlaşılan alıcıya

önceden anlaşılan fiyattan teslim limanına vardığında satılacaktı. Bu nedenlerden dolayı forward sözleşmeler doğmuş oldu (Edward, 1992:9).

Forward piyasaların temel özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (Aygören ve Kurtcebe, 2019:3):

- Forward piyasalar ürünlerin teslimi amaçlı vadeli işlemdir. Vadeli işlem sözleşmeleri olarak da adlandırılmaktadır.
- Forward sözleşmeler, belirli düzenlenmeleri şekilleri olan sözleşmeler olmamakla birlikte özel bir yasal düzenlemeleri söz konusu değildir.
- Forward sözleşmeler, belirlenen vade gününde alıcı ve satıcının edimlerini (teslim etme ve ödeme) yerine getirmeleri koşulu ile kapanmaktadır.
- Forward sözleşmelerinde alıcı ve satıcının kâr veya zararı vade sonunda, işlem gerçekleştiğinde belli olmaktadır.

1.3.2.2. Futures Piyasalar

Forward piyasalarında ortaya çıkan eksiklikleri giderebilmek amacıyla geliştirilen bir piyasadır. Aslında futures piyasaları organize forward piyasalarıdır. Diğer bir ifadeyle vadeli işlem sözleşmeleri yani futures piyasaları standart hale getirilmiş alivre sözleşmelerdir. Futures piyasalar ve forward piyasalar aynı amacı ve özellikleri taşımaktadır. Fakat iki piyasa arasındaki temel farklılıklar, futures piyasaların standart olması, Forward piyasalarındaki güven eksikliğini gidermesi ve organize borsalarda işlem görmesidir (Aygören ve Kurtcebe, 2019:4). Future piyasalar, fiyatların artış ve azalışlarındaki risklerden korunması için kullanabilecek bir piyasadır. Bu piyasada da alım ve satım işlemleri forward piyasalarında olduğu gibi uzun ve kısa pozisyon olarak adlandırılmaktadır. Kısa pozisyon yani satan, sözleşme vadesinde belirli bir varlığı teslim etme yükümlülüğü olan, uzun pozisyon yani alan, sözleşme vadesinde belirli bir varlığı satın alma yükümlülüğü olandır. (Mutluay, 2009:12).

Bu piyasada alıcı ve satıcı arasındaki işlemlerin yapılmasını sağlayan futures borsası bulunmaktadır. Tüm futures sözleşmeleri bu borsada düzenlemekte ve alınıp

satılmaktadır. Ayrıca futures borsasında mal ya da menkul kıymetin teslimi ve kalitesi bu borsanın garantisi altındadır (Aygören ve Kurtcebe, 2019:4). Futures piyasaların alım satıma konu olan varlığın, miktarı, niteliği, süresi ve teslim yeri standart olarak belirlendiği için tek değişken, alım satım sırasında oluşan fiyattır. Vadeli işlem borsalarında işlem gördüğü için borsa takas kurumunun garantisi altındadır. Bu garantileme altında bulunması uygulanan teminat sistemi ile mümkün olmaktadır (VİOP, 2017:12).

1.3.2.3. Opsiyon Piyasalar

Opsiyon piyasalar, bir mal veya menkul kıymeti satın alan tarafa gelecekte belirli bir tarihte, miktarda ve belirlenen fiyattan alım ve satım hakkı veren piyasalardır. Opsiyon piyasası, alıcı taraf açısından bir hak sağlamakla birlikte satıcı taraf açısından bu hakkı satan olarak yükümlülük getirmektedir. Bu piyasalarda alıcı taraf kendisine verilen hakkı satın alırken, satıcı tarafa opsiyon primi ödemektedir. Opsiyon primi ödenen sözleşme sahibine alım veya satımla ilgili opsiyon kullanma hakkı sağlanmaktadır (Aygören ve Kurtcebe, 2019:4). Diğer bir deyişle opsiyon piyasaları sigorta sözleşmelerine benzetilmektedir. Alıcılar, döviz kurundaki veya üzerinde işlem yapılan diğer mal fiyatları ve endekslerdeki değişim risklerine karşı, opsiyon primi ödeyerek, kendilerini güvence altına almaktadırlar. Opsiyon satıcıları ise, döviz fiyatlarındaki değişim riskini üstlenerek karşılığında opsiyon primi elde etmektedirler (Horcher, 2005:89). Opsiyon piyasalarının diğer türev piyasalardan ayıran farklı yönü, tanınan opsiyon hakkının kullanılıp kullanılmamasıdır. Opsiyon kullanılmadığı takdirde uğranılan zarar, ödenen primle sınırlı kalmaktadır (Aygören ve Kurtcebe, 2019:4).

Opsiyon piyasalarında beş temel faktör bulunmaktadır (MEGEP, 2007:10):

- Opsiyon sözleşmesinde malın ya da finansal varlığın belirlenmesi gerekmektedir. Hangi varlığın alımı ve satımı söz konusu olduğu saptanmalıdır.
- Sözleşmede belirlenen mal veya finansal aracın ödenecek fiyatının belirlenmesi gerekmektedir.
- Sözleşmesinin yerine getirileceği tarih belirlenmelidir.

- Ödenecek olan prim fiyatı önceden belirlenmelidir.
- Değişimi yapılacak olan varlığın toplam miktarının belirlenmesi gerekmektedir.

Opsiyon piyasalarının temelde iki farklı opsiyon sözleşmesi bulunmaktadır. Bunlar aşağıda açıklamaları ile birlikte verilmiştir:

- Alım hakkı veren opsiyon sözleşmeleri (Call Options).
- Satım hakkı veren opsiyon sözleşmeleri (Put Options).

Alım hakkı veren opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon sözleşmesi üzerine yazılan menkul kıymetin ya da finansal araçların belirlenen fiyattan gelecekte satın alma hakkı vermektedir. Satım hakkı veren opsiyon sözleşmelerinde ise, sözleşmeyi satın alanlar, sözleşmede düzenlenen varlıkların fiyatları belirlenmek koşuluyla gelecekte satma hakkı vermektedir. Sözleşme türlerinin birbirinden ayıran en temel farlılık, yatırımcıların ileri dönük beklentisidir. Üzerine sözleşme yazılan varlık ya da menkul kıymetin fiyatının gelecekte yükseleceği beklentisi hakim ise yatırımcı alım opsiyonu satın alırken, fiyatların gelecekte düşeceği beklentisi hakim ise yatırımcı satım opsiyonu satın almaktadır (Karan, 2004:604-605).

1.3.2.4. Swap Piyasaları

Swap sözcüğünün kelime anlamı değişim, takas anlamına gelmektedir. Swap, vadeli döviz piyasalarında oluşan kur dalgalanmalarından kaynaklı kur riskini minimize etmekte kullanılan en gelişmiş yöntemlerden biridir. Swap piyasaları, peşin ve vadeli döviz pazarları arasında bir köprü görevi oluşturmaktadır. Bu nedenle de kur dalgalanmalarının neden olduğu kur riskini minimize etmede kullanılmaktadır (MEGEP, 2007:28).

Swap piyasalarındaki farklı kurum ve kuruluşların finansal piyasada, kredi değerlerine bağlı olarak, farklı kredi şartlarıyla karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıklardan swap işlemine taraf olan alıcı ve satıcılardan her birinin yararına olacak şekilde sonuç sağlayan piyasalardır. Swap piyasaları bir borçlanma ya da yatırım yöntemi olmayıp sadece mevcut borçların veya yatırımların nakit akımlarını

değiştirmeye yarayan finansal araçlardır (Aygören ve Kurtcebe, 2019:6). Swap işlemleri genellikle bankalar aracılığı ile yapılmakta olup future ve forward piyasalarına göre daha uzun vadeli işlemlerdir (Mutluay, 2009:15).

Swap piyasasında işlemler faiz, para, mal ve kredi riskleri temel alınarak yapılmaktadır. Bununla birlikte, başlıca swap işlemlerinin tek bir işlemde gerçekleştirilmesiyle oluşturulan swap çeşitleri bulunmaktadır. Bu swap çeşitleri aşağıdaki şekildedir (Aygören ve Kurtcebe, 2019:6):

- **Faiz Swapı:** Alıcı ve satıcı arasında belirlenen dönem ve anapara tutarına uygulanacak faiz oranlarının değiştirilmesi amacıyla yapılan sözleşmedir.
- **Para Swapı:** Alıcı ve satıcının ayrı para birimi üzerinden mevcut ya da ileri bir tarihte borçlarını veya alacaklarını belirli kurallar çerçevesinde ve kararlaştırılan süre sonunda, önceden anlaşılmış belirli bir kur üzerinden taraflar arasında değiştirilmesini içeren bir işlemdir.
- **Mal Swapı:** Alıcı ve satıcı arasında belirli miktar ve kalitedeki bir malın sabit ve değişken fiyatlarını belirlenen zaman süresince değiştirmeye yönelik olan sözleşmedir.
- **Swap Opsiyonları:** Swap ve opsiyon piyasalarının birleşmesinden oluşmaktadır. Swaptions olarak da adlandırılır. Swap opsiyonu sözleşmesi, belirli koşullar altında, gelecekte bir swap sözleşmesine girme ya da bir swap sözleşmesini sona erdirme hakkı vermektedir. (Korkmaz ve Ceylan, 2012; 442)

1.4. Döviz Kurları

Döviz kuru, yabancı bir paranın ulusal para cinsinden fiyatına denmektedir. Diğer bir tanımlama ile döviz kuru, iki ülkenin para birimleri arasındaki değişim oranı olarak ifade edilmektedir (Seyidoğlu, 2013:375). Döviz kuruna aynı zamanda kambiyo kuru da denmektedir (Dinler, 2006:545).

Bir ülke ekonomisindeki tüm fiyatlar gibi döviz kurları da alıcı ve satıcıların etkileşmesiyle belirlenmektedir. Yani firmalar, hane halkları ve finansal kuruluşların uluslararası ödemelerini gerçekleştirmek için yaptıkları alım satım işlemleri döviz

kurlarını belirler. Aynı zamanda döviz kuru ilgili ülkenin parasının diğer paralar cinsinden fiyatı veya finansal varlık fiyatıdır. Bu nedenle döviz kurları farklı ülkelerdeki mal ve hizmetlerin fiyatlarını karşılaştırmamızı sağlar (Krugman, 2017:343-346).

Bir ülkede uygulanan döviz kuru politikasının etkin olması ulusal paraların birbirlerine karşı olan değerlerinin belirlenmesinde katkı sağlamakta ve uluslararası ödemeler sorununun çözümlenmesine etkin rol oynamaktadır. Ayrıca ülkelerin ödemeler bilançosu dengesizliklerinin azalması konusunda da yararlı bir araç olarak kullanılabilir (Özdemir, 2010:8).

Döviz kuru döviz piyasasında döviz arz ve talebine bağlı olarak belirlemektedir. Bir ülke ekonomisinde dövize olan ihtiyaç nedeni ile mal ve hizmet ithal etme talebi meydana gelir (Ersöz, 2006:4).

Genel olarak döviz talebinin beş nedeni bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Özdemir, 2010:5-6):

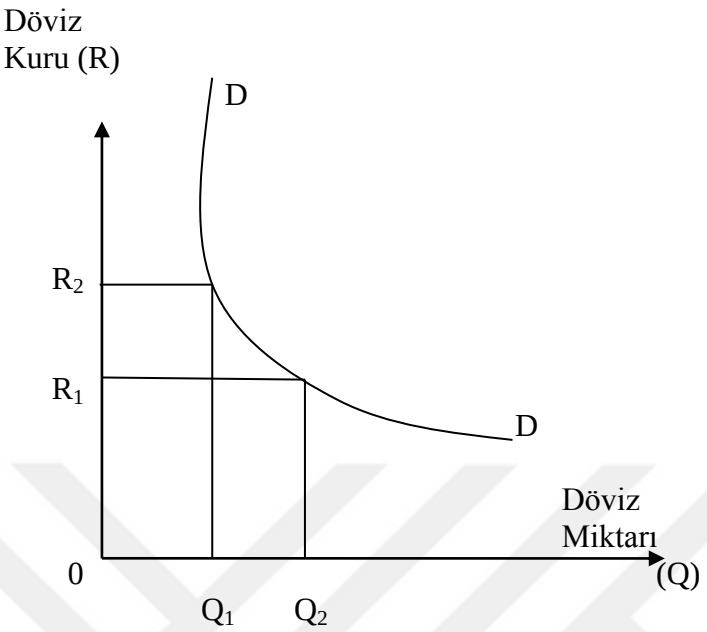
- **Rezerv Para Olarak:** Hükümetler, bankalar veya işletmeler yabancı ülke paralarını rezerv olarak tutup biriktirmektedir.
- **Değişim Aracı Olarak:** Bazı ülkelerin para birimleri ilgili ülkeler tarafından ulusal değişim aracı olarak kabul edilip kullanılmaktadır. Örneğin, Amerikan doları yada Avrupa Birliği'nin para birimi olan euro dünyanın birçok ülkesinde kabul edilen en önemli değişim araçlarından birileridir.
- **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri:** Yabancı bir ülkedeki kısa vadeli yatırım araçlarını (örneğin; hazine bonoları, mevduat sertifikaları vb.) değerlendirmek isteyen bir kişi o ülkenin para birimine uygun olarak mevcut likiditesini ilgili para birimiyle değiştirir.
- **Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri:** Yabancı ülkelerin aktiflerini satın almak isteyen hükümetler, bankalar, işletmeler veya bireyler yabancı paraya ihtiyaç duymaktadır. Örneğin; ABD'de uzun vadeli yatırım yapmak isteyen bir kişi ilk olarak elindeki kendi ülkesinin parasını Amerikan dolarına çevirmek zorundadır.
- **İthalat:** İthalat yapan işletmeler kendi ülkelerinin parasını ödeme aracı olarak kabul edilen döviz cinsine çevirerek ödemesini gerçekleştirmektedir.

Döviz kuru belirlendikten sonra açıklanması işlemine yani ifade edilmesine kotasyon adı verilmektedir. Dünya ülkelerine bakıldığında iki farklı şekilde kotasyon uygulandığı görülmektedir. İlk uygulama bir birim dövizin değiştirebileceği ulusal para miktarı şeklindeki biçimidir. Buna doğrudan kotasyon adı verilmektedir. Bu yöntem, genellikle Avrupa ülkelerinde uygulandığı için Avrupa Yöntemi denmektedir. Türkiye de bu yöntemi uygulayan ülkelerden birisidir. İkinci uygulama ise bir birim ulusal paranın döviz cinsinden ifadesidir ki buna dolaylı kotasyon adı verilmektedir. Genellikle ABD, Kanada gibi ülkelerde uygulandığı için bu yönteme Amerikan Yöntemi denilmektedir. Avrupa ülkelerinden İngiltere de bu yöntemi kullanan ülkelerden birisidir. Paralarının değeri yüksek olan ülkelerde dolaylı kotasyon yöntemi, paralarının değeri düşük ve yüksek enflasyona sahip ülkelerde doğrudan kotasyon yöntemi kullanılmaktadır (Çelik, 2008: 435)

1.4.1. Döviz Talebine Etki Eden Faktörler

Döviz talebine etki eden etmenler aşağıda sırlanmıştır (İyibozkurt, 1982:74):

- Ülke ekonomisinin ithal mallara olan talebinin fiyat esnekliği döviz talebini etkilemektedir.
- Ülke ekonomisindeki ithal mallara rakip olan malların, arzının fiyat esnekliği etkilemektedir.
- Ekonomideki ithal malların arzının fiyat esnekliği etkilemektedir.
- Ülkenin ithal ettiği mallara yönelik ilgili ülke talebinin fiyat esnekliği döviz talebini etkilemektedir.



Şekil 1.1. : Döviz Talep Eğrisi

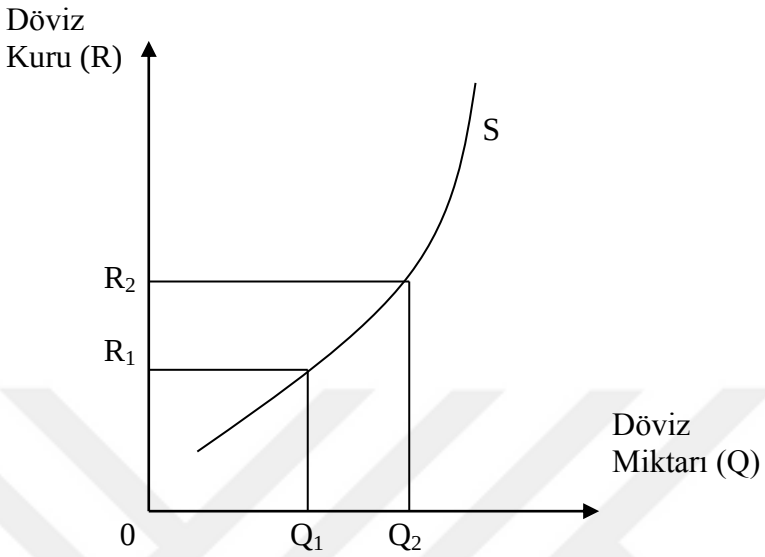
Kaynak: Çiçek, 2006:17

Döviz talep eğrisi negatif eğimli bir eğridir. Yukarıdaki şekilde talep eğrisi çizilirken döviz talebine etki edecek diğer faktörlerin örneğin; gelir seviyesinin, fiyatların, faiz oranların, zevk ve tercihlerin sabit olduğu kabul edilmiştir (Ceteris Paribus). Döviz talep eğrisi (D) negatif eğimli olmasının nedeni döviz kuru ile döviz talebinin arasında ters yönlü bir ilişkinin olmasından kaynaklanmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen yükselişler döviz talebinin düşmesine neden olurken döviz kurlarındaki düşüşler ise döviz talebinin artmasına neden olmaktadır.

1.4.2. Döviz Arzına Etki Eden Temel Faktörler

Döviz arzına etki eden temel değişkenler aşağıda sıralanmıştır (İyibozkurt, 1982:76):

- Ülkenin ihracatına olan talebin fiyat esnekliği,
- Ülkenin ihraç ürünleriyle rekabet eden yabancı malların arzının fiyat esnekliği,
- Ülkede ihraç edilen mallara olan yurtiçi talebin fiyat esnekliği.

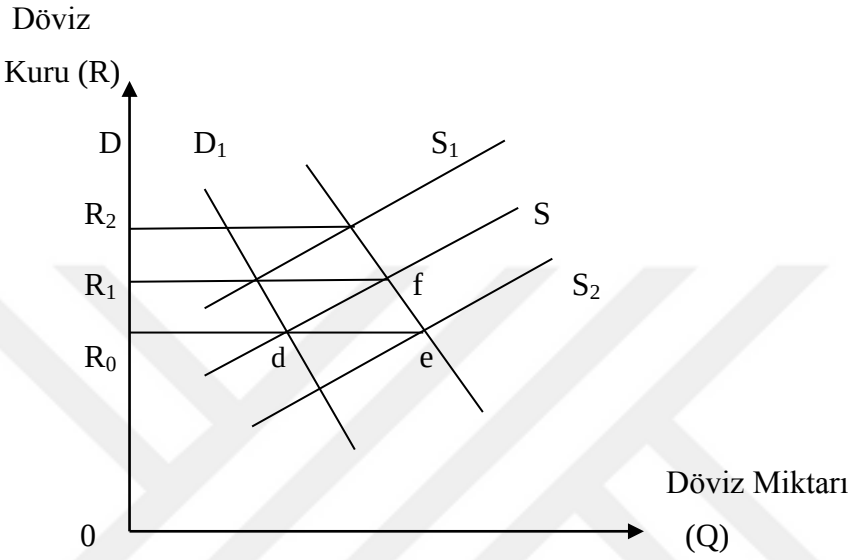


Şekil 1.2. : Döviz Arz Eğrisi

Kaynak: Çiçek, 2006:19

Normal şartlar altında döviz arz eğrisi pozitif eğimlidir (Ceteris Paribus). Arz eğrisinin pozitif eğimli olmasının nedeni ihraç mallarının talep esnekliğinin değerinin birden büyük olmasıdır. Döviz kurlarında meydana gelen değişmeler döviz arzı üzerinde olumlu ve olumsuz olmak üzere iki etki yapmaktadır. Olumsuz etkisi yabancı para bazında fiyatlarda meydana gelen düşmelerdir. Olumlu etkisi de fiyatların düşmesi sonucu miktarlarda artış olmasıdır. Piyasada bir fiyatın düşmesi karşısında talep hacmi ne kadar genişlerse döviz arzındaki artış da o ölçüde yüksek olacaktır. Yani döviz arz eğrisi de o derece esnek olacaktır. Dolayısıyla döviz arz eğrisi (S) , pozitif eğimli, dik, negatif eğimli ve geriye dönmeli bir eğri olabilmektedir.

Döviz piyasalarında dövizin fiyatı ile döviz talebi ters orantılıdır. Döviz arzı ise döviz talebinin tersine, döviz fiyatı ile doğru bir orantı içerisindedir. Döviz arz ve talebinin eşit olduğu noktada ise döviz kuru dengede denmektedir (Ersöz, 2006:5).



Şekil 1.3. : Denge Döviz Kuru

Kaynak: Çiçek, 2006:20

D döviz talep eğrisi ve S döviz arz eğrisi olmak üzere döviz arz ve talep eğrisinin kesiştiği d noktası döviz kuru dengesini oluşturmaktadır. Döviz arz ve talep eğrileri çizilirken diğer faktörler olan gelir seviyesi, fiyatlar, faiz oranları, maliyetler, zevk ve tercihler sabit olarak kabul edilmektedir. Fakat bu faktörlerde oluşabilecek değişmeler döviz talep eğrisinin ve döviz arz eğrisinin sağa ya da sola kaymasına neden olacaktır. Örneğin, S döviz arz eğrisi sabitken D döviz talep eğrisinin sabit kabul edilen etmenlerden birinin değişmesi halinde D_1 talep eğrisi şeklini alıp sağa kayabilmektedir. Bu durum döviz kurunda döviz talebinin arttığı anlamına gelmektedir. Eğer devlet otoriteleri müdahale etmezlerse yeni denge kuru f noktası olacaktır.

Dolayısıyla döviz arz ve talep eğrilerine etki eden faktörlerin değişmesi piyasadaki denge döviz kurunu da değiştirecektir. Yeni denge kuru kararlı ise oluşan döviz talebi fazlası kurları arttırıp, arzı fazlası da kurları düşürerek denge kuru sağlanmış olacaktır. Aksi durumda ise kararsız denge söz konusudur.

Döviz kurlarındaki değişmelere döviz arz ve talebindeki kaymaların neden olmaktadır. Ekonomide ki bu kaymaların birçok nedeni vardır. Bunlardan en önemlileri şunlardır (Parasız, 2010:502):

- İthal malların fiyatında meydana gelen artış ya da azalışlar,
- İhraç malların fiyatındaki artış ya da azalışlar,
- Ülkedeki malların fiyatında değişmeler,
- Sermaye hareketleri,
- Yapısal değişmeler,
- Rezerv para olarak dolara ya da euroya olan güvenin kaybolması.

1.4.3. Döviz Kurlarını Etkileyen Faktörler

Döviz kurlarında ki değişimler çeşitli faktörlere bağlı olarak belirlenir. Bu faktörler şunlardır (Gümüşeli, 1994:83):

- **Ödemeler Dengesi:** Ödemeler dengesi, döviz kurunu belirleyen faktörler arasında önemli bir yere sahiptir. Örneğin, ödemeler bilançosundaki cari işlem hesabının açık vermesi, dış borçların artış göstermesi ve ülkeye sermaye girişinin azalması gibi değişmeler, ülke parasını olumsuz yönde etkilemektedir.
- **Satın Alma Gücü Paritesi:** Satın alma gücü paritesi, ülkedeki genel enflasyon oranını ve fiyat değişikliklerini dikkate almaktadır. Enflasyon oranı bir ülke ekonomisinde diğer ekonomilere göre daha hızlı yükseliyor ise bu ekonominin ulusal parasının diğer ekonomilerin paraları karşısında değer kaybedeceği anlamına gelmektedir.

Satın alma gücü paritesi kendi içinde mutlak ve nispi satın alma paritesi olmak üzere iki alt bölüme ayrılmaktadır. Mutlak satın alma gücü paritesi, iki ülke arasında bir ürün sepetinin belirli bir kur düzeyinde fiyatlarının eşitlenmesi şeklinde olmaktadır. Nispi satın alma gücü paritesi ise iki ülke arasında belirlenen sepetteki ürünlerin fiyatlarının yıllar içindeki değişiminin belirli bir kur seviyesinde birbirine eşitlenmesidir.

- **Faiz Oranları:** Faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi açıklamak için öncelikle enflasyon ile ilişkisini açıklamak gerekmektedir. Bu ilişkiyi açıklamada Fisher Etkisi kullanılır. Fisher Etkisinde nominal faiz oranları, reel faiz oranları ile enflasyon oranlarının toplamıdır. Yatırımcılar bir ülke ekonomisindeki faiz oranlarının diğer ekonomilere göre daha yüksek olduğunu biliyorlarsa yatırımlarını, reel faiz oranlarının yüksek olduğu ülkeye yatırırlar.

- **Para ve Maliye Politikaları:** Para ve maliye politikaları döviz kurlarını etkileyen bir diğer faktördür. Ülkede para arzını genişletici politikalar uygulanması döviz kurunu ters yönde etkileyip vergi oranlarını değişmesine neden olur. Aynı zamanda doğrudan ve dolaylı vergileme, vergi iadesi gibi mali düzenlemeler o ülkedeki satın alma gücünü azaltır ve döviz kurlarını yükseltir.

- **Diğer Faktörler:** Politik ve psikolojik faktörler de döviz kurlarını etkileyen faktörlerden biridir. Örneğin sermaye hareketliliklerine neden olarak kurlar üzerinde etki yapmaktadır.

1.4.4. Döviz Kuru Türleri

Döviz kurunun türleri dört ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar; döviz alış ve satış kurları, dolaysız kur ve çapraz kur, nominal kur ve reel kur şeklinde ayrılmaktadır.

1.4.4.1. Döviz Alış Kuru ve Döviz Satış Kuru

Bankalar ve döviz ticareti yapan kuruluşlar döviz kurlarını; döviz alış kuru (bid rate) ve satış kuru (ask rate) olmak üzere iki farklı kur şeklinde ilan ederler. Dolaysız kotasyonda alış kuru satış kurundan daha düşük olur ve aradaki fark banka karlarını ve vergileri kapsamaktadır. Yani bankalar, kuru düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satmaktadır. Ayrıca alış ve satış kurları arasındaki farka kur marjı (spread) denir.

Örneğin; satış kuru P_S ve alış kuru P_A ile gösterilirse bu işlemi aşağıdaki formüle göre yapılabilir;

Marj yüzdesi = $(P_S – P_A / P_S) \times 100$

Alış ve satış kurlarının farklı olmasının nedenleri şunlardır; birinci olarak, büyük miktarlardaki işlemlerde alım ve satım marjı düşük, küçük miktarlardaki işlemlerde ise yüksektir. Çünkü işlem hacmi artıkça marj azalmaktadır. İkinci olarak ilgili ülkede yabancı paranın piyasasındaki istikrarsızlıkları etkili olmaktadır. Bu nedenle döviz fiyatındaki iniş ve çıkışlar arttıkça marjlar da büyür. Çünkü bankanın kur değişimlerine karşı kendini güvenceye alması güçleşmektedir (Seyidoğlu, 2013:376).

1.4.4.2. Dolaysız Kur ve Çapraz Kur

Birçok ülkede döviz ticareti ile uğraşan bankalar ve diğer mali kurumlar ulusal paralarıyla ilgili kurların belirlenmesinde Amerikan dolarını esas almaktadır. Diğer bir anlamda, dolar dünyada ki döviz piyasalarında bir değer standardı görevi yapmaktadır.

Her ülkede kurların dolar cinsinden belirlenmesi hesaplamalarda kolaylık sağlamaktadır. Dünya ülkelerinde ki çeşitli piyasalarda kurların belirlenmesinde Amerikan dolarının esas alınmasının nedeni Amerikan ekonomisinin dünya ekonomisindeki ağırlığı ve etkin işleyen mali piyasaların bulunuşunun büyük etkisi vardır. Örneğin, Türkiye'de geçerli dolar kuru 1$:3.75TL'dir. Aynı anda Almanya'da piyasasında dolar kuru ise 1$:1.50€ olsun. O nedenle buradan 1€=2.50 TL olması gerektiği sonucu çıkartılmaktadır. Bu nedenle farklı ülke paralarının kurlarını dolar gibi ortak bir para cinsi üzerinden hesaplanmasına çapraz kur (cross rates) yöntemi denilmektedir. İki ülkenin ulusal paraları arasında piyasada fiilen uygulanan kurlar dolaysız kurlardır. Buna karşılık çapraz kur yöntemiyle hesaplananlar kurlar ise dolaylı kur adını almaktadır (Seyidoğlu, 2013:377).

1.4.4.3. Nominal döviz kuru

Nominal döviz kuru kavram olarak iki para biriminin göreli fiyatını göstermektedir. Aynı zamanda her gün kısa veya uzun aralarla tespit ve ilan edilen kura nominal döviz kuru denmektedir. Nominal döviz kuru, reel döviz kuru ve iki ülkenin fiyat düzeylerine bağlıdır. Ülkedeki yurtiçi fiyatlar yükseldiği zaman nominal döviz kuru düşer. Bunun sonucunda ülke parasının değeri düşeceği için ülke

parası ile daha az yabancı para satın alacaktır. Tam tersi olarak yabancı bir ülkede fiyatlar genel düzeyi yükseldiği zaman ise nominal döviz kuru yükselir. Bu nominal kur yükselişi sonunda yabancı paranın değeri azalır, ilgili ülke para birimi ile daha fazla yabancı ülke parasından satın alınabilir (Parasız 2010:550-555).

1.4.4.4. Reel döviz kuru

Reel döviz kuru, yurtdışında yabancı ülkeler tarafından üretilen mal veya hizmetlerin yurtiçerisinde üretilen mallar cinsinden göreli fiyatına denmektedir. Reel döviz kuru uluslararası ticarette rekabeti ölçmede kullanılan göstergelerden birisidir. Reel efektif döviz kuru nominal efektif döviz kurundaki nispi fiyat etkileri arındırılarak elde edilmektedir. Reel döviz kuru parasal politikalar yerine reel ekonomik değişkenlere bağlıdır.

Başka bir tanım ile reel döviz kurları, ulusal paranın dış satınalma gücündeki değişmelerini yansıtmaktadır. Baz kabul edilen bir yıla göre ülkedeki enflasyon oranının yabancı ülkelerden daha yüksek olması durumunda, reel döviz kurları nominal döviz kurlarının altına düşecek, yani nominal kur aynı kalmış olsa bile reel döviz kuru küçülecektir. Bu durum aynı zamanda ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi olarak da adlandırılır. Bu durumun sonucunda da ulusal paranın uluslararası piyasalardaki rekabet gücü zayıflayacaktır. Yani ulusal para göreceli olarak pahalılaşacak, ihracat yapmakta güçlük çekilecek ve ucuzlayan yabancı mallar dolayısıyla ithalatta artış görülecektir (Seyidoğlu, 2013:381).

1.4.5. Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Temel Yaklaşımlar

Döviz kurlarının öngörülmesi, ekonomik birimlerin yatırım kararları ya da üretim, tüketim ve ticaret gibi birçok ekonomik göstergenin kararları üzerinde son derece etkilidir. Döviz kurlarının tahmin edilmesi, sabit kur sistemi uygulayan ekonomiler için ülke parasını devalüe ve revalüe ederek ekonominin ne kadar sürdürülebileceğini belirler. Dalgalı kur sistemini uygulayan ekonomiler için para arzı, talebi, faiz oranları, milli gelir düzeyi ve enflasyon oranı gibi makro ekonomik göstergeler kullanarak ekonominin sürdürülebilirliği belirlenmektedir (Bayraktar, 2011:80-81)

Döviz kuru belirlemede iki ana temel yaklaşım mevcuttur. Bunlardan birincisi geleneksel yaklaşım ikincisi yeni veya modern teoriler yaklaşımıdır. Geleneksel yaklaşım dış ticaret akımları yaklaşımı ve satınalma gücü paritesi yaklaşımı şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Ayrıca satınalma gücü paritesi kendi içerisinde mutlak satınalma gücü paritesi yaklaşımı ve nispi (göreli) satınalma gücü yaklaşımı olarak ikiye ayrılmaktadır. Modern teoriler yaklaşımları da parasal yaklaşım, portfolyo dengesi yaklaşımı ve faiz haddi paritesi olarak üçe ayrılmaktadır. Bu yaklaşımlar aşağıda açıklanmıştır.

1.4.5.1. Geleneksel Yaklaşım

Döviz kurlarının belirlenmesi ile ilgili ilk geliştirilen geleneksel yaklaşımlar, finansal piyasaların gelişmediği dönemde kullanılmışlardır. Bu yaklaşımlar genel olarak uzun dönemli yaklaşımlardır, kısa dönemde uygulanma imkânları pek yoktur. (Bayraktar, 2011:81).

Geleneksel yaklaşımlar kurların oluşumunu sadece akım değişkenleri göz önüne alan yani sermaye akımlarının etkilerini göz ardı eden yaklaşımlardır (Demircioğlu, 2009:12). Geleneksel yaklaşımlar şunlardır;

- Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı
- Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı
    - Mutlak Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı
    - Nisbi Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

1.4.5.1.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Dış ticaret akımları yaklaşımı, bir ülkede ulusal paranın değerini belirleyenin ilgili ülkenin mal ve hizmet ihracatı ve ithalatı olduğunu belirtmektedir. Bir ekonomide ihracatın ithalattan büyük olması halinde dış ticaret bilançosu fazla verecektir. Bu durum ulusal paranın dış değerini arttırır. Tam tersi yaklaşımla ithalatın ihracattan fazla olması, dış ticaret bilançosunun açık vermesine neden olup, ulusal paranın dış değeri azalacaktır. Örneğin, yerli mal ve hizmetin veya yabancı

malların göreli fiyatlarını, iç ve dış ekonomilerdeki reel gelir artışları, tüketicilerin tercihleri, teknolojinin gelişmesi ve faktör stokundaki artışlar ya da azalışlar gibi birçok faktör etkilemektedir (Seyidoğlu, 2013:438-439).

1.4.5.1.2. Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

İsveçli iktisatçı T. Gustav Cassel 1922 yılında satınalma gücü paritesi (SGP) yaklaşımının temellerini atmıştır. SGP yaklaşımında, nominal döviz kurları göreceli enflasyon oranlarına göre ayarlanmaktadır. Diğer bir ifade ile SGP yaklaşımı döviz kurlarının, oluşan fiyat farklılıklarına göre ayarlanmasına dayanmaktır. Dolayısıyla ülkelerdeki fiyatlar genel düzeyi seviyesi ile döviz kurları arasında ilişki kurmaya çalışmaktadır (Wyplosz ve Burda, 2011:11).

SGP (Purchasing Power Parity), tek fiyat kanunun döviz piyasasına uygulanmış halidir. Tek fiyat kanunu (law of one price), uluslararası ticarette rekabetçi piyasaların sattığı malların tek bir para biriminden aynı fiyata satılması durumudur. Ayrıca tek fiyat kanunu uluslararası arbitraj faaliyetlerinin bir neticesidir. Arbitrajcı, risk yüklemeden belirli bir anda ortaya çıkan fiyat farklılıklarından kâr sağlamaya çalışmaktadır. Arbitrajcı ‘ucuza al, pahalıya sat’ ilkesine göre hareket etmektedir. Bu mekanizma ile fiyatların çok dar sınırlar dışında birbirinden sapmasına engel olmaktadır (Seyidoğlu, 2013:439-440).

Satınalma gücü paritesi yaklaşımı kendi içerisinde ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi mutlak satınalma gücü paritesi ikincisi ise nispi (göreceli) satınalma gücü paritesidir (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 162).

1.4.5.1.2.1. Mutlak Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Satınalma gücü paritesi yaklaşımının katı yaklaşımı MSGP’dir yani mutlak satınalma gücü paritesidir. Mutlak SGP Gustav Cassel tarafından 1922 yılında ortaya atılmıştır. Bu yaklaşım, bir birim yerli paranın, döviz kurlarından birine dönüştürülebildiğinde dünyanın her yerinde aynı satınalma gücüne sahip olması demektir (Södersten ve Reed, 1994: 581-582). Sonuç olarak mutlak satınalma gücü

paritesi, ilgili ülkenin denge döviz kurlarının birbirine dönüştürülmüş fiyatlar genel düzeylerinin bütün ülkelerde aynı olduğu anlamına gelmektedir (Yurdakul, 2016:6).

Mutlak SGP hipotezinin denklemi aşağıdaki gibidir;

e = P / P *

Yukarıda ki denklemde, e nominal döviz kuru, P yurtiçi fiyatlar genel düzeyi, P* ise yurtdışı fiyatlar genel düzeyi olarak ifade edilmektedir (Keşkek ve Orhan, 2005:95). Bu denklem yerli para ile yabancı para arasındaki değişim oranının yurtiçi ve yurtdışı fiyat endekslerine bağlı olduğunu göstermektedir. Yurtiçi fiyatlar yurtdışı fiyatlardan ne kadar yüksekse (düşükse), bir birim yabancı paranın ulusal para fiyatını ifade eden (e) de yani nominal döviz kuruda o derece yüksek (düşük) olacaktır. (Demircioğlu, 2009:14). Bu yaklaşım, analizlerde sermaye piyasalarını ihmal etmekte, sadece mal ve hizmet akımlarını dâhil etmişlerdir (Ünsal, 2005:344).

1.4.5.1.2.2. Nispi (Göreceli) Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Mutlak satınalma gücü paritesi yaklaşımının geçerliliğini kaybetmesi sonucu nispi satın alma gücü paritesi yaklaşımı ortaya atılmıştır (Seyrek, 2003:152).

Nispi SGP yaklaşımında fiyat ve döviz kurlarının mutlak değişimleri değil, bu faktörlerdeki göreceli değişmeler ele alınmaktadır. Yani göreceli SGP (relative purchasing power parity), döviz kurlarındaki değişmeleri iki ülke arasındaki enflasyon (fiyatlardaki artış) oranlarına bağlı olduğunu belirtmektedir. (Seyidoğlu, 2013:444).

Nisbi SGP yaklaşımı şu şekilde formüle edilmektedir:

$S_1 - S_0 / S_0 = P_d - P_f$

S_1, baz alınan yılın döviz kurunu, $S_1 - S_0 / S_0$ kurdaki yüzde değişmeyi göstermektedir. P_d iki dönem arasında ülkedeki enflasyon oranını, P_f ise yabancı ülkedeki enflasyon oranını göstermektedir. Göreceli satınalma gücü paritesi (GSGP) yaklaşımında kurlardaki değişmeler göz önüne alındığı için P_d ve P_f'nin mutlak değerleriyle değil, bunlardaki değişmelerle yani enflasyon oranları ile ilgilenilmektedir. (Aslan ve Kanbur, 2007:16-17). Mutlak ve göreceli satınalma gücü

paritesi arasındaki farklılık, mutlak satınalma gücü paritesi yaklaşımı nominal kurlarını dikkate almakta, nisbi satınalma gücü paritesi yaklaşımı ise ülkelerin rekabet güçlerini gösteren reel kurları dikkate almaktadır (Ünsal, 2005:344-345).

Satınalma gücü paritesi, uzun dönemli analizlerdir, kısa dönemli analizler yaklaşımı desteklememektedir. Ayrıca uzun dönemde bu yaklaşımın geçerliliği yüksek olduğu belirlenmiştir (Seyrek, 2003:160-167).

Satınalma gücü paritesi ile ilgili olarak aşağıdaki değerlendirmeler yapılabilmektedir (Demircioğlu, 2009:15):

- Döviz kurlarının belirlenmesine yönelik olarak geliştirilmiştir.
- Döviz kurları ekonomilerin fiyatlar genel düzeylerinde oluşan değişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir.
- İthalatı ve ihracatı serbestçe yapılan mallar için geçerlidir.

Sonuç olarak dış ticaret akımları yaklaşımın göre kurlar, cari işlemler bilançosunun gelişimine göre ifade edilmeye çalışılmıştır. Satınalma gücü paritesi yaklaşımına göre ise, kurlarda meydana gelen değişikliklerin ülkelerarası fiyat farklılıklarını giderecek şekilde ortaya çıktığı görülmektedir (Polat, 2017:8).

1.4.5.2. Modern Yaklaşımları

1973 yılında Bretton Woods sisteminin geçerliliğini yitirmesiyle birlikte, ülkelerde sabit kur sistemi yerine esnek kur sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Esnek kur sistemine geçilmesi ile birlikte döviz kurlarında dalgalanmalar meydana gelmiştir. Bu dalgalanmalar geleneksel yaklaşımların döviz kurlarını açıklanmada yetersiz kaldığını göstermiştir (Polat, 2017:8). Ayrıca esnek kur sistemiyle uluslararası fonların ülkelerdeki faiz oranlarına karşı duyarlı hale gelmesiyle de sermaye hareketleri hızlanmıştır. Bu sebeple döviz kurlarını açıklamaya çalışan geleneksel yaklaşımlar yetersiz kalmış ve yeni yaklaşımlar gündeme gelmiştir. Geleneksel yaklaşımlardan farklı olarak modern yaklaşımlar döviz kurlarının oluşumunu açıklarken akım değişkenlerin yanına analizlere stok değerleri de katmışlardır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 165). Çağdaş yaklaşımlar şunlardır:

- Parasalcı Yaklaşım

- Portföy Tercihi Yaklaşımı
- Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı

1.4.5.2.1. Parasalcı Yaklaşım

Parasalcı yaklaşım, 1970'li yıllarda Robert Mundell, Harry Johnson ve Jacop A. Frenkel gibi Chicago Üniversitesi profesörleri tarafından geliştirilmiştir. Frenkel, esnek kur sistemine parasalcı yaklaşımın uygulanmasında ve sabit kur sistemine olan üstünlüğünün savunulmasında önemli rol oynamıştır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 168).

Parasalcı yaklaşım, tahvil piyasaları ve beklentileri dikkate almıştır. Bu yaklaşıma göre döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olan piyasanın para piyasaları olduğunu ifade etmişlerdir. Döviz kurlarındaki değişmelerin temel sebebi ise para arzı ve para talebi arasındaki dengesizliklerdir. Örneğin, bir ekonomide merkez bankası para arzını yükselttiğinde, oluşan arz fazlası yabancı mal ve hizmet veya yabancı paraya bağlı mali varlıklara yönelecektir. Bununla birlikte kurlarının ulusal para cinsinden fiyatı artacak ve kurlardaki bu yükselme eğilimi fiyat düzeyini de yükseltecektir (Seyidoğlu, 2013:447-448). Bu yaklaşımda döviz kurları, para arz ve talebi başta olmak üzere reel gelir değişmelerinden ve beklentilerden etkilenmektedir (Bulut, 2005:133).

Sonuç olarak parasalcı yaklaşım, her türlü döviz kuru dengesizliklerini para politikası aracılığıyla çözülebileceğini söylemektedir (Demircioğlu, 2009:19). Ayrıca parasalcı yaklaşım, döviz kurlarını açıklamaya yönelik bir diğer yaklaşım olan portföy dengesi yaklaşımının gelişmesine temel olmuştur (Öztürk ve Bayraktar, 2010:171).

1.4.5.2.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı (Varlık Piyasası Modeli)

Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarında meydana gelen değişimleri yabancı varlıkların arz ve talebindeki değişikliklere bağlı olarak açıklamaya çalışan yeni bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım parasalcı yaklaşımdan farklı olarak risk unsurunu

yaklaşıma dahil etmektedir. Portföy dengesi yaklaşımı tanımlandığı gibi, bireylerin portföy dengesi ve getiri oranlarındaki değişimelere tepki olarak portföylerini ayarlama sürecine göre açıklanmaktadır. (Polat, 2017:9).

Portföy dengesi yaklaşımı, H. Markowitz ve J. Tobin'in para talebi üzerindeki çalışmalarıyla geliştirilen bir yaklaşımdır. Markowitz, dövizin kurunun belirlenmesine yönelik yaklaşımların hep geleceğe dönük öngörüler içermesine rağmen risk hiç faktörüne değinilmediğini belirtmiştir. Nitekim gerçek yaşamda getiri ve risk kavramları yan yana olan iki kavramdır. Ancak portföy dengesi yaklaşımına kadar analizlere, yaklaşımlara ve yatırım kararlarına getiri ve risk dahil edilmemiştir. Tobin'e göre ekonomide yatırımcılar birikimlerini risksiz bir yatırım aracı veya riskli varlıklardan oluşan bir portföye bölüştürmektedir. Yatırımcı risk tercihine göre bu ikisi arasında birikimlerini dağıtmaktadır. Portföyü farklı yatırım araçlarına dağıtarak riski azaltmak amacıyla geliştirilen bu yaklaşım modern portföy kuramı olarak da adlandırılmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:171).

Portföy tercihi yaklaşımı aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir:

$$E = f(i, i^*, r, r^*)\ W/F$$

$$W = M + B + EF.$$

Yukarıdaki denklemde, M yurtiçi para stoku, B yurtiçi varlık arzı, F döviz cinsinden varlıkların elde bulundurulan net miktarı, W toplam servet, E ulusal para cinsinden döviz kuru, i, i *, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları ve r, r * yurtiçi ve yurtdışı varlıkların risk düzeyleridir.

Portföy tercihi yaklaşımına göre, bir ekonomide yurtiçi faiz oranlarında artış olduğu zaman yatırımcıların varlıklarını yurtiçi varlıklar cinsinden tutmak istedikleri kısmı artacaktır. Bu durum da yurtiçi paraya olan talebi arttıracak ve ulusal para değer kazanacaktır. Yurtdışı faiz oranlarının artması halinde ise tam tersi sonuç meydana gelecektir. Yabancı ülkede para arzı artırıldığında, yurtdışında varlık alımları artacak ve ülkeden sermaye çıkışı meydana gelip ülke parası değer kaybedecektir (Demircioğlu, 2009:19-20).

1.4.5.2.3. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı

Faiz haddi paritesi yaklaşımı, döviz kurlarının belirlenmesinde makro ekonomik göstergeleri göz önüne almakta ve ödemeler bilânçosunun sermaye hareketlerini yaklaşıma dâhil etmektedir. Yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıklar arasında tam ikame gerçekleştiğinde finansal varlıkların getiri oranları eşitlenmektedir. Bu olay faiz haddi paritesi olarak adlandırılmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:175-176).

Faiz haddi paritesi yaklaşımında, işlem maliyetlerinin olması, ekonomik birimlerin risklere karşı farklı davranışlar sergilemesi, risk primlerinin ve faiz oranlarının değişken olması ve riski ve faiz oranlarını etkileyen faktörlerin tam olarak açıklanamaması bu yaklaşımın temel eksikliklerini oluşturmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:177).

1.5. Döviz Kuru Politikaları

Döviz kuru politikaları, devletlerin uluslararası ödemelerini belirli bir düzen içerisinde gerçekleştirebilmesini sağlamak amacıyla döviz kuru ile ilgili olarak aldıkları bütün tedbirlere denmektedir (Demircioğlu, 2009:53). Yani döviz kuru politikaları, yerli para ile yabancı para arasındaki oranın belirlenmesine yönelik uygulamalardır. Bu önlemleri ülkeler tek başlarına almak yerine, uluslararası para sisteminin yönlendirmesine göre uygulamaya koymaktadırlar (Uysal, 1999:113).

Döviz kuru politikaları ve döviz kuru sistemleri birbirleri ile yakın anlama terimler olup işleyişte tamamen farklı kavramlardır. Sistem, politikaların tamamından oluşan daha geniş bir kavramdır. Döviz kuru sistemleri, ekonomik karar birimlerinin davranışlarını ve faaliyetlerini, çevresel koşullarını belirleyen yasal düzenleme, kural, ilke ve kurumlar bütünüdür (Erkan, 1997:46) Döviz kuru politikaları ise hükümetlerin hedeflediği amaçlara ulaşabilmek için ekonomik karar birimlerini bilinçli ve sistematik olarak etkileme, yönlendirme ve şekillendirme amaçlı politikalardır (Karluk, 2009:342).

Döviz kuru politikaları, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu koşullar da kur politikasını belirler. Örneğin, makro ekonomik dengesizlik bulunan bir ekonomideki kur politikası ile istikrarlı bir ekonomisi olan ülkede uygulayan kur politikası farklı

olacaktır. İstikrar programı içinde kur politikaları ne kadar önemli ise istikrarlı bir ekonomide var olan dengelerin sürdürülebilmesi, kalkınma hedeflerinin sağlanabilmesi ve ekonomik değişkenlerin hızlı ve reel etkiler yaratması temel amaçtır (Abuşoğlu, 1990:53).

Döviz kuru politikaları, araçlarına ve amaçlarına göre olmak üzere ikiye ayrılarak incelenmektedir. Araçlarına göre döviz kuru politikaları, devalüasyon ve revalüasyon şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Amaçlarına döviz kuru politikaları ise gerçekçi, eksik ve aşırı değerlenmiş politikalar şeklindedir.

1.5.1. Araç Olarak Döviz Kuru Politikaları

Bir ülkede döviz kuru politikaları, döviz kuru sistemlerine aykırı olmamak kaydıyla az çok farklı, döviz kuru politikaları izlenmektedir (Abuşoğlu, 1990:52).

Araç olarak döviz kuru politikaları, devalüasyon ve revalüasyon olarak iki başlık altında incelenmektedir.

1.5.1.1. Devalüasyon

Devalüasyon sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde kullanılan bir terimdir. Esnek kur sistemlerinde, döviz kurları arz ve talep koşullarına göre değiştiği için döviz piyasası üzerinde hükümet müdahalesi söz konusu değildir. Bu sistemlerde piyasa koşullarının işleyişi ile döviz kurlarının yükselmesi ve ulusal paranın değer kaybetmesi durumuna "depreciation" adı verilmektedir (Yaman, 2012:14).

Sabit döviz kuru sistemini uygulayan ve dış ödemeler dengesinde açık olan devletler, yerli paranın dış değerini düşürmek için, döviz kurunu değiştirebilirler. Hükümetin alacağı bir karar ile döviz kurunu yükseltip kendi ülkelerinin yerli parasının dış değerini düşürebilir, buna devalüasyon denilmektedir. Esnek döviz kuru sistemini uygulayan ülkelerde döviz kurları arz ve talebe göre belirlendiği için hükümetin devalüasyon kararı almasına gerek kalmamaktadır. Bu sebeple arz ve talebe göre döviz kuru kendiliğinden belirlenecektir. Devalüasyon kararını veren ülke ihraç mallarının dış değerinin düşmesi nedeni ile ihracatın artması, ithal edilen malların da ülke içerisinde değerlerinin artması beklentisindedirler. İthalatın azalması

ile döviz tasarrufu, ihracatın artması ile de döviz gelirinin artması ülkeler için amaçtır. Sonucunda da dış ödemeler dengesindeki açığı kapatabilmektedirler (Dinler, 2006, s. 525-526).

Devalüasyonun amacı olan dış ticaret açığını kapatma Marshall Lerner koşulu ile açıklanmaktadır. Bu koşula göre, ihraç mallarının arz esnekliğinin sonsuz olması ve ithal mallarının yurtiçi ve ihraç mallarının yurtdışı fiyatlarının talep esneklikleri toplamı birden büyük olması gerekmektedir. Esnekliklerin toplamı bire eşitse olursa uygulanan devalüasyon sonucunda dış ticaret açığında değişme meydana gelmeyecektir. Esnekliklerin toplamı birden küçük olması durumunda ise dış ticaret açığı daha fazla artacaktır.

Bu formül şu şekilde ifade edilmektedir:

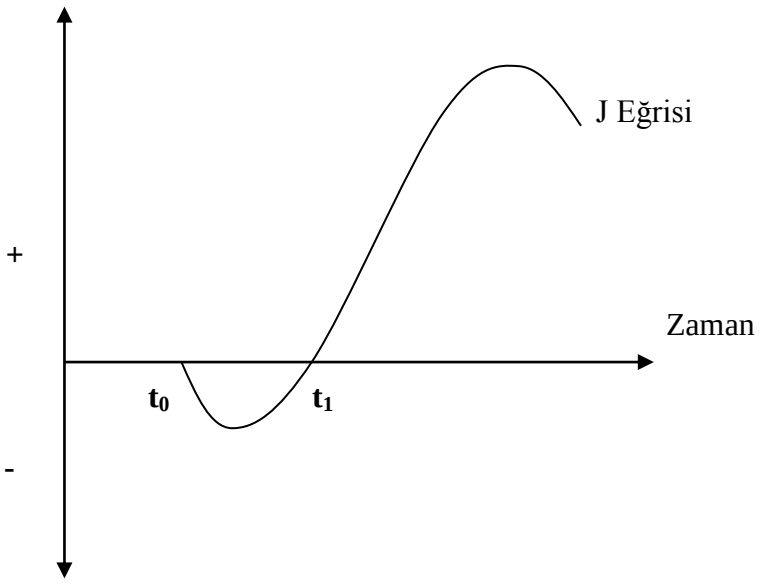
$e_x + e_m \geq 1$ (Marshall-Lerner koşulu)

e_x: ihraç malları yurtdışı talep esnekliği

e_m: ithal malları yurtiçi talep esnekliği

Marshall Lerner koşulu gerçekleştiğinde ithal malların fiyatlarında meydana gelen artış, yurtiçindeki malların talebini düşürürken; ihraç mallarının fiyatlarında oluşan düşme ise yurtdışından bu mallara olan talebi arttıracaktır. Bu şekilde devalüasyondan amaçlanan sonuç elde edilecektir.

Dış Ticaret Bilançosu



Şekil 1.4. : J Eğrisi Etkisi

Kaynak**:** Yaman, 2012:16

Yukarıdaki şekil Marshall-Lerner koşulunun gerçekliğini ortaya koyan eğri J eğrisidir. J eğrisi yaklaşımında, devalüasyon yapıldığında dış ticaret dengesi önce daha fazla açık vermekte, belirli bir zaman sonra düzelme meydana gelmektedir. Bu şekilde ödemeler bilançosunda oluşan gelişmeler bir J harfi çizmektedir.

1.5.1.2. Revalüasyon

Ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin artırılmasına ya da döviz kurlarının düşürülmesine revalüasyon denir. Devalüasyonun tersi olarak da değerlendirilmektedir. Kelime anlamı olarak revalüasyon, devalüasyonun tersi olarak değerlendirilse de, teorik olarak bu iki kavram birbirinin tam tersi olarak düşünülmemelidir. Piyasa koşullarının işleyişi ve kurdaki düşmeye karşılık ulusal paranın değer kazanması olayına "appreciation" denilmektedir. Bu olguyu revalüasyon ile karıştırmamak gerekir. Revalüasyon sabit kur sistemlerinde yapılan bir uygulamadır. Sabit kur sistemlerinde ulusal paranın kendiliğinden değer kazanması mümkün değildir. Bunun için parasal otoritenin karar alıp döviz kurunu düşürmesi gerekir. Bu duruma da revalüasyon adı verilir. Revalüasyon ihraç mallarının fiyatlarını, yabancı para cinsinden pahalılaştırarak ihracatı azaltırken, ithal mallarının fiyatlarını ulusal para cinsinden düşürerek ithalatı arttırmaktadır. Bunun sonucunda ödemeler bilançosu fazlasında azalma meydana gelmektedir. Revalüasyonun uluslararası piyasalarda rekabet gücünü azaltıcı etki meydana getirdiğinden dolayı ülkeler ödemeler bilançosu fazlasını önlemek için revalüasyon yapmaktan kaçınır. Bu nedenle uygulamada revalüasyona çok fazla görülmemektedir (Yaman, 2012:16-17).

Revalüasyonu pazar koşullarının işleyişiyle ya da kurdaki bir düşüşe karşılık yerli paranın değer kazanması olayı ile karıştırılmamalıdır. Revalüasyon sabit döviz kuru sistemlerinde uygulandığı için bu sistemlerde yerli paranın kendiliğinden değerinin artması söz konusu değildir. Bu nedenle yetkili mercilerin karar alarak döviz kurunu düşürmesi gerekmektedir, bu uygulamaya da revalüasyon denilmektedir. Revalüasyon, yabancı para biriminden ihracatı pahalılaştırıp yerli para

biriminden ithalatı ucuzlaştırmaktır. Bu durumda ise döviz gelirlerini azaltıcı, döviz giderlerini ise artırıcı etki meydana gelir. Revalüasyon uygulayan ülkeler, güçlü ve rekabetçi bir ekonomiye sahip olmalılardır (Karakaş, 2015, s. 34).

1.5.2. Amaç Olarak Döviz Kuru Politikaları

Ekonomiler içinde bulundukları konjonktüre bağlı olarak hedeflenen amaçlara ulaşabilmek için amaç olarak döviz kuru politikalarını ana politika aracı ya da yardımcı politika aracı olarak kullanmaktadır. Bu kısımda amaç olarak döviz kuru politikaları gerçekçi, eksik ve aşırı değerlenmiş döviz kuru politikaları olarak incelenecektir (Demircioğlu, 2009:56).

1.5.2.1. Gerçekçi Döviz Kuru Politikası

Ülkeler ekonomik ilişki içinde bulunduğu yabancı ülkelerle aralarındaki enflasyon farkının hesaplanıp kurlara yansıtılması yoluyla, ulusal paranın değer kazanmasına veya kaybetmesine yol açmayacak bir politikadır. Diğer bir ifade ile yabancı ülkelerin bir ülkedeki satınalma gücünü sabit tutmayı amaçladıkları döviz kuru politikasıdır (Demircioğlu, 2009:56).

Gerçekçi kurların belirlenmesinde kullanılan en yaygın yöntem Satınalma Gücü Paritesi (SGP)'dir. SGP, mutlak ve nispi satınalma gücü paritesi olmak üzere iki farklı şekilde hesaplanmaktadır. Mutlak yaklaşıma göre belirli bir anda iki farklı ülkedeki milli paralar arsındaki değişim oranının, bu ülkelerin iç fiyat endekslerinin oranına eşit olduğunu ileri sürer (Karluk, 2009:348). Nispi yaklaşıma göre ise döviz kurlarındaki değişmeler, iki ülkenin nispi fiyatlarındaki gelişmeleri yansıtır. Kurlardaki oynaklık, ülkeler arasındaki enflasyon oranları arasındaki farklılık kadar olmaktadır. Gerçekçi kur politikaları belirlendikten sonra kurların yeni koşullara uyumu kolaylaşmış olur. Ayrıca zaman içinde şiddetli dalgalanmaları azalır. Kur dalgalanmaların şiddetinin azalması kur istikrarının sağlanması açısından olumlu bir gelişmedir. Bu nedenle, gerçekçi kur politikası sağlıklı ve yansız bir politikadır. (Abuşoğlu, 1990:38).

1.5.2.2. Aşırı Değerlenmiş Döviz Kuru Politikası

Aşırı değerlenmiş döviz kuru politikası, döviz kurlarının iki ülkenin enflasyon oranlarına göre olması gereken düzeyin altında belirlenmesidir. Döviz kurlarının değerinin, denge değerinin altında oluşması, ulusal paranın değerinin gerçekte olması gerekenden daha yüksek olması demektir (Yaman, 2012:18). Aşırı değerlenmiş döviz kuru politikasında ithalat fiyatlarının yükselmesi, bu politikanın ithalat üzerindeki olumlu etkisini azaltacaktır. İhracat fiyatlarının yükselmesi de ihracat üzerindeki olumsuz etkileri azaltacaktır. Bu nedenle ihracat yönünden kaybedilen fiyat avantajının bir bölümü ya da tamamı tekrar kazanılırken, ithalat yönünden kaybedilen fiyat avantajının bir bölümü veya tamamı tekrar kaybedilecektir. Uzun süre, aşırı değerlenmiş kur politikası izleyen bir ekonomi dış ticaret dengesi fazlası verir. Bu duruma bağlı olarak da döviz rezervleri olumlu yönde gelişir (Zengin, 2000: 29).

1.5.2.3. Eksik Değerlenmiş Döviz Kuru Politikası

Eksik değerlenmiş kuru politikalarında, döviz kurlarının enflasyon oranları farkından daha az arttırılması ya da gerçekleşmesi gereken değerin altında oluşmasının sağlanmasıdır. Bu kur politikası, sabit ile esnek kur sisteminin her ikisinde de ortaya çıkabilmektedir. Esnek döviz kuru sisteminde döviz rezervleri ya da dış borçlanmalar ile döviz piyasasına müdahale edilerek, kurun düşük düzeyde kalması sağlanmaktadır. Ayrıca kambiyo kısıtlamaları ile döviz talebinin sınırlandırılması da aynı sonucu vermektedir (Zengin, 2000: 29). Bu politikada ihraç malları, yabancı fiyatlardan yüksek satılarak, ticaret hadleri ilgili ülke lehine değiştirilmesi amaçlanmış olacaktır (Yaman, 2012:18).

1.6. Uluslararası Para Sistemleri ve Tarihsel Süreçte Döviz Kuru Sistemlerinin Gelişimi

Tarih boyunca ülkeler mal değişiminde çeşitli araçlar kullanmışlardır. Para bu değişim araçlarından biri olmakla birlikte kullanılmaya başlandığı zaman tam olarak bilinmemektedir. Ülkelerin kendi paralarını basıp dış ticaret ilişkisine girdikleri 19.

yüzyıldan önce tunç, demir, bakır, altın gibi değerli madenleri değişim aracı olarak kullanmışlardır (Özdemir, 2010:9).

19. yüzyılın sonlarına doğru ülkelerin kendi paralarını basıp birbirleriyle dış ticaret ilişkisine girmeleri, döviz kuru sistemi seçimi ve uluslararası para sistemlerinin temelini oluşturur (Çağlar, 2003:11). Bu dönemde İngiltere'de başlayan sanayi devrimi kısa bir süre içinde Almanya, Fransa ve Amerika gibi diğer batı ülkelerine yayılmış ve aynı hızla artan bir ivme kazanmıştır. Sanayi devrimi daha sonraki aşamalarda seri üretimde makine kullanımı başlamasıyla verimliliği fazlasıyla artırmıştır. Üretilmiş malların büyük bir bölümü için dış piyasalarda bulunması üretim ve tüketimin ulusal sınırları aştığı bir konuma ulaşmıştır. Bunun sonucunda uluslararası ticaret artmış ve beraberin de uluslararası para sistemlerinin kurulması neredeyse zorunlu bir hale gelmiştir (Wang, 2005: 21).

Bu noktada tarihsel süreç içerisinde baktığımızda ülkeler döviz piyasalarını kendi ihtiyaçlarından öte, ülkelerin döviz kuru sistemlerini, uluslararası anlaşmalarla yapılan düzenlemeleri ve oluşturulan mali kuruluşları ifade eden uluslararası para sisteminin amaçlarına göre ayarlamak zorunda kalmışlardır (Yurttançıkmaz, 2010:8).

Uluslararası para sistemleri tanım olarak dünya ülkeleri ile ekonomik birimlerin kendi aralarındaki her türlü alış verişi yapılabilmelerine olanak sağlayan kurumsal yapı, mekanizma ve uygulamaların tamamıdır. Bu anlamda uluslararası para sistemine, uluslararası para düzeni de denilmektedir. Uluslararası para sisteminde döviz kuru sistemlerinin önemli bir yeri vardır (Karluk, 2003: 510).

Döviz kuru sistemleri, bir ekonomide iç ve dış dengenin sağlanmasında önemli araçlardan biridir. Ülkelerin tercih ettiği döviz kuru sistemleri her zaman tartışma konusu olmuştur. Bu konunun çözülememesinin nedeni, bütün şartlarda üstün olacak bir döviz kuru sisteminin olmamasından kaynaklanmaktadır (Gök, 2006:131). Uluslararası para sistemlerinin tarihsel gelişim süreci aşağıda anlatılmıştır.

1.6.1. Çift Metal Sistemi

Çift metal sisteminde ülkeler para biriminin fiyatını altın ve gümüş gibi değerli madenlerle tanımlamaktadır. Sistem içerisinde para biriminin korunması için paranın altın ve gümüş ile değişiminin serbest olacağını garanti etmektedir. 19. Yüzyılın başlarından itibaren başta ABD, Fransa, Çin, Almanya ve Hollanda olmak üzere birçok ülke bu sistemi uygulanmıştır (Müslümov vd., 2002: 10). Çift metal sisteminin olumsuz yönü, altın ve gümüşün piyasa fiyatları arasında oluşan orantının zaman içerisinde değişmesidir. Dengenin sürekli olarak değişmesi, çift metal sistemini uygulayan ülkelerin devamlı olarak revizyon yapmalarını gerektirmektedir. Bu durum da istikrarsızlığa sebep olmaktadır. Bu da çift metal sisteminin uzun dönemli olmayacağı anlamına gelmektedir (Çiçek, 2006:35).

Çift metal sisteminde istikrarsızlıkların yaşanması ve dünyada altın üretim sürecinin hızlanması çift metal sisteminin terk edilmesine sebep olmaktadır. Kaliforniya'da (1857), Avustralya'da (1851) ve Güney Afrika'da (1885) altının bulunması ile siyanür süreci 1887 yılında başlamıştır. Uluslararası Para Konferansı'nda 1867 yılında altın standardını onaylanmıştır. 20. yy.'ın başlarına gelindiğinde ise gelişmiş ekonomiler arasında çift metal sistemini uygulayan ülke kalmamıştır (Müslümov vd., 2002: 10).

1.6.2. Altın Standardı (1870-1933)

Geçmişten günümüze kadar insanoğlu alış verişlerini yapabilmek ve ticaretlerini gerçekleştirebilmek için çok çeşitli araçlar kullanmıştır. Düzenli ve sistemli olarak kullanılan ilk para sistemi Altın Standardı Sistemidir. Bu sistem bilinen en eski sabit kur uygulamasıdır. Sitemin temel özelliği, her ülkenin parasının değeri belirli ağırlıktaki saf altın cinsinden tanımlamasıdır. Altın standardı sisteminde altının alımı, satımı, ihracı ve ithalatı serbest bırakmıştır. Piyasalarda altın sikkelerle beraber banknotlar da kullanılmıştır. Ancak devletler istedikleri anda banknotları altına dönüştürebilme yetkisine sahip olmuşlardır (Ersöz, 2006:6).

Altın Standardı olarak adlandırılan bu sistem önceden planlanmış bir sistem değildir. Bu sistem madeni paradan kağıt paraya geçişteki düzeninin doğal bir sonucu olarak gelişmiş ve uzun bir süre kullanılmıştır (Eğilmez, 1996:17).

İlk olarak 1870 yılında batı Avrupa'da kabul edilip kullanılmaya başlanan Altın Standardı Sistemi, ABD'de 1879 yılında uygulanmaya başlanmıştır. 1914 yılına gelindiğinde ise Çin hariç tüm dünya ülkeleri altın standardı sistemine geçmiştir (Özdemir, 2010:12).

Sisteminin istikrarlı ve düzenli bir şekilde işleyebilmesi için aşağıdaki kuralların geçerli olması gerekmektedir (Çiçek, 2006:36):

- Ülkelerin paralarının altın cinsinden fiyatlarının sabitlenmesi gerekmektedir.
- Altının ülkeler arasında ithalatı ve ihracatı yapılabilmelidir.
- Ticaret sonucunda ülke dış ticaret fazlası verdiğinde giren altın miktarındaki artışa bağlı olarak para arzının artmalıdır. Dış ticaret açığı veren ülke ise kaybedilen altına bağlı olarak para arzını azaltmalıdır.

Altın standardı sistemi kendi içerisinde birçok avantajı ve dezavantajı barındırmaktadır. Altın standardı sisteminin avantajlarından ilki, uluslararası alanda sistemin ayarlama mekanizması simetrik olarak işlemektedir. Yani bir ülke altın rezervlerini kaybettiğinde ilgili ülkenin para arzı azalmakta buna karşılık yabancı ülkelerin rezervleri artmakta ve para arzı genişlemektedir. İkinci avantajı, parasal genişleme üzerine sınır koymasıdır. Üçüncü avantajı ise, uluslararası ticaretin genişletmesidir. Son avantajı ise altın standardı döviz kuru riskini minimize etmektedir. Bunun sonucunda da uluslararası sermaye piyasalarında borçlanma maliyetlerinin düştüğü görülmüştür (Müslümov vd., 2002: 11).

Sisteminin çeşitli olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Bunlardan ilki, ülkede istihdam artışı sağlamak için para politikası kullanımını sınırlandırmasıdır. İkinci dezavantajı, sistemde fiyat istikrarı, altın ile mal ve hizmetlerin göreceli fiyatları arasında ilişki olmasıdır. Yani ekonomilerde altın rezervlerinin olması, fiyatlar genel düzeyinde dalgalanmalara neden olmaktadır. Sonuncu dezavantajı ise, ekonomilerin

büyümesinin tek koşulu yeni altın rezervlerinin bulunmasına bağlıdır (Müslümov vd., 2002: 12).

Altın standardı sistemi Birinci Dünya Savaşına kadar sorun yaşanmadan uygulanmıştır. Fakat savaşla birlikte askeri harcamalarda artış olması, diğer savaş giderleriyle birlikte bütçenin açık vermesine neden olmuştur. Bu nedenle de sisteme ara verilmiştir. Altın standardı sistemini uygulamaya devam eden ABD'ye altın girişlerinin artması altının fiyatını iki katına çıkarmıştır. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra ülkeler tekrar altın standardı sistemine dönmek isteseler de dönememişlerdir. Çünkü altın standardı sistemine aykırı olarak ülkeler ekonomilerine yoğun bir şekilde müdahalelerde bulunmaya başlamışlardır. Özellikle ülkelerin serbest dış ticareti kısıtlaması altın standardına dönüşü engellemiştir (Özdemir, 2010:14).

Sonuç olarak 1929 yılında Dünya Ekonomik Buhranı'nın ortaya çıkması altın standardı sisteminin çöküşü hızlanmıştır. 1933'lere gelindiği zamanda ise sistemi tümüyle geçerliliğini kaybetmiştir.

1.6.3. Bretton Woods Sistemi (Altın Değişim Standardı 1944-1971)

Bretton Woods sistemi 1944 yılında Amerika'nın New Hampsire eyaletindeki Bretton Woods şehrinde 44 ülkenin katılımıyla oluşturulan bir konferansta adımı atılmıştır. 2. Dünya Savaşı'nın ülkeler için çok yıkıcı sonuçları olmuştur, ancak ABD savaş sırasında Avrupa ülkelerine ihracat yaptığı için Avrupa'nın altın stoklarını eline geçirmiştir. 2. Dünya Savaşı'ndan sonra diğer ülkeler arasında lider konuma yükselen ABD, uluslararası kuruluşların oluşturulmasına öncülük etmiştir (Çağlar, 2003:28-29).

Uluslararası para sistemlerinde ve ticaretteki düzensizlik, kur istikrarsızlığına neden olmuş 2. Dünya Savaşı ile de derinleşmeye devam etmiştir. Savaş sonrasında ise güvenilir bir uluslararası para sistemine ihtiyaç duyulmuştur. Temmuz 1944'de bu sorunları gidermek için Bretton Woods'da konferans yapılmıştır (Wang, 2005:22).

1944 yılında Uluslararası Para Fonu (International Monetery Found) kurulmuştur. Bu banka ülkelerin ödemeler bilançosundaki açıkları nedeniyle dünya

ticaretinin kısıtlanmasını önlemeyi amaçlamaktadır.1954 yılında ise, Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası diğer adı ile Dünya Bankası (International Bank for Reconstruction and Devolopment, IBRD veya World Bank) kurulmuştur (Özel, 2000: 86). Dünya Bankası, ülkelerin tekrar imar edilmesi amacıyla uzun vadeli krediler vermektedir. Ülkeler ödemeler bilançosundaki bu yapısal dengesizlikleri, krediler aracılığıyla ortadan kaldırılmaya çalışmaktadır (Erol, 2002: 6).

Bretton Woods anlaşmasına göre ABD dışındaki ülkelerin paraları dolara sabitlenmekte, Amerikan doları ise, 1ons altın=35 dolar olmak üzere altına bağlanmaktadır. Diğer ülke paralarının da, dolar aracılığı ile dolaylı olarak altın karşılığı olması gerekmektedir. Böylece dolar, Dünyada rezerv para birimi haline gelmektedir. Bretton Woods siteminde döviz kurlarının değişim oranı, ± % 1 aralığında sabitlenmektedir. Bu bakımdan Bretton Woods sistemi, ayarlanabilir sabit kur sistemi olarak da adlandırılmaktadır. Kurların söz konusu aralığın dışına çıkması durumunda, döviz piyasasına müdahalelerin yapılabileceği kararlaştırılmıştır (Çelik, 2008: 509).

ABD'nin zaman içerisinde dış ödemelerdeki açıklarının büyümesi dolara karşı duyulan güvenin azalmasına sebep olmuştur. Spekülatörler, ABD'nin altın stoklarının dolar rezervlerinden daha az olduğunu görerek yatırımlarını dolardan alıp altına yönlendirmişlerdir. Bu sebeple başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerinde katılımıyla Londra Altın Fonu kurulmuştur. Bu fonun asıl amacı spekülatörlere altın satarak, sürekli değişen altının ons fiyatını 35 dolarda sabitlemektir. Fakat ekonomilerde spekülasyonlar durmamış ve 1968 yılında Altın Fonu dağılmıştır. Bunun sonucunda da ABD oluşan baskılarla yabancı merkez bankalarına karşı doların altın konvertibilitesini durdurmuştur. İlk olarak altının resmi fiyatını önce 35 dolardan 38 dolara çıkarmış daha sonra da 42.2 dolara çıkararak doları altın karşısında devalüe etmek zorunda kalmıştır. Tüm bunların sonucunda spekülasyonların durmaması üzerine 1973 yılının başında döviz piyasalarını iki hafta kapatmıştır. Piyasalar tekrar açıldığı zaman 1946 yılından beri uygulanan Bretton Woods sistemini artık kullanamayacaklarını açıklayan Avrupa ülkeleri uygulamadan çekilmişlerdir. Bu şekilde sistem tamamen çökmüştür. (Ersöz, 2006:10)

1.7. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru sistemleri temelde sabit döviz kuru sistemi ve serbest veya esnek döviz kuru sistemi olarak iki başlık etrafında toplanmakla birlikte uygulamada, sabit ve esnek kur sisteminin karışımından oluşan alternatif döviz kuru sistemleri de bulunmaktadır (Ergür, 2011:20). Döviz piyasalarına merkez bankaları tarafından ya da genel bir ifadeyle resmi otoritelerce yapılan müdahalelerin türü ve yoğunluğu, döviz kuru sistemleri arasındaki farklılığın temel nedenini oluşturmaktadır (Çiçek, 2006:32).

Ülkelerin kur rejimi tercihi, makroekonomik politikaların etkin olmasını, finansal sistem de istikrarın sağlanmasını, para ve maliye politikalarının etkin bir şekilde yürütülmesini ve ekonomik gelişmeyi etkilemektedir. Bu nedenle kur rejimi tercihi kuvvetli bir ekonomik yapının temel etmenlerinden birisidir. Ülkeler arasında yaşanan ilişkilerde ekonomik düzeyde belirleyici olması ve doğrudan piyasaları etkilemesi önemlilik derecesini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise küreselleşme süreçlerini ve makroekonomik performanslarını etkilemektedir. Etkin bir döviz kuru rejimi bir ekonomide iç ve dış dengenin sağlanmasına yardımcı olmaktadır (Kavanoz, 2017:4).

1.7.1. Sabit Kur Sistemi

Sabit kur sistemi, herhangi bir ülkenin merkez bankasının parasıyla ilgili olarak ilan ettiği değeri korumak için davranışta bulunduğu sistemdir. Sistemde döviz kurlarının istikrarı için Merkez Bankası döviz piyasalarına alıcı ve satıcı olarak müdahalesi etmesi gerekmektedir. Bu nedenle Merkez Bankası'nda yeterli miktarda altın ve döviz stokunun bulunması gerekir (Parasız, 2003: 479). Yani piyasa mekanizması tamamen ortadan kalkmadan resmi otoritelerin gerektiğinde piyasaya alıcı ve satıcı olarak girerek, döviz arz ve talebi arasındaki dengesizliği gidermesidir. Ancak en katı sabit kur sistemlerinde dahi, kurlar dar da olsa bir sınır içinde dalgalanabilmekte, kurların sabitliği bu sınır dışına çıkılmamak koşuluyla sağlanabilmektedir (Güran, 1987: 43).

1.7.1.1. Sabit Kur Sisteminin Avantajları

Sistemin avantajları; kur riskinde azalma olması, faiz oranlarında düşüş, parasal şoklara karsı direnç göstermesi başlıkları altında aşağıda açıklanmıştır (İnan, 2002: 4):

- Kur riskinde azalma; kurlarla ilgili olarak bilgi sahibi olunması kur riskini azaltmaktadır. Nitekim ülkeye yabancı yatırımlar yapılıp ve uluslararası işlemler artacaktır.
- Uluslararası piyasalara giriş; kurlarda yaşanan belirsizliğin azalması yabancı yatırımların ekonomiye gelişini ve ulusal ekonomik birimlerin uluslararası piyasalara girişini kolaylaştırmaktadır.
- Faiz oranlarında düşüş; kurlarda azalan belirsizliklerle beraber hem ülke içerisindeki faizler hem de dış borçlanmada risk primi düşmektedir.
- Parasal şoklara karşı direnç; merkezi otorite tarafından müdahale edilen bir sistem olduğu için para arzındaki beklenmedik değişimler kur üzerinde etkilerini en aza indirmektedir (Güran, 1987:91).

1.7.1.2. Sabit Kur Sisteminin Dezavantajları

Sabit kur sistemlerinin dezavantajları; güvenilirlik, bağımlı para politikası, şoklar, cari işlemler başlıkları altında aşağıda anlatılmaktadır (İnan, 2002: 5):

- Güvenilirlik; sabit kur sisteminin ülkede sürdürülebileceğine ilişkin güven olmalıdır. Bu güven zedelendiği zaman ekonomi krizler yaşanabilmektedir.
- Bağımlı para politikası; ülke parasının bağlı olduğu para cinsinin değerindeki ani değişimler ekonomiyi bir bütün olarak etkilemektedir.
- Şoklar; sabit kur sistemi dış şoklara ve reel kesimlerden kaynaklanan iç şoklara açıktır. Çünkü sabit kur sistemi, ulusal ekonomiyi hem dışarıda hem de ülke içerisinde yaşanan ekonomik istikrarsızlıklara karşı savunmasız bırakmaktadır (Seyidoğlu, 2013: 449).
- Cari işlemler; sabit kur sisteminde döviz kurları resmi otoriteler tarafından belirlendiği için kurların gerçekçi olmaması durumu olabilmektedir. Kurlar başlangıçta denge düzeyinde belirlenmiş olsa dahi, bir süre sonra arz ve talep

koşulları farklılaştığında sabit resmi kurlar artık gerçek değerini yansıtmayacaktır. Sabit kur sisteminde genellikle hükümetler tarafından belirlenen kurlar, yerel parayı aşırı değerlendirmektedir (Seyidoğlu, 2013: 450).

1.7.2. Tam Esnek Kur Sistemi

Bretton Woods Sistemi'nin geçerliliğini kaybetmesinin ardından uluslararası alanda ülkelerin kullandığı ortak bir döviz kuru sistemi kalmamıştır. 1973 yılında petrol krizinin de etkisiyle dış ticaret hadlerini iyileştirmek ve dış ticaret hacmini arttırmak amaçları ile esnek kur uygulamaları geliştirilmiştir. Gelişmiş ülkelerle birlikte gelişmekte olan ülkelerde esnek kur sistemini uygulanmaya başlanmıştır (Çiçek, 2006:46).

Tam esnek kur sistemleri, piyasa tarafından döviz kurlarının belirlendiği bir sistemdir. Bu sistemde merkez bankası döviz piyasalarına müdahale etmemektedir. Bu şekilde ülkede bağımsız para politikası uygulamalarına olanak verilmektedir (Yıldırım, 2003: 30).

1.7.2.1. Tam Esnek Kur Sistemlerinin Avantajları

Tam esnek kur sistemlerinin avantajları; dışsal reel şoklara karşı direnç göstermesi, ulusal paranın gerçek değeri, dış ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması, dış rezerv ihtiyacı, bürokrasiye gerek duyulmaması ve bağımsız para politikası başlıkları altında ele alınmaktadır.

- Dışsal reel şoklara karşı direnç göstermesi; sistemde kur tamamen esnek olduğu için döviz piyasalarında yeni gelişen durumlara ve şoklara hızlı ve tam olarak uyum sağlamaktadır (İnan, 2002: 4).
- Ulusal paranın gerçek değeri; genellikle devletler kurlarla ilgili belirledikleri ulusal parayı aşırı değerlendirmektedir (Seyidoglu, 2013: 450). Dış ticarette kurların değerlenmelerine bağlı olarak ekonomide rekabet kaybı yaşanmamakta ve ödemeler dengesi açısından bir sorun ortaya çıkmamaktadır (Karluk, 2007: 551).

- Dış ödemeler bilançosu dengesi; ödemeler bilançosunda açık ya da fazla olması durumunda kurlarda değişme meydana gelmektedir. Fakat ödemeler bilançosu dengesi kendiliğinden sağlanmaktadır. Ödemeler bilançosunda açık olması durumunda, döviz arzı az, döviz talebi fazla olacağından kurlar hemen yükselmeye başlayacaktır. Kurların yükselmesi ile ithalat pahalı hale gelmekte, ithal mallarına olan talep azalmaktadır. Ayrıca kurların yükselmesi ihraç malların döviz bazında fiyatlarını düşürmekte ve uluslararası piyasalarda rekabet avantajı sağlamaktadır.

Bir taraftan ithalatın azalması, diğer taraftan ihracatın artması, ödemeler bilançosu dengesini kendiliğinden sağlanmaktadır. Tam tersi durumda yani ödemeler bilançosu fazla vermesi durumunda kurlar düşerken, ithalat artıp, ihracat azalmakta ve dış fazlalık ortadan kalkmaktadır (Çelik, 2008: 472).

- Dış rezerv ihtiyacı; tam esnek kur sisteminde kurlarla ilgili olarak hükümetlerin karar almalarına ve denetimde bulunmalarına gerek yoktur. Bu yüzden sistem, bürokrasiyi de önlemektedir (Seyidoğlu, 2003: 20).
- Bağımsız para politikası; tam esnek kur sistemlerinde, döviz kurlarının istikrarı hedef olarak alınmadığı için, merkez bankaları daha etkin ve serbest bir para politikası yürütme imkânı bulmaktadır (İnan, 2002: 4).

1.7.2.2. Tam Esnek Kur Sisteminin Dezavantajları

Tam esnek kur sistemlerinin dezavantajları; dış ticaret ve mali akımları caydırma, yurt içi enflasyonu arttırma, esnekliklerin düşük olması ve istikrar bozucu spekülasyon başlıkları altında aşağıda anlatılmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 20):

- Dış ticaret ve mali akımları caydırma; tam esnek kur sistemi belirsizliğe neden olarak riskleri arttırmaktadır. Bu da uluslararası ticari ve mali akımları engellemektedir.
- Yurtiçi enflasyonu arttırma; bu sistem enflasyonun hızlanmasına eden olmaktadır. Çünkü döviz kurları yükseldiğinde mal ve hizmetlerin fiyatı yükselmekte, bu da ücretleri ve maliyetleri arttırmaktadır. Fakat tam tersi durumda kurlar düştüğünde, ücretler, girdilerde ve maliyetlerde bir düşme görülmemektedir. Yani döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisi tek yönlüdür, bu da enflasyonu hızlandırma doğrultusundadır.

- Esnekliklerin düşük olması; tam esnek kur sisteminde arz ve talep esneklikleri yeterli ölçüde yüksek değilse, kur değişmelerinden istenilen sonuçları elde etmek mümkün olmamaktadır. Tam esnek kur sisteminde kurun yükselmesi, ulusal paranın değer kaybetmesi ve ülkenin ihraç gelirlerinin artması beklenir. Esneklikler düşük düzeyde ve ülke kaynakları üretim kapasitesini arttıracak ölçüde akışkanlığa sahip değilse, üretim artmayacağından, ihracatın ve bu yolla döviz arzının artması söz konusu olmamaktadır (İşgüden ve Akyüz, 1990: 115).
- İstikrar bozucu spekülasyon; tam esnek kur sisteminde spekülatörler, fazla miktarda döviz alışı yaptıkları zaman yarattıkları döviz talebinden dolayı kurları denge kur seviyesinin üzerine çıkarmakta, yükselen kurdan ellerinde bulunan dövizleri satarak, aşırı kar sağlayabilmektedirler. Tersine, spekülatörler fazla miktarda döviz satışı yaptıkları zaman ise döviz bolluğu yaratarak, kurların denge kur seviyesinin altına düşmesine neden olabilmekte, düsen kur seviyesinden daha fazla döviz satın alarak, döviz bazında yüksek kar elde edebilmektedirler. Spekülatörler, söz konusu işlemleri her yaptıklarında ise, döviz piyasasında kurlar sürekli dalgalanmakta, istikrarsızlık ortaya çıkmaktadır (Çelik, 2008: 473).

1.7.3. Alternatif Kur Sistemleri

Günümüzde uygulamada olan döviz kuru sistemleri ne sabit kur sistemi ne de esnek kur sistemidir. Yukarıda bahsedildiği gibi her iki sisteminde dezavantajları bulunmaktadır. Bu sistemlerin arasında kalan ve de sistemleri birbirine yaklaştıran sistemler mevcuttur bunlara alternatif döviz kuru sistemleri denir (Çiçek, 2006:47).

Alternatif döviz kuru sistemleri bir yelpazeye benzetildiğinde bir ucunda sabit döviz kuru sistemi diğer ucunda ise esnek döviz kuru sistemi olduğu düşünülmektedir. Bu yelpazenin üstüne iki sistemin de bazı olumlu ve olumsuz özelliklerini içinde barındıran sistemler bulunmaktadır (Ersöz, 2006:17). Bu sistemlere aşağıda değilmiştir:

1.7.3.1. Serbest Dalgalanma

Serbest dalgalanan kur sisteminde yerel paranın değeri piyasa tarafından belirlenmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahaleler kurların istenilen düzeyde

oluşmasını sağlamak yerine, gereksiz dalgalanmaları önlemek ve kurdaki değişmeleri daha ılımlı hale getirmek için yapılmaktadır. Bu sistemde para politikası daha etkin hale gelmektedir. Bu sistemden kaynaklanan olumsuzluklar ise ekonomide belirsizlikleri ve riskleri artırması ve kaynak dağılımını olumsuz yönde etkilemesidir. (Ergür, 2011: 24-25).

1.7.3.2. Gözetimli Dalgalanma

Karar alıcı otoritenin döviz kurunu istikrarlı tutabilmesi amacıyla belirli aralıklarla piyasalarına müdahalede bulunmasına, gözetimli ya da kontrollü dalgalanma adı verilmektedir (Yıldırım, 2003: 33).

Gözetimli dalgalanma sistemi, serbest dalgalanan kur sistemi gibi döviz piyasalarının arz ve talebine göre belirlenmektedir. Fakat kurlar hükümet müdahaleleri kapsamındadır. Devlet otoritesi müdahaleleri belirlenen kurallara ve zamana göre yapmamaktadır. Ülkedeki ekonomik göstergelerin sonucunda gerek gördüğü anda yapmaktadır (Ersöz, 2006:17). Gözetimli dalgalanma da yapılan müdahaleler sonucunda ilgili ülke için yarar sağlarken yabancı ülkeler için olumsuz etkiler doğurduğu takdirde anda bu sisteme "Kirli Dalgalanma Sistemi" adı verilir (Ersöz, 2006:18).

1.7.3.3. Aralık İçinde Dalgalanma

Aralık içinde dalgalanan kur sisteminde, döviz kurlarının hükümetlerin belirlediği bir aralık içerisinde dalgalanmasına izin verilmektedir. Bu sistem esnek kur ve sabit kur sisteminin bir birleşimi gibi olup sistem esnekliği ve istikrarı beraber getirmektedir. Merkezi otorite tarafında belirlenen kurların aralık içinde dalgalanması dış şokların etkisini azaltmaktadır. Bu sistemin problemli yönü aralığın doğru bir şekilde belirlenmesidir. Bu aralığın sürdürülebilir olabilmesi için sisteme güven şarttır. Çok dar belirlenen aralık istikrarsızlığa ve spekülasyona neden olmakta, sürekli olarak ayarlanan aralık ise beklenen faydaları yok edebilmektedir (Özdemir, 2000:3).

Aralık içinde dalgalanma sisteminde belirlenen aralığın genişliği daraldıkça, sabit kur sistemine yakınlaşmakta, genişledikçe, dalgalı kur sistemine yakınlaşmaktadır (Yıldırım, 2003: 35).

1.7.3.4. Kaygan Aralık

Kaygan aralık sisteminde, kurların belirlenen ortalama değeri sabitlenmemiştir. Bu özelliği aralık içinde dalgalanma sisteminden farklı yönünü oluşturmaktadır Sistem ortalama değer belirli olmayan sürelerle belirlenmektedir. Ancak sistemde ayarlama süresi ve sıklığı bilinmediği için piyasalarda belirsizliğe neden olmaktadır (Ergür, 2011:26). Kaygan aralık genellikle enflasyonun yüksek seyrettiği ülkelerde uygulanmaktadır. Ayrıca kur ayarlanması ile birlikte kurun aşırı değerlenmesi engellenmektedir (Ersöz, 2006:19).

1.7.3.5. Yönlendirilmiş Sabit Aralık

Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde, ulusal paranın değeri daha önceden belirlenmiş sabit bir kur etrafında yani belirli limitler içerisinde dalgalanmaktadır. Belirlenen sabit değer ülkedeki ekonomik göstergelerin ve ödemeler dengesindeki değişmelerin çerçevesinde belirlenmektedir. Bu sistem yönlendirilmiş sabit parite ile kıyaslandığında daha esnek olduğu görülmüştür. Ayrıca bu sistemde oluşabilecek içsel ya da dışsal şoklara, baskılara karşı, gereken ayarlamalar o anda değil daha önceden belirlenmiş aralıklarla ve sıklıklarla yapılmaktadır (Özdemir vd., 2000:4).

1.7.3.6. Yönlendirilmiş Sabit Parite (Sürünen Parite - Crawling Peg)

Yönlendirilmiş sabit parite sisteminde, ülke parasının değeri yabacı paralar karşısında kısa aralıklarla ve belirlenmiş oranlarda düşürülmektedir (Çağlar, 2003:76). Bu sistemde ülkenin parasının değeri sabitlenmiştir. Sabitlenmiş değer, yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde olduğu gibi, ilgili ülkenin ekonomik göstergelerine ve ödemeler dengesinde yaşanan değişmelere bağlı olarak ayarlanmaktadır. Ayrıca aralığın olmaması nedeniyle belirsizlikler daha aza indirgenmiştir. Yönlendirilmiş sabit aralık sistemi ile kıyaslandığında daha katı bir

yapıya sahiptir. Bu nedenle bu sistem, yönlendirilmiş sabit aralık sistemin avantajlarını ve dezavantajlarını beraberinde getirmektedir (Ergür, 2011:27).

1.7.3.7. Para Kurulu Sistemi (Currency Board)

Para kurulu sistemi, merkez bankasının para arzını yalnız ülke dışından giren dövizlere bağlı olarak ve sabit bir kur üzerinden değiştirebildiği para politikası sistemidir (Seyidoğlu, 2001: 114). Önceden belirlenmiş yabancı ülke parasına yani rezerv paralara yerel parayı eşitlemektedir. Uluslararası piyasalarda kabul görmüş rezerv paraların tam konvertibl özelliği vardır. Günümüzde bu sistemi uygulayan ekonomiler Doları ya da Euro'yu tercih etmektedir. Devletler ellerindeki döviz miktarları kadar para basmaktadır. Bunun haricinde devletler para basamazlar. Ekonomilerde para arzının azaltılıp arttırılması ülkedeki döviz rezervlerinin artırılıp azalmasına bağlı olmakla birlikte devletler bunun dışında para arzı üzerinde etkili değildir (Ersöz, 2006:21).

1.7.3.8. Tam Dolarizasyon (Full dollarization)

Tam dolarizasyon sistemi uygulayan ülkeler parasal bağımsızlıklarına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır. Para kurulu sisteminin uç şeklidir. Ekonomilerde parasal disiplini artırması yönüyle güvenirliliği fazla olan bir sistemdir. Ayrıca istikrarsız bir döviz kurunun neden olduğu olumsuzlukları da ortadan kaldırmaktadır. Bu sistemin maliyetlerinden biri ise senyoraj gelirinin kaybıdır. Senyoraj geliri, paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki farktır. Bu fark devletin kasasına gelir olarak girmektedir. Merkez Bankasının son kredi mercii özelliğini sınırlandırması, ekonomileri krizlerine karşı duyarlı hale getirmektedir (Özdemir, 2000:6).

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ SEBEPLERİ VE SONUÇLARI

Döviz kuru oynaklığı, döviz kurlarının beklenen değerinden ne kadar saptığının ölçüsüdür. Ekonomilerde meydana gelen ani değişimler sapmaların, yani oynaklığın artmasına sebep olmaktadır. 1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasının ardından birçok ülke esnek kur rejimlerini tercih etmeye başlamıştır. Esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde ekonomilerin dengede tutulacağı düşünülürken, Bretton Woods sonrası ekonomilerdeki dalgalanmaların daha sık hale geldiği ve döviz kuru oynaklığının arttığı gözlemlenmiştir.

Bu bölümde döviz kuru oynaklığının tanımı, nedenleri ve kur oynaklığının sonuçları anlatılmakta olup döviz kuru oynaklığının finansal piyasa üzerindeki etkilerinden bahsedilmektedir.

2.1. Döviz Kuru Oynaklığına İlişkin Kavramsal Analiz

Bretton Woods sisteminin 1973 yılında geçerliliğini kaybetmesi ile sabit kur sistemi terk edilmiş ve yerine esnek kur sistemi uygulanmaya başlanmıştır. 1980'li yılların başından itibaren serbest piyasa ekonomisine geçilmesi ve teknolojilerin gelişmesiyle birlikte ekonomiler bütünleşmeye başlamış, finansal piyasalarda yaşanan krizler tüm dünya ekonomilerini etkiler hale gelmiştir. Bilişim teknolojisindeki gelişmelerle birlikte yatırımcılar yatırımlarını reel sektörden ziyade dünyanın farklı bölgelerindeki finansal piyasalarda değerlendirme imkânı kazanır hale gelmiştir. Bu şekilde yatırımlar reel üretimden ziyade finansal piyasalara kaymaya başlamıştır. Yaşanan bu sermaye hareketlilikleri kur düzeylerinin de sürekli değişken hale gelmesine neden olmuştur. Genel anlamda oynaklık, bir varlığın veya malın fiyatının belli bir zaman içinde değişiklik göstermesi olarak tanımlanmaktadır. Özellikle finansal piyasalarda önem arz eden bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır (Ayhan, 2016:8-9).

2.2. Döviz Kuru Oynaklığının Tanımı

Sabit kur sistemi olan Bretton Woods sisteminin 1973 yılında yıkılmasının ardından gelişmiş ülkeler serbest dalgalanan kur sistemine geçmişlerdir. Bu sistemle beraber yatırımcıların kur belirsizliği ortamında portföy yönetimini güç hale gelmiştir. Bu durum iktisat yazınında oynaklık (volatilite) kavramı kullanılmaya başlanmasına neden olmuştur (Ertuğrul, 2012:54).

Oynaklık kelimesinin sözlük anlamı olarak; sık ve geniş çaplı değişme eğilimi ve ani değişimleri ifade etmektedir. Bunlara ek olarak literatürde belirsizlik, risk, kırılganlık ve volatilite gibi bazı kelimelerle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Değişkenlik tüm hareketleri, belirsizlik ise bilinmeyen hareketleri ifade etmektedir (Çiçek, 2010). Döviz kuru oynaklığı ise döviz kurunda belirli bir ortalama değere göre, çok yüksek artış veya azalışların meydana gelmesi olarak tanımlanmaktadır (Karataş, 2015: 28).

Oynaklık, bir finansal varlığın fiyatının veya piyasanın genelinin belli bir zaman dilim içerisindeki dalgalanmasını ifade etmektedir. Yani oynaklık, finansal bir varlığın getirisinin belli bir ortalama etrafındaki dağılmasının ölçüsüdür. Diğer bir ifade ile volatilite, riskin ölçüsü olarak, varlığın fiyatının piyasa endeksine göre değişiminin ölçüsü olarak ya da bir varlığın sistematik ve önlenemez riskini göstermekte olup, varlığın varyansını ya da standart sapmasını ifade etmektedir (Ertuğrul, 2012:5).

Literatürde yapılan tanımlamalara göre belirli zaman aralığında özellikle döviz, tahvil ve sermaye piyasalarındaki fiyat değişimlerinin bir ölçüsü olarak tanımlanmaktadır. Daha basit bir tanımlama ile belirli bir değişkenin belli bir zaman dilimi içerisindeki ortalamaya göre ani düşüşler ve yükselişler göstermesidir. Ayrıca kısa zaman periyodu içerisinde fiyatların hızlı artış ve düşüş göstermesine yüksek volatilite, fiyatlardaki değişimlerin az olmasına düşük volatilite denilmektedir (Albayrak, 2012, s. 58).

Yüksek döviz kuru oynaklığı, kur riskini arttırmakta olup oynaklığın yüksek olduğu ülkelerde yatırım kararları almak ve uluslararası ticaret yapmak daha güç hale gelmektedir. Döviz kuru oynaklığının tahmin edilmesi merkez bankaları açısından

para politikası kararlarını alma mekanizmasında önem kazanmaktadır. Ayrıca kur oynaklığı yabancı yatırımcılar tarafından uluslararası yatırımların taşıdığı riski minimize etmek amacıyla kullanılmakta ve uluslararası ticaret yapan yatırımcıların ithalat ve ihracat kararlarında önemli rol oynamaktadır (Soytaş ve Ünal: 2010, 122).

Geçmişten günümüze kadar birçok döviz kuru sistemi ortaya çıkmış ve uygulanmıştır. Hangi kur rejimi tercih edileceği, ülkeler açısından ne tür ekonomik politikaların benimsendiği, hangi ekonomik büyüklüklerin önde tutulduğu gibi birçok etkenden dolayı farklılık göstermektedir. Ülkeler kendileri için uygun kur sistemini belirlerken, sistemlerin ekonomilere getireceği avantajları ve dezavantajları saptayarak tercihlerini buna göre yapması gerekmektedir (Hançer, 2019:13).

2.3. Döviz Kuru Oynaklığının Nedenleri

Esnek döviz kuru sistemine göre döviz fiyatları piyasadaki arz ve talebe göre oluşması beklenmektedir. Piyasanın döviz kurunda meydana gelebilecek oynaklık durumları absorbe edeceği düşünülmektedir. Fakat uygulamada teoride öngörülen gerçekleşmemiş ve döviz kurlarının değişimi piyasa tarafından tahmin edilememiştir. Yatırımcıların döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı tahmin edememeleri yapmış oldukları yatırımlarda zarara uğramalarına neden olmaktadır. Dolayısı ile bu durum ülke ekonomisini uluslararası ticaret ve ödemeler dengesi kanalıyla zarara uğratmaktadır. Yabancı para ile işlem yapan ülkelerin ihracat ve ithalatta döviz kurunu tahmin edememeleri finansal anlamda sıkıntılar ile karşı karşıya gelmelerine neden olmaktadır (Kantar, 2017:84).

Döviz kurlarının belirlenmesinde parasalcı yaklaşımın görüşüne göre iki ülkenin döviz kurlarının ülkelerin para arz ve talep değişimlerine bağlı olduğunu varsaymaktadır. Bu yaklaşımda iki önerme bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, iki ülke arasındaki döviz kurunun iç fiyatların oranına eşit olması, ikincisi ise iç fiyatların iki ülkede de paranın arz ve talebine göre belirlenmesidir.

$$\boldsymbol{E = \frac{P^*}{P}} \qquad \textbf{(1)}$$

$$\boldsymbol{MV = PQ} \qquad \textbf{(2)}$$

$$\boldsymbol{E = \frac{QP^*}{MV}} \qquad \textbf{(3)}$$

Yukarıdaki denklemlerde E döviz kurunu, P yurtiçi fiyat düzeyini, P* yabancı ülkelerin fiyat düzeylerini, M para stokunu, V paranın dolaşım hızını ve Q ise reel geliri ifade etmektedir. Ülkelerdeki fiyat düzeylerinin para arz ve talebine göre belirlendiği varsayımı miktar teorisine dayanmaktadır (Ertuğrul, 2012:11).

Bu teoriye göre paranın dolanım hızı (V), nominal gelirin para stokuna oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Reel çıktının parasal değişimlerden bağımsız olduğu varsayıldığında fiyat düzeyi doğrudan paranın dolaşım hızına ve para stoku bağlıdır. (3) numaralı denklemde görüldüğü gibi döviz kuru para stoku ve paranın dolaşım hızıyla ters yönde bir ilişkiye sahiptir. Bu (3) numaralı denklemden görüleceği üzere yabancı para düzeyi ve reel çıktıda herhangi bir değişiklik olmadığı ve paranın dolaşım hızının sabit olduğu varsayıldığında döviz kuru para arzının artması nedeniyle düşecektir. Para talebinde herhangi bir artış olmazsa, para stokunda meydana gelebilecek artışlar toplam harcamalarda artışa neden olacaktır. Reel çıktıda bir değişim olmadığı için toplam harcamalarda meydana gelecek bu artış sadece yurtiçi fiyat düzeyini artıracaktır. Para talebinde bir azalma olduğunda ise (2) numaralı denklemde görüldüğü gibi paranın dolanım hızı artmakta ve bu durum harcama düzeyi ve yurtiçi fiyatlar düzeyinde artışa neden olmaktadır (Ertuğrul, 2012:12).

Politika yapıcılar para stokunda yapacakları değişikliklerle harcamalarda ve paranın dolanım hızında değişikliklere sebep olacağı için döviz kuru volatilitesine de katkıda bulunmaktadır. Ancak para stokundaki meydana gelen değişimler tek başına volatiliteyi etkileyememektedir. Sonuç olarak döviz kurlarının belirlenmesinde para arz ve talebini etkileyen tüm faktörler etkili olmaktadır (Kantar, 2017:86).

Döviz kurlarının oynaklığına sebep olan temel faktörler arasında; enflasyon oranı, faiz oranı, ödemeler dengesindeki değişmeler, uluslararası sermaye hareketleri, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, para ve maliye politikaları, piyasaya ilişkin spekülasyonlar, ekonomik ve politik istikrar durumu sayılabilmektedir. Cari

dönemde meydana gelen değişimler ve gelecekte oluşabilecek beklenmeyen değişimler kurun düzeyinde umulmadık değişimlere sebep olarak kurların daha oynak hale gelmesine neden olmaktadır. Ayrıca kısa dönemde uzun dönem için belirlenmiş olan denge kur seviyesine dair hedef aşılarak oynaklığın büyümesine neden olabilmektedir (Hakkio, 1984: 23).

Döviz kurunu ve dolayısıyla kur oynaklığını etkileyen faktörler aşağıda açıklanmıştır.

2.3.1. Enflasyon Oranı

Enflasyon, bir ekonomide ortalama fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli artış olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımda iki faktör önem arz etmektedir. Birincisi, fiyatlarda meydana gelen bir kerelik artışlar enflasyon olarak kabul edilmemektedir. Yani fiyat artışları süreklilik göstermelidir. İkincisi ise fiyatlar genel düzeyindeki değişmenin ortalamasının artması gerekmektedir. Enflasyonun yaşandığı dönemlerde malların tümünün fiyatlarında artış meydana gelmez (Bilgili, 2017:91).

Enflasyonun yüksek düzeylerde olması ülke parasının güvenilirliğinin zedelenmesine neden olmaktadır. Bir ekonomide enflasyonun yükselmesi ulusal para talebini azaltarak yerli paranın değerinin düşmesine sebep olacaktır. Yüksek enflasyon ulusal paranın değerini korumasına istikrarlı ve konvertibl olmasına engel olduğu için kur riski oluşturmaktadır. Yatırımcılar kur riskinden korunmak için ulusal paradan kaçarak yabancı para cinsinden nakitlerini tutmayı tercih etmektedirler. Bu durumda yatırımcıların paralarının değerini saklayabilecekleri istikrarlı ve konvertibl olan yabancı paralara yönelmelerini ifade eden dolarizasyon olgusuna neden olmaktadır. (Ayhan, 2016:12).

Diğer bir ifade ile bir ülkede enflasyon oranı dış dünyadan daha yüksek ise, o ülke içinde üretilen mallar, yurtdışında üretilenlere kıyasala pahalılaşacak ve ithal mallarına olan talep artacaktır. Bu duruma bağlı olarak, döviz talebi ve ulusal para arzı yükselecektir. Böylece ülke parası yabancı paralar karşısında değer kaybedecektir. Diğer yandan yabancı ülkelerdeki enflasyon oranı, ülkedeki enflasyon

oranını aştığında, ülke malları nisbi olarak ucuzlayacak ve yabancı ülke ithalatçıları ülkeden daha fazla mal satın alacaktır. Bu da ülkeye olan döviz arzını artırmaktadır. Döviz arzı artarsa yerel para yabancı paralar karşısında değer kazanacaktır. Sonuç olarak enflasyon oranı ile ülke parasının değeri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Çiçek, 2006:26). Ülkemizde TL arzının arttırılması, enflasyonda yükselişe neden olacaktır. Böylece Türkiye'deki mal veya hizmetlerin fiyatı, diğer ülkelere göre artacak ya da diğer ülkelerdeki mal ve hizmetlerin fiyatı, Türkiye açısından daha ucuzlamış olacaktır. Bu durum ithalatı arttıracağından, döviz kurları ithalat ve döviz talebi nedeniyle değişecektir (Mutluay, 2009:16).

2.3.2.Faiz Oranları

Faiz oranları, döviz kurunun ve oynaklığının önemli belirleyicilerinden biridir. Ekonomik karar birimleri ellerinde yüksek faizden daha fazla kar getireceğini düşündükleri dövizi bulundururlar. Reel faiz oranları yüksek olan bir ülkenin para birimine olan talep artacağından ülke parasının değeri artış gösterecektir. Yatırımcılar faizlerde herhangi bir artış olmasa bile artış olacağı düşüncesiyle ilgili ülke parasını talep ederler. Böylece de döviz kurunda artış meydana gelmektedir. Faiz oranlarının artması ya da artış olacağı ile ilgili beklentilerin olması ilgili ülkenin kurunda artışa neden olmaktadır. Bu artışın önüne geçmek isteyen Merkez Bankası faiz oranlarını artırarak kurda düşüş olmasını beklemektedir. Kurda yaşanan bu artışlar ve azalışlar oynaklığın artmasına neden olmaktadır (Walther, 2002: 83-85).

Kısa dönemde, döviz kurlarıyla faiz oranları arasında sıkı bir ilişki vardır. Ancak burada beklentiler de oldukça önemli bir etmendir. Uluslararası ticaret yapanlar ve iç ticaret yapanlar işlem amacıyla para tutmaktadırlar. İşlem amacıyla ellerinde para tutanlar reel faiz oranları en yüksek olan piyasalarda bunları ödünç verme eğiliminde olacaklardır. Böylece bir ülkenin kısa dönem de reel faiz oranı diğer ülkelerden yüksek olursa bu ülkeye bir sermaye akımı olacak ve ülke parasında değer kazanma eğilimi görülecektir. Ancak kısa dönemli reel faiz oranı düşecek olursa, bu ülkeden çıkış olacak ve ülke parası değer kaybetme eğiliminde olacaktır (Çağlar, 2003:80-81). Diğer bir ifade ile yatırımcıların sermayelerini farklı ülkelere taşımalarına neden olan etkenlerden biri faiz oranlarıdır. Ülkeler arasındaki reel faiz

oranı farklılıkları, yabancı sermaye girişlerini etkilemektedir. Ülkeye gelen yabancı sermaye döviz arz ve talebini etkilemek suretiyle, döviz kurlarını etkilemektedir. Türkiye'de reel faiz oranlarının yükselmesi, diğer şartların sabit kalması koşulu ile uluslararası yatırımcıları Türk tahvilleri almaya yöneltebilecektir. Böylece Türkiye'ye döviz girişi olup, TL talebinde artışa neden olabilecektir. Herhangi bir müdahale yaşanmaz ise bu durum, TL'nin değer kazanması ile sonuçlanacaktır. Nitekim son yıllarda ülkemizde bu yönde politikalar uygulanmakta olup, dış ticaret açığı sıcak para olarak kabul edilen, kısa süreli sermaye akımları ile finanse edilmektedir (Bayraktar, 2011:106-107).

2.3.3. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, ülkelerin belirli bir dönem içerisinde birbirleri ile gerçekleştirdikleri ekonomik işlemlerin sistematik bir göstergesidir. Ödemeler dengesi faktörü, döviz kuru oynaklığının ülkelerin hem ticaret hem de cari işlemlerle ilgili diğer kalemleri üzerindeki etkisine dayanmaktadır. Bu faktöre göre, dengesizlikler aktif döviz kuru politikaları uygulanarak giderilebilmektedir. Döviz kuru oynaklığının temelini, mal ve hizmet hareketleri ve ödemler dengesi veya dengesizlikler oluşturmaktadır (Çiçek, 2006:24).

Ödemeler dengesi bilançosu ile bir ülkenin ulusal parasının dış değeri arasında sıkı bir ilişki vardır. Ödemeler bilançosu fazla veren ülkelerin paraları döviz piyasalarında değer kazanırken, dış açık veren ülkelerin paraları da döviz piyasalarında değer kaybeder (Seyidoğlu, 2013:328). Ödemeler dengesinde meydana gelen bu açıklık ya da fazlalık döviz kuru politikaları ile giderilebilmektedir. Ayrıca bu durum döviz kurunda hareketliliklere yani oynaklıklara neden olmaktadır. Örneğin, bir ülke ödemeler dengesi bilançosu fazla veriyorsa ithal ettiğinden daha fazla ihraç ediyor demektir. Bu durumda ilgili ülkeye döviz girişi yani döviz arzı artacak ve böylece ulusal para değer kazanacaktır. Bunların sonucunda da ihraç mallarına olan talep de azalma, ithal mallara olan talep de artma meydana gelecektir (Albayrak, 2012: 17).

Döviz kuru oynaklığının, ödemeler dengesi üzerindeki etkileri bazı başlıklar altında incelenebilir (Uzunoğlu, 2003, 15-17):

- **İthalatın Etkisi:** Bir ülke de gerçekleştirilen ithalat, o ülke parasının arzını arttırıp ulusal paranın değerini düşürecektir. Bu duruma örnek olarak ithalatçı ülke Türkiye ve ihracatçı ülke ise Almanya olduğunu varsayalım. İhracatçı ülkeye mal bedeli Euro cinsinden ödeneceği için öncelikle Türk lirası satılıp karşılığında Euro talep edilecektir. Bu koşullarda talebi atan Euro'nun değeri olumlu, arzı artan Türk lirasının değeri ise olumsuz yönde etkilenecektir. Genelde her ithalatçı ülke için aynı sonuç gerçekleşmektedir.

Döviz kuru tahmini yapılırken ithalatı vergiler, tarifeler, ithalat kotaları, teknolojik gelişmeler, hükümet müdahaleleri ve ekonomik büyüme gibi birçok faktör etkilemektedir.

- **İhracatın Etkisi:** İhracat etkisinde bir ülke mal veya hizmet ihracatı gerçekleştirdiğinde o ülkenin parasına talep artmaktadır. Örneğin, Amerika ihracatçı ülke olsun. Amerika sattığı mal ve hizmet bedelini Amerikan doları olarak talep edecek, böylece de döviz piyasalarında Amerikan doları talebi artacaktır. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu etki gelişmiş ülkelerdeki gibi etkili değildir. Çünkü ihracat, girdi olarak büyük ölçüde ithal girdiye dayanmaktadır. Böylece ihracatçı ülke ithalatı fonlamak için ithal ettiği dövizden malını satmak istemektedir. İhracatın bir Türk lirası yönüne bakacak olursak, ihracatta ne kadar çok yerli girdi kullanılırsa ihracatçı elde ettiği örneğin Euro'yu piyasalarda satarak Türk lirasına olan talebi arttıracaktır. Bu durum da Türk lirasının piyasadaki değerinin artmasına sebep olacaktır (Arslan, 2005:54)
- **İthalat ve İhracatın Birlikte Etkileşimi:** İhracat ve ithalatın etkileri döviz kurunun belirlenmesinde karşılıklı olarak birbirini etkilemektedir. İhracat yapan ülke, parasının değerini arttırırken ithalat ise ters yönlü bir etki oluşturmaktadır. Bir ülke ithalat için yurtiçindeki ikame mallara sahip ise ithalat fiyatlarındaki bir yükselme ithalatın miktarında büyük etkiler yapabilmektedir. Tam tersi olarak bir ülke aynı mal veya hizmeti ihraç ediyor ve aralarında rekabet bulunuyorsa döviz kurlarındaki küçük bir oynama ihracat miktarında büyük oynamalara neden olabilecektir. Ancak bir ülkenin ihracatında rakip bulunmuyorsa, o ülkenin parasının değerindeki değişme ihraç ettiği malın miktarında büyük bir değişime yol açmayacaktır. (Arslan, 2005:55-56)

2.3.4. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme, bir ülkenin üretiminde ve tüketiminde artış olması anlamına gelmektedir. Yerli üretim, döviz yerine ulusal para biriminin talep edilmesini sağlayacaktır. Nitekim yüksek büyüme oranlarına sahip ülkelerin para birimleri güçlü iken, düşük büyüme gösteren ülkelerin para birimlerinin daha zayıf olduğu görülmektedir (Mutluay, 2009:17).

Ekonomik büyümenin döviz kuru üzerinde dolaylı yoldan etkisi bulunmaktıt. Büyümenin kaynağının tüketim veya yatırım kaynaklı olması bağlı kur ve büyüme ilişkisini değiştirecektir (Çağlar, 2003: 80). Büyümenin gelir artışı kanalıyla iç talebi artırması durumunda kurlar bu değişimden de etkilenecektir. Büyüme artışı öncelikle gelir artışını sağlayıp buna bağlı olarak tüketimi artıracaktır. Böylelikle hem yabancı mal ve hizmete olan talep hemde döviz talebi artacaktır. Döviz talebinin artması da döviz kurunun yükselmesine sebep olacaktır. Ekonomik büyümenin yatırım artışlarından kaynaklanması halinde ise, kaynak kullanım etkinliğinin artmasına bağlı olarak ülke malına olan talebin artacaktır. Bununla birlikte ihracat artışı ve döviz kazancının artması yerli paranın değer kazanmasını sağlayacaktır (Walther, 2002: 76-77). Düzenli büyüme dinamiğinin yakalanması halinde ülke ekonomisinde istikrar, ekonomiye güven ve dolayısıyla ülkenin para birimine duyulan güven artacaktır (Ayhan, 2016:13).

2.3.5. Gelir Düzeyi

Gelir düzeyi artışı, döviz arz ve talebi üzerinde etkili olarak kur seviyesini değiştirmektedir. Bir ülkedeki reel gelir düzeyinin artması yabancı mallara olan talebi arttıracaktır. Mal ihraç eden bir ülkenin mallarına olan talebin artmasıyla, ulusal ekonomiden para çıkışı gerçekleşecektir. Bununla birlikte yabancı ülkeye döviz girişi olacak ve döviz arzı artacaktır. Böylece ekonomide ulusal paradan yabancı paraya doğru talep artacak, döviz talebi artışına bağlı olarak ise kur düzeyi yükselecek ve yabancı para karşısında yerel paranın değeri düşecektir (Engel ve Hakkio, 1993: 48-49). Benzer şekilde yabancı bir ülkenin reel gelirlerinin artması

halinde yerli ülkenin ihraç etmiş olduğu mallara olan talebi artacaktır. Nitekim yurtiçi döviz talebi sabitken ülkeye döviz girişiyle birlikte döviz arzı artacak ve kur düzeyi düşerek ulusal para değer kazanacaktır. Sonuç olarak bu değişimlerle birlikte döviz kuru oynak bir hal alacaktır (Ayhan, 2016:13).

Bir ülkenin gelir seviyesine göre yabancı ülkelerinde gelir seviyesinin artması durumunda da ülkenin ithalatı teşvik edilir ve bu şekilde ülkeye olan döviz arzı artar. Gelir düzeylerinin artması bireylerin zevk ve tercihlerinin değişmesine de neden olmaktadır. Zevk ve tercihlerin değişmesi ithal mallara olan talebi artıracaktır. İthal mallara olan talebin artması döviz talebini artırıp, denge döviz kurunda oynaklıklara neden olacaktır (Çiçek, 2006: 25).

2.3.6. Dış Ticaret

Dış ticaret, döviz arz ve talebini etkileyerek döviz kurları üzerinde değişikliğe sebep olan faktörlerden bir diğeridir. Bir ülkede ihracatın artmasıyla birlikte ülke ekonomisinde döviz miktarının artması, kurların düşerek ülke parasının değer kazanmasına neden olacaktır. Sonuçta ülkedeki dış ticaretin artması ve özellikle de ihracatın artmasıyla birlikte piyasada döviz arzının bollaşmasına bağlı olarak döviz kuru düşecektir. Tam tersi boyutta ithalat artışında dövize olan talebin artması nedeniyle döviz kur yükselecektir. Ülkelerin dış ticarette kota ve tarife gibi uygulamalar getirmeleri ticaret yapan ülkelerin mal tercihlerini değiştirmelerine ve dolayısıyla ticaret akımlarının yön değişmesine sebep olabilmektedir. Örneğin bir ülkede belli bir sanayiyi korumak için tarife uygulaması ve yabancı malların fiyatlarının artırılması yabancı ülkelerin ihracatını azaltacaktır. Böylelikle ticarette karşılıklı olarak dengeler değişecek ve dış ticareti engellemeye yönelik önlemler alınacaktır. Sonuç olarak ülkelerin ithal mallarla rekabetini artırmak ve yerli üretimi korumak için uygulayacakları tarife veya kotalar yabancı ülkelerin ihracatını azaltarak kur hareketliliğine neden olacaktır (Ayhan, 2016:14).

2.3.7. Spekülatif Ataklar

1990'lı yılların başından itibaren sermayenin küreselleşmesi ile beraber sermaye hareketleri zapt edilemez bir şekilde hareketlilik kazanmıştır. Sermaye

hareketliliğindeki bu hızlı artışın nedeni finansal liberalizasyonun yanında bilgi teknolojilerindeki gelişim ve kurumsal yatırımcıların sayısındaki hızlı artıştan da kaynaklanmaktaydı (Hançer, 2019:23). Bunlara bağlı olarak 1990'larda farklı ülkelerin ve Türkiye'nin de tecrübe ettiği Kasım 2000 ile Şubat 2001'de yaşanan krizde spekülatif hareketler oldukça etkili olmuştur. Bu süreçte spekülatif amaçlı paranın piyasayı terk etmesi ve devamında ülke döviz rezervlerinin tükenmesine bağlı olarak kur şokları gerçekleşmiştir. Ülkelerin merkez bankalarının bu döviz çıkışını durduramamaları veya yavaşlatamamaları krizleri derinleştirmiştir. Sermaye veya döviz girişlerinin aniden durması (sudden stop) veya aniden ekonomiyi terk etmesi ülke borçlarının, ödemeler dengesinin ve kur düzeylerinin üzerinde önemli sorunlara neden olmuştur (Ayhan, 2016:18). Spekülatif ortamlarda yatırımcılar, gelecekte değer kazanmasını bekledikleri yabancı parayı ucuz olduğu dönemde satın alıp, değeri arttığında satarak spekülasyon getirisi elde etmektedirler. Bu sayede spekülatif ataklar dövize olan talebi etkileyip kur düzeylerinin belirlenmesinde rol oynamaktadırlar. Sonuç olarak da kur istikrarını bozucu etki yapmaktadır (Çağlar, 2003: 86).

Spekülatif ataklardan ülkelerin zarar görmemeleri için gerekli önlemleri alarak finansal entegrasyona kavuşmuş olmaları gerekmektedir. Sonuç olarak finansal derinlik ve finansal araçların etkinliği olarak tanımlanan finansal gelişim döviz kuru hareketleri üzerinde etkili olmaktadır (Giannellis ve Papadopoulos, 2011:6).

2.3.8. Beklentiler

Döviz kuru oynaklığında yaşanan dalgalanmaların büyüklüğü kısmen piyasa temellerinden kaynaklanmakta olsa bile tek faktör bu değildir. Döviz kurları, yüksek dalgalanma göstermesine rağmen piyasa temelleri bu kadar hızla değişkenlik göstermemektedir. Bu durum, döviz kurlarındaki dalgalanmaların büyük bir kısmının, piyasa beklentileri tarafından kaynaklandığını göstermektedir. Yatırımcıların piyasaya ilişkin beklentileri, yeni haberler elde ettikçe değişmekte bu ise yatırımcıların döviz arz ve taleplerini etkileyerek döviz kurlarında oynaklığa sebep olmaktadır. Yani yatırımcılar, piyasa temelleri ile ilgili haberler doğrultusunda

beklentilerini değiştirmektedir. Piyasa temellerinin gelecekteki durumu ile ilgili bilgi veren en önemli haber kaynakları; merkez bankalarının parasal genişleme hedefi açıklamaları, hükümetlerin vergi veya kamu harcaması programı açıklamalarıdır. Bunların sonucu olarak, politika değişiklikleri, beklentiler üzerinden döviz kurlarında oynaklığa neden olabilmektedir (Engel ve Hakkio, 1993: 49-50). Diğer bir ifade ile ekonomik ajanların para arzına ve talebine ilişkin beklentileri döviz piyasasında etkili rol oynamaktadır. Dolayısıyla Merkez bankalarının beklenmedik bir şekilde para arzında artış ya da azalış yapması döviz kurlarının daha oynak bir seyir izlemesine sebep olacaktır (Ertuğrul, 2012: 12). Örneğin, Türkiye'de yakın bir gelecekte para arzının arttırılacağını varsayalım. Bu durumda Türkiye'de fiyatların yükseleceği yönünde beklenti olacaktır. Buna bağlı olarak da ulusal paranın değerinin düşeceği yönünde bir beklenti olup yerli paradan kaçış başlayacaktır. Bu durumda döviz talebinde artış meydana gelecektir. Talebin artması ile denge döviz kuru değişecek ve ulusal para değer kaybedecektir. Diğer taraftan piyasada ulusal paranın değer kazanacağı beklentisi varsa, yatırımcılar ulusal para cinsinden ödenen aktifler almak için harekete geçeceklerdir. Sonuç olarak da ulusal para talebi artacak ve ulusal para değer kazanacaktır(Çiçek, 2006: 29-30).

2.3.9. Teknolojik Gelişmeler

Teknolojik gelişmeler, döviz kurları üzerinde oynaklığa sebep olan önemli bir faktördür. Yıllar içerisinde teknolojinin gelişmesi ile birlikte ülke ekonomileri birbirlerine entegre hale gelmişlerdir. Ekonomik ajanlar, bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesini kullanarak dünyanın her yerinde 24 saat yatırım yapma imkânına sahip olmuşlardır. Bu gelişmeler ve elde edilen bilgiler sayesinde yatırımcılar, yatırımlarını istediği ülkeye transfer edebilme imkânı elde etmişlerdir. Tüm bunlara bağlı olarak spekülatif ataklar gelişme göstermiştir. Alınan haberler ve gelişen teknoloji yardımıyla yatırımcıların aniden ülkeden fon çıkışı ya da fon girişi sağlamaları, döviz piyasalarında dengelerin değişmesine neden olabilmektedir. Ülkeden fon çıkışlarına bağlı olarak ulusal paranın talebin de azalma ve döviz kuru düzeyinde yükselmeye neden olmaktadır (Ayhan, 2016:20-21). Sonuç olarak ekonomik ajanlar daha az riskli döviz kurunda işlem yapmayı tercih ederek

ekonomileri istikrarlı ülkeleri yüksek risk taşıyan ülke paralarına tercih etmektedirler (Yılmaz, 2002: 31).

2.3.10. Hükümet Müdahaleleri

Bazı ülkeler her ne kadar esnek kur rejimi uygulasa da dönem dönem yaşanan ani kur değişimleri karşısında belli bir miktarda döviz alım ve satımı yaparak kendi ülke paralarının değerlerini korumak için hükümetler ya da merkez bankaları piyasaya müdahale edebilmektedir. Yabancı ülke para birimlerinin ulusal para karşısında değer kazanması halinde, Merkez Bankası döviz kurunun değerinin düşürülmesini isteyerek, piyasaya döviz satımı ile yabancı ülke paranın ulusal para karşısında değersiz hale gelmesini sağlanmaktadır. Tersine hükümetler ya da Merkez bankaları kurların yükselmesini istendiklerinde döviz alımı ile müdahale edebilmektedirler (Ayhan, 2016:21). Yani döviz piyasalarında dengeyi sağlayabilmek için merkez bankaları ve hükümetler oldukça etkili bir rol oynamaktadır. Merkez bankaları döviz kurlarını istenilen sınırda tutmak için ya belirli yasal düzenlemelerle ulusal bankaların uygulamalarını sınırlayarak ya da döviz piyasalarına alıcı ve satıcı olarak girerek müdahale bulunmaktadır. Bu işlemlere aynı zamanda kirli ya da güdümlü dalgalanma denilmektedir (Çiçek, 2006: 31).

2.3.11. Politik ve Ekonomik Risk

Politik ve ekonomik risk altında yatırımcılar riskin az olduğu ülkeleri tercih etmektedirler. Bu sebeple riskin yüksek olduğu ülkelere döviz girişi ve döviz arzı daha az olacağı için döviz fiyatları daha yüksek olmakta ve ulusal para birimlerinin değeri ise düşmektedir (Bayraktar, 2011:107).

Politik faktörler ise sermaye hareketliliklerine neden olarak döviz kurları üzerinde etki yapmaktadır. Politik beklentiler olumsuz ise bir paranın değerinin düşmesine sebep olabilmektedir. İstenmeyen politik değişimlerin olabileceği beklentisi, ekonomik ajanların varlık olarak parayı ellerinde tutmama eğilimine neden olacağı için para arzı artar. Yaşanan bu tür değişmeler paranın değerinde

düşüşe yol açacaktır. Diğer yandan tam tersi olarak politik istikrar beklentisi mevcut ise paranın değerini artacaktır (Uzunoğlu, 2003, s.13).

2.3.12. Sosyal ve Ekonomik Etmenler

Sosyal ve ekonomik faktörler diğer etmenler gibi döviz kurunda oynaklıklara neden olmaktadır. Sosyal etmenler, bir ülkedeki insanların davranışlarının döviz kurunun değişmesinde etkisi olduğunu göstermektedir. Genel olarak sosyal faktörde piyasa katılımcılarının pozitif veya negatif davranışları kur etkili olmaktadır. Ekonomik ajanların bu davranışları genel olarak gelecekle ilgili tahminlerinde kaynaklanmaktadır. Örneğin, hükümetler tarafından gelecekte açıklanan ekonomik büyüme rakamları ekonomik birimler tarafından farklı anlaşılıp ve farklı şekilde değerlendirilebilmektedir. Tüm bunlarla beraber piyasa katılımcılarının davranışlarında geçmişte yaşanmış olaylar etkili olabilmektedir. Bu durum geçmişte yaşanan olayların geleceğe ayna tutması şeklinde öngörülmektedir. Bu şekildeki davranışlara piyasada teknik analiz adı verilmektedir (Uzunoğlu, 2003, s. 15).

2.3.13. Para ve Maliye Politikaları

Para ve maliye politikaları döviz kurlarında oynaklığa neden olmaktadır. Örneğin para arzındaki artış ya da azalış, döviz kurunu olumlu ya da ters yönlü bir biçimde etkilemektedir. Maliye politikalarında ise vergi oranlarında ki değişme, doğrudan veya dolaylı vergileme, dışalım vergileri, vergi iadesi gibi vb. mali düzenlemeler, o ülkede yaşayanların satın alma gücünü azaltır ya da arttırır.

Eğer bir ülke uzunca bir süredir deflasyon (durgunluk) yaşıyor ise vergi oranlarının düşürülmesi ulusal paranın değerini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Buna karşılık yüksek enflasyon yaşayan bir ise vergi oranlarının arttırılması politikası aynı olumlu sonucu doğurması muhtemeldir (Gümüşeli, 1994:84).

2.3.14. Ülkelerin Gelişmişlik Düzeyleri

Güçlü ve istikrarlı ekonomiler, ekonomik birimleri yatırım yapmak amacıyla cezbetmekte ve bu ülkelerin para birimlerine olan talebi arttırmaktadır. Bu durumda o ülkelerin paralarının değer kazanmasını sağlamaktadır. Ülkelerin gelişmiş, sanayileşmiş ve kalkınmışlık düzeylerindeki farklılıklar ekonomilerin yönetiminde etkinliği de farklılaştırmaktadır. Bu ülkeler arasında ki kur oynaklığı da farklılaşabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin aşağıda belirtilen ekonomik yapıları bu ülkelerdeki kur oynaklığının yüksek olmasına sebep olmaktadır. Bu özellikler özetle şunlardır (Hausman vd., 2006: 98-99):

- Dış ticarete bağlı olarak krizlerin yaşanma olasılığının yüksek olması,
- Ülke ekonomisinin yönetiminde istikrarın sağlanması amacıyla uygulanacak para ve maliye politikası araçlarının yetersizliği,
- Finansal yapılarının yeterince derin olmaması ve ülkelerin para otoritelerine duyulan güvenin yetersizliğinin yüksek olması ve bu durumun kriz riskini artırması,
- Ülkede sermaye ihtiyacı olmasına karşın yabancı sermaye akımlarının ekonomiyi terk etmeleri ve devamında kriz ortamının oluşma ihtimalinin yüksekliği,
- Dünya ekonomileriyle yeterince entegrasyonun sağlanamaması sonucu kur oynaklığının artması,
- Kur oynaklığının gelişmekte olan ülkelerde yüksek olması, farklı ve güvenilirliği düşük sabit kur rejimlerinin benimsenmesi.

2.4. Döviz Kuru Oynaklığının Sonuçları

Teorik ve ampirik çalışmalarda döviz kuru oynaklığının ekonomi üzerine etkileri önemli bir tartışma konusudur. Obstfeld ve Rogoff'a göre; döviz kuru oynaklığı ekonomik birimleri dolaylı ve dolaysız yollardan negatif olarak etkilemektedir. Dolaylı yollarla, döviz kuru oynaklığı insanları tüketimlerini ve boş zamanlarını etkileyeceğini düşünerek mutsuz olmasına neden olmaktadır. Dolaysız kanalda ise firmalar, gelecekte oluşacak döviz risklerinden kaçınmak için fiyatlarına

eklemiş olduğu risk primlerinden dolayı, fiyatlarını yüksek belirlemesi etkili olmaktadır (Giannellis ve Papadopoulos, 2011: 39-40).

Ülke ekonomileri için önemli göstergelerden biri döviz kurunda yaşanan dalgalanmalardır. Döviz kuru oynaklığı sonucunda ekonomilerde belirsizlik ve risk ortamı oluşmaktadır. Bu belirsizlik, diğer ekonomik göstergelerin de olumsuz etkilemesine neden olmaktadır. Örneğin, üretim, yatırım, büyüme ve dış ticaret gibi makro ekonomik göstergeler üzerinde olumsuz sonuçlar doğurduğu bilinmektedir. Bu sebeple döviz kuru oynaklığının öngörülmesi ve modellenmesi hem yatırımcılar hem de merkezi otoriteler açısından oldukça önemlidir (Özdemir, 2014:16).

Döviz kuru oynaklığını önlemek amacı ile uygulanan maliye politikalarının istikrarlı olması ve bütçe açıklarının dengeli olması gerekmektedir. Ülkelerin merkez bankaları, para politikalarını uygularken parasal büyümenin yurtiçi fiyat seviyesi ile dengeli olmasını sağlayacak para politikası araçları geliştirmelidir. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde para politikasının döviz kurundaki oynaklığı önlediğine dair kesin sonuçlar elde edilememiştir (Kantar, 2017:86-87).

2.4.1. Yatırımlara Etkisi

Döviz kuru oynaklığı ile yatırımlar arasında kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır. Literatürde döviz kuru oynaklığı ile yatırımlar arasındaki ilişkinin incelenmesin de birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların sonuçlarına göre döviz kuru oynaklığı ve yatırımlar arasında kuvvetli fakat negatif yönlü ilişki söz konusudur. Yatırımcılar, bir yatırım kararı alırken piyasadaki belirsizlikleri ve risk ortamını göz önünde bulundurmaktadırlar. Döviz kurunda yaşanan anlık değişmelerin neden olduğu belirsizlik ortamı sebebiyle, yatırımcılar karşılaşabilecekleri riskin maliyetini hesaba katarak yatırım yapmaktan kaçınabilirler. Yabancı yatırımlara ihtiyaç duyan ve finansal sistemi kırılgan bir yapıya sahip olan ülkeler, döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların yatırımlar üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu belirtilmektedir. Bir ülkede üretilen mallar için ithal girdi mallarına ihtiyaç var ise maliyetler bakımından döviz kuru önemli bir role sahiptir. Döviz kurunda yaşanan artış yönlü dalgalanmalar maliyetlerin artmasına neden olacaktır. Artan maliyetler satış fiyatının artmasına ve talebin azalmasına neden olacaktır. Bu sebeple ithal girdi mallarına

ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler genellikle kurun dalgalanmasının kontrollü bir şekilde olsa bile serbest bırakılmasının yatırımları azaltıcı bir etki yapacağını belirtmektedir (Kandilov, vd., 2011: 19).

Döviz kuru oynaklığı ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştıran teorik tartışmaları iki başlık altında incelemek mümkündür: Birinci grup üretim esnekliği üzerine çalışırken, ikinci grup ise riskten kaçınma davranışı üzerine odaklanmaktadır. Üretim esnekliği ile ilgili çalışmalara göre; döviz kuru oynaklığı, doğrudan yabancı yatırımlarla pozitif ilişkilidir. Örneğin, döviz kuru oynaklığındaki artış yabancı yatırımları da arttıracaktır. Riskten kaçınma yaklaşımına göre ise yatırımcılar yatırım kararı verirken karşılaşacakları riskleri hesaplarlar ve bu riskleri azaltmaya çalışırlar. Yatırım kararı veren firmalar ya da yatırımcılar kar fonksiyonlarını oluştururken beklenen döviz kuru seviyesini çalışmalarına dahi ettiklerinden dolayı döviz kurunun oynaklığının artması yatırımların beklenen değerinin düşmesine ve doğrudan yabancı yatırımların düşmesine neden olacaktır (Goldberg, 2009: 394-395).

2.4.2. Büyümeye Etkisi

Döviz kurlarındaki oynaklığın ekonomik büyüme üzerine etkileri konusunda birbirine zıt iki farklı teorik çalışma ön plana çıkmaktadır. Birinci görüşü savunan çalışmalarda, döviz kuru oynaklığının büyümeyi olumsuz etkilediğini ve parasal birliklerin oynaklığın olumsuzluklarını ortadan kaldırabileceğini ileri sürmektedir. Optimum Para Alanları (Optimum Currency Areas) teorisini geliştiren Robert Mundell'de bu çalışmalara destek veren araştırmacılar arasında yer almaktadır. Mundell'a göre spekülatif ataklara maruz kalan ve oynaklığın temelde döviz kurlarından kaynaklandığı gelişmekte olan ülkelerde parasal birliklere giriş beklentisinin, döviz kuru oynaklığının olumsuz sonuçlarından korunmasına yardımcı olacağını savunmaktadır. Karşıt görüşü savunan yaklaşıma göre ise sabit kur sistemlerinin ticaret hadlerinde yaşanabilecek şokları güçlendireceğini ve diğer faktörler sabit tutulduğunda esnek kur sistemleri altında ülkelerin daha hızlı büyüme göstereceğini öne sürmektedir (Bagella v.d., 2006:1150-1151).

Diğer bir ifade ile ekonomik büyüme, birçok makro ve mikro ekonomik göstergeler ile etkileşim halindedir. Bir ülke de döviz kuru oynaklığının artması

sermaye hareketleri, üretim, yatırım, faiz oranları, enflasyon ve dış ticaret üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Bu da ekonomik büyümeyi de olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal sistemi güçlü olan gelişmiş ülkelerde döviz kuru oynaklığı büyüme üzerinde göz ardı edilecek etkilere sahip iken finansal sistemin zayıf olduğu gelişmekte ya da gelişmemiş ülkelerde ekonomiler şoklara karşı daha kırılgandır. Bu da döviz kuru oynaklığının büyümenin önünde duran en büyük engellerden biri haline getirir (Aghion ve diğerleri, 2009: 511). Döviz kurlarında dalgalanmaların yaşandığı gelişmekte olan ülkelerde azalan yatırımlar üretimin de azalmasına neden olup ekonomik büyümeyi azalacaktır. Diğer yandan, kurlarda yaşanan artış yönlü dalgalanmalar nedeniyle, para politikası araçlarından faiz oranları artırılarak, tasarrufların artmasına ve tüketimin azalmasına neden olmaktadır. Ülkelerde yaşanan bu durum talep yönlü büyüme politikalarının önüne geçmektedir (Özdemir, 2014:17).

2.4.3. Dış Ticarete Etkisi

Döviz kuru oynaklığının artması ekonomilerde belirsizlik ortamının oluşmasına ve risklerin artmasına yol açarak, dış ticaret ilişkileri olumsuz yönde etkilemektedir. Ekonomik ajanlar uluslararası ticaret yaparken, kurun gelecekte hangi seviyede olacağını öngörememesinden dolayı maliyetlerini ve gelirlerini belirleyememesi dış ticaretin azalmasına neden olmaktadır. Ekonomiler ihraç malları üretirken ithal girdi mallarına çok fazla ihtiyaç duymakta olup, döviz kurlarında yaşanan belirsizlik ithal girdi malları için büyük risk oluşturmaktadır. Ekonomik birimler girdi ithal ederek, ürettiği malları ihraç ederken döviz kurunun getirilerini hesaplayamadıklarından, risk almaktan kaçınıp ihracatı kısacaktırlar. Ayrıca yabancı ülkeler tasarruflarını belirsiz ve risk ortamının olduğu ülkeden kaçındırmaktadır. Bu da ülkeye sermaye girişini azaltarak yatırımların düşmesine neden olmaktadır (Hooper ve Kohlhagen, 1978: 483-511). Ülkelerin döviz kurlarına istikrar kazandırması ihracatçılar açısından oluşabilecek risklerin azalması anlamına gelmektedir. Böylece de ödemeler dengesi bilançosunda oluşabilecek dengesizliklerin önüne geçilebilir. Nitekim oluşan istikrar ortamı ile ülkeye sermaye girişi sağlanıp yatırım seviyesinde artış gözlenebilir (Özdemir, 2014:18).

Diğer bir ifade ile döviz kurlarındaki dalgalanmalar uluslararası ticareti farklı yönlerden etkileyebilmektedir. Dalgalanmalar ticaretin maliyetini ve belirsizliğini arttırarak ekonomik birimlerin dış ticaret aktivitelerini azaltmasına sebep olmaktadır. Uzun dönemde ise ticaret akımları üzerinde döviz kuru dalgalanmalarının etkili olmasına yol açmaktadır (Seyidoğlu, 2013: 327-328).

Ekonomilerde döviz kuru oynaklığının uluslararası ticaret üzerindeki etkileri konusunda önemli unsurlardan birisi de batık maliyetlerdir (sunk costs). Üreticiler dış ticarette farklılaştırılmış ürün sunmak amacıyla ihraç piyasalarına özel ürünler üretmek için üretim tesisleri kurarlar. Ayrıca bu piyasalarda pazarlama ve dağıtım ağları oluştururlar. Üreticiler ihraç piyasalarına girmek için katlanmış oldukları bu batık maliyetler nedeniyle kısa dönemde oluşacak döviz kuru dalgalanmalarına karşı daha az duyarlı olacaklardır. Bu durum da değişken maliyetleri karşılayabildikleri müddetçe piyasadan çıkmamayı tercih edeceklerdir (Clark vd. 2004: 16).

2.5. Döviz Kuru Oynaklığının Finansal Piyasalara Etkileri

1973 yılında Bretton Woods sisteminin yıkılarak sermaye hareketlerinin serbest hale gelmesi ile birlikte döviz kurları daha hareketli hale gelmiştir. 1980'lerde ve 1990'larda Merkez bankaları, ekonomilerdeki durumu tam olarak yansıtmayan kur politikaları uygulayarak döviz kurlarındaki önemli değişimleri göz ardı etmişlerdir. Merkez bankaları tarafından uygulanan yanlış kur politikaları sonucu ülkelerin borçları aşırı derecede artmış, ekonomiler finansal krizlere maruz kalmış, ödemeler dengesi bozulmuş ve sabit kurlara ilişkin spekülatif ataklar meydana gelmiştir (Frait ve Komarek, 2001: 3). Özellikle uluslararası ticaret yapan yatırımcılar kur değişkenliğinin kârlar üzerinde yaratacağı baskı sebebiyle uzun dönemde yatırım faaliyetlerine girişmekte isteksiz davranabilmektedirler. Döviz kuru oynaklığı da hisse senedi ve faiz oranı oynaklığı gibi gelecekte üreticilerin kârlılığına dair belirsizlik ortamı oluşturması sebebiyle uzun dönemli yatırım kararları üzerinde negatif etki yapabilmektedir. (Ertuğrul, 2012: 13). Bir ülkede döviz kurlarının artması, yurtiçinde üretilen malları daha pahalı yaparken, tüketicinin yabancı malları bunların yerine ikame etmesine sebep olabilmektedir. Bu da rekabet avantajının kaybedilmesine neden olacaktır. Ancak kur değişimlerine bağlı olarak kaybedilen

rekabet gücü bu kur değişimlerinin verimlilik artışı ile dengelenebiliyorsa o zaman herhangi bir değişim olmayacaktır (Frait ve Komarek, 2001: 14).

Finansal piyasa ortamında, ekonomik birimler birbirlerine fon arz ve fon talep ederek fon akışını gerçekleşmektedir. Bu fonları transferi esnasında finansal piyasalar oynaklıktan önemli derecede etkilenmektedir. Bu piyasaları derinden etkileyecek büyük oynaklıklar meydana gelmesi sistemin tıkanmasına sebep olacaktır. Nitekim sistemin tıkanması beraberinde daha kapsamlı düzenlemelerin yapılmasını zorunlu hale getirecektir (Ertuğrul, 2012:14). Tüm bunların yanında yanlış veya gecikmeli teşhis konulması oluşabilecek krizin hem reel sektöre hem de finansal piyasalara yayılmasına neden olabilecektir (Becketti ve Sellon, 1989:18-19).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR

Ekonomilerde bazı kişi ve kurumlar para ve benzeri varlıklara ihtiyaç duyarken, bazı kişi ve kurumlar ise ellerinde mevcut olan varlıkları yatırıma dönüştürmeyi istemektedir. Bu tür durumlar karşısında tarafların bir araya gelerek oluşturdukları piyasalara finansal piyasalar denilmektedir. Menkul kıymet olarak adlandırılan değerli evrak, para ve çeşitli varlıklardan oluşan bu piyasalarda, varlıkların değerleri, piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenmektedir

Bu bölümde ilk olarak finansal sistemin tanımı, unsurları ve fonksiyonları anlatılmakta olup, daha sonra finansal piyasaların tanımı, özellikleri, ekonomiye etkileri ve finansal piyasa türleri anlatılmaktadır.

3.1. Finansal Sistemin Tanımı

Sistem, belirli bir amaca yönelik olarak, aralarında direkt veya endirekt ilişki bulunan ve karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen parçaların oluşturduğu bir bütün olarak tanımlanmaktadır (Parasız ve Yıldırım, 1998:5)

Finansal sistem, bir ülke ekonomisindeki belirli kurumların ve piyasaların, birlikte çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek amacıyla, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan sistematik bir bütündür. Ayrıca finansal sistem, kendisini de kapsayan genel ekonomik yapının bir alt sistemidir. Bir bütün olarak, birçok kurumun, aracın ve piyasaların bir araya gelmesinden oluşmaktadır (Özer, 2007:3).

Bir ekonominin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için, piyasaya fon arz edenlerden yani tasarruf sahibi olanlardan, fon talep edenlere yani yatırım yapmak isteyenlere doğru fon akımının etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlayacak bir finansal sistemin varlığı gereklidir. Bu finansal sistem aracılığıyla ekonomide tasarruf ve yatırım kararları gerçekleştirilmektedir (Yılmaz, 2006:19).

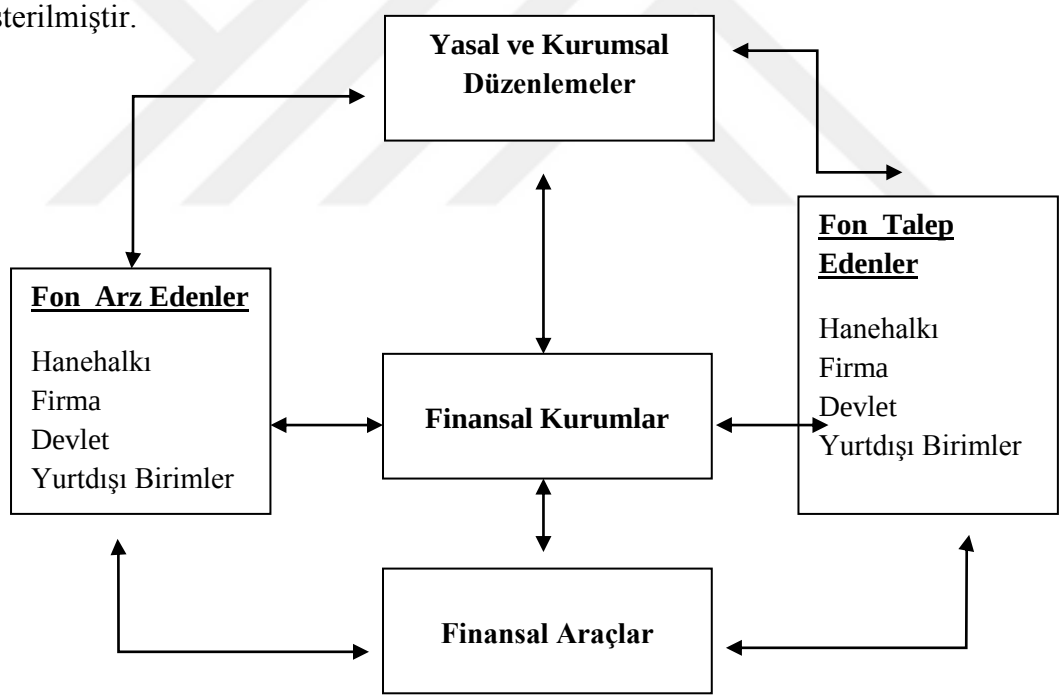
Diğer bir ifade ile bir ülke ekonomisinde, farklı finansal araçlar kullanarak, fon arz eden ve fon talep eden ekonomik birimlerin belirli yasal düzenlemeler kapsamında fonlarının akışlarını gerçekleştirdikleri yapıya finansal sistem adı

verilmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin varlığı ve verimli işleyişi oldukça önemlidir. Çünkü sistemin güvenli ve etkin bir şekilde çalışması fon fazlalarını ekonomik birimlere aktarmada kolaylık sağlamaktadır. Sistem içinde ekonomik birimlerin borç alma ve verme işlemini para ve paranın işlevlerini yerine getiren finansal araçlarla yapılmaktadır. Bu durum ülkelerin ekonomik göstergelerinde önemli etkiye sahiptir (Kendir, 2014:4).

3.2. Finansal Sistemin Unsurları

Finansal sistemin çeşitli unsurları bulunmaktadır. Sistemin temel unsurları; fon arz edenler, fon talep edenler, finansal aracılar, finansal araçlar ile yasal ve kurumsal düzenlemelerdir

Finansal sistemin unsurları ve bu unsurlar arasındaki etkileşim, şekil 4'de gösterilmiştir.



Şekil 3.1. : Finansal Sistemin Unsurları

Kaynak: Afşar, 2004: 6

Şekil 4'de de görüldüğü üzere, finansal sistemde tasarruf edenler yani fon arz edenler ve fon talep edenler aynı ekonomik birimlerden oluşmaktadır. Örneğin, hane halkı elde etmiş olduğu gelirin bir kısmını tasarruf ederek bankalara mevduat olarak

yatırmak suretiyle borç veren konumunda olmaktadır. Tam tersi olarak hane halkı tüketim amacıyla bankadan tüketici kredisi kullanmak istediği zaman borç alan konumuna gelmektedir. Aynı şekilde devletler, devlet tahvili ve hazine bonosu ihraç ederek kamudan borç almaktadır. Bu açıdan baktığımızda, finansal piyasalar, ekonomik ajanları bir araya getirerek, finansal aracılar ile bu kesimlerin etkin bir iletişim kurmasını sağlamaktadır (Yılmaz, 2002:4).

3.2.1. Fon Arz Edenler

Fon arz edenler, fon talep eden ekonomik birimlere bugünkü gelirin gelecekteki getirileri karşılığında yapabilecekleri harcamalardan vazgeçerek kaynaklarını aktaran birimlerdir (Kendir, 2014:4).

Fon arz edenler, tasarrufta bulunan yani gelirlerinden daha azını harcayan ekonomik ajanlardır. Hanehalkı, firmalar, devlet ve yurtdışı birimleri fon arz edenleri oluşturmaktadır. Özellikle finansal küreselleşmenin ve teknolojik gelişmenin beraberinde getirdiği değişmelerden fon arz edenler etkilenmektedir. Dünyada bilişim teknolojileri alanında yaşanan gelişmeler ile herhangi bir yerdeki menkul kıymet borsasında fon arz eden ekonomik birimler yatırım yapabilmekte ve menkul kıymetler hakkında bilgi sahibi olabilmektedirler. Ayrıca yeni gelişen analiz teknikleri ile o menkul kıymetin riskleri ve getirileri hesaplayabilmektedir (Yılmaz, 2006:21).

3.2.2. Fon Talep Edenler

Finansal sistemin unsurlarından bir diğeri de fon talep edenlerdir. Unsurların içerisinde önemli bir yere sahip olan fon talep edenler, arz edenlerin tam tersi olarak görülmektedir. Elde ettikleri gelirlerden çok daha fazlasını harcamada bulunan ya da bu yönde fon açığı olan ekonomik birimlerdir (Özer, 2007:4). Finansal araçların kullanılması amacıyla fon arz edenlerin fonlarını alırlar ve finansal araçların türlerine göre de fayda sağlarlar. Bu bağlamda, fon talep eden birimler, hanehalkı, firmalar, devlet ve yurtdışı birimleridir (Afşar, 2004:7). Finansal küreselleşmenin beraberinde getirdiği en önemli yenilik fon talep eden firmalar açısındandır. Firmalar hisse

senetlerini yabancı menkul kıymet borsalarına arz edebilme olanağı elde etmişlerdir (Yılmaz, 2006:21).

3.2.3. Finansal Kurumlar (Aracılar)

Finansal aracılar, finansal sistem içerisinde fon arz edenler ve fon talep edenlerin karşılaşmasına yardımcı olan yani fon talep edenler ile fon arz edenler arasında bir köprü görevi gören kurumlardır. Bu kurumlar, fon akışı esnasında olabilecek gecikmeleri önlemek ve fon akışını kolaylaştırma gibi görevleri yerine getirmektedirler. Bu aracılara aynı zamanda finansal kurumlarda denilmektedir (Afşar, 2004: 4-8).

Finansal aracıların faaliyet içinde bulundukları piyasalara göre para piyasası ve sermaye piyasası kurumları şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Ancak uygulamaya bakıldığında kurumlar bu denli kesin sınırlarla ayrılmamaktadır. Finansal piyasalarda teknolojinin gelişmesi ve özelliklede internetin kullanılmaya başlanması ile piyasalar hakkında bilgilere kolaylıkla ulaşılmakta ve kurumların etkinliği artmaktadır. Ayrıca kurumlarında standart olan piyasa bilgilerine ulaşabilmeleri, kendi bünyelerinde araştırma yapma zahmeti ve maliyetinden kurtulmalarını sağlayacaktır. Bunun sonucunda da finansal kurumların sağladıkları maliyet azalışları kendi müşterilerine yansıyacaktır (Yılmaz, 2006:22).

3.2.4. Finansal Araçlar

Finansal sistemde piyasalara fon arz edenler, diğer ekonomik birimlere devrettikleri fonların karşılığında fon talep edenlerden bir belge istemektedir. Bu belgelere finansal araç adı verilmektedir. Finansal araçlar, piyasadaki borç ve alacak ilişkilerini yansıtmaktadır (Konuralp, 2001:17). Öte yandan teknolojinin gelişmesi yeni finansal araçlara olan ihtiyacın da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Örneğin, ekonomik birimler oluşabilecek kur riski ya da faiz riski gibi risklerden korunmak için vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkmasını sağlamışlardır (Yılmaz, 2006:22-23).

3.2.5. Yasal ve Kurumsal Düzenlemeler

Bir finansal sitemin etkinliği, piyasanın tam bir açıklık ve güvenlik içerisinde işleyebilmesi ile mümkün olmaktadır. Bu sebeple sistemin isleyişini düzenleyip, sorunların çözümünde kullanılacak, yasal ve kurumsal düzenlemelere ihtiyaç vardır. Ülkemizde devletin belirlediği kurumsal düzenlemelere Sermaye Piyasası Kurumu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu örnek verilirken yasal düzenlemelere de bankacılık kanunu ve sermaye piyasası kanunu örnek gösterilebilir (Özer, 2007:4). Ayrıca ekonomilerde, yasal ve kurumsal düzenlemeler ile ekonomik birimlerin uyuşmazlıkları, piyasa işleyişinin denetlenmesi ve yaptırımların uygulanması daha kolay hale gelmiştir (Kendir, 2014:5-6). Son dönemlerde teknolojinin gelişmesi ve küreselleşmenin hızlanması ile firmaların kamuoyunu bilgilendirme ve şeffaflık görevi daha da önemli hale gelmiştir. Çünkü firmalar, sadece yurtiçi yatırımcıların değil; yurtdışı yatırımcıların da ilgisini çekmektedir. Bu duruma örnek olarak firmaların kamuoyunu bilgilendirmek amacı ile tek düzen muhasebe standardını kullanması gösterilebilmektedir (Yılmaz, 2006:23).

3.3. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sistem, piyasa içerisinde fon arz eden ve fon talep eden birimler arasında ilişkiler kurarak harcama ve yatırım işlemleri için kullanılacak kaynakların dağılımını sağlamaktadır. Dağılım işlemi tamamlandıktan sonra, atıl kaynakları da ekonomiye kazandırılmaya çalışmaktadır. Sistemin bu gibi işlevleri ekonomi üstünde etkiler yaratmakta ve fonksiyonlarını oluşturmaktadır. Ayrıca finansal sistemin fonksiyonlarının sağlıklı işlemesi ekonomilerde tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi ve ülke ekonomilerinin gelişmesine katkı sağlamaktadır (Kendir, 2014:6).

Bu bağlamda, finansal sistemin en temel fonksiyonları; tasarrufları arttırma fonksiyonları, likidite sağlama fonksiyonu, risk yönetimi ve bilgi kontrolü fonksiyonu ve finansal aracılık fonksiyonu olarak sıralayabiliriz.

3.3.1. Tasarrufları Arttırma Fonksiyonu

Finansal piyasaların yeterince gelişmediği ülkelerde yatırımların ve tasarrufların finansal sisteme yönlendirilmesi oldukça güçtür. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal politikaların başarısı, tasarruf sahiplerinin davranışlarına göre değişmektedir. Nitekim tasarrufları gerçekleştiren ekonomik birimler her zaman bulunmaktadır. Etkin ve verimli işleyen bir finansal sistem yapısı, getirisi yüksek, güvenli ve istenildiği anda nakde çevrilebilen finansal araçları ekonomik birimlere sunmaktadır. Ayrıca hem bireyleri tasarrufa yönlendirip hemde tasarruf edenleri de daha fazla birikimde bulunmaya teşvik etmektedir (Kargı, 1998:49). Bir ülkedeki tasarruflar verimli yatırımlara yönlendirilebilmesi halinde ekonomide büyüme sağlanacaktır. Yani yatırımların arttırılması, tasarrufların da arttırılmasına neden olacaktır. Ayrıca gelir düzeylerindeki artışlara bağlı olarak ekonomik birimlerin tasarruf düzeyi de artacaktır (Afşar, 2004:12). Finansal sistem içerisinde tasarruf edenlerin birikimleri, risk düzeylerine göre dağılımı gerçekleştirilerek daha verimli yatırımlara kanalize edilmesi sağlanarak, ekonomik birimlerin daha fazla tasarruf etmeleri sağlanmaktadır. (Kendir, 2014:6).

3.3.2. Likidite Sağlama Fonksiyonu

Tanım olarak likidite, herhangi bir varlığın istenildiği anda kolayca nakde çevrilebilmesidir. Ekonomik varlıkların hepsinin likidite dereceleri birbirinden farklıdır. Bu duruma örnek olarak bir ekonomide en likit varlık para iken hisse senetleri ve tahvil gibi kıymetli evraklar parayı takip etmektedir. (Yılmaz, 2006:24).

Likidite sağlama fonksiyonu ülkelerin uyguladıkları finansal politikaların başarısı açısından oldukça önemlidir. Ekonomilerde uygulanan politikalar açısından finansal olmayan varlıklardan likit finansal değerlere doğru bir geçiş gözlemleniyor ise bu durum ülkede ekonomik istikrar ve büyüme üzerinde olumlu bir etki sağlayacaktır (Başoğlu vd, 2001:8).

3.3.3. Risk Yönetimi ve Bilgi Kontrolü Fonksiyonu

Finansal sistemin etkin işlemesinde ki en önemli fonksiyonlardan birisi riskin aktarılması ve bilgi kontrolüdür. Ekonomik birimlerin faaliyetlerinin risk dereceleri farklı sahip olmakla birlikte, risk algılama düzeyleri de birbirinden farklılık göstermektedir. Ancak birimlerin davranışları çoğunlukla riskten kaçınma şeklindedir. Örneğin risk, tabana yayılmıyor yani az sayıda birey arasında kalıyor ise tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, daha yüksek düzeyde bir getiri talep edebileceklerdir (Başoğlu vd., 2001:9). Bununla birlikte bir ekonomide finansal sistem, ekonomik birimlerin gelecekteki beklenen getirisinin, verimliliğinin ve aldıkları borcu geri ödeyememe gibi durumlara karşı karşıya kalmaları halinde sonuçları da en aza indirmektedir. Risklerin mevcut olduğu bir ekonomide, fon arz edenlerin karşılaşabileceği risklere ilişkin olarak fon talep edenler hakkında bilgi aktarımı sağlamaktadır (Kendir, 2014:7).

3.3.4. Finansal Aracılık Fonksiyonu

Finansal aracılık fonksiyonu temel olarak tasarruf sahiplerinden fonların toplanması ve bu fonların yatırımcılara aktarılması işlemidir. Bir ekonomide aracılık fonksiyonunun artması, o ekonominin finansal gelişme düzeyi ile doğru orantılıdır. Finansal aracılık faaliyetleri genel olarak ticari bankalar tarafından yürütülmektedir (Yılmaz, 2006:25).

3.4. Finansal (Mali) Piyasalar

Finansal (mali) piyasalar ülke ekonomileri için gelişmişlik açısından incelenmesi gereken en önemli piyasalardan birisidir. Tasarrufların toplanması, yatırımlara kanalize edilmesi ve fon akışını gerçekleştirmesi gibi fonksiyonları ile ekonomik anlamda olumlu etkilere sahiptir. Bu sebeple incelenmesi ve geliştirilmesi gerekli olan sektörlerden birisidir (Denizli, 2015:2).

3.4.1. Finansal Piyasaların Tanımı ve Önemi

1970'li yılların başından bu yana finansal piyasalar büyük değişim göstermiştir. Bu değişime zemin hazırlayan temel faktörler ekonomik istikrarsızlık ve belirsizliğin artmasıdır. Ayrıca yeni finansal araçların geliştirilmesi ile iletişim ve teknolojilerdeki olağanüstü gelişmeler değişime zemin hazırlayan diğer sebeplerdir. Dünyada bu gelişmeler ulusal ve uluslararası piyasaları serbestleştirip fon hareketlerinde rekabet düzeyini yükseltmiştir. Finansal piyasalarda yaşanan bu gelişmeler ile birlikte, finansal hizmetler sektöründe mevcut olan, bankacılık, sigortacılık gibi alt piyasalar arasındaki ayrımlar hemen hemen ortadan kalkmıştır. Mali piyasalardaki aracılık şekli olan banka kredileri gibi dolaylı finansman, yerini sermaye piyasaları yoluyla doğrudan finansmana bırakmıştır (Alp, 2002: 40-41). Bu durum ülkelerin sermaye birikimlerinin oluşmasına doğrudan ya da dolaylı yoldan aracılık etmekte ve sermaye artışlarına katkı sağlamaktadır. Sonucunda da menkul kıymetleştirme uygulamalarında artış görülmektedir. Finansal piyasalarda fon transferi işlemleri sırasında işlemlerin gerçekleşmesi için finansal sistem unsurları olan fon arz edenler, fon talep edenler, finansal aracılar, finansal araçlar ile yasal ve kurumsal düzenlemelere gerek duyulmaktadır (Tunay, 2005:49). Finansal sistemin bir parçası olarak fon transferinin yardımcı kuruluşlar vasıtasıyla sağlandığı piyasalardır (Özmen, 2011:2). Diğer bir ifade ile finansal piyasalar, ülke ekonomilerindeki fon arzını ve fon talebini dengede tutmaya çalışan ve bu fonları zaman, miktar ve kişilere göre uygun hale getiren piyasalardır (Akdiş, 2002;5). Yani finansal piyasalar çeşitli finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasalardır. Nitekim teknolojinin gelişmesi ile birlikte taraflar yüz yüze gelmeden finansal işlemleri çeşitli iletişim yolları kullanarak yapabilmektedirler (Kendir, 2014:8).

Günümüzde finansal piyasalar, ülkelerin üretim için ihtiyaç duyduğu sermaye birikiminin ulusal ya da uluslararası alanlara transfer edilmesi için aracılık faaliyetini üstlenen merkez olması nedeniyle, ülke ekonomilerinde önemi giderek artmaktadır (SPL, 2019). Çünkü finansal piyasaların varlığı ekonomi içerisinde hem üretimde ve tasarrufta, hem de ticarette oldukça önemli bir yere sahiptir.

Gelişmiş ülkelerde, etkin ve küresel bir finansal piyasanın varlığı ekonomik birimlerden ve kurumlardan elde edilen tasarrufların daha etkili kullanılmasını sağlarken, elde edilen tasarrufların yatırıma dönüştürülmesine büyük katkı sağlamaktadır. Tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi faaliyeti de dünya ülkelerinin kalkınmasına yardımcı olacaktır (Çubuk, 2018:27-28).

3.4.2. Finansal Piyasaların Özellikleri

Ekonomilerde finansal piyasaların fon piyasasında aracılık işlevinde bulunması doğrudan ya da dolaylı yoldan müdahil olduğu anlamına gelmektir. Finansal piyasaların bu kadar önemli etkiye sahip olması sebebiyle finansal piyasaların özelliklerinin de neler olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Bir ekonomide, finansal sistemin en temel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Çubuk, 2018:35):

- Ülke ekonomilerindeki malların, hizmetlerin ve varlıkların dünyadaki ekonomik birimler arasında el değiştirmesi gerekmektedir. Finansal piyasalar bu değişim sürecinde taraflar arası aracılık etme işlemini üstlenme özelliğine sahiptir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Ülkelerde yapılması planlanan küçük ve büyük ölçekli yatırım harcamalarının finansmanını sağlamak amacı ile tasarruflarını arz edenlerin fonlarını şeffaf, güvenilir ve adil bir risk dağıtım sistemi oluşturarak tasarrufların en az riskle genele yayılmasına yardımcı olmaktadır(Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Ülke ekonomilerindeki fiyatlar genel düzeyi seviyesinin belirlenmesi açısından istikrarlı bir piyasa fiyatının oluşmasını sağlamaktadır (Özince, 2008:26)
- Kaydi para yani mevduat parası, temel olarak bankalar tarafından yaratılan paraya denmektedir Tasarruf sahipleri, biriktirdikleri fonları bankaya yatırmaktadırlar.

Bankalar da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından belirlenen oranla yatırılan fonların bir kısmını TCMB'nin tutması ve fonların tamamını finansal piyasalarda değerlendirilmesi koşulu ile kaydi para yaratma hakkına sahip olmaktadır. Yani finansal piyasalar kaydi para yaratma yetkisine sahiptir. Sonucunda da reel piyasaya likidite sağlamış olacaktır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).

- Finansal piyasaların en temel özelliklerinden birinin fon aktarım işlemine aracılık etmek olduğu bilinmektedir. Finansal piyasaların mevcut olmaması durumunda fonların transfer işlemleri, doğrudan fon arz ve talep edenler arasında gerçekleşmesine neden olacak ve her bir işlem için taşımacılık maliyeti oluşacaktır. Aynı zamanda da zaman kaybının yaşanmasına neden olacaktır. Finansal piyasalar hem bu işlemleri daha hızlı hem daha güvenli yaparak piyasada işlem maliyetini azaltmakta hem de zaman tasarrufu sağlamaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Finansal piyasalarda işlem yapan ekonomik birimler hiçbir zaman tam bilgiye sahip olamamaktadır. Bu eksik bilgi edinme durumu tarafların arasında eşitsizlik oluşturmaktadır. Finansal piyasalar tam da bu süreçte şeffaflık ilkesi gereği, fon sahiplerinin eksik bilgiden kaynaklanan yanlış seçimler yapmasını önlemek amacıyla piyasaya bilgi aktarımı yapmaktadır. Piyasaya aktarılan bilgiler sonucunda, asimetrik bilgi sorununun azaltılması ya da çözümünün kolaylaştırılmasını sağlamakta ve piyasanın daha etkin ve verimli bir şekilde işlemesine yardımcı olmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).

3.4.3. Finansal (Mali) Piyasaların Ekonomiye Etkileri

Bir ülke ekonomisinde, mali piyasaların ekonomiye sağlayacağı etkiler şunlardır (Bolak, 2000: 9-10):

- Gelir ve Refah Düzeyi Artışına Katkı: Gelişmiş bir ekonomide finansal piyasa kaynakların verimli şekilde dağılımını sağlamaktadır. Bireylerin düşük verimli yatırımlar yapmaları yerine, daha yüksek getirili yatırımlar yapmalarını sağlayarak milli gelir ve refah düzeyindeki artışa katkı sağlamaktadır.
- Vade Ayarlamaları: Fon sunanlar bu fonlarını kısa, orta veya uzun vadeli değerlendirmek isterlerken yine fon ihtiyacı olan bireylerde kısa, orta veya uzun vadeli değerlendirebilmektedir. Yani gelişmiş bir finansal piyasa iki ayrı kesim arasında vade ayarlamaları mümkündür.
- Miktar Ayarlamaları: Finansal piyasalar, küçük boyuttaki tasarrufları güven ve şeffaflık içerisinde bir araya getirerek biriktirilmesini sağlamaktadır. Bu şekilde yatırım yapmaya yeterli olmayacak kadar küçük boyuttaki tasarrufları birleştirilerek büyük yatırımlara dönüştürülebilir.

- Risk Ayarlamaları: Finansal araçlar risk bakımından farklılıklar göstermektedir. Bu araçlar yatırımcıların risk tercihlerine göre istedikleri yatırımı yapabilmelerini sağlamaktadır. Gelişmiş bir ekonomide risk ve getiri oranları arasında doğru yönlü ilişki bulunmaktadır. Yani daha yüksek risk, daha yüksek getiri demektir. Fakat bireyler yüksek getiri elde etmek için daha fazla riske girecekleri için yüksek kazanç kadar zarara da uğrayabileceklerini kabul edilmelidir.
- Rekabet Artışı: Finansal piyasaların gelişmesi, mali kurumlar arasında, menkul kıymetler arasında, yatırımı yönetim, yatırımı değerlendirme gibi çeşitli faaliyetler arasında rekabeti arttıracaktır.

Sonuç olarak tüm bu etkiler göz önüne alındığında bir ekonomide finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülerini şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Finansal araçların çeşitliliği,
- Vade, miktar ve risk ayarlama ile fon aktarma maliyetlerinin düşüklüğü,
- Tasarrufların ve varlıkların finansal araçlara dönüşme oranı,

3.4.4. Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasalar çok çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilmekte olup, finansal literatürde en yaygın yapılan sınıflandırma aşağıdaki şekildedir: (Karan, 2001: 16).

- Vadesine Göre Finansal Piyasa Türleri
- Piyasaların Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri
- Finansal Varlığın İhraç Durumuna (İşlemlerine) Göre Finansal Piyasa Türleri
- Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Finansal Piyasa Türler

3.4.4.1. Vadesine Göre Finansal Piyasa Türleri

Vadesine göre finansal piyasa türleri fonların ne kadar süre ile ödünç verilip ne zaman geri alınacağının belirlendiği bir piyasa türüdür. Finansal piyasalara fonlarını ödünç veren bireylerin, ne kadar süreyle fonlarından vazgeçmesine göre ya

da fonları ödünç alanların bu fonlara ne kadar süreyle kullanım ihtiyacı doğmasına göre sınıflandırılmış finansal piyasa türüdür (Çubuk, 2018:28).

Vadesine göre finansal piyasa türleri para ve sermaye piyasaları olarak iki grupta incelenmektedir.

3.4.4.1.1. Para Piyasaları

Para piyasaları, kısa vadeli likidite ihtiyacı bulunan finansal kurumlar ile likidite fazlası bulunan finansal kurumların bir araya geldiği piyasalardır. Bu piyasalarda alım ve satıma konu olan varlıklar kısa vadeli yani bir yıldan az sürelidir. Ayrıca para piyasalarında ki finansal varlıklar, finansal riski olmayan ya da çok az olan devlet kurumları, bankalar ve çok büyük şirketler tarafından ihraç edilmektedir (Güleryüz, 2005:5). Para piyasalarının bir diğer kullanılma sebebi ise sermaye konusunda finansman eksiği olan kurumların bu eksiği para piyasalarından finanse etmeyi tercih etmeleridir. Böylece kurumlar gerek duydukları likit kaynakları para piyasalarından karşılamış olacaktır (Denizli, 2015:6).

Nitekim para piyasalarında işlem gören fon sahiplerinin vade sonunda öngörmedikleri sonuçlarla karşılaşma olasılığı diğer piyasalara göre oldukça düşüktür. Para piyasalarının özellikleri aşağıda sıralanmıştır (Çubuk, 2018:29-30):

- Para piyasalarında kullanılan araçlar, diğer finansal piyasa araçlarına göre özellikle de uzun vadeli sermaye piyasası araçlarına göre daha çok talep edilmekte ve işlem hacmi daha geniş olmaktadır. Ekonomik birimlerden fon sahiplerinin uzun vadeli riskleri almayı çok fazla tercih etmemesinden kaynaklı olarak para piyasası araçları daha fazla ilgi görmektedir.
- Para piyasalarında kullanılan araçlar, diğer finansal piyasa araçlarına göre daha az finansal risk taşıdığı için fiyat dalgalanmaları da daha az olmaktadır. Dolayısıyla güvenilir finansal araçlar arasında para piyasası araçları bulunmaktadır.
- Para piyasalarında işlem gören araçlar, diğer finansal piyasa araçlarına kıyasla daha kısa vadede alınıp satılabilmektedir. Ayrıca çok hızlı likit değere dönüşebilmesi nedeniyle diğerler finansal piyasa araçlarına nispeten likiditesi daha yüksek araçlarındandır

- Para piyasası araçları kısa vadeli olması sebebiyle finansal piyasalarda anlık etkiler yapmaktadır. Finansal piyasalar üzerinde uzun vadeli ve kalıcı etki meydana getirmemesi piyasanın devamlılık arz etmeyeceğini göstermektedir (Yalta, 2011).

Para piyasalarında kullanılan vadesi bir yıldan kısa süreli olarak belirlenmiş araçlar; hazine ve finansman bonoları, mevduat sertifikaları, repo ve ters repo işlemleri ve varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır.

Başlıca para piyasalarında işlem gören araçlar aşağıda açıklamaları ile birlikte sıralanmıştır (Güleryüz, 2005:5-6):

- Hazine Bonosu: Kısa vadeli devlet borçlanma senetleridir. Ayrıca hazine bonoları iskonto edilerek satıldıkları için bu araçların ödenmeme veya likidite riskinin sıfır olduğu kabul edilmekte olup, getirisi diğer finansal araçların getirilerine oranla nispeten daha düşüktür.
- Repo: Yeniden satın alma anlaşması anlamına gelmektedir. Repurchase Agreement kelimesinin kısaltılmasıdır. Günlük ve haftalık bazda yapılabilen repo işlemleri, hazine bonosu veya devlet tahvilleri gibi bir menkul kıymetleri tasarruf sahiplerine repo yapan tarafından geri alım vaadiyle satma işlemidir. Repo yapan taraf vade sonunda almış olduğu parayı faiziyle birlikte öderken, satmış olduğu kıymeti geri satın almaktadır.
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet: Finans kuruluşlarının ellerinde bulunan alacak senetlerini bir arada toplayarak oluşturdukları bir kıymeti, teminat göstermek amacıyla ihraç ettikleri yeni menkul kıymettir.
- Mevduat Sertifikası: Bankaların hamiline düzenlenmiş vadeli hesaplara karşılık verdikleri sertifikalardır.
- Finansman Bonosu: Büyük şirketlerin veya kurumların kısa vadeli olarak ihraç ettikleri borçlanma senetleridir

Tablo 3.1:Para Piyasası ve Sermaye Piyasasının Karşılaştırılması

	Para Piyasası	**Sermaye Piyasası**
Kaynak	Vadeli / vadesiz mevduat	Uzun süreli tasarruflar
Kullanım Yeri	Para piyasasından sağlanan kaynaklar geçici nakit ihtiyacını karşılamada kullanılır.	Sürekli isletme sermayesi ihtiyacı ve uzun vadeli yatırımların finansmanında kullanılır.
Araçlar	Ticari senetler	Menkul kıymetler
Risk / Getiri	Düşük	Yüksek

Kaynak: Özer, 2007: 5

3.4.4.1.2. Sermaye Piyasaları

Vadesine göre piyasa türlerinden sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fonları arz ve talep eden ekonomik birimlerin karşılaştığı ve fon alışverişinin yapıldığı piyasalardır. Sermaye piyasalarının en belirgin özelliği uzun vadeli işlemlerin gerçekleşmesine olanak sağlamasıdır. Sermaye piyasaları çoğunlukla ekonomilerin yatırım sermayesi ihtiyaçları karşılanmaktadır. Bu piyasaların vadesinin uzun olması ve yatırımlarının belli bir vade sonunda fon olarak geri dönmesi sebebiyle risk oranı yüksek piyasalardandır. Sermaye piyasalarında fonları arz ve talep eden bireyler arasında fon akımları dolaysız olarak gerçekleşmektedir. Dolayısıyla bu piyasada fon arz eden ekonomik birimlerin arz ettiği fonların kimler tarafından kullanılacağı, risk ve getirileri kendi seçimleri doğrultusunda karar vermektedir (Kendir, 2014:10-11). Ayrıca sermaye piyasalarının güven verici bir ortamda ilerleyebilmesi için piyasayı denetleyici kurumlar kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) gibi denetleyici kurumlar sayesinde sermaye piyasaları etkin bir şekilde işlevini gerçekleştirir ve de taraflar arasında en uygun kaynak dağılımı sağlanmış olur (Sayılgan, 2004:8)

Sermaye piyasalarının vade bakımından bir yıldan fazla süreleri kapsaması fon işlemleri sırasında kullanılan finansal araçlar arasında farklılık sağlar. Bu enstrümanlar çoğunlukla uzun vadeli tahvil ve hisse senetleridir (Denizli, 2015:6-7)

Başlıca sermaye piyasası araçları şunlardır (Güleryüz, 2005:6):

- Devlet Tahvili: Devlet tarafından ihraç edilmiş olan uzun vadeli ve düşük faizli bir finansal araçtır
- Şirket Tahvilleri: Bir ekonomideki özel şirketler tarafından ihraç edilen, uzun vadeli ve faizleri, şirketlerin derecelendirme sonucunda aldıkları puanlara göre belirlenen bir araçtır.
- Hisse Senedi: Anonim şirketlerce ortaklık hak ve yetkisi veren ve de mülkiyeti temsil eden finansal araçtır

Sermaye piyasalarının en temel özellikleri, olumlu ya da olumsuz etkileri bulunmaktadır. Bu özellikler aşağıda sıralanmıştır (SPL, 2019):

- Sermaye piyasalarında işlem görülen finansal piyasa araçları, genellikle tedarik edilen fonları sermaye finansmanı olarak kullanmaktadır. Dolayısıyla bu araçlar ile daha çok duran varlık satın alımı yapılmakta ve de sağlanan fonlardan uzun dönemde fayda sağlanmaktadır.
- Sermaye piyasası araçları çoğunlukla ülke ekonomisinde üretim yapan işletmeler tarafından talep edilmektedir. Örneğin; bir işletmede sermaye açığı olduğunda bu açığı kapatabilmek için de fon talep edecektir. Edinilen fonlarla birlikte sermaye açığı kapanıp, üretim arttırılacaktır. Böylece işletme ile berebar ülke ekonomisi de gelişme gösterecektir. Ayrıca fonlarını sermaye piyasası araçlarınca arz edenler kar payı kazanmakta ve faiz geliri elde etmektedir.
- Sermaye piyasası araçları genellikle fon arz edenler tarafından, risk ve getiri oranına göre tercih edilerek fon arzlarına yön vermektedir.

3.4.4.2. Piyasaların Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri

Piyasaların örgütlenme durumuna göre finansal piyasa türleri, piyasaların düzenli bir şekilde ve belirli kurallar çerçevesinde işlemlerini yürütülmesine göre iki farklı gruba ayrılmakta olup bu piyasalar; Örgütlenmiş piyasalar ve örgütlenmemiş piyasalardır.

3.4.4.2.1. Örgütlenmiş (Organize) Piyasalar

Örgütlenmiş piyasalar, belirli bir mekânı ve kuralları olan; üyelerinin işlem yapabildiği ve örgütlenmiş piyasalara kote (kayıtlı) menkul kıymetlerin alınıp satılabildiği bir finansal piyasa türüdür (Özer, 2007:7).

Örgütlenmiş piyasaların en belirgin özelliği işlemlerin tamamı organize olmuş kurum veya kuruluşların belirttiği kurallar çerçevesinde yapılmaktadır. Bu piyasalarda tüm işlemler şeffaf olarak yapıldığı için piyasa araçları hakkında ekonomik birimler daha kolay bilgi elde etmekte ve güvenilir sonuçlar vermektedir. Çünkü organize piyasalar devamlı olarak denetim ve gözetim altındandır. Bu tür piyasalara örnek olarak BDDK ve İMKB'nin kuralları çerçevesinde işlemlerini yürüten bankalar örneği verilebilmektedir (Çubuk, 2018:32).

Ayrıca örgütlenmiş piyasalardaki işlemler SPK'nın kuralları ve tebliğlerinin öngördüğü yasal düzenlemeler göz önünde bulundurularak yapılmaktadır. Bu piyasada ki işlemleri sadece borsa üyeleri yapılabilmektedir (Öner, 2011:7).

3.4.4.2.2. Örgütlenmemiş (Tezgah Üstü) Piyasalar

Örgütlenmemiş (tezgah üstü) piyasalar, belirli bir mekanı ve kuralları olmayan üyelik gerektirmeyen tüm ekonomik birimlerin işlem yapabildiği ve tüm menkul kıymetlerin alınıp satılabildiği piyasalara örgütlenmemiş piyasa denilmektedir (Özer, 2007:7).

Diğer bir ifade ile çok sayıda finansal kurumun gelişen teknoloji ve iletişim araçları ile birlikte birbirlerine dolaylı ya da dolaysız yollarla bilgi aktarımı sağlayarak oluşturduğu piyasalar tezgah üstü piyasalar olarak adlandırılmaktadır (Güleryüz, 2005:7). Dolayısıyla bu piyasalar örgütlenmiş piyasalarda işlem görmeyen ve örgütlenmiş piyasaların gerekli koşullarını sağlamayan denetim ve gözetim dışında kalmış piyasalardır. Örgütlenmiş piyasalara Tahtakale örnek verilebilmektedir (Kendir, 2014:9).

3.4.4.3. Finansal Varlığın İhraç Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasaların türlerinden biri de finansal varlıkların ihraç edilme şekline (işlemlerine) göre sınıflandırılmasıdır. Bu sınıflandırma biçimine göre iki farklı piyasa bulunmaktadır. Bunlar birincil piyasalar ve ikincil piyasalar şeklinde aşağıda açıklanmaktadır (Çubuk, 2018:32).

3.4.4.3.1. Birincil Piyasalar

Finansal araçların türlerinden biri olan birincil piyasalar, piyasaya ilk kez sunulmuş ve piyasada ilk kez işlem görecek olan dolaşımda hiç bulunmamış fonların bulunduğu piyasalardır. Birincil piyasalarda fon arz eden ekonomik birimler fon ihtiyacı olan yani fon talep eden ekonomik kesime ilk kez işlem görecek olan finansal araçları temin etmektedir. Bu piyasalarda ilk kez ihraç edilen fonlar, fon talep eden kesime doğrudan ya da dolaylı finansman yoluyla, oluşan finansman ihtiyaçlarını kapatmak için fon talep edenler tarafından kullanılmaktadır.

Bu piyasaya da uygulanan sisteme örnek olarak devletin iç borçlanma senetleri çıkarması ve bu senetleri ihale yoluyla satması bir örneğidir (Denizli, 2015:7).

3.4.4.3.2. İkincil Piyasalar

İkincil piyasalar, birincil piyasalardan ihraç edilen ve dolaşımda bulunan finansal araçların fon arz edenlerden fon talep edenlere yani ekonomik birimler arasında el değiştirildiği piyasalardır. Birincil piyasaların işlevleri, gelişimi ve tasarruflarının yatırıma dönüştürülmesinde ikincil piyasanın önemi oldukça büyüktür. Nitekim ikincil piyasadaki finansal araçların değeri fonları ihraç edenleri doğrudan etkilememekte fakat birincil piyasada yapılacak yeni ihracın değerini ve fon sağlanmasını etkilemektedir (Kendir, 2014:11-12).

Tablo 3.2: Birincil ve İkincil Piyasaların Özellikleri

Birincil Piyasalar	İkincil piyasalar
İlk arz ihraç yapılır	Önceden ihraç edilen menkul değerler alınır/satılır
Kurumsal yatırımcılar kullanır.	Bireysel ve kurumsal yatırımcılar işlem yapar.
İhraç fiyatı firma tarafından belirlenir.	Fiyat, piyasa katılımcıları tarafından belirlenir
Genellikle, yatırım bankaları aracı olur	Bankalar, aracı kurumlar aracılık işlemi yapar.

Kaynak: Yılmaz, 2002: 6

3.4.4.4. Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasalar, ekonomik birimlerin alım ve satım işlemi sonunda el değiştiren menkul kıymetleri ödemelerin peşin ya da vadeli yapılmasına göre spot (nakit) piyasalar ve vadeli piyasalar (türev piyasalar) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

3.4.4.4.1. Spot (Nakit) Piyasalar

Spot piyasalar, belirli bir miktarda mal veya menkul kıymetin ve de karşılıkları olan paranın, finansal piyasadaki işlemin ardından el değiştirdiği piyasalara denilmektedir. Spot piyasaların en temel özelliği, alım ve satım işlemlerinde, teslim etme ve ödeme yükümlüğünün iki taraf açısından da aynı anda ya da çok kısa bir sürede gerçekleşiyor olmasıdır (Öner, 2011:8).

3.4.4.4.2. Vadeli (Türev) Piyasalar

Vadeli işlemler (türev) piyasalarında, ekonomik birimler tarafından belirlenen fiyattan ileri bir tarihte belirli bir miktarda ve kalitede standartlaştırılmış koşullarla bir malın, menkul kıymetin ya da yabancı paranın teslimatı ve parasal karşılığı belirlenen finansal kıymetin alım ve satımının yapıldığı piyasalardır. Diğer bir ifade ile vadeli piyasalar, önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden ödeme ve teslimat işleminin ileri bir tarihte yapıldığı piyasalar olup, fiyata vade farkı eklenmektedir (Kendir, 2014:12).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPİRİK ANALİZ

Bu bölümde 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin Türkiye ekonomisinde döviz kuru oynaklığının yani volatilitenin finansal sistem üzerindeki etkisi ampirik olarak incelenmektedir. Döviz kurlarındaki oynaklığın öngörülebilmesi, piyasa katılımcıları açısından önemli olmasının yanı sıra ülkelerin ekonomik istikrarı hakkında bilgi verdiği için de son derece önemlidir. Oynaklığın zaman içerisinde nasıl bir değişim gösterdiğinin belirlenmesi finansal piyasalar üzerindeki etkilerini görmek açısından oldukça önemlidir. Finansal piyasalar ekonomilerin gelişmişlik düzeyinin ölçülmesinde ve incelenmesinde önemli piyasalardan birisidir. Finansal piyasalar ülkedeki mevcut fonların etkin bir şekilde yatırımlara yönlendirilmesinde aracılık etmesi ve ekonominin farklı sektörleriyle olan bağlantılarının sağlanması amacıyla ekonomilerin olmazsa olmaz bir öğesidir.

Bu bağlamda önce konu ile ilgili literatür ulusal ve uluslararası kapsamda incelendikten sonra model ve kullanılan değişkenler tanıtılacaktır. Sonrasında ampirik analizde kullanılan yöntemler hakkında teorik bilgiler verilecektir. Son olarak ampirik bulgular özetlenecek ve yorumlanacaktır.

Bu bölüm sonunda Türkiye ekonomisinde küresel finans krizi sonrası dönemde döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların finansal sistemi nasıl etkilediği hakkında ekonometrik bilgiler elde edilecek ve bu bilgiler ışığında çıkarsamalar yapılacaktır.

4.1. Literatür Taraması

Literatürde döviz kuru oynaklığının ekonomiler üzerindeki etkileri sadece finansal sistem üzerinden değil aynı zamanda, işsizlik, ticaret ve üretim üzerinden de incelenmiştir. Ampirik çalışmalarda döviz kuru oynaklığı ile ilgili bir dizi çalışmalarda ise oynaklığın öngörülebilirliği ile ilgili ekonometrik modellemeler yapılmaya çalışılmıştır. Bu bölümde önce öngörü modelleri üzerinde durulacaktır. Sonrasında gerek finansal sistem gerekse ekonominin reel kısmını inceleyen çalışmalar yöntem, bulgu ve dönem açısından incelenecektir.

Öngörü modelleri ile ilgili güncel çalışmalardan bir tanesi Özdemir'e aittir. Özdemir (2014), Türkiye'de döviz kuru oynaklığı ve ardışık koşullu değişen varyansı modelleyebilmek için 2009-2014 tarihleri arasındaki TCMB'nin ABD doları için kapanış fiyatları alınarak veri seti oluşturulmuştur. Çalışmada otoregresif koşullu değişen varyans (ARCH) testlerini kullanmış ve öngörüleme yapmıştır. Modeller tahmin edilirken normal, srudent-t ve GED dağılımları kullanılmış ve uygun model belirlenirken Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Log-Olabilirlik model seçim kriterleri kullanılmıştır. Sonuç olarak Otoregresif Koşullu Değişen Varyans modellerinin, TCMB'nin ve yatırımcıların döviz kurunda yaşanan oynaklığı modellemelerinde ve geleceğe yönelik öngörüleme yapmalarında başarılı sonuçlar verdiğini görmüştür.

Bir diğer çalışma ise Gür'e (2012) aittir. Gür (2012), Türkiye'de döviz kuru oynaklığının modellenmesi için 2001-2010 yılları arasındaki verileri kullanarak bir çalışma yapmıştır. ARCH, GARCH ve SWARCH modelleri kullanmıştır. Bu çalışma, SWARCH modelinin ekonometrik olarak karşılaştırılan ARCH ve GARCH modellerine göre öngörü performansının çok daha başarılı olduğunu göstermekte, makro ekonometrik tahminleri yapan ve bu tahminler çerçevesinde ileriye dönük makroekonomik hedefleri oluşturan politika yapıcıları için diğer modellere kıyasla daha üstün modelleme yöntemi olduğunu kanıtlamaktadır.

Soytaş (2010), Türkiye döviz piyasalarında oynaklığın öngörülmesi ve risk analizi açısından önemini anlamak için yaptığı çalışmasında 2002-2009 yılları arasındaki veriler kullanmıştır. Çalışmada, Türkiye döviz piyasalarında TRL/USD, TRL/EUR ve TRL/GBP serilerinin oynaklığı hareketli ortalama modelleri, AR ve ARMA modelleri ve ARCH süreçleri kullanılarak modellenmiş ve modellerin örneklem dışı öngörü performansları karşılaştırılmıştır. Farklı oynaklık öngörüleri kullanılarak elde edilen parametrik VAR modelinin öngörü performansları Basle Komitesi geriye dönük test ölçütleri kapsamında değerlendirilmiştir. Son küresel finansal krizin risk ölçüm teknikleri üzerindeki etkileri ayrıca araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, RMSE ölçütüne göre GARCH grubu modellerin, MAE ölçütüne göre ise AR modelinin serilerinin oynaklık öngörüsünü modellemekte diğer modellere kıyasla daha başarılı olduğunu göstermiştir. Finansal krizin oynaklık öngörü modellerinin sıralamasını değiştirmediği ancak finansal krizle birlikte

modellerin performanslarının en kötü performansı sergileyen modele yakınsadığı görülmüştür. Oynaklık öngörü modellerine dayalı olarak tahmin edilen VAR modellerinin performansları karşılaştırıldığında ise EWMA ve GARCH grubu modellerin daha doğru sonuçlar verdikleri gözlemlenmiştir.

Sağlam (2016), Türkiye ‘de döviz kuru oynaklığını öngörebilmek için yaptığı çalışmada 2010-2015 yılları arasındaki verileri kullanmıştır. Çalışmada Türkiye döviz piyasalarında USD, EUR ve GBP değişkenleri zaman serileri için en uygun oynaklık öngörü modeli ARCH, GARCH, EGARCH, TARCH yöntemleri ile modellenmiştir. Çalışma sonucunda döviz kurlarındaki oynaklığın modellenmesinde, EUR ve USD değişkenleri için en iyi modellerin piyasadaki “iyi ve kötü haberlerin” volatiliteye etkisini ölçmede kullanılan asimetrik modeller olduğu, GBP değişkeni volatilitesini açıklayan en iyi modelin ise simetrik modeller olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kayral (2016), Türkiye’de döviz kuru volatilitelerini modelleyebilmek için Dolar ve Euro kurlarının 2002-2015 döneminde günlük getirileri kullanılmıştır. 2002-2015 yılları arasındaki verileri baz alarak TARCH testini kullanmıştır. Test sonucunda Türkiye’deki döviz kuru volatilitelerine yönelik çalışmalara benzer şekilde asimetrik modellerin volatilitelerin modellenmesinde simetrik modellere göre daha iyi sonuçlar verdiği bulunmuştur. İncelenen asimetrik modellerde her iki kur açısından benzer şekilde kur artışına (bir başka deyişle Türkiye örneğimiz açısından TL’nin değer kaybı) neden olacak pozitif şokların negatif şoklara oranla kurların volatilitelerini daha fazla artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Akardeniz (2018), TCMB faiz kararlarının döviz kuru volatilitesi ile ilişkisini araştırmak amacıyla 2002-2017 yılları arasındaki verileri baz alarak bir çalışma yapmıştır. Yaptığı çalışmada GARCH, EGARCH, FİGARCH VE BEKK-GARCH oynaklık modellemesi yapılmıştır. Ayrıca, çalışmanın devamında VAR analizi, VECM ve Granger nedensellik analizini de yapmıştır. Tüm bunların sonucunda kurlardaki değişimin faiz oranlarındaki değişimin bir nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İkinci grup çalışmalar ise döviz kuru oynaklığının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bu çalışmalardan bir tanesi Türköz'e (2014) aittir. Yazar Türkiye ekonomisinde reel döviz kuru riskinin reel faiz oranı üzerindeki etkilerini görmek amacıyla yaptığı çalışmada 1988-2010 yılları arasındaki verileri kullanmıştır. Çalışmada GARCH modeli, VAR modeli ve genelleştirilmiş etki tepki analizi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Türkiye ekonomisinde dış ticaretin önemli bir kısmını oluşturan ülkelere ait para cinsinden oluşan sepet ile hesaplanan reel efektif döviz kurunda meydana gelen değişimlerin belirsizliği nedeniyle oluşan risk, kısa dönemde reel faiz üzerinde zayıf pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Kızılkaya (2012) ise reel döviz kuru, yabancı sermaye ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi görebilmek için Türkiye üzerine yaptığı çalışmada 1989-2011 verilerini baz almıştır. ARDL yöntemi ve Granger nedensellik testini kullanmıştır. Elde ettiği sonuçlara göre portföy yatırımlarının beklenmedik bir durumda ülkeyi terk etmesi halinde ülkenin döviz rezervlerindeki ani azalış, dış ödemeler bilançosunda bir krize yol açabilmektedir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülkenin sermaye stokunu artırdığı, yeni teknolojilerin kullanımına imkân tanıdığı, yönetim ve bilişim alanlarında ülkeye katkı sağladığı ve bütün bunların da ülkenin üretim kapasitesini artırdığı dikkate alındığında, ekonomik büyüme ve ekonomik istikrara sağlayacağı olumlu etki göz ardı edilemeyecektir.

Sarı (2009), Türkiye ekonomisi üzerinde yapılan çalışmada 1986-2006 yılları arasındaki verileri kullanmıştır. Markov dönüşümlü ARCH (SWARCH) yönteminin kullanıldığı çalışmada faiz ve döviz kuru oynaklıkları belirlenerek, imalat endeksi ve para arzı modele dâhil edilerek regresyon denklemi elde edilmiştir. Elde edilen sonuç Türkiye'de imalat sektörünü faiz oynaklığından çok döviz kuru oynaklığının etkilediği yönündedir.

Bayat (2014), Türkiye'de döviz kurları ve döviz rezervleri: doğrusal olmayan ve frekans bölgesi nedensellik yaklaşımını açıklamak amacıyla yaptığı çalışmada 2003-2014 yılları arasındaki verileri kullanmış olup Hansen-Seo eş-bütünleşme (TVECM) testi, Diks-Panchenko Lineer olmayan Granger nedensellik analizi, Frekans bölgesi nedensellik testilerini kullanmıştır. Çalışma sonucunda reel döviz

kuru ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasında doğrusal olmayan eş-bütünleşme olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmuştur. Hansen-Seo (2002) ve frekans alanı nedensellik analizlerinin ampirik sonuçları, döviz rezervlerinden nominal ve reel döviz kurlarına hiçbir ilişki olmadığı, nominal ve reel döviz kurundan döviz rezervlerine doğru bir nedensellik ilişkisinin olmadığı görülmüştür. Diks-Panchenko (2006) doğrusal olmayan Granger nedensellik testi sonuçları, döviz rezervlerinden nominal ve reel döviz kurlarına kadar bir nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermiştir.

Şahin (2013), Türkiye'de döviz kuru oynaklığının hisse senedi getirilerine etkisini araştırmak için yaptığı çalışmada 1986-2012 yılları arasındaki verilerini baz alarak ARCH, GARCH ve Eş Bütünleşme testini uygulamıştır. Test sonuçlarına göre döviz kuru oynaklıkları ile borsa getirisinin göstergesi olan değişkenler arasında ilişki olup olmadığı Engle-Granger eş bütünleşme testi ile regresyon analizine tabi tutulmuştur. Ele alınan beş şirketin İMKB getirisi ile döviz kuru belirsizlikleri arasında bir eş bütünleşmenin var olduğu tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda, döviz kuru belirsizliklerinin İMKB'de faaliyet gösteren şirketlerin getirisi üzerinde önemli bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çiçek (2010), Türkiye'de fiyat ve oynaklık yayılma etkilerini araştırmak için yaptığı çalışmada 2004-2008 yılları arasındaki verileri kullanarak EGARCH testini yapmıştır. Sonuç olarak devlet iç borçlanma senetleri ve hisse senedi piyasalarından döviz piyasasına doğru anlamlı fiyat yayılma etkisi mevcuttur, fakat döviz piyasasından diğer iki piyasaya doğru fiyat yayılma etkisinin bulunduğuna dair bir kanıt bulunamamıştır. Devlet iç borçlanma senetleri ve hisse senedi piyasaları arasında çift yönlü fiyat yayılma etkisi bulunmaktadır. Sonuçlar hisse senedi ve döviz piyasalarından devlet iç borçlanma senetleri piyasasına doğru anlamlı oynaklık yayılması ve asimetrik etkiler bulunduğunu göstermektedir, fakat devlet iç borçlanma senetleri piyasasından diğer ikisine doğru anlamlı bir oynaklık yayılması bulunmamaktadır. Hisse senedi ve döviz piyasaları arasındaki oynaklık yayılma etkisi çift yönlüdür. Kaldıraç etkisi tüm piyasalar için yüksek derecede anlamlıdır. Oynaklık şokları hisse senedi ve döviz piyasalarında son derece kalıcı, fakat devlet iç

borçlanma senetleri piyasasında kalıcı değildir. Bu çalışmanın sonuçları, ayrıca, üç piyasa arasında uzun dönemde bir ilişki olmadığını da göstermiştir.

Kasman (2011), Türkiye'de faiz oranı ve döviz kuru oynaklığının bankaların hisse senedi getirileri ve oynaklığı üzerindeki etkisini araştırmak için yaptığı çalışmada 1999-2009 yılları arasındaki verileri kullanmıştır. Çalışmada OLS prosedürü ve GARCH modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda faiz oranı ve döviz kuru değişikliklerinin banka hisse senedi getirisinin üzerinde olumsuz ve önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, piyasa borcunun faiz getirilerinden ve döviz kurlarından ziyade piyasa getirisi için daha güçlü olduğu ve piyasa getirisinin koşullu banka hisse senedi getirisi dinamiklerini belirlemede önemli bir rol oynadığı anlamına gelmektedir. Faiz oranının ve döviz kuru oynaklığının şartlı banka hisse senedi getirisi oynaklığının temel belirleyicileri olduğunu göstermektedir.

Görüldüğü üzere literatürde oynaklık reel ekonomik değişkenleri almaktadır. Bununla birlikte modellere dâhil edilen finansal değişkenler bir bütün olarak ele alınmamıştır. Bu nedenle oynaklığın finansal sektördeki etkilerini incelemek amacı ile bu değişkenler kurulacak modelde bir araya getirilecektir.

4.2. Veri ve Model

Döviz kuru oynaklığının bir ekonomi üzerindeki muhtemel etkileri hakkında daha önceki bölümlerde teorik bilgiler verilmiştir. Bu bağlamda finansal sistemi ölçmek amacı ile literatürde yoğun olarak kullanılan iki değişken modele eklenmiştir. Bunlardan ilki döviz kuru oynaklığının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini ölçmek için, ikinci ise yine oynaklığın bankacılık sistemi üzerindeki etkisini ölçmek için kullanılmıştır.

Döviz kuru oynaklığını ölçmek amacı ile çalışmalarda nominal kur, reel kur ve her iki tip kurdaki değişim kullanılsa da reel döviz kurunun kullanılmasının daha sağlam sonuçlar verdiği kanaati oluştuğundan, modele reel döviz kurundaki değişkenlik bağımsız değişken olarak eklenmiştir.

Hisse senedi piyasasını ölçmek amacı ile Borsa İstanbul'a ait BIST100 endeksi kullanılmıştır. Bankacılık sektörü üzerindeki etkisini ölçmek amacı ile ise bankacılık sektörünün özel sektöre vermiş olduğu toplam kredilerin miktarı ele alınmıştır. Bu açıklamalar ışığında incelenen iki etkileşim iki modelde sınanacaktır. Modellerin fonksiyonel ifadeleri ise aşağıdaki gibidir:

$$BST=F(REER) \quad (1)$$

$$KRD=F(REER) \quad (2)$$

Değişkenlere ait veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri sistemi ve Uluslararası Para Fonunun (IMF) veritabanı olan Uluslararası Finans İstatistik veri tabanından elde edilmiştir. Buna göre inceleme dönemi 2008 küresel finans krizinden günümüze gelen kadar geçen süreyi kapsamaktadır. Kullanılan veriler aylık olup 2008 yılının Ocak ayından 2020 Mart ayına kadar süre zarfında elde edilmiştir.

Tablo 4.1. Değişkenler Listesi

Değişkenler	Açıklaması	Kaynak
KRD	Mevduat Bankaları, Toplam Krediler (reel ve logaritmik)	EVDS
BST	Borsa İstanbul BIST100 Endeksi	IFS
REER	Tüfe Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100, logaritmik)	EVDS

Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler tablo 4.1.'de verilmiştir. Tabloda 4.2.'de ortalama, maximum ve minimum değerleri ile birlikte, değişkenlere ait serilerin dağılımlarının nasıl olduğunu gösteren kurtosis, çarpıklık ve Jarque – Bera istatistiklerine yer verilmiştir.

Tablo 4.2. Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalam	Maximu	Minimu	Standart	Çarpıklı	Kurtosi	Jarque-Bera
BST	94.433	104.783	74.783	10.216	-0.048	1.486	26.630 (0.00)***
KRD	1.084	3.357	3.257	1.169	-0.374	2.275	12.574 (0.00)***
REE	5.346	6.686	3.894	1.220	-0.320	1.108	21.212 (0.00)***

Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini vermektedir.

Not: ***.** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.ADF testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve10 % olasılık değerleri için sırasıyla -3.483. -2.884. -2.579. PP testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve 10 % olasılık değerleri için sırasıyla -4.033. -3.446 ve -3.148.

Tablo 4.3.'te serilerin birim kök taşıyıp taşımadığına yönelik analiz yapan Augmented Dickey – Fuller birim kök testi ve Phillips Perron birim kök testleri yapılmıştır. Test sonuçlarına göre değişkenlere ait serilerde birim kökün olup olmadığı elde edilebilecektir. Bu durum ise durağanlığın olup olmadığı öğrenilebilecektir ki, analiz sonuçlarının sağlamlığı konusunda da önemli bir bilgi vermiş olacaktır.

Tablo 4.3. göstermektedir ki, değişkenlere ait seriler düzey değerlerinde her iki test metodu sonuçlarına göre, durağan değildir, birim kök içermektedir. Sadece Borsa İstanbul değerlemesini gösteren BIST100 endeksi sabitli ve trendli modelde Phillips Perron birim kök testinde durağan olduğuna yönelik bir sonuç ortaya çıkmıştır. Buna rağmen değişkenlerin seviyede durağan olmadığı sonucuna ulaşmak mümkündür.

Değişkenlere ait serilerin farklı alınarak ulaşılan değerleri incelendiğinde ise değişkenlerin tamamının hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerde ve her iki birim kök testi için durağanlıktan bahsetmek mümkündür. Ayrıca durağanlık olasılık değerleri % 1'lik anlamlılık seviyesindedir.

Tablo 4.3. ADF (1981) ve PP (1988) Birim Kök Testleri

		Değişkenler	ADF	PP		*Değişkenler*	ADF	PP
Düzey	*Sabit*	**BST**	-0.464 (3) [0.894]	-0.916 (13) [0.782]	*Birinci Farklar*	**BST**	-11.148 (2) [0.00]***	-34.065 (7) [0.00] ***
		KRD	-0.014 (1) [0.955]	0.201 (6) [0.972]		**KRD**	-11.940 (0) [0.00] ***	-11.783 (3) [0.00] ***
		REER	-2.266 (0) [0.183]	-2.079 (5) [0.253]		**REER**	-9.385 (1) [0.00] ***	-15.056 (3) [0.00] ***
	Sabit +Trend	**BST**	-2.549 (3) [0.304]	-5.955 (10) [0.00]***		**BST**	-11.131 (2) [0.00] ***	-34.001 (7) [0.00] ***
		KRD	-1.971 (1) [0.613]	-1.887 (7) [0.658]		**KRD**	-11.952 (0) [0.00] ***	-11.883 (2) [0.00] ***
		REER	-0.793 (0) [0.964]	-1.190 (5) [0.909]		**REER**	-9.524 (1) [0.00] ***	-15.146 (2) [0.00] ***

Not: ***.** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.ADF testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve10 % olasılık değerleri için sırasıyla -3.483. -2.884. -2.579. PP testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve 10 % olasılık değerleri için sırasıyla -4.033. -3.446 ve -3.148.

Birim kök testleri sonrasında değişkenlerin modele birinci farkları ile dâhil edilmesi gerektiği ortaya çıkmıştır. Bundan sonra kurulan vektör otoregresif modellerde değişkenlerin birinci farkları modele dâhil edilecektir. Vektör otoregresif modeller, birbirleri arasında ilişkinin var olup olmadığını incelemeye çalıştığımız değişkenlerden hem bağımlı olanını hem de bağımsız olanını içselleştirmek suretiyle incelemektedirler. Bu sayede herbir değişkenin diğer değişkenlerin tamamı üzerindeki etkisini tek seferde incelemektedirler. VAR modelleri ile ilgili olarak sonuçların doğru şekilde elde edilebilmesi için değişkenlerin durağan halde modele dahil edilmesi gerekmektedir. Öte yandan değişkenler arasındaki etkileşimin doğru bir şekilde ortaya konabilmesi için gecikmeli etkileşimleri de modele dahil etmeniz gerekmektedir ki, bu analizde gecikme sayısının belirlenmesi elzemdir.

Tablo 4.4.'de değişkenler arasındaki uzun vadeli ilişkilerin yönü ve etkileşimin kuvveti görülmektedir. Uzun dönem yapısal VAR analizinde gecikme sayısı 3 olarak kabul edilmiş, otokorelasyon testi sonuçları da bunu teyit etmiştir.

Tablo 4.4. Uzun Dönem Yapısal VAR (SVAR) Analiz Sonuçları

	KRD	BST	REER
KRD	C(1) 0.58783 (0.00)***	0	0
BST	C(2) 0.027006 (0.12)	C(4) 0.391707 (0.00)***	0
REER	C(3) - 0.003086 (0.03)***	C(5) - 0.011982 (0.00)***	C(6) 0.517954 (0.00)***

Not: Parantez içindeki değerler olasılık oranlarını göstermektedir.

Not: ***.** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.ADF testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve10 % olasılık değerleri için sırasıyla -3.483. -2.884. -2.579. PP testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve 10 % olasılık değerleri için sırasıyla -4.033. -3.446 ve -3.148.

Tablo 4.4.'e göre, reel döviz kurundaki değişimin kredi üzerindeki etkisi negatiftir. Bu iktisat teorisi açısından da beklenen bir durumdur. Zira kurdaki oynaklığın artması belirsizliği artıracaktır. Belirsizlikteki artış gerek kredi talep edenler gerekse bankalar için olumsuz bir finansal ortam oluşturacaktır. Bu durum ise hem kredi talebini hem de kredi arzını düşürecektir. Mekanizma şu şekilde çalışacaktır. Belirsizlikteki artış, kredi kuruluşlarının risk iştahını kapatacak, risk algısındaki artış kredi maliyetlerinin artmasına ve kredi faizlerinin artmasına neden olacaktır. Artan kredi faizleri ise yatırımcılar ve tüketiciler için yatırımın ve tüketimin maliyetli olmasına ve böylece kredi talebinin de azalmasına sebebiyet verecektir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde sonuç hem istatistikî hem de iktisadi olarak anlamlıdır. Bununla birlikte katsayının büyüklüğüne bakıldığında katsayının oldukça küçük olduğu söylenebilir. Bu bağlamda yukarıda bahsedilen bağlantının çok kuvvetli olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

Bir diğer önemli sonuç de reel döviz kurundaki değişmenin borsa endeksi üzerindeki etkisi ile alakalıdır. Sonuca göre kurdaki dalgalanmanın BIST100 endeksi üzerindeki etkisi negatiftir. Bu durum da kredi hacmi ile ilgili değişkendeki gibi iktisadi olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Zira kurdaki dalgalanmanın belirsizliği artırıcı etkisi borsa aktörleri üzerinde olumsuz etkisi bulunmaktadır. Özellikle

yabancı yatırımcılar, kurdaki volatilitenin artması durumunda muhtemel kayıplarını minimize edebilmek için borsa yatırımlarını sonlandıracaktır. Bu durum da endeksin düşmesine neden olacaktır.

Kurun borsa endeksi üzerindeki olumsuz etkisi iktisadi ve istatistikî olarak kanıtlansa da katsayı kredi hacmi ile karşılaştırıldığında benzerlik göstermektedir. Katsayı ancak – 0,011 şeklindedir. Yani yukarıda anlatılan aktarım mekanizması düşük kuvvette çalışmaktadır.

Bu sonuçlardan başka borsa endeksindeki bir değişimin uzun dönemde krediler üzerindeki etkisi pozitif, bununla birlikte istatistiki olarak anlamsızdır.

İkinci aşamada geleneksel VAR analizi yapılması öngörülmüştür. Bu sayede yapısal VAR yöntemi ile elde edilen sonuçlar geleneksel VAR yöntemi ile de kısa vadeli sonuçlar sorgulanmış olacaktır. Bu modelde de gecikme sayısı 3 olarak kabul edilmiş ve otokorelasyon testi sonuçları bunu teyit etmiştir.

Tablo 4.5. Geleneksel VAR Analizi Etki Tepki Fonksiyon Testi Sonuçları

	BST	**KRD**
1	0.000000	0.000000
2	-0.068396	-0.018359
3	-0.082244	-0.003192
4	-0.044065	-0.007275
5	-0.013598	-0.000379
6	0.000650	-4.07E-05
7	0.003190	0.000889
8	0.000517	0.000467
9	-0.002009	0.000269
10	-0.003288	2.92E-05

Tablo 4.5.'e göre geleneksel VAR metodu ile elde edilen etki – tepki fonksiyonu sonuçlarını göstermektedir. Buna göre kurda yaşanan % 1'lik şoka diğer değişkenlerin nasıl bir tepki verdiğini göstermektedir. İlk olarak kurda yaşanan % 1'lik pozitif bir şoka borsa endeksinin vermiş olduğu tepki negatiftir. İlk ayda şoka verilen tepki görülmezken ikinci ayda negatif tepki belirmektedir. İncelenen on ay

boyunca tepki negatif devam etmektedir. Beşinci aydan itibaren tepkinin şiddeti ciddi miktarda düşmektedir. Bununla birlikte dönemin bütününe bakıldığında tepkinin oldukça küçük olduğu, en yüksek olduğu dönemde bile % 1'e bile ulaşmadığı görülmektedir.

İkinci olarak kurdaki volatiliteye kredi hacminin vermiş olduğu tepki yine negatiftir. Negatif tepki şoku takip eden ilk altı ayda negatif devam ederken yedinci ayda pozitife dönerek istatistikî olarak anlamsızlaşmaktadır. Borsa endeksi ile benzer şekilde tepkinin gücü çok düşük olup, % 1'e bile ulaşamamaktadır.

Geleneksel VAR yöntemi ile uzun dönem yapısal VAR yöntemlerini karşılaştırdığımızda ise benzerliklerin yoğun olduğunu söylemek mümkündür. Zira her iki analizde de kurun etkileri aynı yönde ve etkileşimin zayıf olduğunu söylemek mümkündür. Buradan hareketle gerek uzun gerekse kısa dönemde kur volatilitesinin hem kredi hacmi hem de borsa endeksi üzerindeki etkisinin aynı olduğunu söylemek mümkün olacaktır.

Son olarak, Granger nedensellik analizi yapılacaktır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini ölçen vektör otoregresif model sonuçları tablo 6'da gösterilmektedir. Buna göre değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığı, sadece kur değişkenliği ile kredi hacmi arasında tek yönlü bir nedenselliğin olduğu anlaşılmaktadır. Nedenselliğin yönü ise kur değişkenliğinden kredi hacmine doğru oluşmaktadır. Nedenselliğin istatistikî anlamlılığı orta seviyede olup % 5 seviyesindedir. Bu durumun iktisadi yorumu da benzer şekilde kuvvetli olmayan bir etkileşimin kredi hacmi ile kur dalgalanması arasında bulunmaktadır.

Borsa endeksi ile kur dalgalanması arasında herhangi bir etkileşimin olmaması daha önce bulunan sonuçlar ile örtüşmemekte, bununla birlikte ilişkinin zayıf olması nedeni ile ortaya çıkmama ihtimaline bağlamak mümkündür.

Tablo 4.6. Granger Nedensellik Analiz Sonuçları

krd≠>bst	3.332 (0.343)	12.429	8.146	6.408
bst≠>krd	3.797 (0.284)	12.272	8.422	6.576
krd≠>reer	5.337 (0.148)	12.377	8.140	6.368
reer≠>krd	9.104 (0.027)**	12.525	8.257**	6.561*
bst≠>reer	3.970 (0.264)	11.922	8.133	6.548
reer≠>bst	2.684 (0.442)	12.235	8.225	6.639

Not: ***.** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.ADF testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve10 % olasılık değerleri için sırasıyla -3.483. -2.884. -2.579. PP testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %. 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485. -2.885. -2.579 ve sabit + trend için 1 %. 5 % ve 10 % olasılık değerleri için sırasıyla -4.033. -3.446 ve -3.148.

SONUÇ

Günümüzde küreselleşen dünya ile birlikte krizler çıktıkları ülke ile sınırlı kalmayıp ve diğer ülkelere de sıçramaktadır. Bu durum gelişmekte olan ya da gelişmemiş ülkeleri daha çok etkilemektedir. Ortaya çıkan krizlerin sebepleri ülke ekonomilerinin uyguladığı yanlış maliye ve para politikalarıdır. Bu politikaların içinde en önemli neden yanlış uygulanan döviz kuru sistemleridir. Bunun sebebi ise her ülke için tek bir rejimin doğru olamayacağı ya da bir ülke için tek bir rejimin her zaman doğru olmadığıdır. Bu bağlamda bazı yapılan çalışmalar sonucunda esnek kur sistemi uygulandığı dönemler dünya ticaretinin ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin daha çok arttığı sonucu çıkarken, bazı araştırmalar da ise sabit kurun uygulandığı dönemlerde bu artışın daha fazla olduğu sonucu çıkmaktadır. Genel olarak baktığımızda ise bir noktada fikir birliği olduğu görülmektedir. Özellikle finansal gelişmenin sağlanmadığı, mali düzenlemelerin tamamlanmadığı, henüz gelişmemiş ve gelişmekte olan ülkelerde kurların sık sık değişmesi, ülke ekonomilerinde belirsizliklerin artmasına neden olmaktadır.

Volatilite kavramı, bir değişkenin zaman içerisinde ortalamadan sapmasını ve risk boyutunu ölçen bir değerlendirmedir. Diğer bir ifade ile finansal bir varlığın getirisinin belli bir ortalama etrafındaki dağılmasının ölçüsüdür. Finansal piyasalar hisse senedi, bono, tahvil gibi finansal varlıkların fiyatında meydana gelen değişimlerin büyüklüğünü açıklamak için kullanılmaktadır. Özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve hisse senedi piyasalarının uluslararası nitelik kazanması dalgalanmayı artırmaktadır. Ekonomilerde yaşanan bu sermaye hareketlilikleri kur düzeylerinin de sürekli değişken hale gelmesine neden olmuştur. Bu nedenle ülke ekonomilerinde riskin belirlenmesi, volatilitenin ölçülmesi ve yayılımın tespit edilmesi oldukça önem arz etmektedir.

Döviz kuru oynaklığı ise kurun belirli bir ortalama değere göre, artış veya azalış göstermesi olarak tanımlanmaktadır Döviz kuru oynaklığı sonucunda ekonomilerde belirsizlik ve risk ortamı oluşmaktadır. Bu belirsizlik, diğer ekonomik göstergelerin de olumsuz etkilemesine neden olmaktadır. Örneğin, üretim, yatırım, büyüme ve dış ticaret gibi makro ekonomik göstergeler üzerinde olumsuz sonuçlar doğurduğu bilinmektedir. Bu sebeple döviz kuru oynaklığının öngörülmesi ve

modellenmesi hem yatırımcılar hem de merkezi otoriteler açısından oldukça önemlidir. Finansal piyasalar ise, ekonomik ajanların fon arz ve fon talep ederek fon transferlerini gerçekleştirmesidir. Bu aracılık fonksiyonunun yerine getirilmesi finansal piyasaların maruz kalabileceği oynaklıktan önemli derecede etkilenmesine sebep olacaktır. Bu piyasaları derinden etkileyecek büyük değişimler yaşanması sistemin tamamen tıkanmasına neden olmaktadır. Finansal piyasalarda meydana gelebilecek değişimler risk algısını arttırarak ekonomik birimlerin yatırım kararlarını ertelemelerine neden olacaktır. Bunun yanında yanlış ve gecikmeli teşhis hatalı sonuçlar doğuracak ve krizin reel sektöre yayılmasına sebep olabilecektir.

Bu çalışmada, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin Türkiye ekonomisinde döviz kuru oynaklığının finansal sistem üzerindeki etkisi incelenmektedir. Çalışmada değişkenlere ait veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri sistemi ve Uluslararası Para Fonunun (IMF) veritabanı olan Uluslararası Finans İstatistik veri tabanından elde edilmiş olup, 2008 yılının Ocak ayından 2020 Mart ayına kadar geçen süre zarfında elde edilen veriler kullanılmıştır. Değişken olarak ise hisse senedi piyasasını ölçmek amacı ile Borsa İstanbul'a ait BIST100 endeksi, bankacılık sektörü üzerindeki etkisini ölçmek amacı ile bankacılık sektörünün özel sektöre vermiş olduğu toplam kredilerin miktarı ve döviz kuru oynaklığını ölçmek amacı ile reel döviz kuru kullanılmıştır.

Çalışmanın sonucunda, ilk aşamada yapısal VAR (SVAR) testi yapılmıştır. Testin sonuçlarına göre reel döviz kurundaki değişimin kredi hacmi üzerindeki etkisi negatiftir. Bir ekonomideki belirsizlikteki artış hem kredi talep edenler hem de bankalar için olumsuz bir finansal ortam oluşturacaktır. Bu durum kredi talebi ve kredi arzını düşürecektir. Ayrıca kredi kuruluşlarının risk almasını engelleyecek, kredi maliyetlerinin artmasına ve kredi faizlerinin artmasına neden olacaktır. Kredi faizlerinin artması ise yatırımcılar ve tüketiciler için yatırımın ve tüketimin maliyetli olmasına ve böylece kredi talebinin azalmasına sebebiyet verecektir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde sonuç hem istatistikî hem de iktisadi olarak anlamlıdır. Diğer bir önemli sonuç ise reel döviz kurundaki değişmenin borsa endeksi üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Teste göre kurdaki dalgalanmanın BIST100 endeksi üzerindeki etkisi negatiftir. Döviz kurundaki dalgalanmanın belirsizliği artırıcı etkisi borsa aktörlerini

olumsuz yönde etkilemektedir. Özellikle yabancı yatırımcılar, kurdaki volatilitenin artması durumunda yaşanabilecek kayıplarını en aza indirgeyebilmek için borsadaki yatırımlarını sonlandıracaktır. Bu durum da endeksin düşmesine neden olacaktır. Bu sonuç değerlendirildiğinde hem istatistikî hem de iktisadi olarak anlamlıdır.

Çalışmanın ikinci aşamasında geleneksel VAR analizi yapılmıştır. Geleneksel VAR yöntemi ile uzun dönem yapısal VAR yöntemlerini karşılaştırdığımızda benzerliklerin yoğun olduğu söylemek mümkündür. Yapılan her iki analizde de kurun etkileri aynı yönde ve etkileşimin zayıf olduğunu söylemek gerekmektedir. Bu durum da hem uzun dönemde hem de kısa dönemde kur volatilitesinin kredi hacmi ve borsa endeksi üzerindeki etkisinin aynı olduğunu çıkarsaması yapılabilmektedir. Son olarak, Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Analize göre değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığı, sadece kur değişkenliği ile kredi hacmi arasında tek yönlü bir nedenselliğin olduğu anlaşılmaktadır.

Tüm bu sonuçlar ışığında, döviz kuru oynaklığı için uygulanan politikaların istikrarlı olması ve dengeli olması gerektiği görülmüştür. Finansal piyasalar ekonomide kaynakların elde edilmesi ve yöneltilmesinde sistemin beyni konumundadır. Gelişmiş ve istikrarlı bir finansal sistem, sağlam ve istikrarlı çalışan bir ekonominin ön koşuludur. Bu nedenle, dayanıklı ve güçlü bir ekonomi ancak etkin çalışan ve büyüyen bir finansal sistemle mümkündür. TCMB da para politikalarını uygularken kurun dengeli olmasını sağlayacak para politikası araçları geliştirmelidir. Ayrıca Merkez bankasının politika araçlarının aşırı kredi büyümesini önleme amaçlı zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi, bankaların kredi miktarını düşürmek veya kredi faizlerini yükseltmek amaçlı olmuştur. Faiz koridoru uygulaması da para politikası aracı yanında finansal istikrar için de katkı sağlamıştır. Sermaye giriş ve çıkışlarının kontrolünde faiz koridoru alt ve üst bantları ile oynanarak müdahaleler edilmeye çalışılmıştır. İstikrarlı bir ekonomi ortamı, döviz kurunda yaşanan oynaklığı tamamen ortada kaldıramamaktadır. Fakat belirsizliği en az seviyeye indirmeye yardımcı olacaktır. Ekonomilerde döviz kuru oynaklığı, uygulanan para ve maliye politikalarından bağımsız olarak uluslararası piyasalardaki faiz oranları, diğer ülkelerin enflasyon oranları vb. birçok faktörden etkilendiği için belirsizliğin tamamen ortadan kaldırılması mümkün gözükmemektedir.

KAYNAKÇA

Abuşoğlu, Ö. (1990). *Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkisi 1980-1988 Dönemi*, Ankara: TOBB Yayınları.

Afşar, M. (2004). Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, *Anadolu Üniversitesi İİBF Yayınları*

Aghion, P. ve Bachetta P. (2009). Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development, *Journal Of Monetary Economics*

Ajami, R. ve Goddard, J. (2006). *İnternational Business Theory And Practice* 2. M.E Sharpe Inc

Akardeniz, E. (2019). TCMB Faiz Kararlarının Döviz Kuru Volatilitesine Etkisi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 11 (20)

Akdiş, M. (2002). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler Beklentiler, *Dış Ticaret Dergisi*, 7 (26)

Albayrak, G. (2012). *Reel Döviz Kuru Oynaklığının Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği 1992-2008*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya

Alp, A. (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye,* İMKB Yayınları: İstanbul

Arslan, C. (2005). *Döviz Kuru Riski ve Yönetimi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınları: Ankara

Arslan, E. (2008). *Çeşitli Yönleriyle Cumhuriyetin 85. Yılında Türkiye Ekonomisi*, Gazi Üniversitesi Hasan Ali Yücel Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayını, Ankara

Aslan, N. ve Kanbur, A. (2007). Türkiye'de 1980 Sonrası Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2).

Aygören, H. ve Kurtcebe, E. (2019). Türev Finansal Araçların Muhasebe Standartlarına Göre Muhasebeleştirilmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 84,

Ayhan, F. (2016). Döviz Kuru Oynaklığı, Dış Ticaret ve İstihdam İlişkisi: Türkiye Uygulaması, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Bagella, M., Becchetti, L. ve Hasan, I. (2006). Real Effective Exchange Rate Volatility And Growth: A Framework To Measure Advantages Of Flexibility vs. Costs Of Volatility, *Journal of Banking & Finance*, 30(4).

Başoğlu, U. ve Ceylan, A. (2001). *Finans Teori Kurum Uygulama*, Ekin Kitapevi: Bursa.

Bayat, T. (2014). Exchange Rates And Foreign Exchange Reserves İn Turkey: Nonlinear And Frequency Domain Causality Approach, *Theoretical and Applied Economics*, 11 (600)

Bayraktar, M. (2011). *Türkiye Ekonomisinde Döviz Kuru Dalgalamalarının Boyutlar, Etkileri ve Sonuçları.* Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Becketti, S. ve Sellan, G. (1989). Has Financial Market Volatility İncreased? *Economic Review*, 74.

Bilgili, Y. (2017). *Makro İktisat (Konu Anlatımı)*, 4T Yayınevi: İstanbul.

Bolak, M. (2000). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Yayınevi: İstanbul.

Bulut, E. (2005). Döviz Kuru Ekonomisi/Piyanın Mikro Yapısı, Ankara: Platin Yayınları.

Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. (2007). *Finansal Kurumlar ve Sermaye Piyasası Analizleri*, Adana: Karahan Yayıncılık.

Canbaş, S. ve Doğukan, H. (2007). *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Karahan Yayınları: Adana.

Clark, P. ve Tamirisa, N. (2004). Exchange Rate Volatility and Trade Flows - Some New Evidence, *Washington D.C. International Monetary Fund.*

Çağlar, Ü. (2003). *Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi Ve Ekonomik İstikrar*, İstanbul: Alfa Yayınları,

Çelik, K. (2008). *Uluslararası İktisat* 4. Trabzon: Murathan Yayınevi

Çiçek, M. (2010). Türkiye'de Faiz, Döviz Ve Borsa: Fiyat Ve Oynaklık Yayılma Etkileri, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 65 (2)

Çiçek, S. (2006). *Türkiye' de Döviz Kuru Sistemleri Ve Politikalarının İhracata Etkileri (1980–2004).* Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir

Çiftci, Ö. (2011). *Türev Piyasalar ve Türk Bankacılık Sektöründeki Uygulamalar*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta

Çoban, O. (2012). *İktisada Giriş* 3. Konya: Selçuk Üniversitesi Basımevi

Çubuk, D. (2018). *Türkiye'de Finansal Durum Endeksi Oluşturulması ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği İlişkisi: Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi*, Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çankırı.

Demircioğlu, M. (2009). *Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret: 1980 Sonrası. Türkiye Örneği*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Denizli, E. (2015). *Türkiye'de Bankacılık Sektörünün Finansal Piyasalar İçindeki Önemi ve Büyümeye Etkisi*, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Dinler, Z. (2006). *İktisada Giriş* 12. Bursa: Ekin Kitabevi

Dinler, Z. (2017). *KPSS İktisat* 13. Bursa: Ekin Basım Dağıtım

Edwards, R. (1992). *Futures and Options (McGraw-Hill Series in Finance)*, Early Printing Edition

Eğilmez, M. (1996). *Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası Grubu ve Türkiye*, İstanbul: Finans Dünyası Yayınları

Eğilmez, M. (2004). *Hazine* 4. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Engel, C. ve Hakkio, C, (1993). Exchange rate regimes and volatility, *Economic Review*, 78(3).

Ergür, H. (2011). *Dış Ticaret Dengesi ve Rekabet Etkisi Bağlamında 1980 Sonrası Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemleri.* İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya

Erkan, H. (1997*). Ekonomi Politikasının Temelleri*, İzmir: Kardeşler Ciltevi

Erol, İ. (2002). *Para- Banka Teori ve Politika*, 1. Manisa: Emek Matbaacılık

Ersöz, E. (2006*). Dalgalı Döviz Kuru Sistemi Ve Türkiye'de Dalgalı Döviz Kuru Uygulaması.* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Ertuğrul, H.M. (2012). *Türkiye'de Döviz Kuru Volatilitesi ve Enflasyon İlişkisi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Giannelis, N. ve Papadopoulos, A. (2011). What causes exchange rate volatility? Evidence from selected EMU members and candidates for EMU membership countries, *Journal of International Money and Finance*, 30(1)

GoldBerg, L. (2009). Exchange Rates and Foreign Direct Investment, *Princeton Encyclopedia of the World Economy*, 1

Gök, A. (2006). Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi* 7 (1), 131

Gözgör, G. (2008). *Finansal Türev Piyasaları: Forward, Futures, Opsiyon ve Döviz Üzerine Bir Uygulama,* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Güleryüz, T. (2005). *Türkiye'deki Finansal Piyasalar ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkinliği*, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.

Gümüşeli, S. (1994*). Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları

Gür, T. (2012). Döviz kuru volatilitesi modelleri: Türkiye uygulaması, *İktisat İşletme ve Finans*, 27 (310)

Güran, N. (1987). *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge* İzmir: Kavram Maatbası

Hakkio, S. (1984). Exchange Rate Volatility and Federal Reserve Policy, *Economic Review*.

Hançer, S. (2019). *Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Döviz Kuru Oynaklığının İhracata Etkisi*, Gebze Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Hooper, P. ve Kohlhager, S. (1978). The Effect Of Exchange Rate Uncertainty On The Prices And Volume Of İnternational Trade, *Journal of International Economics*, 8 (4).

Horcher, A. (2005). *Essential of Financial Management,* Wiley

İnan, E. (2002). Kur Rejimi Tercihi Ve Türkiye. *Bankacılar dergisi, 40*

İşgüden, T. ve Akyüz, M. (1990). *Uluslararası İktisat* 1. İstanbul: Evrim Kitabevi

İyibozkurt, E. (1982). *Dış Ticaret; Teori ve Politika*, 1. Trabzon: İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları

Kendir, A. (2014). *Son Düzelemeler Çerçevesinde Türkiye Finansal Piyasaları*, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Kandilov, I. ve Leblebicioglu, A, (2011). The İmpact Of Exchange Rate Volatility On Plant-Level İnvestment: Evidence From Colombia, *Journal of Development Economic, Elsevier*, 94(2)

Kantar, L. (2017). *Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Döviz Kuru Volatilitesi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Karaca, O. (2005). *Türkiye'de Faiz Oranı İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?*, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni

Karakaş, G. (2015). *Döviz Kuru Oynaklığının Türkiye'nin Tarımsal Dış Ticaretine Etkisi*, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Tokat

Karakaş, G., Erdal, G. (2017). Döviz Kuru Oynaklığının Türkiye'nin Tarımsal Dış Ticaretine Etkisi, *Türk Tarım-Gıda Bilim ve Teknoloji Dergisi* 5 (6)

Karan, B. (2004*). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi

Karan, M. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitapevi: Ankara

Kargı, N. (1998). Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye İlişkileri: Türkiye Örneği, *SPK Yayınları*

Karluk, R. (2003). *Uluslararası Ekonomi*, 7. İstanbul: Beta Basım

Karluk, R. (2009). *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul: Beta Yayınevi.

Kasman, S. (2011). The Impact of Interest Rate and Exchange Rate Volatility on Banks' Stock Returns and Volatility: Evidence from Turkey, *Economic Modelling*, 28 (3)

Kavanoz, M. (2017). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Krizler Ve Döviz Kuru Seçimi.* İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Enstitüsü, Tartışma Metinleri

Kayral, I. (2016). Türkiye'de Döviz Kuru Volatilitelerinin Modellenmesi (Modelling Exchange Rate Volatilities in Turkey), *Politik Ekonomik ve Finansal Analiz Dergisi (Political Economical and Financial Analysis Journal),* 1, (1)

Keşkek, S. ve Orhan, M. (2005). Türkiye'de Döviz Kuru Dinamikleri, *İktisat, İşletme ve Finans Dergi*si, 20 (237): 92-111.

Kızılkaya, O. (2012). *Reel Döviz Kuru, Yabancı Sermaye Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği,* Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya

Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portfoy Yönetimi*, Alfa Yayınevi: İstanbul.

Korkmaz, T., Ceylan, A. (2012). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa: Ekin Kitabevi.

Krugman, Obstfeld ve Melitz. (2017). Uluslararası İktisat Teori ve Politika. Onur Özsoy (Ed.). Palme Yayıncılık

Mesleki Eğitim ve Öğretim Sistemini Güçlendirme Projesi, (2007). *Türev Piyasası Araçları,* Ankara.

Mutluay, H. (2009). *Beklenmeyen Döviz Kuru Değişimlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Örneği*. Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin

Müslümov, A., HasanovM. ve Özyıldırım C. (2002). *Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri*, Türkiye Genç İşadamları Derneği Ekonomi Ödülleri, İstanbul

Oksay, S. (2001). *Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)* 1. Beta Yayınevi

Öner, Ö. (2011). *Finansal Piyasalarda Altın Futures İşlemlerinin Yer ve Önemi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Örten, R.ve Örten, İ. (2001). *Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları*, Ankara: Gazi kitabevi.

Özdemir, A. ve Şahinbeyoğlu, G. (2000*). Alternatif Döviz Kuru Sistemleri, Türkiye* Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği

Özdemir, F. (2010). *Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi.* Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Özdemir, M. (2014). *Döviz Kuru Oynaklığını ve Ardışık Koşullu Değişen Varyans modelleri ile Türkiye'de Döviz Kuru Oynaklığının Modellenmesi*, Dokuz Eylül Ünersitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Özdemir, M. (2014). Türkiye'de Döviz Kuru Oynaklığının Otoregresif Koşullu Değişen Varyans Modelleri ile İncelenmesi, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar,* 51

Özel, S. (2000). *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz* İstanbul: Alkım Yayıncılık

Özer, N. (2007). *Finansal Piyasaların Etegrasyonu ve AB Uyum Süreci*, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli

Özince, E. (2008). Finansal Sektör Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40

Özmen, C. (2011). *Uluslararası Finansal Piyasaların Gelişimi ve Bir Örnek Olarak Forex Piyasaların İncelenmesi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

Öztürk, N. ve Bayraktar, Y. (2010). Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (1)

Parasız, İ. (2003) *Makro Ekonomi Teori ve Politika*, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları

Parasız, İ. ve Yıldırım K. (1998). *Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama*: Ezgi Yayınevi:Bursa

Parasız, İ. (2010). *Para Banka ve Finansal Piyasalar* 4. Bursa: Ezgi Kitabevi

Polat, G. (2017). Döviz Kurlarını Açıklayan Yaklaşımlar, *EUropean Journal of Managerial Research, ,* 1 (1)

Ricardo, H., Panizza, U. ve Rigobon, R. (2004). The Long-Run Volatility Puzzle of the Real Exchange Rate, *NBER Working Paper*, 10751

Sağlam, M. (2016). Döviz Kuru Oynaklığının Öngörülmesi: Türkiye Örneği, *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 18 (31)

Sarı, A. (2009). Çıktıya (Gsmh) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı Ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (2)

Sayılgan, G. (2004). *Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri,* Turhan Kitapevi: Ankara

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Lisanslama Sınavları Çalışma Notları. Erişim Tarihi: 01.06.2020

Seyidoğlu H. (2013). *Uluslararası İktisat* 19. İstanbul: Güzem Can Yayınları

Seyidoğlu H. (2001). *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük* 2. İstanbul: Güzem Can Yayınları

Seyrek, İ. (2003). Purchasing Power Parity and The Turkish Exchange Rate, *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* 7 (6)

Soytaş, U. (2010). Türkiye Döviz Piyasalarında Oynaklığın Öngörülmesi ve Risk Yönetimi Kapsamında Değerlendirilmesi, *Yönetim Ve Ekonomi,* 17 (1)

Soytaş, U. ve Ünal, S. (2010). Türkiye Döviz Piyasalarında Oynaklığın Öngörülmesi ve Risk Yönetimi Kapsamında Değerlendirilmesi, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 17 (1)

Södersten, B. ve Reed, G. (1994). International Economics, Macmillan Pres, London

Şahin, İ. (2013). Türkiye'de Döviz Kuru Belirsizliğinin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 36

TCMB, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/doviz+kurlari/reel+efektif+doviz+kuruu Erişim Tarihi (26.06.2019)

Tunay, B. (2005). *Finansal Sistem, Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi*, Birsen Yayınları: İstanbul

Türköz, H. (2014). *Türkiye Ekonomisinde, 1988-2010 Döneminde Reel Döviz Kuru Riskinin Reel Faiz Oranı Üzerindeki Etkileri*, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Uysal, Y. (1999), *Bölüşüm ilişkileri ve bu ilişkilerin düzenlenmesinde etkili olabilecek iktisat politikalarının değerlendirilmesi (Türkiye örneği)*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 1 (2)

Uzunoğlu, S. (2003). *Para ve Döviz Piyasaları*, Literatür Yayınları: İstanbul.

Ünsal, E. (2005). Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı Ankara: İmaj Yayınevi

Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası, (2012) *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*

Walther, T. (2002). *Dünya Ekonomisi*, Çeviri Ünsal Çağlar, Alfa Yayınevi: İstanbul

Wang, P. (2009). Exchange Rate Regimes and International Monetary Systems, *The Economics of Foreign Exchange and Global Finance*

Winters, A. (1991). *International Economics* Taylor & Francis

Wyplosz, C. ve Burda, M. (2001). *Macroeconomics a European Text*, Oxford University Press, New York

Yalta, Y. (2011). How Did The Global Financial Crisis Affect The Interrelationship Between LIBOR And Treasury Bill Yields? , *International Reserach Journal Of Applied Finance*, 11 (10)

Yaman, D. (2012). *Döviz Kuru Oynaklığının Dış Ticaret Üzerinde Etkileri Teori ve Uygulama*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Yıldırım, O. (2003). *Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990 – 2000 Türkiye Örneği*, Eskişehir: Açık Öğretim Fakültesi Yayınları

Yılmaz, M. (2002). *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*, Der Yayınları: İstanbul

Yılmaz, T. (2006). *Bilgi Toplumuna Geçiş Sürecinin Türkiye Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir

Yurdakul, F. (2016). *Döviz Kurunun Belirleyicileri-Koşullu Ve Kısmi Granger Nedensellik, Setar, Lstar, Tvar Modelleri*, Ankara: Gazi Kitabevi

Zengin, A. (2000). Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (2) 2

Öz Geçmiş

Adı Soyadı : Emine DEMİR

Doğum Yeri ve Tarihi : Karatay / 02.09.1993

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Selçuk Üniversitesi (İktisat)

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : -

İletişim

E-Posta Adresi : erem1082@hotmail.com

Tarih :12.11.2020