

TC  
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİ DALI  
DOKTORA TEZİ

REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ DOĞRUDAN  
YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ ÜZERİNE ETKİSİ:  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1992–2008)

Şerife Gamze ALBAYRAK

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN

Doç. Dr. Zeynep KARAÇOR

KONYA-2012



T.C.  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



**BİLİMSEL ETİK SAYFASI**

Adı Soyadı	Şerife Gamze ALBAYRAK		
Öğrencinin	Numarası	074126001001	
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat/İktisat	
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/>	Doktora <input type="checkbox"/>
Tezin Adı	Reel Döviz Kuru Oynaklığının Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği (1992-2008)		

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde 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.

Öğrencinin imzası



T.C.  
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



DOKTORA TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin

Adı Soyadı Şerife Gönül ALBAYRAK

Numarası 074126001001

Ana Bilim / Bilim Dalı İktisat

Programı Tezli Yüksek Lisans  Doktora

Tez Danışmanı Doç. Dr. Zeynep KARAYÖR

Tezin Adı Reel Dâir Kuru Ekonomiklerin Dönüşüm Laboratuvarı Sektörün  
Gelişimi Üzerine Etkeni: Türkiye Örneği (1992-2008)

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan .....  
başlıklı bu çalışma ..17.../12.../2012 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda  
oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul  
edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı	Danışman ve Üyeler	İmza
Doç. Dr. Zeynep KARAYÖR	Danışman	
Prof. Dr. Bechiye FUNKATPER	Üye	
Prof. Dr. M. Ali ÇUKURCANIR	Üye	
Doç. Dr. Ahmet AY	Üye	
Doç. Dr. Haldun BOYPAK	Üye	

## ÖZET

### **REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1992-2008)**

**Ş. Gamze ALBAYRAK**

**Selçuk Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Ana Bilim Dalı  
Doktora Tez Programı**

Gelişen dünya ekonomisiyle birlikte esnek döviz kuru sistemine geçiş, uluslararası faaliyette bulunan firmaların döviz fiyatlarındaki dalgalanma neticesinde döviz kuru piyasalarındaki riskleri ile karşı karşıya kalmalarına sebep olmuştur. Döviz kuru oranlarındaki bu dalgalanmalar, lehte gelişme göstermediği taktirde kuruluşların nakit akışlarında önemli etkiler yaratır. Bu ise işletmeleri ve ekonomileri derinden etkiler.

Finansal piyasalardaki oynaklık yatırımın taşıdığı riskin ölçütü olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda oynaklığın modellenmesi ve geleceğe yönelik öngörülerin yapılabilmesi risk yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır. Son yıllarda uluslararası ticaret ve yatırım hacminin artmasıyla birlikte döviz piyasası gelişimini olumlu yönde sürdürmektedir. Bununla birlikte döviz kuru oynaklığı bir ülke ekonomisinin istikrarı hakkında ipucu veren en önemli göstergelerden birisidir.

Bu gelişmeler birçok akademisyenin ilgisini bu alana yönetmiş olup üzerine birçok çalışma yapılmıştır.

Çalışmada, 1992:1-2008:12 dönemini kapsayan ve aylık verilerden oluşan bir veri seti kullanılarak, dolardaki reel değer değişimlerinin doğrudan yabancı sermaye girişleri üzerine etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Öncelikle döviz kuru değişkeninin oynak olup olmamasına bakılmıştır. Çalışmada, doğrusal modeller finansal zaman serilerinde mevcut olan birçok özelliği açıklamada yetersizdir. Döviz kurları zaman serilerinde portföy kanalı, sinyal kanalı vb. ile yatırımcıların risk olarak yaptığı alım ve satımların etkileri, merkez bankasının dönemselsel olarak müdahale etmesi seride zaman zaman sapmalara neden olmaktadır. Bu müdahaleler periyodik olmadığı için

serileri de doğrulama açısından açıklamak güçleşmektedir. Bu nedenle sabit varyans varsayımı döviz kurları serileri için geçerliliğini yitirmektedir.

Döviz kuru oynaklığı modellenerek, finansal zaman serilerinde oynaklığın modellenmesinde en başarılı model olan ve serideki değişen varyans özelliğini de dikkate alan ARCH modeli çalışmada kullanılacaktır. ARCH modelleri finansal serilerdeki oynaklık kümelenmesi eğilimini yakalayabilmektedir. USD kur serisi için ADF testi ile durağanlık kontrolleri yapılacak, bu kontrollere bağlı olarak seri durağan hale getirilecektir. ARIMA modeli belirlenecek ve ARCH modelinin kullanılmasına gerek olup olmadığı araştırılacaktır. Seride ARCH etkisi tespit edildikten sonra modeldeki negatif varyanslı parametre tahminlerine ulaşılmasını gidermek amacıyla ARCH modellerinin genelleştirilmiş ve kapsamlı hali olan GARCH modeli incelenecektir. GARCH modelinin tercih edilmesinin başlıca nedeni bu model tipinin daha fazla geçmiş bilgiye dayanan daha esnek bir gecikme yapısına sahip olmasıdır. Çalışmalarda sıkça kullanılan GARCH(1, 1) modelini baz alarak analiz yapılacaktır. Uygun ARIMA(p, d, q) model tipinin önerilebilmesi için yapılacak doğal logaritma işlemi ile kur serisinin özellikleri daha iyi belirlenecektir. Seçilecek en uygun koşullu varyans modelinin değerlendirilmesi yapılacaktır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları serisi incelenerek ve serinin zaman serisi yapısı ampirik olarak ele alınacaktır. İncelenen bu iki seri ile uygun bir model oluşturulacak ve bu modelin otokorelasyon varlığı Breusch Godfrey LM Testi ve Durbin Watson İstatistiği ile test edilecek, Ljung-Box ile modelin serisel bağımlılığı ya da doğrusal dışılığı test edilecek, Granger Nedensellik Testi ile modeldeki değişkenlerin birbiri ile olan nedenselliği incelenecek ve Ramsey Reset Testi ile modelin uygunluğu test edilecektir.

## **SUMMARY**

### **THE EFFECT OF THE VOLATILITY OF REAL FOREIGN EXCHANGE RATES ON FOREIGN INVESTMENT INFLOWS: AN EXAMPLE IN TURKEY (1992-2008)**

**Ş. Gamze ALBAYRAK**

**Selcuk University  
Social Sciences Institute  
Economics Main Science Branch  
Doctoral Thesis Program**

In conjunction with the developing world economy, especially the transition to a flexible exchange rate system has caused companies with international activities to be faced with exchange rate risks as a result of fluctuations in currency prices. These fluctuations in foreign exchange ratios, if does not demonstrate a favorable development, creates significant effects on the cash flow of organizations. This then affects the business enterprises and economies.

The volatility in financial markets is considered as a measure of risk carried by the investment. In this context, modeling of the volatility and being able forecast the anticipations towards the future is of great importance in terms of risk management. With the increasing volume of international trade and investment in the recent years, the development of the foreign exchange market has been has been towards a positive direction. However, exchange rate volatility is one of the most important indicators that present a clue on a country's economic stability.

These developments have directed the attention of many scholars to this field on which many studies have been conducted.

Within the study, an attempt was made to analyze the effects of the changes in US Dollar's real value on foreign capital inflow by using a data set consisting of monthly data covering a period between 1992:1 and 2008:12. Before all else, linear models are insufficient in explaining many of the features present in financial time series through observing whether the variable of the exchange rate is volatile or not.

In foreign currency rate time series, portfolio channel, signal channel etc. , together with the effects of purchase and sales, which investors engage in with assuming risk, central bank's periodic interventions cause a deviation in the series from time to time. As these interventions are not of periodic nature, it becomes difficult to explain the series from a linear angle. For this reason, the constant variation hypothesis becomes void for foreign currency rate series. Foreign currency rate volatility will be modeled and in the modeling of financial time series volatility, in addition to be accepted as the most successful model, the ARCH model which also takes into account the feature on changing variation in the series will be used in the study. ARCH models are able to capture the volatility cluster aptitude in financial series. For the US Dollar exchange rate, static controls will be made with the ADF test, depending on these controls the series will be transformed to static state. The ARIMA model will be determined and research will be conducted to conclude whether it will necessary to employ the ARCH model. After identifying the ARCH effect in the series, in order to correct the negative variation parameter forecasts in the model, the GASCH model, the generalized and comprehensive version of the ARCH models will be examined. The major reason behind choosing the GARCH model is that this model type possesses a more flexible lag structure based on more past information. Analysis will be conducted based on GARCH (1, 1) model frequently used in studies. In order to suggest the appropriate ARIMA (p, d, q) model type, the features of the exchange rate series will be better determined through natural logarithm processing. The variation model selected as having the most appropriate conditions will be evaluated. The foreign direct investment series will be evaluated and time-series structure of the series will empirically analyzed. An appropriate model will be created with these two analyzed series and the existence of the autocorrelation of this model will tested by Breusch Godfrey LM Test and Durbin Watson Statistics; the serial dependence or the non-linearity of the model will be tested by Ljung-Box; the dependence of the variables to each other will be analyzed with the Granger Causality Test; and the appropriateness of the model will be tested with the Ramsey Reset Test.

## İÇİNDEKİLER

Bilimsel Etik Sayfası .....	ii
Tez Kabul Formu .....	iii
Özet.....	iv
Summary.....	vi
İçindekiler .....	viii
Kısaltmalar.....	xi
Tablolar ve Grafikler Listesi.....	xiii
Şekiller Listesi .....	xiv
Giriş .....	1
<b>BİRİNCİ BÖLÜM .....</b>	<b>4</b>
<b>REEL DÖVİZ KURU, DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE DÖVİZ KURU</b>	
<b>BELİRLEME MODELLERİ .....</b>	<b>4</b>
1.1. Reel Döviz Kuru Kavramı .....	4
1.2. Döviz Kuru Sistemleri.....	7
1.2.1. Sabit Kur Sistemi.....	10
1.2.2. Esnek Kur Sistemi .....	12
1.2.3. Karma Kur Sistemi .....	13
1.3. Döviz Kurunu Belirleyen Faktörler .....	15
1.4. Döviz Kuru Belirleme Modelleri .....	19
1.4.1. Keynesyen Yaklaşımları.....	19
1.4.2. Esneklik Yaklaşımı.....	20
1.4.3. Gelir Harcama Yaklaşımı .....	21
1.4.4. Mundell-Fleming Modeli .....	22
1.4.5. Satın Alma Gücü Paritesi .....	24
1.4.6. Parasalcı Yaklaşım .....	25
1.4.7. Para İkamesi Yaklaşımı.....	27
1.4.8. Portföy Dengesi Yaklaşımı .....	28
1.5. Döviz Kuru Müdahalelerinin Sınıflandırılması .....	29



1.5.1. Sterilizasyon .....	30
1.5.2. Gizli / Açık Müdahaleler .....	32
1.5.3. Tek Taraflı-Ortaklaşa Müdahaleler .....	33
1.5.4. Aynı Yönde-Ters Yönde Müdahaleler .....	34
1.6. Müdahalelerin Döviz Kurlarını Etkileme Mekanizması .....	34
1.6.1. Portföy Kanalı .....	35
1.6.2. Sinyal Kanalı .....	36
1.6.3. Noise Trading Kanalı .....	38
<b>İKİNCİ BÖLÜM.....</b>	<b>40</b>
<b>ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE REEL DÖVİZ KURU</b>	
<b>OYNAKLIĞI.....</b>	<b>40</b>
2.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri .....	40
2.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması .....	43
2.1.1.1. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri .....	43
2.1.1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	44
2.1.1.1.2. Portföy Yatırımları .....	47
2.1.1.1.3. Diğer Yatırımlar .....	49
2.1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri .....	50
2.1.2. Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler Yönelmesinin	
Nedenleri .....	51
2.2. Finansal Oynaklık ve Reel Döviz Kuru Oynaklığı .....	58
2.2.1. Kur Oynaklığı ve Döviz Kuru Rejimleri .....	58
2.2.2. Kur Oynaklığı ve Dış Ticaret .....	59
2.3. Reel Döviz Kuru Oynaklığının Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri	
Üzerine Etkisi .....	62
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....</b>	<b>67</b>
<b>TÜRKİYE'DE REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ YABANCI</b>	
<b>SERMAYE GİRİŞLERİ ÜZERİNE ETKİSİ .....</b>	<b>67</b>
3.1. Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları .....	67
3.2. Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırım Politikaları .....	74

3.3. T.C. Merkez Bankası Müdahaleleri ve Döviz Kuru Oynaklığı .....	83
3.4. Türkiye’de Döviz Kuru Oynaklığı ve Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi .....	87
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....</b>	<b>89</b>
<b>TÜRKİYE’DE REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ ANALİZİ VE YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ .....</b>	<b>89</b>
4.1. Literatür Taraması.....	89
4.2. Döviz Kuru Değişimi ve Oynaklığının Analizi .....	95
4.3. Metodoloji .....	96
4.4. Veri Seti .....	98
4.5. Ekonometrik Model ve Uygulama.....	98
4.6. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme .....	117
Sonuç .....	119
Kaynakça .....	123

## KISALTMALAR

<b>ARMA</b>	: Otoresif Hareketli Ortalama Süreci
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>RDK</b>	: Reel Döviz Kuru
<b>UVSH</b>	: Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri
<b>KVSH</b>	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
<b>DAC</b>	: Kalkınma için Yardım Komitesi
<b>ACF</b>	: Otokorelasyon Fonksiyonları
<b>ARCH</b>	: Otoresif Koşullu Değişen Varyans
<b>AR</b>	: Otoresif GARCH: Genelleştirilmiş ARCH
<b>ADF</b>	: Artırılmış Dickey-Fuller Birim Kök Testi
<b>EKK</b>	: En Küçük Kareler
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TBMM</b>	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>DYS</b>	: Doğrudan Yabancı Sermaye
<b>GATT</b>	: Gümrük Tarifeleri ve Ticareti Anlaşmaları
<b>OECD</b>	: Ekonomik İşbirliği e Kalkınma Örgütü
<b>ÇUŞ</b>	: Çok Uluslu Şirket
<b>ECU</b>	: Avrupa Para Birimi
<b>TBKK</b>	: Türk Parasını Koruma Kanunu
<b>DPT</b>	: Devlet Planlama Teşkilatı
<b>WB</b>	: World Bank
<b>USD</b>	: Amerikan Doları
<b>DTH</b>	: Döviz Tevdiat Hesabı
<b>FED</b>	: Amerika Merkez Bankası
<b>FDI</b>	: Dünya Yabancı Yatırımları
<b>IMF</b>	: International Monetary Fund
<b>UNCTAD</b>	: United Nations Conference on Trade and Development
<b>MNE</b>	: Çok Uluslu Teşebbüsler
<b>YASED</b>	: Uluslar arası Yatırımcılar Derneği

<b>SAGP</b>	: Satın Alma Güce Paritesi
<b>JB</b>	: Jarque- Bera İstatistikliği
<b>IMF</b>	: Uluslar arası Para Fonu
<b>PAC</b>	: Kısmi Otokorelasyon
<b>MA</b>	: Hareketli Ortalama Süreci
<b>TL</b>	: Türk L irası
<b>AIC</b>	: Akaike Bilgi Kriteri
<b>SIC</b>	: Schwartz Bilgi Kriteri
<b>SSR</b>	: Hata kareler toplamı
<b>OLB</b>	: Olabilirlik oranı
<b>LM</b>	: Lagrange Çarpanı

## TABLOLAR VE GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Tablo - 1:</b> Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri .....	57
<b>Tablo - 2:</b> Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri .....	70
<b>Tablo - 3:</b> Ülkeler İtibariyle Sermaye İhracı (Doğrudan Yatırımlar) .....	77
<b>Tablo - 4:</b> Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı .....	81
<b>Tablo- 5:</b> Türkiye’ye Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri ve Türkiye’nin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldığı Pay.....	83
<b>Tablo - 6:</b> Kur serisinin Otokorelasyon ve Kısmi Otokorelasyon Fonksiyonları ....	101
<b>Tablo - 7:</b> Kur Serisinin İçin Birim Kök (ADF) Testi (k=0) .....	102
<b>Tablo - 8:</b> Kur Serisinin İçin Birim Kök (ADF) Testi (k=1) .....	103
<b>Tablo - 9:</b> Kur serisinin Otokorelasyon ve Kısmi Otokorelasyon Fonksiyonları ....	104
<b>Tablo - 10:</b> LogDK Serisinin İçin Birim Kök (ADF) Testi (k=0) .....	105
<b>Tablo - 11:</b> LogDK Serisinin ARMA Modelleri Sonuçları .....	107
<b>Tablo - 12:</b> LogDK Serisinin ARMA Modelleri Sonuçları (Tablo 6’nın devamı) ..	107
<b>Tablo - 13:</b> LogDK Serisinin ARMA Modelleri Sonuçları .....	108
<b>Tablo - 14:</b> ARMA (1, 1) Modeli Hata Terimlerinin Otokorelasyon ve Kısmi Otokorelasyon Fonksiyonları.....	109
<b>Tablo - 15:</b> Artıkların White Testi .....	113
<b>Tablo - 16:</b> Artıkların LM Testi .....	113
<b>Tablo - 17:</b> LogDYY Serisi İçin Birim Kök (ADF) Testi .....	115
<b>Tablo - 18:</b> Regresyon Modeli .....	116
<b>Tablo - 19:</b> Regresyon Modeli için LM Testi .....	116
<b>Tablo - 20:</b> Regresyon Modeli için White Testi .....	116
<b>Tablo - 21:</b> Regresyon Modeli için Granger Nedensellik Testi.....	117
<b>Grafik - 1:</b> Dünya’da Uluslararası Yatırımlar (Milyar dolar).....	42
<b>Grafik - 2:</b> Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldıkları Paylar (Yüzde ) .....	45
<b>Grafik - 3:</b> Türkiye'ye UDY Girişlerinin Ülkelere Dağılımı (2004-2008).....	78
<b>Grafik - 4:</b> Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri.....	80

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

<b>Şekil - 1:</b> USD Reel Döviz .....	99
<b>Şekil - 2:</b> USD Kuru Histogram ve Dağılım İstatistikleri .....	100
<b>Şekil - 3:</b> LogDK Grafiği.....	105
<b>Şekil - 4:</b> LogDK Histogram ve Dağılım İstatistikleri .....	106
<b>Şekil - 5:</b> Artıkların Histogram ve Dağılım İstatistikleri.....	112
<b>Şekil - 6:</b> LogDYY Saçılım Grafiği .....	114
<b>Şekil - 7:</b> LogDYY Histogram ve Dağılım İstatistikleri .....	115

## Giriş

Günümüzde ülkeler, kendi koşullarına göre farklı kur rejimleri uygulamakta ve bu rejimleri zaman içinde sık sık değiştirebilmektedir. Bu değişiklikler planlı ve belirli bir süreç içinde olabildiği gibi, ekonomi ve mali piyasalarda oluşan baskı ve etkiler sonucu aniden de gerçekleşebilmektedir. Kur politikasındaki bu değişiklikler bir yandan dış ticaret ve yabancı yatırımlar diğer yandan da mevcut döviz pozisyonları yoluyla gerek reel sektör gerekse mali sektör üzerinde önemli etkilerde bulunabilmektedir. Türkiye’de de özellikle 1980’li yılların başlarında uygulamaya konulan liberalizasyon politikaları ve 1989 yılında yabancı sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile ekonominin dışa açılma eğilimi hızlanmış ve döviz kurlarının önemi artmıştır.

Mevcut literatür döviz kuru yatırım ilişkisi üzerine yalnızca sınırlı sonuçlar sunmaktadır. Zayıf bir istatistikî bağ bulunması belki de, yabancı yatırım kararlarının sadece yatırımcıların yabancı döviz piyasasındaki döviz kuru dalgalanmasıyla ortaya çıkan belirsizlik algısı değil, aynı zamanda keşfedilmeyi bekleyen diğer faktörlerden etkilendiği gerçeğini yansıtmaktadır.

Döviz kuru dalgalanmasının çoğunlukla ekonomide, özellikle küçük ve açık bir ülke için, büyük önem taşıdığı düşünülmektedir. Bu çalışmada döviz kurlarındaki dalgalanmanın doğrudan yabancı yatırımda risk ve belirsizliği artırarak sermaye akışını güçleştirdiği olasılığını ampirik olarak incelenmektedir. Bu nedenle oynaklığın doğru biçimde ölçülmesi oldukça önemlidir. Oynaklığın ölçümünün önemine karşın geleneksel ekonometri metotlarının temel varsayımlarından bir tanesi bir zaman serisinin varyansının zaman içinde sabit olduğudur ki özellikle finansal zaman serilerinde bu gerçekçi bir yaklaşım değildir. Birçok iktisadi zaman serisinde hem durgun hem de oynak dönemlerin yer aldığı bilinirken, geleneksel ekonometri metotlarının sabit varyans varsayımı zaman serileri açısından büyük bir eksiklik ve önemli bir sorun teşkil etmektedir (Engle ve Bollerslev, 1986:81-87). Finansal serilerde gerçekleşen varyans birçok zaman ortalama varyanstan çok uzakta olabilmekte ve buna bağlı olarak yapılacak hesaplamaların yanlış olma ihtimali sonsuza gitmektedir.

Finansal piyasaların değişimi reel piyasalar için önemli bir göstergedir. Finansal piyasalarda belirsizliğin artması, reel piyasalarda beklentilerin değişmesi ve riskin artması olarak algılanmaktadır. Finansal piyasalardaki oynaklığın nedenlerinin belirlenmesi ve bu hareketlerin önceden tahmin edilmesi, finansal piyasaların davranışlarının ve pozisyonlarının belirlenmesini kolaylaştıracak, reel kesimde tedirginlik ve risk algılaması en düşük düzeye indirgenmiş olacaktır. Aşağı ve yukarı yönlü hareketler ile bu hareketlerin büyüklüğü konusunda yapılan çalışmalar, birçok tekniğin gelişmesini de beraberinde getirmiştir. Mandelbrot (1963) oynaklık kümelenmelerinin oluştuğunu belirtmiş, finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatlarındaki büyük miktarda değişimleri büyük miktarda, küçük miktarda değişimleri de yine küçük miktarda değişimlerin takip ettiğini ortaya koymuştur (Güloğlu, vd. 2007:48). Finansal piyasaların bu dinamik özelliğinin daha iyi anlaşılabilmesi ve zaman içinde değişen oynaklığın tahmin edilebilmesi amacıyla Engle (1982) tarafından Otoresif Koşullu Varyans (ARCH) modeli geliştirilmiş, bu model Bollerslev (1986) tarafından geliştirilerek Genelleştirilmiş ARCH (GARCH) modeli elde edilmiştir. GARCH modeli otoresif ARCH modelinin otoresif hareketli ortalama modeline dönüştürülmesinden elde edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisi açısından çok önemli olan USD-TL döviz kurlarındaki oynaklığın var olup olmadığı test edilip, sonuca ulaşılarak yabancı sermaye girişleri üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Türkiye’de 1992-2008 dönemleri arasında döviz kuru ve oynaklığının yabancı sermaye yatırımları üzerine etkisinin ortaya koymaktadır. Konu ilk önce teorik olarak ele alınarak daha sonra ekonomik çalışma ile bulgular ortaya konmuştur.

Bu çalışma 1992-2008 dönemini kapsamaktadır. Çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümünde reel döviz kuru teorik olarak ele alınmıştır. Konuya ilişkin tanım ve sınıflandırmalar yapılarak, döviz kuru müdahaleleri sınıflandırılarak bu müdahalelerin döviz kurlarını etkileme mekanizması kavramsal olarak ele alınmıştır.

İkinci bölümde, uluslararası sermaye hareketleri ve döviz kuru oynaklığı teorik olarak ele alınarak, reel döviz kuru oynaklığı kavramı ve reel döviz kuru



oynaklığının uluslararası sermaye hareketlerine etkisi kavramsal olarak araştırılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye’de 1992-2008 dönemleri arasında uygulanan döviz kuru rejimleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ele alınarak, T.C. Merkez Bankası müdahalelerinin döviz kuru oynaklığı üzerine etkisi araştırılmıştır. Daha sonra Türkiye’deki reel döviz kurunun ve oynaklığının sermaye hareketleri üzerine etkisi ele alınmıştır.

Son bölüm, ekonometrik çalışmadan oluşmaktadır. 1992-2008 yılları arasındaki reel döviz kuru oynaklığı tespit edilerek doğrudan yabancı sermaye girişleri üzerine etkisi ortaya konulmuştur. Çalışmada Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’ndan tedarik edilen 1992-2008 yılları arasındaki USD-TL dolar kurunun aylık bazda volatilitisini incelemek, finansal krizlerin kur oynaklığını aylık bazda etkileyip etkilemediği sorusunun cevabını aramak için ARCH-GARCH yöntemlerinin uygulanabilirliğini araştırmaktadır. Buna ek olarak doğrudan yabancı sermaye girişlerinin aylık kur değişimi üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemek ve varsa etkisini tespit etmek amacıyla ampirik çalışmaları içermektedir. Oynaklığı ölçebilmek amacıyla ARMA(p, q) modelleri oluşturulmuş, uygun modelin belirlenmesinden sonra ise ARCH etkisi üzerinde durulmuştur.

Bu tez çalışmasında kaynak taraması yöntemi ile mevcut verilerden ve kaynaklardan yararlanılmıştır. Rakamsal veriler için T.C. Merkez Bankası, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Devlet Planlama Teşkilatı, Türkiye İstatistik Kurumu kaynak ve verileri kullanılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### REEL DÖVİZ KURU, DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE DÖVİZ KURU BELİRLEME MODELLERİ

#### 1.1. Reel Döviz Kuru Kavramı

Döviz, geniş anlamda bütün yabancı ödeme araçlarını, dar anlamda ise ancak paralar üzerine yazılı ticaret poliçelerini ifade eder. Diğer bir deyişle geniş anlamda döviz, bütün yabancı paralar ile yurtdışında geçerli her türlü ödeme aracı ve senettir. Döviz efektif ve kaydi nitelik taşıyabilir. Uluslararası ödemeler büyük ölçüde efektif dövizle değil, kaydi dövizle gerçekleştirilir. Çünkü efektif dövizin nakli riskli ve masraflıdır. Kur, ülkeler arasındaki fiyat seviyelerini birbirine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırmaları yapılmasına imkân sağlar. Döviz kuru ise, iki ülke parasının nisbi fiyatıdır. Diğer bir ifadeyle döviz kuru bir ülke parası ile diğer bir ülke parasının arasındaki değişim oranıdır (Seyidoğlu, 1999:83).

Uluslararası ekonomik ve mali işlemlerin yurtiçi işlemlere göre başlıca farklılıklarından birisi, bunların en az iki farklı ülkenin ulusal parası ile ilgili olmalarıdır. Her ülkenin kendi iç piyasasında kullandığı milli bir para birimi vardır. Bu milli para sadece ulusal sınırlar içinde geçerlidir. Bir ülke dışa açıldığı zaman ticari ve mali ilişkide bulunduğu ülkelerin paralarına ihtiyaç duymaktadır. Bu işlemlerin gerçekleşebilmesi için ulusal paraların birbirine çevrilmesi gerekmektedir.

Herhangi bir malın değeri fiyatı ile belirlenmekte ve para değer ölçüsü olarak görev yapmaktadır. Bir paranın diğer bir para ile değişiminde ise birisinin fiyatı değeri ile belirlenmektedir. Bu fiyata döviz kuru denilmektedir. Çeşitli biçimlerde elde edilen ve ulusal paraya dönüştürülmek için döviz piyasasına arz edilen tüm yabancı paralar döviz arzını oluşturmaktadır. Bunun gibi, döviz talebi de yabancılara ödemede bulunmak için talep edilen toplam yabancı para miktarından oluşur. Fertlerin gelirleri ve yabancı ülkelerdeki fiyatlar sabit varsayılırsa döviz talebi döviz kurunun ters bir fonksiyonu olmaktadır. Yani, dövizin fiyatı yükselince talebi azalır, fiyatı düşünce talebi artar. Döviz fiyatları ile döviz arzı arasında da doğru yönlü bir

ilişki vardır. Döviz kuru yükseldikçe döviz arzı da artar. Arz ve talep edilen miktarların birbirine eşitlendiği noktada oluşan döviz kuru dövizin denge fiyatıdır (Seyidoğlu, 1982:141- 138).

Bir ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında belirlenen fiyatı yani döviz kuru, gerçek değerinden daha fazla olarak belirlenmişse, burada yabancı paranın, o ülkedeki satın alma gücü düşeceğinden, o ülkelere mal satmak zorlaşacak ve ihracat azalacak belki de hiç yapılamayacak, bunun aksine ithalat ucuzlayacaktır. Bu duruma ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesi denilmektedir. Aşırı değerlenmenin getirdiği olumsuzluklardan kurtulabilmek için, paranın dış değerinin düşürülmesi gerekmektedir. Paranın dış değerinin aniden ve iradi bir şekilde, hükümetler tarafından düşürülebilmesi için kullanılan döviz kuru politikasına devalüasyon adı verilir. Ancak iç piyasada oluşan enflasyon sonucu, ulusal paranın alım gücünün ve dolayısıyla değerinin düşmesi ve bunun sonucunda yabancı paraların alım gücünün yükselmesi ise iradi durum olmadığından devalüasyon olarak kabul edilmemektedir (Oksay, 2001:6).

Yukarıdaki durumun aksine, bir ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında belirlenen fiyatı yani döviz kuru, gerçek değerinden daha düşük olarak belirlenmişse burada yabancı paranın, o ülkedeki satın alma gücü artacağından, o ülkelere mal satmak kolaylaşacak ve ihracat artacak ama diğer taraftan ülkenin parasının alım gücü düşük olacağından, ithalat azalacak ve belki de hiç yapılmayacaktır. Bu duruma da ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşük olması denilmektedir. Böyle bir durumda, paranın dış değerinin yükseltilmesi için kullanılacak olan döviz kuru politikasına ise, revalüasyon adı verilmektedir (Oksay, 2001:7 ).

Bir yabancı paranın döviz olarak değerlendirilebilmesi için uluslar arası ödemelerde tüm ülkeler tarafından kabul edilebilir olması gerekir. Günümüzde, ekonomisi güçlü Batı Avrupa devletleri ile ABD, Kanada, Japonya, Suudi Arabistan gibi ülkelerin milli paraları, istenilen diğer milli paralara sınırlamaya uğramadan hemen çevrilebilmekte yani konvertibil niteliktedir. Konvertibil olan milli paralar uluslararası ödeme aracı olarak kullanılmaktadır. IMF'ye göre tam konvertibilite, geniş ve mutlak anlamda bir ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek ve tüzel kişilerin o ülkenin parası veya diğer yabancı paralar ile olan alacaklarını serbest bir

şekilde elde etmesi ve diğer yabancı paralar ile değiştirmesidir. Ülkelerin paralarının konvertibilite şartlarını ne ölçüde içerdiği hususu, IMF tarafından aşağıda belirtilen kriterlere göre şu şekilde ortaya konmuştur;(IMF, 2000:136-137)

- Bilânçonun cari işlemler kaleminde,
- İhracata uygulanan döviz kurunun ithalata uygulanan döviz kurundan farklı olması,
- İhracat ve ithalat işlemleri için birden fazla döviz kurunun bulunması,
- Sermaye hareketleri ile görünmeyen kalemlere farklı kur uygulanması,
- Sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi,
- Dış ödemelerde kullanılan dövizler arasında ayırım yapılması,
- IMF'ye üye olan ve olmayan ülkeler arasında ikili ödeme anlaşmaları bulunması,
- İthalat için teminat yapılması,
- İthalatta bedel ödemelerinin bulunması
- İhracat gelirlerinin Merkez Bankasına veya yetkili bankalara yatırılma zorunluluğu

Nominal döviz kuru parasal bir kavram olarak iki para biriminin görelî fiyatını göstermektedir. Buna karşılık, reel döviz kuru (RDK) ise yabancı ülkelerde üretilen malların yurtiçinde üretilen mallar cinsinden görelî fiyatını yansıtan ve uluslararası rekabeti ölçmek için yaygın bir şekilde kullanılan göstergelerden birisidir. RDK, ekonomik birimlerin üretim ve tüketim kararlarının yurtiçinde ve yurtdışında üretilen mallar arasında dağılımını etkileyerek, cari işlemler dengesi üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Teorik çalışmaların büyük bir çoğunluğunda RDK, ticarete konu olmayan ve olan malların görelî fiyatı olarak tanımlanmaktadır (Edwards, 1988:56).

$$\text{RDK} = \frac{\text{Ticarete Konu Olmayan Malların Fiyatı}}{\text{Ticarete konu olan malların fiyatları}}$$

Reel döviz kurunun artması yani reel kurda görülen bir değerlenme, ticarete konu olan malların yurtiçi üretim maliyetinin görelî olarak arttığını göstermektedir. Diğer koşulların değişmediği varsayımı altında, reel döviz kurunun değerlenmesi, ülkenin uluslararası rekabet gücünün azaldığını göstermektedir: Ülke ticarete konu

olan malları önceye kıyasla daha düşük bir etkinlik seviyesi ile üretmektedir. Buna karşılık, reel döviz kurunun azalması ülkenin rekabet gücünde bir artışı göstermektedir.

Reel döviz kuru'nun yükselmesine reel değer kaybı (real depreciation), düşmesine reel değer kazancı denmektedir. Reel değer kaybı olduğunda görelî fiyatlar yükselir ve böylece yurt içinde üretilen mallar yurtdışında üretilen mallara göre ucuzlamaktadır. Ulusal fiyatlardaki düşüş, yabancıların daha fazla mal almasını, dışsatımın artmasını sağlayacaktır. Yine reel değer kaybının etkisi ile ülke vatandaşlarının yabancı mal almaya yönelimi yani dışalım miktarı azalacak ve böylece net dışsatım olumlu etkilenecektir. Reel değer kazancı olduğunda ise görelî fiyatlar düşecektir. Görelî fiyatlardaki düşüş, yurt içinde üretilen malların yurt dışında üretilen mallara göre pahalılaşmasına dışalımın artmasına neden olacaktır. (Mankiw ve Kaufman 2004:81)

## 1.2. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru sistemleri, bir uçta tam sabit kur, diğer uçta tam esneklik kurlarının yer aldığı, arada para kurullarının, bir bant içinde sürünen paritelerin ve gözetimli dalgalanmaların bulunduğu bir çeşitlilik arz etmektedir. Ayrıca paranın konvertibilitesinin derecesi ve biçimi de döviz kuru rejimlerinin bir başka boyutunu oluşturmaktadır (Çağlar, 2003:63).

Bu çerçevede kur politikası, “hükümetlerin uluslar arası ödemelerini belli bir düzen içerisinde gerçekleştirmek amacıyla dış ödemeler dengesini etkilemek için dış ticaret rejiminden gümrük uygulamalarına, tarifelerden kur uygulamalarına kadar uzanan tedbirlerin bütünü” şeklinde tanımlanmaktadır. (Alkın, 1981:27)

Bu tanıma açıklık getirilebilmesi için döviz kuru sistemi ile anlam yakınlığı bulunan iki kavrama değinmek gerekmektedir. Bu kavramlar; kambiyo sistemi ve döviz kuru politikasıdır. Kambiyo sistemi, döviz kuru sisteminin yanı sıra döviz işlemlerinin serbestlik durumunu ve döviz kurunun fiili düzeyini (efektif döviz kurunu) dolaylı olarak etkileyen kontrolleri de kapsayan daha geniş bir kavramdır. Bununla birlikte, herhangi bir döviz kuru sisteminin tam olarak değerlendirilebilmesi

için, kambiyo sisteminin bu yönlerinin de dikkate alınması yerinde olacaktır. Döviz kuru politikası ise, sistem politikalarından oluşan daha genel bir terimdir ve aynı sistem içinde sistemin temelini aykırı olmamak üzere az-çok farklı politikaların izlenmesi mümkündür. Bununla birlikte, izlenen döviz kuru politikaları bir bütün olarak, ülkenin döviz kuru sistemi konusunda ayrıntılarda dâhil olmak üzere, bilgi vereceğinden, bu iki kavram çakışmaktadır. (Güran, 1987:8)

Döviz kuru sistemleri genel olarak, sabit ve esnek şeklinde ikiye ayrılabilirse de; burada bu ifadelerle ne anlatıldığı önem kazanmaktadır. İktisadi şartlarda meydana gelen değişiklikler, belirli bir dönemde denge kuru olarak tanımlanabilen bir döviz kuru seviyesini, denge kuru olmaktan çıkarabilmektedir. Bu sebeple kurun sabitliği kısa ve orta vadede söz konusu olmakta; uzun vadede kurlarda değişiklik yapmak kaçınılmaz hale gelmektedir. Bu yüzden, sabit döviz kurunu ayarlanabilir sabit döviz kuru olarak adlandırmak daha doğrudur. İkinci dünya savaşı sonrası 1970'erin başına kadar dünyada hakim olan Bretton Woods böyle bir sistemdir.

Tam esnek ve sabit kur sistemi, iki uç döviz kuru sistemi uygulamasını oluşturmaktadır. Ancak, bu iki uygulama arasında farklı sistemler mevcuttur. Tam esnek kur sisteminden sabit kur sistemine kadar esneklik derecesine göre sıralanan farklı döviz kuru sistemine ilişkin açıklamalar yer almaktadır.

1944-1973 yılları arasında Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüne kadar geçen dönemde ayarlanabilir sabit kur sistemi uygulanmıştır. Bu dönemde kişi ve kuruluşların döviz bulundurmalarına izin verilmemekteydi, elinde döviz bulunanlar ise derhal Merkez Bankası veya yetkilendirilmiş bankalara satmak zorundaydılar. Hem kişi hem de kuruluşların döviz bulundurmalarına izin verilmezken bu dönem için döviz pozisyonundan söz etmek olanaksızdır.

Bretton Woods Sistemi yıkıldıktan sonra uluslararası alanda ortak bir döviz kuru sistemi kalmamıştır. Sistem yıkıldıktan sonra başlıca sanayileşmiş ülkeler ayarlanabilir sabit kur sisteminden çıkarak ulusal paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır. 1980'li yılların ilk çeyreğinde ülkeler daha çok kur sepeti şeklindeki sabit kuru tercih etmeye başlamışlardı. 1980'li yıllardan sonra birçok ülke esnek kur sistemini (ya da farklı esnek kur sistemi uygulamalarını) tercih etmeye

başlamışlardır. Esnek kur sisteminin tercih edilmesindeki en önemli faktörler; ülkelerin enflasyon düzeylerindeki ani yükseliş (Bu durumda ülkeler ticaret yaptıkları ülkeler karşısında rekabet güçlerini yitiriyordu. Esnek kur sistemi uygulamalarının benimsenmesi ülkelere en azından kur ayarlamalarına olanak sağlıyordu.) ve uluslararası alanda geçerli olan paralarda meydana gelen dalgalanmalar olmuştur

Uluslararası para sisteminin evriminin günümüze kadar gelen en son aşaması, *optimum kur alanları*dır. Optimum kur alanları, ilk defa 1961 yılında Robert Mundell tarafından ortaya atılmıştır. Mundell, bir bölgenin veya bir ülkenin para birliğine katılması halinde hangi şartlar altında fayda sağlayacağını açıklamaktadır. Optimum kur alanları uygulamalarının dünyada ki en iyi örneklerinden birisi, Avrupa Para Birliğidir. Aralık 1978 tarihinde Avrupa Şurası Mart 1979 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Avrupa Para Birliğinin kurulmasını kabul etti. 1979 yılında Avrupa Para Birimi (ECU- European Currency Unit) tanımlandı. 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren Euro, ECU'nun yerini aldı.<sup>56</sup> Avrupa Birliği dışında, bir çok ülkede optimum kur alanlarına doğru bir kayma olduğu görülmektedir. Optimal kur alanlarının farklı bir uygulaması olan Dolarizasyon, Ekvator ve El Salvador'da günümüzde uygulanmakta, Meksika, Guatemala ve Peru'da ise aktif gündem maddesidir. Ayrıca Altı Batı Afrika Ülkesi 2003 tarihinde bölgenin ortak para birimini kurmak üzerinde anlaşmıştır. Bunun yanında on bir Güney Afrika ülkesi Doları kabul etmek veya muhtemelen Güney Afrika para birimi Rand'a endekslenmiş bağımsız para birliği kurmak üzerinde tartışmaktadır. Altı petrol üreticisi Arap ülkesi (Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn, Umman, Katar ve Kuveyt) 2010 yılında para birliği kurma niyetlerini ilan etmişlerdir. Avustralya ve Yeni Zelanda'nın para birliği (ANZAC Doları) kurması da ekonomi literatüründeki son tartışmalardır (Güran, 1999:157).

Döviz kuru sistemleri farklı şekillerde sınıflandırılabilir. IMF'nin 2000 yılında yapmış olduğu sınıflandırmasını baz aldığımızda sistemlerin esneklik derecelerine göre sıralandığı görülür

### 1.2.1. Sabit Kur Sistemi

Döviz talebinin döviz arzından daha hızlı genişlemesi sonucu döviz kurunun aşırı yükselmesini önlemek amacıyla hükümetler döviz kurlarının sabit tutulması için döviz piyasalarına müdahale edebilmektedirler.

Sabit döviz kuru sisteminde, ulusal paraların diğer ulusal paralarla değişim oranları, yani diğer dövizler cinsinden fiyatı resmi otoriteler tarafından belirlenmekte ve uluslararası ödemelerde belirlenen bu fiyatlar esas alınmaktadır. Döviz arz veya talebinde herhangi bir değişiklik olup olmaması, döviz kuru üzerinde etkili olmamaktadır. Serbest bir döviz piyasasının mevcut olmadığı bu sistemde, döviz kurları sadece, gerek görüldüğü takdirde, hükümetler tarafından yükseltilir ya da düşürülmektedir. (Oksay, 2001:10). Örneğin döviz kurları yükselmeye başladığı zaman Merkez Bankası piyasaya döviz sürer, tersine döviz kurları düşmeye başladığı zaman merkez bankası tanzim alım satımları yaparak döviz kurlarını sabit tutmaktadır. Hükümetler döviz piyasalarına ya serbest piyasa mekanizmasını bozmadan ya da serbest piyasanın kaldırılıp yerine döviz kontrolünün konulması şeklinde müdahalede bulunmaktadırlar.

Sabit kur sisteminin en önemli avantajı, ekonomideki tüm ajanların geleceği öngörmelerine imkan vermektedir. Kurun belli aralıklarla sürdürülmeye çalışılması, ithal ve ihraç işlemlerini yapan firmaların gelecekte alacağı ve ödeyeceği parayı hesaplamasına imkan vermektedir. Bu sistemin diğer bir avantajı ise spekülasyon sonucu ekonominin istikrarsızlığa düşme olasılığının çok az olmasıdır. Diğer yandan, enflasyonu önlemesi ve fiyat disiplininin sağlanması konusunda sabit kur sistemi önemli ölçüde kolaylık sağlamaktadır (Parasız, 1994: 79-80).

Sabit kurun faydalarının yanında sakıncaları da vardır, bunlardan en önemlisi dış ödemeler bilançosu dengesizliklerine yol açmasıdır. Özellikle az gelişmiş ekonomiler açısından bu dengesizlikler daha fazla önem arz etmektedir. Sabit bir kuru sürdürebilmek için para otoritelerinin belli bir miktar rezerv bulundurmaları, bu sistemin diğer bir sakıncasıdır. Bu nedenle çok büyük kaynaklar, Merkez Bankasının kasasında atıl olarak beklemektedir.



*Tam dolarizasyon*; bir ülkenin diğer ülke parasını ulusal parası yerine kullanması ya da ülkelerin parasal birlik şeklinde tek para birimini kullanmalarıdır. Bu kur sistemini uygulayan bir ülke kendi merkez bankasının para yaratma fonksiyonunun sona ermesini kabul etmekte ve böylece para politikası gibi bir araçtan vazgeçmektedir (IMF, 2000: 141)

Dolarizasyon kavramı, bu tür bir kur sistemi tercih edilmesi durumunda sadece dolar kullanılacağı anlamına gelmemektedir. Genellikle uluslararası alanda geçerli olan ve güçlü olan doların tercih edilmesi bu kavramı genelleştirmiştir. Çoğu zaman para ikamesiyle eş anlamlı olarak kullanılabilir. Fakat dolarizasyon bir kur sistemi olup para ikamesi ise ulusal para yerine geçen yabancı para tasarruf ve değişim aracı olarak kullanılmakla birlikte, ulusal paranın piyasadaki geçerliliği de devam etmektedir (Kansu, 2001: 33).

Dolarizasyonun uygun şartlara sahip ekonomiler açısından para kuruluna göre üç ilave avantajı bulunmaktadır: Birincisi, devalüasyon ihtimalini ortadan kaldırdığı için sistemin kredibilitesi daha yüksektir. İkincisi, para birimi kullanılan ülkeden (ABD, AB) daha istikrarlı fiyat seviyesi ve daha düşük faiz oranları ithal edilecektir. Son olarak ise, para birimlerinin birbirine çevrilmesi esnasında doğan işlem masrafları ortadan kalkacak ve para birimi kullanılan ülke ile olan ilişkiler ve entegrasyon artacaktır.

Diğer taraftan, ülkenin milli egemenliği ile iki konudan feragat etmesine sebep olacaktır. Ülkenin kendi milli parası ve para politikası olmayacaktır. Buna ilaveten, Merkez Bankasının bulunmaması sebebiyle kriz anlarında son başvuru mercii bulunmayacaktır. Dolarizasyon uygulamasında da bankacılık sisteminin zayıf olması gibi sebeplerden dolayı krizlerle karşılaşma ihtimali her zaman mevcuttur. Bu nedenle finansal sistemin denetimi ve düzenlenmesi ile ilgili olarak yeni bir kurum oluşturulabilir.

*Para Kurulu*; ülke parasının seçilecek olan yabancı ülke parası ile sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri öngören bir sistemdir. Bu sistemde para otoritesi ülke parasını yalnız yabancı para girişi karşılığı basmaktadır. Burada Merkez Bankasının parasal düzenlemeler ve son kredi mercii gibi geleneksel

fonksiyonlarına son vermektedir. Diğer taraftan bu sistemin uygulanması kolay olmakla beraber para ve maliye politikasının güvenliğini artırması, döviz kuruna istikrar kazandırması, faiz oranlarını birleştirmesi ve finansal derinliği artırması gibi faydaları vardır.

Her kur sisteminde olduğu gibi para kurulunun dezavantajı da vardır. Örneğin Merkez Bankasının son ödeme mercii olmasından dolayı bankacılık sisteminde yaşanan likidite sıkışıklığı para kurulunu sürdürmede ciddi bir risk oluşturmaktadır (Kansu, 2001:34).

Birçok ülkede bir süre varlığını sürdüren ve güven kazanan sabit kur sisteminin çöküşü büyük zarara yol açmıştır. Döviz kurunun değişmeyeceğine olan inanç “hedging”e olan ihtiyacı ve yabancı para cinsinden borçlanmanın riskli olduğu düşüncesini ortadan kaldırmaktadır. Bu durum özellikle bankacılık sistemini, şirketleri ve devlet bütçesini büyük zararlara uğratmaktadır. Temelde, bankaların açık döviz pozisyonlarını kısıtlayarak potansiyel zararı azaltmak mümkün olabilmelidir. Ancak bu yolla şirketlerin mali sistemini kontrol etmek çok zordur.

### **1.2.2. Esnek Kur Sistemi**

Döviz piyasasında herhangi resmi bir müdahalenin olmaması durumunda döviz kurunun serbestçe arz ve talep koşullarına göre belirlenmesine *esnek kur sistemi* denir (Parasız, 2005:595).

Esnek kur sisteminde dış dengenin sağlanması görevi harcama-kaydırıcı bir araç olan döviz kuru değişmelerine bırakılmaktadır. Potansiyel bir dış açık döviz kurunun yükselmesine, potansiyel dış fazla da döviz kurunun düşmesini sağlayarak fiili bir dış dengesizliği engellemiş olmaktadır (Güran; 1987: 83).

Esnek kur politikasının diğer kur politikalarına göre önemli avantajları bulunmaktadır. Bunların başında; dışsal şoklara ve reel sektörden kaynaklanan şoklara karşı dirençli olması; dış ticarete kur değerlenmesine bağlı olarak ödemeler dengesi sorunu ortaya çıkarmaması gelmektedir. Ayrıca belirli bir kur hedefi alınmaması nedeniyle Merkez Bankası etkili para politikasına sahip olmaktadır. Esnek kur politikasının dezavantajlar ise, ithal enflasyona açık olması; risk algısı

nedeniyle risk primlerinin yükselmesine bağlı olarak, ticari ve finansal işlem hacminin daralması, esnek kur sistemine geçilmeden önce mevcut açık pozisyonların yarattığı sorunlar şeklinde sıralanmaktadır ( İnan, 2002: 38).

Esnek kur sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde ekonomik büyümenin daha yüksek olduğu, ayrıca sermaye hareketlerinin kontrolü, ekonominin dışa açılması, endüstrileşme hızı, orta gelir gruplarının yükselmesi vb. gibi hedeflere ulaşmada daha başarılı olduğu gözlemlenmektedir ( Wolf ve Jonathan. 1996: 12).

### 1.2.3. Karma Kur Sistemi

Günümüzde uygulamada saf haliyle ne sabit kur sistemi ne de esnek kur sistemi vardır. Yukarıda değinildiği gibi her iki sistem bir takım sakıncaları içermektedir. Bu iki sistem arasında kalan ve bir bakıma sistemleri birbirine yaklaştıran “esneklik kazandırılmış sabit kur sistemleri” ve “müdahaleye konu olan esnek kur sistemleri” karma sistemler veya ara sistemler olarak adlandırılmaktadır.

*Esneklik Kazandırılmış Sabit Kur Sistemleri;* Sabit kur sistemine esneklik kazandırmanın iki yolu vardır. Bunlardan ilki döviz kurlarının dalgalanacağı bant aralığının genişletilmesi, diğeri ise, döviz kuru ayarlamalarına gidilmesidir. 1973 yılında Bretton Woods Sistemi fiilen sona erdikten sonra, çok sayıda batılı sanayileşmiş ülkeler, döviz kurlarını dolara karşı serbest dalgalanmaya bırakmıştır.

Katı bir sabit kur sistemine esneklik kazandırmanın ilk yolu; alt ve st destekleme noktaları arasındaki bantın genişletilmesidir. Böylece, döviz kuru, parite etrafında daha büyük dalgalanmalar gösterebilmekte ve desteklemelere daha geç ihtiyaç duyulmaktadır. “Geniş sınırlı bant sistemi”, olarak adlandırılabilcek olan böyle bir sistem, her ne kadar temelde bir sabit kur (tespit) sistemi ise de, bantın genişliği lsnde, bir esnek kur sistemi görünümü taşıyabilecektir (Güran, 1999:299) Sabit kur sistemlerine esneklik kazandırmanın ikinci temel yolu ise, “döviz kuru ayarlamalarına” başvurulmasıdır. Esnekliği döviz kuru ayarlamaları ile arttırmanın iki yolu vardır. Bunlardan birincisi, büyük oranlı döviz kuru ayarlamaları yapılması; ikincisi de, kk oranlarda olmak üzere daha sık ayarlamalara başvurulmasıdır. Bunlardan ilkinde “ayarlanabilir sabit kur sistemi”, ikincisine ise

“sürünen (kayan) pariteler sistemi” denilmektedir. Sürünen pariteler uygulamasında kur ayarlamaları sık aralıklarla –günlük, haftalık, aylık- yapılır. Yapılan kur ayarlaması yılda yaklaşık olarak %30’u aşılırsa sık ayarlamaların bu şekline “tırıs giden pariteler (trotting parities)” Hiper enflasyon nedeniyle sık sık devalüasyon yapmak zorunda kalan çoğu Latin Amerika ülkelerindeki kur ayarlamaları buna örnektir. Sık yapılan kur ayarlamaları ayda yaklaşık %5’i yılda toplam %30’u aşılırsa bu durumda “kayan pariteler (sliding parities)” adını almaktadır.

*Müdahaleye Konu Olan Esnek Kur Sistemleri;* Döviz kurunun serbestçe oluşup değişmesinin resmi otoritelerce yönlendirildiği ve/veya bazı işlemler için esnekliğin engellendiği sistemlerdir. Bu sistemde döviz kuru esas olarak serbest piyasada arz-talep koşullarına göre oluşmakta, ancak resmi otorite zaman zaman piyasaya müdahale etmektedir. Kurlar için resmen saptanmış sınırlar ya da marjlar yoktur. Resmi otorite döviz alıp satarak piyasa da istikrarı sağlamaya çalışır. Müdahalenin ölçüsüne bu sistemlere “temiz dalgalanma” ya da “kirli dalgalanma” denir. Temiz dalgalanma; döviz kurlarına resmi otoritelerin müdahalesinin amacı, döviz piyasasındaki kısa dönemli istikrar bozucu sermaye hareketlerini önlemek ve döviz kurlarının serbest piyasa da oluşmasını sağlamaktır. Döviz kurlarına müdahale, merkez bankalarının açık piyasa işlemleri yapması veya döviz piyasalarında döviz yada ulusal para satması şeklinde olabilmektedir. Kirli dalgalanma; bu uygulamada döviz piyasasına müdahalenin amacı; ülkenin rekabet gücünün korunmasıdır. Hükümetler kendi paralarının değerini paralar türünden üretime, istihdama ve fiyatlar genel düzeyine doğrudan etki yapan önemli bir değişken olarak kabul ederler. Bu nedenle de kurların kendi denetimlerinden uzak kalmasını arzulamazlar. Bu ise, kirli dalgalanma uygulamasının en önemli nedenidir. Dalgalanmayı kirli hale getiren müdahaleler, birden çok döviz kurları (örneğin primli döviz kurları), farklı işlemler için döviz piyasasını farklı parçalara ayırmak (ikili veya çoklu kur), resmi hedefler doğrultusunda bankalar veya piyasanın diğer katılımcıları üzerinde uygun baskı uygulama gibi işlemleri kapsar.

Döviz kuru sistemlerinin farklılaşmasına neden olan temel faktör, döviz piyasasının işleyişinde ve özellikle kurların belirlenmesinde, piyasa güçleri ile resmi otoritelerin nasıl ve ne ölçüde rol oynadıkları ile ilgilidir. Esnek kur sistemlerinde,

döviz kurlarının oluşumunun esas olarak piyasa koşullarına bırakılması ve döviz arz ve talebine resmi otoritelerce dolaylı müdahalede bulunulmasına karşılık; sabit kur sistemlerinde, döviz kurları resmi otoritelerce belirlenmekte ve piyasa mekanizmasının işleyişine çeşitli şekillerde ve dozlarda müdahale edilerek döviz kurunun sabitliği korunmaya çalışılmaktadır.

### **1.3. Döviz Kurunu Belirleyen Faktörler**

Döviz kuru, ekonomideki bir çok değişkeni etkilemesi bakımından önemli bir değişkendir. Dış ticareti belirlemesinin ötesinde, enflasyon, yatırım ve tüketim kararları üzerindeki etkileri sebebiyle de önemli bir konudur. Döviz kuru belirleyicisi olarak ele alınan kriterler ve göstergeler, politikaların sürdürüldüğü şartlara göre farklılık arz etmese de amaç ve ülkeden ülkeye farklılık gösteren ekonomik şartlar açısından değişim gösterebilmektedir. Yani ekonominin normal seyir içindeki bir kur politikasıyla bir istikrar politikasının ve buna bağlı olarak temel kriter ve göstergelerin ağırlıkları farklı olacaktır.(Lipschitz, 1979:425)

Döviz kuru bir fiyat olmasına karşın herhangi bir malın fiyatından farklıdır. Döviz kurundaki bir değişiklik, bir malın fiyatında meydana gelecek değişimin yaratacağı etkiden çok farklı bir etki yaratmaktadır. Örneğin, buğday fiyatında meydana gelecek bir değişim, sadece buğday arz ve talebi ile en yakın ikame malının arz ve talebi üzerinde etkili olmaktadır. Buna karşılık döviz kurundaki bir değişim, önce uluslararası ekonomik ilişkilere konu olan mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarını, daha sonra bunlar aracılığıyla diğer piyasaları etkileyerek ekonomide global değişiklikler yaratmaktadır (Karluk, 1997:310).

*Sermaye Hareketleri;* Sermaye hareketlerine yol açan sebepler arasında, kısa vadede, portföy yönetimi ve spekülasyon öne çıkmaktadır. Spekülasyonda, bir paranın değer kaybedeceği beklentisi, o paranın satılmasına ve yerine, değeri yükseleceği beklenen paranın satın alınmasına yol açmaktadır. Böylece, beklentiler doğru çıkarsa, burada spekülatif bir kazanç elde edilmektedir. Spekülatif kazanç saikiyle ortaya çıkan sermaye hareketlerine iyi gözle bakılmamakta ve bu yolla elde edilen kazançlar haksız kazanç olarak değerlendirilmektedir (Çağlar, 2003:82).

Esnek kur sistemi her türlü ekonomik, politik ve dış etkilere açık olduğu için kurun aşağı ya da yukarı doğru hareketi tam olarak kestirilememektedir. Piyasa oyuncularının esnek kur sisteminde kurun 'iki yönlü bahis' şeklinde hem değer kazanacağını hem de değer kaybedeceğini bilmeleri, başka deyişle döviz kuru riskinin yüksek olması, daha çok kısa dönemli spekülasyon sermaye hareketlerini engellemektedir (Kansu, 2001:49).

Sabit kur sistemi ve sermaye hareketinin olduğu bir ekonomide, hükümet tarafında bankalara döviz kurundan doğacak olan risklerin finanse edileceğine dair verilen garanti, yurtdışındaki bankalara aşırı borçlanmaya yönetmektedir. Aşırı borçlanmada bankaları spekülasyon ataklara açık bir konuma getirmekte ve krize ortam hazırlamaktadır (McKinnon ve Pill, 1999:12).

Sonuç olarak, sermaye hareketlerinin hacminin, dış ticaret işlemlerinin hacminin 100 katı kadar olduğu tahmin edilmektedir. Sermaye giriş çıkışları, bir ülkedeki döviz miktarını önemli ölçüde değiştirdiğinden, döviz kurları üzerinde büyük bir etkiye sahip olabilmekte ve dolayısıyla döviz kurları ve dış ticaret arasındaki bağı zayıflatmaktadır. Buradan hareketle, döviz kurlarında kısa vadede meydana gelen değişikliklerin temel sebebi olarak sermaye hareketleri kabul edilmektedir. Sermaye hareketlerine yol açan sebepler arasında kısa vadede spekülasyon ve portföy yönetimi ön plana çıkmaktadır. Günümüzde iletişim teknolojisinin önemli ölçüde gelişmesi ve birçok ülkede esnek kur sisteminin benimsenmesi ile kısa vadede paraların değerinde değişimler meydana gelmektedir. Ülke paralarındaki bu dalgalanmalar belirsizliği arttırdığı için bu sektörde çalışan firmaların karşılaştıkları riskleri yükseltecektir. İstikrarsızlık, ticarete konu olan malları içeren sektörlerde borç veren kurumlarında risklerini ve bu sektörler için sermayenin maliyetini arttıracaktır. Bu birikimli süreç, giderek reel sektörü etkisi altına alacak ve döviz kurlarında başlayan istikrarsızlık zamanla tüm sektörleri etkileyerek, ekonomik istikrarsızlığı besleyecek bir mekanizma durumuna getirmektedir (Duygulu, 1998:115).

*Faiz Oranları ve Beklentiler;* Döviz kuru dengesini faiz oranlarının zaman içerisinde gösterdiği değişimde etkilemektedir. Faiz oranının yüksek olduğu ülkenin

menkul kıymetlerine talep artacağında o ülke parasının değeri yükselirken göreceli olarak faiz oranı düşük olan ülke parasının değeri düşmektedir.

Kısa vadede, döviz kurlarıyla faiz oranları arasında sıkı bir ilişki vardır. Ancak burada beklentilerinde önemi oldukça fazladır. Uluslararası ticaret yapanlarda tıpkı iç ticaret yapanlar gibi işlem (muamele) amacıyla para tutarlar. Bu balansları tutanlar reel faiz oranları en yüksek olan piyasalarda bunları ödünç verme eğiliminde olacaktırlar. Böylece eğer bir ülkenin kısa dönemli, reel faiz oranı diğer ülkelerden yüksek olursa bu ülkeye bir sermaye akımı olacak ve ülke parasının değer kazanması eğilimi ortaya çıkacaktır. Eğer bu kısa dönemli reel faiz oranı düşecek olursa, bu ülkeden çıkış olacak ve ülke parası değer kaybetme eğiliminde olacaktır (Çağlar, 2003:83).

*Ödemeler dengesi;* Ülkelerin belirli bir süre içinde birbirleri ile gerçekleştirdikleri ekonomik işlemlerin sistematik bir kayıdır. Ödemeler dengesi faktörü, kur değişimlerinin ülkenin hem ticaret hem de cari işlemlerle ilgili diğer kalemleri üzerindeki etkisine dayanır. Bu faktöre göre, ödemeler dengesizlikleri aktif döviz kuru politikaları uygulanarak giderilebilmektedir. Döviz kuru hareketlerinin temelini, mal ve hizmet hareketleri ve bunların toplam ifadesi olan ödemelerdeki denge ve dengesizlikler oluşturmaktadır.

Bir ülke ithal ettiğiinden daha fazla ihraç ederse bu durumda o ülkenin parasına karşı talep artar. Bazı durumlarda o ülkenin parası o kadar değerli hale gelir ki, o ülkenin mallarının fiyatı dış piyasalarda rekabet edemeyecek düzeyde yüksek bir seviyeye ulaşır. Bu durumda ihracat kaleminde bir düşüşe o ülkenin parasına olan talebin azalmasına neden olmaktadır (Abuşoğlu, 1990:54).

*Enflasyon Oranı;* Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan gelişmekte olan ülkelerin hedefi enflasyonu düşük seviyeye çekmektir.

Döviz kurundaki değişkenlik ile enflasyon oranları arasında ilişki, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler açısından benzer sonuçlar vermekte ve döviz kuru değişkenliğinin enflasyonu gecikmeli olarak takip ettiği gözlenmiştir.

Yıllık enflasyon oranı kabaca %30'un üzerinde olan kronik enflasyona sahip ülkelerde döviz kuruna dayalı nominal çapanın kullanılması pek başarılı sonuçlar

vermemektedir. Bunun nedeni, enflasyonun kırılmaması ve kredibilitenin düşük olmasıdır. Sıkı maliye politikaları uygulanmasına karşın, döviz kuruna dayalı istikrar politikaları ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olacaktır. Bu beraberinde cari açıkları doğuracaktır. (Kansu, 2006:51)

Döviz kurunda değişmelere yol açan yukarıda belirtilen faktörlerin dışında diğer bir takım faktörlerde döviz kurunu etkiler. Bunlar; döviz kurunda oynaklığa neden olan dış kaynaklı beklenmedik hareketler, spekülasyon akımları, iç ticaret hadleri, düzenleme ve müdahaleler, para ve maliye politikalarını kapsamamaktadır.

*Döviz kurlarında hareketliliğe yol açacak dış kaynaklı beklenmedik gelişmeler;* yurt dışı piyasalardaki dalgalanmalar, savaş, petrol fiyatlarının artması vb. olabilirken, iç kaynaklı gelişmeler; yönetim biçiminin değişmesi, iç savaş, siyasi istikrarsızlık vb. gelişmeler olmaktadır (Duygulu, 1998:109).

*Spekülasyon akımları;* spekülasyonun piyasalarda istikrar kazanmasına yardımcı olduğu, dalgalanmaların aşırı boyutlara varmasını engellediği yolunda bir düşünce vardır. Esnek kurların da bu sayede, aşırı dalgalanmalar engel olarak istikrar sağlayıcı bir özellik gösterdiği bu rejim taraftarlarınca ileri sürülmüştür (Çağlar,2003:85).

*İç ticaret hadleri;* ticari malların iç rekabetteki konumunu ifade ettiği için döviz kuru değişim oranını değiştiren bir göstergedir.

*Düzenleme ve müdahaleler;* Döviz piyasalarında merkez bankaları ve ulusal para otoriteleri oldukça etkili bir rol oynamaktadır. Merkez Bankaları çeşitli nedenlerle ya belirli yasal düzenlemelerle ulusal bankaların etkinliklerini sınırlandırarak ya da döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak girerek döviz kurlarını istenilen sınırdan tutmaya çalışmaktadırlar. Bu işlem aynı zamanda kirli ya da güdümlü dalgalanma olarak adlandırılır.

Para ve maliye politikaları, döviz kurunu etkileyen diğer önemli bir faktördür. Para arzının artması, vergi oranlarının değişmesi, doğrudan ve dolaylı vergileme, dışalım vergileri, vergi iadesi vb. düzenlemelerdir. Örneğin, bir ülkede uzun süredir deflasyon yaşıyorsa düşürülen vergi oranlarının ulusal paranın değerini olumlu yada olumsuz etkilemesi beklenir. Buna karşılık yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde



ise tam zıt bir politikanın uygulanması aynı sonucu doğurmaktadır (Gümüşeli,1994:84)

#### **1.4. Döviz Kuru Belirleme Modelleri**

Döviz kuru belirlenmesinde önemli olan kriterler, zaman içerisinde teorideki gelişmeler doğrultusunda değişikliğe uğramaktadır. Keynesyen yaklaşımlardan başlayarak, satın alma gücü paritesi, faiz haddi paritesi, finansal piyasa yaklaşımı, para ikamesi yaklaşımı günümüze kadar döviz kuru belirlenmesinde önemli teorik modeller olarak ortaya çıkmışlardır (Bulut,2005:103).

##### **1.4.1. Keynesyen Yaklaşımları**

Döviz kuru belirlemesine yönelik olarak J. M. Keynes'in çalışmalarında bir döviz kuru belirleme modeli yoktur. İlk ortaya çıkışı İkinci Dünya Savaşı sonlarında rastlar. Mertz ve Lerner'in çalışmaları bu yıllarda yapılmış ve ilk döviz kuru belirleme modelleri de böylece ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu çalışmalarda Laursen, Mertz, Alexander ve Mahclup izlemiştir. Bu yaklaşımlar Keynesyen gelir-harcama yöntemine dayanarak geliştirilmiştir. Bu modeller, mal ve hizmetlerin mal akımına ve devalüasyonun ticaret bilançosu açığını azaltabilmesi üzerine yoğunlaşmaktadır (Ertürk, 1994:98).

Keynesyen yaklaşımda mal piyasası akımları, para piyasası stoklarından önemli kabul edilmektedir ve döviz kurları mal hareketlerine bir tepki olarak devreye girmektedir. Böylece döviz kuru, mal ve hizmet ihraç ve ithaline duyarlı olan yabancı para arz ve talebine göre belirlenmektedir. Çünkü yabancı paraya olan talep, yurtiçinde üretilemeyen ya da yurtiçi talebi karşılayamayan mal ve hizmetlerin dıştan satın alımı için ortaya çıkar. Benzer şekilde yabancıların kendi ulusal ekonomilerinden karşılayamadıkları mal ve hizmetler için gereksinim duydukları talep de onların ithalatını, dolayısıyla ele alınan ülkenin ihracatını oluşturmaktadır.. Keynesyen yaklaşımda döviz kurları klasik parasalcı yaklaşımdaki gibi fiyatlar genel seviyesine göre değil mal ve hizmet ithal ve ihracına göre oluşmaktadır.. Fakat satın alma gücü paritesi yaklaşımına göre hangi ülkenin fiyatlar genel seviyesi yüksek seyretmiş ise, başlangıç durumuna göre o ülkenin ulusal parasının değer kaybetmesi

beklenmektedir. Oysa keynesyen yaklaşımda ulusal paranın değerlendirilmesi, karşılıklı olarak birbirlerinin mal ve hizmetlerine duydukları talebin şiddetine göre oluşmaktadır. Özetle Keynesyen yaklaşımda ulusal paranın değeri, döviz arz ve talebine bağlı olacaktır. Burada önemli olan diğer bir husus, ihracat ve ithal malların talep esnekliklerinin aldığı değer ve döviz talebinin sistem açısından ne kadar önemli olduğu konusudur (Ertürk, 1994:99).

#### 1.4.2. Esneklik Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, yabancı para olarak ifade edilen dövizin, dışarıdan alınan mal ve hizmetlerin finansmanı için talep edildiğini ve arzının ise yurtiçi mal ve hizmetlerin dışarıdan sağlandığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla yabancı paranın denge fiyatı, ithalat ve ihracattan kaynaklanan döviz talep ve arzına göre oluştuğu varsayılır. Bu nedenle esnek döviz kuru sisteminde döviz arzı fazla olduğunda döviz fiyatının yükseldiği söylenir (Bulut, 2005:107).

Esneklik yaklaşımında ithal malların talebi (M), ithal malların yurtdışı arzına (X\*) eşittir ve aynı şekilde ihracat malların arzı (X), ihracat malların yurtdışı talebine (M\*) eşittir. Bu eşitlikler satın alma gücü paritesi çerçevesinde geliştirilmiş olan tek fiyat kanunu ifade eder (Pentecost, 1993:42-43).

$$P_M = EP_{M^*} \quad \text{ve} \quad P_X = EP_{X^*}$$

Burada, ihracat malı piyasasında ihracatın (X), ihracatın yurtiçi fiyatının pozitif bir fonksiyonu olduğu; ihracatın dış talebi (M\*), ihracatın ise yabancı para fiyatının negatif fonksiyonu olduğu kabul edilir. M, ithal malını X, ihracat malını E, Nominal döviz kurunu, yabancı ülkeyi  $P_M$ , ithal malının fiyatının ve  $P_X$  ise ihracat malının fiyatını gösterir.

$$X = X(P_X) + \alpha, \quad X_1 \geq 0$$

Piyasa istikrarı için döviz kurunun ulusal paranın aşırı arzına duyarlı olarak değer kazanması modelin temelini oluşturur. İhracat pazarını dikkate aldığımız zaman yukarıdaki denklemleri yazmamız doğru olur. Burada ihracat malının iç arzı, iç fiyatın artan, yabancı fiyatın ise azalan bir fonksiyonudur. Buradan;

$$M^* = M^*(P_X/E) + \alpha \quad M_1^* \geq 0$$

Burada  $\alpha$ , dışsal etkileri ifade ederken;  $X_1$  ve  $M_1^* P_X'$  e göre  $X$  ve  $M^*$ 'in kısmi türevlerini temsil eder. Eğer ihracat piyasaları tam olarak temizlenirse o zaman  $M^* = X$  yazılabilir.

Esneklik yaklaşımının temelinde, devalüasyonun, ihracatı arttırıp, ithalatı kısmının başarı şansı için, bir ülkenin ihraç mallarının dış ve ithal mallarının iç talep esnekliklerinin toplamının birden büyük olması gerekir. (Bulut, 2005:108) Bu yaklaşım literatürde kritik elastikiyetler olarak bilinmektedir. Esneklik konusuna ilk değinen iktisatçı A. Marshall'dır. Marshall başlangıçta kritik elastikiyetin bire eşit olduğu anda döviz kuru piyasasının istikrar içinde olacağını savunmuştur. Ancak 1923'te yapmış olduğu çalışmada esneklik katsayısının birden büyük olması gerektiğini savunmuştur (Marshall, 2003: 51).

### 1.4.3. Gelir Harcama Yaklaşımı

Bu yaklaşım döviz kurunun belirleyicisi olarak mal ve hizmetlerin toplam talebi ile gelire ağırlık vermektedir. Esneklik ve klasik yaklaşımlarda olduğu gibi; yapıları aynı iki ülkenin varsayıldığı ve bu ülkelerin küçük olduğu model ele alınmaktadır. Modelde ortalama fiyat seviyesi, ele alınan iki ülkede de sabit kabul edilerek Keynesyen sonsuz arz eğrisi varsayımına uyum sağlamıştır. Gelir-harcama yaklaşımında faiz oranları modele dahil edilmemiştir. Bunun sonucu olarak para ve varlık piyasası analizlere katılmamıştır. Diğer yandan iki ülkede de sermaye hareketlerinin olmadığı ve kamu harcamalarının yok sayıldığı varsayılmıştır. Yaklaşımda milli gelir;

$$Y = A + X - M \quad (1) \quad \text{ve} \quad Y^* = A^* + X^* - M^* \quad (2)$$

Burada  $Y$  milli gelir,  $A$  toplam masnetme (tüketim+yatırım) kapasitesini,  $X$  toplam ihracat miktarını,  $M$  yapılan toplam ithalat miktarını gösterir. Diğer asteriksle gösterilen özdeşlik diğer ülkeye ait milli geir, toplam ihracat ve toplam ithalatı göstermektedir.

İki ülkeli bu modelde yurtiçi ihracat aynı zamanda yurtdışı için ithalattır ve ithalatın ulusal parayla ölçüldüğü varsayılır. Böylece sabit fiyatlarla ölçülen dış ticaret bilançosu şu şekilde oluşur ( Ertürk, 1994:104)

$$T=EM^*-M$$

Yabancı paraya göre dış ticaret bilançosu ölçüldüğünde eşitlik;

$$M^*=M/E \text{ şeklini alır.}$$

Bu yaklaşımda devalüasyonun dış dengeyi sağlayıcı etkileri, milli gelir üzerinde yaptığı değişimler yoluyla açıklanmaktadır. Yaklaşımına göre, dış açık bir ülkenin kendi olanakları ötesinde yaşamasını, yani ürettiğinden fazlasını tüketim ya da yatırım olarak kullanması anlamına gelmektedir. Dış dengenin sağlanması açısından, toplam mal ve hizmet kullanımının, yurtiçi üretim toplamına eşit olması gerekmektedir.

#### **1.4.4. Mundell-Fleming Modeli**

Keynesyen IS-LM modeli açık ekonomide sermaye hareketlerinin tam serbest olduğu bir durumda açık ekonomilere uygulanmış şeklini bu analizleri geliştiren iktisatçılardan dolayı Mundel-Fleming modeli denilmektedir. Keynes'in Genel Teorisi üzerine yaptıkları çeşitli uyarlamalarla Metzler, Manclup ve Meade, Mundel-Fleming modeline zemin hazırlamıştır.

Mundel-Fleming modeline göre, kısa dönemde veri fiyat seviyesinde, sabit döviz kuru, sermaye hareketliliğinin ve bağımsız para politikalarının eş zamanlı olarak yürütülmesi mümkün değildir (Mundell, 1961: Fleming 1962). Bu yaklaşıma göre fiyat düzeyi kısa vadede katıdır ve bu nedenle para arzının artırılması kısa vadede çıktıda bir artış yaratmaktadır. Bu yaklaşım aynı zamanda, ülkeler arasındaki sermaye hareketliliğinin tam olduğuna dayanır. Bu yüzden belirsizliğin olmadığı bir durumda, ülkeler arasındaki faiz oranları eşitlenmektedir.

Modele göre, sermaye hareketlerinde faizin etkisi döviz kuruna göre daha ağır basmaktadır. Eksik sermaye hareketlerinin söz konusu olduğu bir ülkede yurtiçi ve

yurtdışı faiz değişmelerine, uluslararası sermayenin duyarlılığı düşük iken; tam sermaye hareketlerine sahip bir ülkede uluslararası sermayenin faize olan duyarlılığı daha yüksektir. Eksik sermaye koşulu altında bir ülkeden sermayenin çıkması için faiz oranında çok önemli düşüşlerin ortaya çıkması gerekmektedir. Buna karşılık bir ülkeye sermaye girmesi için, o ülkedeki faiz oranında önemli artışların olması gerekmektedir. Tam sermaye hareketliliği durumunda ise, sermaye faiz oranındaki küçük değişmelerden kolayca etkilenmektedir (Mundell, 2001: 223).

Mundel-Fleming modelin de, bütçe açıklarındaki artış çarpan mekanizması yoluyla toplam talebi arttıracaktır. Toplam talepteki artışla beraber, yurtiçi faiz oranları yükselecek ve tam sermaye mobilitesi varsayımı altında ülkeye yabancı sermaye girecektir. Yabancı sermayenin yurtiçine girmesiyle birlikte ulusal para değerlenecek ve ihracat azalırken ithalat artacaktır. Bu durumda ise dış ticaret açıkları ortaya çıkacaktır ( Abell, 1990:81).

Mundel-Fleming modelinin en önemli zayıflığı, kısa dönemli bir analiz şekli olduğu için, cari açıkla birlikte yurtiçine giriş yapan sermayenin uzun dönemde borç seviyesini arttırıcı ve bunun süreklilik kazanması durumunda da cari açığı sürdürülemez duruma getirici etkisini göz ardı etmesi gösterilmektedir.

Finansal entegrasyonda yaşanan gelişmeler, sermaye hareketliliğinin tam olduğu durumda, tercih döviz kuru istikrarı veya bağımsız para politikası arasındaki seçime indirgemıştır. Bu durumda ülkeler ya tam sabit veya dalgalı döviz kurunu tercih etmek durumundadır. (Obsfeld-Rogoff, 1995:73-96) Ara rejim uygulamaları mümkün değildir. Kutuplaşma olarak adlandırılan bu durum sermaye hareketlerindeki gelişmenin bir sonucudur. Gelişmiş ülkelere bakıldığında, bu teorik yaklaşımın doğru olduğu gözlemlenebilir. Ama gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, gizli veya açık ara rejimlerin hala devam ettiği görülebilir. Ayrıca ara rejimin yok olmadığına ilişkin teorik yaklaşımlar da mevcuttur. (Goldstein, 2002;Williamson, 2000)

### 1.4.5. Satın Alma Gücü Paritesi

Kur dalgalanmalarının, ülkeler arası fiyat farklılıştırmalarını telafi edecek biçimde ortaya çıktığını ifade eden bu teoriyi ilk olarak, 1916 yılında İsveçli iktisatçı Cassel ortaya atmıştır. Bir ülke parasının diğer bir ülke parasına göre satın alma gücü paritesi (SAGP)'si her iki ülkede de üretilen, birbirlerin tam olarak ikame edebilen, homojen ve serbestçe mübadele edebilen iki malın her iki ülkedeki değerini eşitleyen kurdur. Bu yaklaşım, iki ülke arasında mübadele edebilecek malların sepetini karşılaştıracak şekilde genelleştirilebilir. Buna göre bir paranın değerini, o para ile satın alınabilecek mal ve hizmet miktarı oluşturur; dolayısıyla, bir paranın değeri, fiyatlar genel seviyesi ile ters orantılıdır.

Satın Alma Gücü Paritesi kuramına göre, para her ülkede aynı satın alma gücüne sahip olmalıdır. “Bu kuramın ismi yukarıda anlatılanları çok iyi bir biçimde tanımlamaktadır. Paritenin anlamı eşitlik, satın alma gücünü ise paranın değerine atıfta bulunuyor. Satın Alma Gücü Paritesi ima ediyor ki; her birim para (currency) her ülkede aynı reel değeri taşımalıdır” (Mankiw ve Kaufman 2004:384).

Satın alma gücü paritesi iki farklı yaklaşıma göre incelenmektedir. Bunlardan ilki mutlak satın alma gücü paritesi iken, ikincisi görelî satın alma gücü paritesidir.

Mutlak satın alma gücü paritesi, bir ulusal paranın yurt içindeki satın alma gücünün, piyasa döviz kuru üzerinden yabancı paraya dönüştürüldüğünde yurtdışındaki satın alma gücüne eşit olması ilkesine dayanmaktadır. Bir başka deyişle, bir ulusal paranın bütün dünyada aynı satın alma gücüne sahip olmasıdır (Taylor ve diğerleri, 2004:145).

Bu durumda mutlak satın alma gücü paritesi şu şekilde formüle edilir;

$$P_T = P_Y * ER$$

Burada  $P^T$  yurtiçi fiyat endeksinin değerini,  $P^Y$  yabancı ülkenin fiyat endeksinin ER ise iki para arasındaki kuru ifade etmektedir. Satın alma gücü paritesinin sonuçlarına ilişkin olarak; satın alma gücü paritesi döviz kuru belirlenmesine yönelik bir teori olup esnek kur sisteminde işlenebilir ve ticareti serbestçe yapılan mallar için geçerlidir.

Görelî satın alma gücü paritesi ise, Mutlak satın alma gücü paritesinde karşılaşılan hatalar ve eksiklikler, bu yaklaşıma alternatif yeni bir teori arayışına sebep olmuştur. Bu ihtiyaçlar doğrultusunda oluşturulan görelî satın alma gücü paritesine göre, belli bir zaman diliminde, döviz kurlarında görülen yüzde değişim, ülkelerin aynı zaman dilimi içindeki enflasyon oranları farkına eşittir. Mutlak yaklaşımdaki kur ve fiyat değerlerinin büyüme oranlarıyla gösterilmesiyle oluşturulan görelî satın alma gücü paritesi şu formülle ifade edilmektedir.

$$S^T = P^T - P^{T*}$$

Bu formüle göre, döviz kurundaki yüzde değişim ( $S^T$ ); yurtiçindeki ve yurtdışındaki fiyatların yüzde değişiminin (sırasıyla  $P^T$  ve  $P^{T*}$ ), yani enflasyon oranlarının farkına eşittir. Göreceli satın alma gücü paritesi formülü ile geçmişe dönük değerlerin hesaplanmasının yanı sıra, bugünkü kur ve beklenen enflasyon verileri kullanılarak gelecekteki döviz kuru ile ilgili tahminlerde bulunulabilir (Seyidoğlu, 2003:266).

#### **1.4.6. Parasalcı Yaklaşım**

Parasalcı yaklaşım modeline göre, döviz kuru yabancı ülke parasının ulusal para cinsinden fiyatı olarak kabul edilir ve diğer görelî fiyatlar gibi döviz kuru da ulusal para stoklarının görelî arz ve talebi olarak belirlenir. Döviz kurlarında parasalcı yaklaşım, sermaye piyasaları yaklaşımının bir bölümüdür. Burada temel yaklaşım sermaye akışının serbest oluşudur. Ülkedeki faizler, uluslar arası faiz oranı ve ulusal para biriminin değer kaybetme oranı beklentisinin toplamına eşit olacaktır.

Modelde her ülke için yarı durağan doğrusal para denklemi varsayılır. Burada para talebi dışsal değişken olarak reel gelirin ve nominal faiz oranının fonksiyonu olup, para arzı ise dışsal olarak belirlenir. Ulusal ekonomi için, para piyasası denklemi şu şekildedir;

$$m - p = ky + hi$$

Burada  $m$  nominal para arzı  $p$ , fiyat düzeyi ve  $y$  reel gelir değişkeni olup, logaritmik olarak tanımlanmışlardır.  $i$  ise nominal faiz haddini gösterir. Benzer bir para piyasası denklemi yabancı ekonomi için de kabul edilir,

$$m^* - p^* = ky^* + hi^*$$

Yukarıdaki iki para piyasası dengesinin farklarının alınmasıyla nispi para talebi fonksiyonu elde edilebilir;

$$(m - m^*) - (p - p^*) = k(y - y^*) + h(i - i^*)$$

Bu denklemde para talebi fonksiyonu parametrelerinin her iki ülke için de aynı olduğu varsayılır.

Burada ilk olarak faiz haddi paritesi teorisini ele alarak döviz kurlarını belirlemede makro değişkenler üzerinden durulmuştur. Faiz paritesi teorisi, faiz oranları arasındaki fark ile, türev piyasalarda gerçekleşen döviz kurları ve spekülasyon kavramı arasında bir ilişki kurmaktadır. (Johston ve Yan, 1997: 6).

Faiz haddi paritesi teorisinin iki farklı yorumu vardır. Bunlardan ilki güvenceli faiz haddi paritesi diğeri de güvencesiz faiz haddi paritesidir.

Güvenceli faiz haddi paritesi, esasını faiz arbitrajı yapan uluslar arası finansal yatırımcıların kendilerini kur riskine karşı korumaları oluşturmaktadır.

En az risk ve en fazla getiri sağlamayı amaçlayan bir faiz arbitrajı işleminde, döviz kurlarında gelecek dönemlerde oluşacak olası bir değişme nedeniyle her zaman bir döviz kuru riski mevcuttur. Örneğin İngiltere’de üç ay vadeli 100 Pound’luk bir yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı, öncelikle kendi ülkesi İngiltere ve diğer ülke ABD olduğunu varsayalım- faiz oranlarını karşılaştıracaktır. Faiz oranları İngiltere’de %8, ABD’de %10 olduğunu düşündüğümüzde, döviz kurlarında herhangi bir değişme olmadığı sürece yatırımcı fonlarını ABD’de değerlendirmekle daha fazla getiri elde edecektir. Ancak esnek kur sistemi altında, kurların bu şekilde sabit kalması garanti edilememektedir. Böylece bu riskten kaçınmak için arbitrajcı spot piyasada pound satarak aynı anda 90 günlük forward kur üzerinden pound satın alırsa, döviz kurunu dönem başında belirleyeceğinden gelecekte oluşan risklere karşı



kendisini güvence altına almış olur. İşte bu şekilde yapılan döviz işlemine güvenceli faiz paritesi denir ( Macdonald, 1988:29-30).

Güvencesiz faiz haddi paritesi ise, rasyonel kar maksimizasyonunu amaç edinen ve birbirleriyle rekabet halinde bulunan ekonomik birimlerin oluşturduğu bir piyasa olan etkin piyasada mevcut bilginin bütün piyasa katılımcılarına engelsiz ulaştığı kabul edilmektedir. Böyle bir piyasada oluşan varlık fiyatları gelecekteki piyasa gelişmeleri hakkındaki tüm bilgiyi yansıtmaktadır. Dolayısıyla belirsizlik de ortadan kalkmaktadır. Bu nedenle dinamik bir etkin piyasa modeli için beklentiler de göz önüne alınmalıdır. Rasyonel beklentilere göre tahmin yaparken sistematik hatalar yapılmamaktadır. Bunun anlamı fiyat değişmelerinin rantsal diğer bir ifadeyle geçmiş bilgiler göz önüne alınarak sağlıklı tahminin yapılamamasıdır. Piyasa etkinliği genelde üç farklı şekilde tanımlanmaktadır; Bunlardan ilki zayıf piyasa, bu piyasada mevcut fiyatların, geçmiş fiyat ya da getirileri içeren bilgiye dayanarak oluştuğu piyasalardır. Diğer bir ifadeyle finansal varlığın geçmişine ilişkin tüm bilginin fiyatlara yansımış olduğu ve yatırımcıların geçmişte oluşmuş fiyatlara göre alma ve satma kararlarını aldıkları bir piyasa yapısı vardır. İkinci tanım ise, yarı güçlü piyasa tanımıdır. Bu piyasada finansal varlık ile ilgili yalnızca geçmişteki bilgiler değil aynı zamanda kamuya açıklanmış mevcut tüm bilgilerin finansal varlık fiyatlarına yansıdığı görülür. Bu hipotez zayıf piyasa etkinliğini de kapsamaktadır. Diğer yandan yarı güçlü etkin piyasa hipotezi finansal varlık fiyatlarının her yeni bilgi girişine hızlı bir şekilde uyum sağladığını göstermektedir. Çünkü piyasada oluşan tüm bilgi kamuya açıktır. Kamuya açık bilgi aynı zamanda genel ekonomik ve politik haberleri de içermektedir. Son piyasa etkinlik tanımı ise, güçlü piyasa tipidir. Bu piyasada finansal varlık fiyatlarına, kamuya açıklanan açıklanmayan ve tüm özel bilgilerin yansıdığı düşünülmektedir. Bu durumda hiç kimse özel bilgilere sahip olarak aşırı kar elde edemez. Çünkü herkes tüm bilgilere sahip olmaktadır (Bulut, 2005: 127).

#### **1.4.7. Para İkamesi Yaklaşımı**

Para birimi değersiz olan ekonomilerde ulusal paralar uluslar arası geçerliliği olan yabancı paralar ile ikame edilmektedir. Sürekli değer kaybeden para birimleri

değer saklama hatta değişim aracı olma fonksiyonlarını da yitirmektedir. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde, ulusal parada meydana gelebilecek değer kaybından zarar görmemek için istikrarlı ve güvenceli paraları tercih edeceklerdir. Dolayısıyla para ikamesinin yüksek olması bir anlamda sabit kurun getirdiği sınırlandırmaya benzer şekilde, Merkez Bankasının politikasını uygulama alanını daraltmaktadır (Kansu, 2006:56).

Döviz kurunun kontrol edilememesi piyasalarda dalgalanma yaratarak belirsizliği artırmaktadır. Ayrıca ülkelerin kendi para birimleri yerine güçlü para birimleriyle iç borç ve dış borçlanmaya gitmeleri para birimi ve vade uyumsuzluğu yaratmakta ve sabit kurun terk edilmesi durumunda büyük maliyetlere neden olmaktadır (Hausmann, 1999: 48-49).

Para ikamesinin ampirik incelemeleri, iki farklı yaklaşıma dayanır. Bunlardan birincisi, Miles (1978), Joines (1985) ve Thomas (1985) tarafında geliştirilmiştir. Bu yaklaşıma göre ilk aşamada ekonomik ajanlar servetlerini para ve diğer varlıklar arasında portföy dengesini sağlayacak şekilde dağıtır. İkinci aşamada ise, servetlerini çeşitli paralar arasında yine portföy dengesi sağlayacak şekilde dağıtmaktadır (Akçay, 1997:827). Bu çerçevede para ikamesini doğrudan ve dolaylı para ikamesi olarak ikiye ayırır. Doğrudan para ikamesi, ajanların faiz getirisi olmaya paraları risk/getiri kriterine göre ikame etmelerini ifade eder. Dolaylı para ikamesi ise, para dışındaki varlıkların da portföy tercihlerinde yer almasına izin verildiğinden daha büyük miktarlarda para ikamesine neden olur. Burada döviz kuru değişimlerine ilişkin beklentiler, tahvil gibi para dışı finansal varlıklar arasında ikameye yol açmakta ve bu para ikamesi ile sonuçlanmaktadır (Mckinnon, 1982:320-333).

#### **1.4.8. Portföy Dengesi Yaklaşımı**

Döviz kuru belirleme modellerinde portföy dengesi modellerinin temel kaynağı, Markowitz (1952) ve Tobin (1958)'in portföy teorisi ve para talebi üzerine yapmış oldukları çalışmalara dayanmaktadır. Döviz kuru belirleme modellerinin en önemli amacı, döviz kurunun asli hareketlerini yönlendiren etkenleri kavramak ve döviz kurunun diğer ekonomik değişkenlerle ilişkisini ortaya çıkarmaktır. Parasal modeller, iki ülkede para arz ve talebine göre kısa dönemde döviz kurlarının

belirlenmesini ele almıştır. Bu yaklaşımların en önemli özelliği yurtiçi ve yurtdışı finansal kaynakların birbirlerin tam ikamesi olduğu varsayımdır. Ancak faiz paritesinde kısa dönemde sapmaların meydana gelmesi, forward kuralların gelecekteki spot kurların sapmasız bir belirleyicisi olması yönünde oluşan şüpheler, bu risk priminin olması yönündeki düşünceleri kuvvetlendirmiştir (Bulut, 2005:149).

Bu yaklaşımda, yerli ve yabancı varlıkların değiştirilmesinin ancak, değiştirme işleminden doğan bir maliyete razı olunarak olacağını kabul etmiştir. Olası risklerden ötürü, yerli ve yabancı varlıklar bu modelde tam ikame edilememektedir (Baillie ve McMahon, 1990:80).

Portföy dengesi teorisine göre, milli para stokunda görülen bir artış, servet sahipleri tarafından yurtiçi ve yurtdışı tahvillere dağıtılmaktadır. Yurtdışı tahvillere talebin artması ülkeden sermaye çıkışının artmasına sebep olmaktadır. Bu gelişme, döviz kurlarını etkileyerek ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır (McDonald ve Taylor, 1991). Yurtiçi faiz oranlarında görülen artış ise, portföylerde yerli tahvillerin ağırlık kazanmasına yol açmaktadır. Artan yurtiçi tahvil talebi ise ulusal paranın değerlenmesi ile sonuçlanmaktadır.

Parasal yaklaşım ve portföy yaklaşımı arasındaki en önemli fark, parasal yaklaşımın riske karşı yansız olmasıdır. Bu model döviz kuru beklentileri konusunda yetersiz kalmış bunu portföy yaklaşımı ile ortadan kaldırmıştır. Döviz kuru riskini minimize etmek için çeşitli paralar ile bir portföy oluştururken, diğer yandan uluslararası yatırımcılar da risk-getiri faktörüne dayanarak para dışı finansal varlık tutmak istemektedir. Dolayısıyla portföy dengesi modeli bireylerin belirli bir zamanda sabit olan servetlerini, ulusal ve yabancı paralar ile, yurtiçi ve yurtdışı menkul değerlerden oluşan çeşitli finansal varlıklar arasında dağıtılması esasına dayanmaktadır (Bulut, 2005:150).

### **1.5. Döviz Kuru Müdahalelerinin Sınıflandırılması**

Döviz piyasası ulusal para birimlerinin alınıp satıldığı piyasalardır. Uluslar arası düzeyde oluşan her ekonomik ilişki, döviz alışverişini yani para birimleri arasında dönüşümü sağlamaktadır. Döviz piyasalarının asıl âmâcıda bu dönüşümü

gerçekleştirmektedir. Bu çerçevede döviz kurunun istikrarlı bir seyir izlemesi hem reel hem de finansal kesim ve dolayısıyla ülke ekonomisi içinde oldukça önemlidir. Bu kapsamda oynaklık en yaygın şekilde bir rassal değişkenin standart sapması olarak tanımlanmakta ve finansal serilerin rassal değişkenliğini ölçmektedir.

Döviz kuru müdahalesi bankalar arası döviz piyasasından, Merkez Bankasının yaptığı yabancı para alım-satım işlemleriyle, döviz kuru seviyesi veya onun oynaklığını etkilemeyi kastedmektedir. Döviz kuru müdahaleleri, döviz kuru piyasasındaki düzensiz hareketlerden meydana gelen oynaklığı kontrol altına almak, döviz kuru rezervlerini toplamak ve gelecekteki para politikası tutumunu göstermek için yapılmaktadır. Bu amaçlar dışında, döviz kuru oynaklığını sınırlandırmak en önemli amaçtır. Yüksek döviz kuru riskleri, yabancı yatırım akımları üzerindeki beklenen getiriye azalttığı için, döviz kuru oynaklığı uluslararası yatırımcıların cesaretini kırabilmektedir. Benzer şekilde, yüksek döviz kuru oynaklığı, uluslararası ticaretten elde edilen kâr getirici faktörler hakkında belirsizlik yaratarak yatırım risklerini arttırmaktadır. Malların maliyetlerine risk priminin dahil edilmesi bu malların karşılaştırmalı üstünlüğünü zayıflatabilecek şekilde daha yüksek fiyatlara yol açmaktadır.

Gelişmiş ülke örneklerine bakıldığında, döviz müdahalelerine son yıllarda gittikçe daha az sıklıkla gerçekleştirme ve daha şeffaf yöntemler uygulanmakta ise de, gelişmekte olan ülkelerde müdahalelerin daha sıklıkla kullanıldığı görülmektedir.

### **1.5.1. Sterilizasyon**

Sterilizasyon, parasal taban üzerindeki yabancı para girişinden kaynaklanan etkilerin nötrleşmesidir. Aksi halde sermaye girişinin enflasyonist etkileri söz konusu olacaktır. Sermaye akışının etkilerinin devlet borçlanma senetleri ihracı ile sterile edilmesi, borçlanma faizlerini yükselttiğinden, mali açığın büyümesine neden olmaktadır. Döviz kurunun dalgalı olduğu koşullarda para stokunda meydana gelen değişimler, nominal fiyatlar gene seviyesinde aynı yönde değişime neden olacaktır.

Merkez Bankasının dövize yapılan müdahalelerinin para arzı üzerindeki etkisini tersine çevirerek işlemleri eş anlı olarak ya da kısa zamanda

gerçekleştirmeleri müdahalenin sterilizasyonu olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankasının para arzı üzerindeki dengeleyici işlemleri olmaksızın yapacağı döviz müdahaleleri ise sterilize edilmemiş müdahalelerdir.

Sterilizasyon dışı müdahaleler, pasif para politikası uygulayan ülkelere özgüdür. Döviz piyasasına müdahale edildiğinde, Merkez Bankası sermaye girişi nedeniyle artan yabancı parayı ulusal para karşılığında satın almaktadır. Bu durum, uluslararası rezervlerin artmasına neden olmaktadır. Ancak bu işlemin parasal etkileri sterilize edilmemektedir. Sterilizasyon politikasının uygulandığı müdahaleler ise aktif para politikası uygulayan ülkelerde geçerlidir. Söz konusu müdahalelerin diğerinden farkı, sermaye akımlarının parasal etkilerinin sterilize edilmesidir. Bu uygulamanın amacı, rezerv birikiminin global talebin bileşimi ve seviyesi üzerindeki etkilerini gidermektir. Her iki politikanın ortak yönü ise uluslararası rezervlerde artış meydana gelmesidir. Sterilizasyona yönelik müdahaleler, ulusal para stokunun sermaye mobilitesindeki değişikliklerden etkilenmemesini sağlamaktadır. Sterilizasyon başarılı olduğunda, ulusal nominal ve reel faiz oranları yükselerek, global talep seviyesi düşmekte ve reel döviz kuru üzerindeki değerlendirme üzerindeki baskı azalabilir.

Para programları çerçevesinde parasal hedefler belirlemiş olan Merkez Bankaları döviz müdahalelerini sterilize etmektedirler. Her ne kadar bazı çalışmalar müdahale işlemlerinin zaman zaman tam olarak sterilize edilmediği yönünde sonuçlar vermiş de olsa, gelişmiş ülke Merkez Bankaları düzenli olarak müdahalelerini sterilize ettiklerini açıklamaktadırlar. FED müdahaleleri rutin olarak sterilize edilmektedir. Müdahalenin para arzı üzerindeki etkisi devlet borçlanma senetleri alış-satışı ya da repo - ters repo yoluyla dengelenmekte ve böylece döviz müdahalelerinin para politikası üzerine herhangi bir etki yapması engellenmektedir. Benzer biçimde birçok gelişmiş ülke merkez bankasının da döviz müdahalelerini sterilize ettikleri bilinmektedir.

Sterilize edilmeyen döviz müdahalesinin para tabanında değişim yaratarak parasal büyüklükleri, faiz oranlarını, piyasa beklentilerini ve dolayısıyla döviz kurlarını etkilediği konusunda genel bir görüş birliğinden söz etmek mümkündür. Ancak, parasal büyümenin döviz kurları üzerindeki etkisinin ne kadar bir gecikmeyle

ve ne büyüklükte olacağını öngörülememesi nedeniyle sterilize edilmeyen döviz müdahalelerinin döviz kurları üzerindeki etkisinin büyüklüğünü belirleyebilmek oldukça zordur. Sterilize edilmeyen döviz müdahalelerinin neden olacağı parasal büyümenin yanı sıra döviz kurlarını etkilediği düşünülen pek çok başka unsur bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, döviz kurlarının değişimini açıklayan modeller de gelecekteki döviz kuru hareketlerini tahmin etmekte yetersiz kalmaktadır. Bu nedenlerle, döviz müdahaleleri sterilize edilmese dahi, merkez bankalarının bu tür müdahalelerle belli bir döviz kuru hedefini tutturması oldukça zor görünmektedir (Ağcaer, 2003:56).

Sterilize edilen döviz müdahalesinin etkinliği de oldukça tartışmalıdır. Ancak, sterilize edilen müdahalelerin etkinliği konusunda yapılan yoğun akademik tartışmalara rağmen özellikle gelişmiş ülke merkez bankaları sterilize edilen müdahalelerin döviz kurları üzerindeki etkinliğine inanmakta ve gittikçe azalan bir sıklıkta da olsa döviz piyasasına zaman zaman müdahale ederek döviz kurlarına etkide bulunmaya çalışmaktadır.

### **1.5.2. Gizli / Açık Müdahaleler**

Merkez bankaları döviz müdahalelerine ilişkin farklı uygulamalarda bulunsalar da özellikle 1990'lı yılların başlarına kadar merkez bankaları döviz müdahalelerine ilişkin bilgileri gizli tutmayı tercih etmişlerdir. Döviz müdahalelerini gizli tutmak için merkez bankalarının farklı nedeni olabilir. Bunlar; müdahale kararının merkez bankası dışında bir otorite tarafından verildiği durumlarda müdahalelerin etkisini sınırlı tutmak amacıyla, gerçekleştirilecek döviz müdahalesinin uzun vadeli para politikası hedefleriyle çeliştiği durumlarda kendi kredibilitelerini sarsmamak amacıyla, politik nedenlerle başka ülke merkez bankalarının gerçekleştirdiği bir müdahaleye katılmak zorunluluğu varsa, Döviz kurları herhangi bir yönde ve kuvvetle hareket ederken bu hareketi olduğundan daha zayıf göstermek için tersine bir etki yaratarak kurlardaki dalgalanmayı artırmak amacıyla müdahale ettiklerinde, döviz kurlarının seviyesine yönelik olarak piyasa tarafından kritik olarak algılanan destek ya da direnç seviyelerine yaklaşan döviz kurlarını bu kritik seviyelerinden uzaklaştırmak amacıyla müdahale ettiklerinde, döviz piyasasında oynaklığın çok

yüksek ve merkez bankası kredibilitesinin de görece düşük olduğu dönemlerde gerçekleştirilen müdahalelerde, rezerv seviyesini değiştirmek amacıyla döviz alım-satımı yapılması durumunda merkez bankaları döviz müdahalelerini kamuoyundan gizlemek isteyebilmektedir.

1990'lı yılların başlarına kadar genel olarak merkez bankaları döviz müdahalelerine ilişkin açıklama yapmamayı tercih ettiğinden, müdahale yapılıp yapılmadığı ya da yapılan müdahalenin miktar ve fiyatlarına ilişkin bilgiler merkez bankaları dışında kalan gayri resmi kaynaklardan edinilmekteyken, günümüzde, özellikle gelişmiş ülke merkez bankaları geçmiş müdahaleler de dahil olmak üzere, müdahalelerine ilişkin verileri açıklamakta ve yaptıkları müdahalelerde olabildiğince şeffaf davranmaktadırlar. Örneğin FED geçmiş üç aya, Boj ise bir önceki aya ait müdahale verilerini düzenli olarak açıklamaktadır. Diğer gelişmiş ülke merkez bankaları da özellikle geçmiş dönemlerde gerçekleştirilen müdahalelere ilişkin verileri kamuoyuna açıklamaktadırlar. Merkez bankaları tarafından yapılan resmi açıklamaların yanı sıra döviz müdahalelerine ilişkin bilgiler, bankacılık ağları (Reuters vb. ) günlük gazeteler ya da televizyon haber servisleri tarafından da kamuoyuna duyurulmaktadır. (Ağcaer, 2003:11-13)

### **1.5.3. Tek Taraflı-Ortaklaşa Müdahaleler**

Herhangi bir döviz kuruna etkide bulunmak amacıyla, bir merkez bankası tek başına müdahale edebileceği gibi, özellikle gelişmiş ülke merkez bankaları aynı döviz kuruna etkide bulunmak üzere ortaklaşa müdahalede de bulunabilmektedirler. Ulusal paralardan birinin değerinin değişmesi diğer paraların değerini de etkileyeceğinden döviz müdahalelerinin etkisi yapıldığı döviz piyasasıyla sınırlı kalmayabilir. Bu nedenle bazı durumlarda merkez bankaları ortak hareket etmeyi daha anlamlı bulabilirler. Sabit kur rejimi sistemi içinde yer alan ülkeler zorunlu olarak ortak müdahalelere katılmak durumundadır, ancak esnek kur rejimleri uygulayan ülkeler de ortaklaşa yapılan müdahalelere katılıp katılmamak konusunda karar verme hakkına sahiptirler. Ortaklaşa gerçekleştirilen müdahalelerde, müdahale edilen döviz kurunu birçok merkez bankası aynı yönde destekleyeceğinden müdahalenin sinyal etkisi tek bir merkez bankasınca gerçekleştirilecek bir

müdahaleye göre çok daha kuvvetli olabilir. Ortaklaşa müdahale uygulamaları daha çok gelişmiş ülke merkez bankalarınınca gerçekleştirilmekte, gelişen piyasalarda ise genel olarak tek taraflı müdahaleler yapılmaktadır (Ağcaer, 2003:13-14)

#### **1.5.4. Aynı Yönde-Ters Yönde Müdahaleler**

Döviz müdahaleleri kurları mevcut hareket yönünün tersine etkilemeyi amaçlıyorsa ters yönlü müdahaleler (leaning against the wind), mevcut hareketini kuvvetlendirecek şekilde etki etmeyi amaçlıyorsa da aynı yönde müdahale (leaning with the wind) olarak adlandırılabilir. Ancak döviz müdahalesinin aynı yönde ya da ters yönde olup olmadığını belirlemek her zaman mümkün olmayabilir. Özellikle döviz kurlarının aşırı hareketli olduğu durumlarda kurların hareketinin mevcut yönünü tayin etmek görüldüğünden daha zordur. Yapıldığı anda aynı yönde olduğu düşünülen bir müdahale, çok kısa bir zaman sonra ters yönlü olabilmektedir.

Merkez bankaları piyasadaki düzensiz kur hareketlerini düzenlemek amacıyla müdahale ettiklerinde genel olarak ters yönde müdahalelerde bulunmaktadır. Ancak, gelecekte uygulanması planlanan bir para politikasına ilişkin sinyaller vermek isteyen bir merkez bankası bu yönde müdahale ederken de kurların yönünü değiştirebilir. Bazı durumlarda ise merkez bankaları döviz kurlarının mevcut hareketini kuvvetlendirmek için aynı yönde müdahalelerde bulunabilirler (Ağcaer, 2003:14).

#### **1.6. Müdahalelerin Döviz Kurlarını Etkileme Mekanizması**

Sterilize edilmeyen döviz müdahalelerinin döviz kurlarına olan etkisi açıktır. Sterilize edilmeyen döviz müdahalelileri para tabanında değişim yaratarak parasal büyüklükleri, faiz oranlarını, piyasa beklentilerini ve dolayısıyla döviz kurlarını etkilemektedir. Buna karşılık sterilize edilen döviz müdahalelerinin döviz kurlarına olan etkisi oldukça tartışmalı bir konudur. Sterilize edilen döviz müdahalelerinin portföy kanalı ve sinyal kanalı olmak üzere iki kanalla döviz kurlarını etkilediği görüşü yaygın olarak kabul edilmektedir. Bu ayırım, ekonomi yazınında yaygınca da Hung 1991 ve 1997 yıllarına ait çalışmalarında “noise trading” kanalı adını verdiği



bir başka etki kanalından söz etmektedir. Dolayısıyla bu bölümde portföy kanalı ve sinyal kanalının yanı sıra “noise trading” kanalı da açıklanmaktadır.

### 1.6.1. Portföy Kanalı

Müdahalenin döviz kurları üzerindeki portföy kanalı etkisi, döviz kurlarının belirlenmesinde portföy dengeleme yaklaşımı çerçevesinde incelenebilir. Söz konusu yaklaşım, yatırımcıların portföylerini farklı ülkelerin yatırım araçları arasında gelecekte bekledikleri risk ve getirilere bağlı olarak dağıtacaklarını öngörmektedir.

Döviz kurlarına yapılan müdahalenin sterilize edilmesi durumunda, para arzı sabit kalacağından yurtiçi faiz oranlarında herhangi bir değişim söz konusu olmayacaktır. Ancak, sterilizasyon işlemleri için merkez bankası tarafından yurtiçi varlıkların alınması ya da satılması söz konusu olduğundan yatırımcıların portföylerinin dağılımında bir değişim olabilecektir. Yatırımcıların portföylerini tekrardan dengelemek üzere yabancı varlıkların alış satış işlemlerini yapmaları ise, döviz kurlarının değişmesine yol açacaktır. Örneğin, yatırımcıların elinde bulunan ABD doları cinsinden varlıkların arzında TL cinsinden varlıkların arzına oranla göreceli bir artış olması ABD doları cinsinden varlıkların fiyatlarının düşmesine yol açacaktır. Böylece, teorik olarak portföy dengeleme yaklaşımı çerçevesinde döviz müdahalesi döviz kurlarını etkilemiş olacaktır.

Ancak, yatırımcıların yerli ve yabancı para varlıklarının birbirlerinin yerini tam olarak tutabileceği kabul ediliyorsa, sterilize edilen döviz müdahalesinin portföy kanalı aracılığıyla döviz kurları üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır. Yerli ve yabancı para varlıklarının birbirlerinin yerini tam olarak tutabilmesi durumunda, yatırımcılar ellerinde bulundurdukları yerli ve yabancı para varlıklarının miktarlarından çok portföylerindeki toplam varlıkların değerini dikkate alacaklardır. Örneğin Merkez Bankasının döviz alış müdahalesi yaptığını ve ardından açık piyasa işlemleri aracılığıyla müdahalenin para arzı üzerindeki etkisini sterilize ettiğini düşünürsek, bu durumda yerli ve yabancı para varlıkları birbirinin yerini tam olarak tutabiliyorsa, yatırımcılar sattıkları yabancı para varlıklarının yerine merkez bankasından yerli varlıklar satın alacak ve böylece portföylerini müdahale yapılmadan önceki dağılımını aynen yansıtabilecek şekilde dengelemiş olacaklardır.

Böylelikle, merkez bankasının sattığı yerli parayı yatırımcılar alacak ve döviz fiyatları üzerinde müdahalenin etkisi olmayacaktır.

Bir başka deyişle, döviz müdahalelerinin portföy kanalı aracılığıyla döviz kurlarını etkilediği teorisi, farklı ülke paraları üzerinden mali varlıkların birbirinin yerini tam olarak tutamadığı kabulüne dayanmaktadır. Portföy kanalı teorisine göre döviz kuru riskinden dolayı yerli ve yabancı yatırım araçları birbirlerinin yerini tam olarak tutamazlar (imperfect substitute). Bundan dolayı yatırımcılar yabancı yatırım araçlarını ellerinde tutmak için bir risk primi talep edeceklerdir. Sterilize edilen müdahaleler yabancı varlıkların arzında yerli varlıklara göre bir değişime neden olacağından yatırımcı portföyündeki mevcut denge bozulacaktır. Yatırımcılar portföylerini yeniden dengelemek istediklerinde ise risk priminde bir değişim olacak ve yatırım araçlarının getirilerinde yaşanan değişim de döviz kurlarına yansiyacaktır.

Ancak, yerli ve yabancı varlıkların birbirinin yerini tam olarak tutup tutamayacağına ilişkin olarak yapılan çalışmalar karışık sonuçlar vermektedir. Bazı çalışmalar söz konusu varlıkların tam olarak birbirinin yerini tutabileceğini (Mussa, 1979), bazı çalışmalar da tutamayacağını (Obstfeld, 1990:197-237) gösterse de, konuya ilişkin olarak tam bir görüş birliğinden söz etmek mümkün değildir (Schwartz, 2000:219).

### **1.6.2. Sinyal Kanalı**

Yerli ve yabancı para varlıklarının birbirlerinin yerini tam olarak tutabildiği düşünülse bile, sterilize edilen döviz müdahaleleri sinyal (ya da beklentiler) kanalıyla döviz kurları üzerinde etkili olabilmektedir (Mussa, 1981:6). Bu teori temel olarak yatırımcıların döviz müdahalesini gelecekteki para politikalarına ilişkin bir sinyal olarak algılayacakları fikrine dayanmaktadır. Döviz kurları geleceğe ilişkin beklentileri de yansıttığından, döviz kurunu etkileyeceği düşünülen değişkenlere ilişkin beklentilerdeki bir değişiklik döviz kurlarında da değişime yol açacaktır.

Sinyal kanalı teorisi, gelecekteki para politikasına ilişkin olarak diğer piyasa aktörlerinin sahip olmadığı bilgileri merkez bankasının döviz yapılı müdahale aracılığıyla yatırımcılara iletmediği varsayımına dayanmaktadır. Bir başka deyişle, döviz

müdahaleleri parasal otoritenin gelecekteki olası politika değişikliklerine ilişkin verdiği sinyallerle yatırımcı beklentilerini değiştirerek döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır (Sarno ve Taylor, 2001:840-844).

Döviz müdahalelerinin döviz kurlarına sinyal kanalıyla yapması beklenen etki döviz müdahalesiyle piyasaya verilen sinyallerin açık olup olmadığı ve döviz piyasalarının bu sinyalleri döviz fiyatlarına yansıtmak anlamında verimli olup olmadığına bağlı olarak değişecektir (Dominguez, 1998:165-167).

Eğer müdahale ile piyasaya verilen sinyaller tam anlamıyla güvenilir, açık ve döviz piyasaları tam verimli ise, müdahale döviz kurlarının oynaklığını azaltacak ya da en azından değiştirmeyecektir. Başka bir deyişle gelecekteki parasal daralmaya ilişkin olarak sinyaller taşıyan bir müdahale, döviz kurlarında dalgalanmaya yol açmadan bir defalık bir değer artışına yol açacaktır. Öte yandan, eğer döviz müdahalesi merkez bankasının kurlardaki dalgalanmayı azaltmayı amaçladığına ilişkin sinyaller veriyorsa bu durumda da döviz kurlarının düzeyinde bir değişim olmaksızın kurlardaki dalgalanma azalacaktır.

Eğer müdahale ile piyasaya verilen sinyaller tam anlamıyla güvenilir ve açık değilse, ya da döviz piyasaları verimli değilse müdahale merkez bankasının kurların seviyesi üzerinde yapmayı hedeflediğinin tam tersi bir etkide bulunabilmekte ya da kurlarda aşırı bir dalgalanma yaratabilmektedir.

Eğer piyasa katılımcıları merkez bankasının müdahaleler aracılığıyla verdiği sinyalleri inandırıcı bulur ve geleceğe ilişkin beklentilerini buna uygun olarak değiştirirlerse, döviz kurları da geleceğe ilişkin yeni beklentileri yansıtacak şekilde değişecektir. Sterilize edilmiş bir döviz müdahalesinin döviz kurları üzerine etkisi, verilen sinyalin içerdiği bilgiye de bağlı olarak, sterilize edilmeyen bir müdahaleden daha güçlü olabilmektedir.

Döviz müdahalelerinin sinyal kanalı aracılığıyla döviz kurları üzerinde etkili olduğu ve döviz müdahalelerinin maliyetli işlemler olduğu düşünülürse, parasal otoritenin geleceğe yönelik politika tercihlerine ilişkin sinyalleri müdahaleler aracılığı ile piyasaya iletmeleri rasyonel olarak beklenebilir. Bu çerçevede, genel olarak parasal otoritenin müdahaleleri gizli tutma yolundaki çabaları da bir çelişki

yaratmaktadır. Son yıllarda merkez bankalarının müdahalelerine ilişkin olarak daha fazla bilgiyi kamuoyuyla paylaşmak yolunda sergiledikleri gayretin de sinyal kanalını kullanma isteğinden kaynaklandığı düşünülebilmektedir.

### 1.6.3. Noise Trading Kanalı

Noise trading kanalı hipotezi temel olarak iki varsayım üzerine kurulmaktadır. Bunlardan birincisi döviz piyasasında zaman zaman da olsa “noise trading” olduğu, ikincisi ise döviz kurlarının, gün içindeki kısa aralıklı iniş ve çıkışlarının piyasadaki para akışının yönüne göre dengelendiğidir.(flow market equilibrium). Söz konusu hipoteze göre merkez bankaları dikkatle planlanmış döviz müdahaleleri yoluyla spekülörlerin kendi istedikleri yönde döviz alıp satmalarını sağlayarak, normalde döviz kurları üzerinde kısa vadeli bir etki yapması beklenen bir müdahalenin kurları daha uzun vadede etkilemesini sağlayabilmektedirler.

Noise trading kanalı hipotezine göre merkez bankaları bu yöntemle döviz piyasasının sığ olduğu bir zamanda müdahale ederek ve piyasadaki herhangi başka bir oyuncu gibi davranarak (gizli müdahale) döviz kurlarını istediği yönde etkileyebilir. Normal koşullarda, diğer hiçbir etki olmadığı düşünülürse, sterilize edilen bir döviz müdahalesinin etkisi geçici olabilir. Ancak, spekülörler müdahalelerin ardından oluşan tersine hareketin döviz kurlarının eğiliminde bir tersine hareketin başlangıcı olduğunu düşünür ve pozisyonlarını da bu yönde yeniden dengelerlerse bu durumda sterilize müdahalenin kısa vadeli kalacak etkisi daha uzun vadeli ve kalıcı bir etkiye dönüşebilmektedir.

Hung’a (1997) göre, özellikle gelişmiş ülke döviz piyasalarındaki işlem hacminin büyüklüğü ve merkez bankalarının müdahale için kullanabilecekleri rezervlerin görece sınırlı olduğu gerçeği göz önünde bulundurulursa, merkez bankalarının döviz müdahaleleri yoluyla kurlara kalıcı olarak etki edebilmesinin tek yolu müdahalenin gelecekteki para politikasına ilişkin sinyaller içerdiği mesajının piyasa tarafından algılanmasıdır. Ancak, müdahalenin yönü gelecekte planlanan para politikasına uygun değilse ya da müdahale yoluyla piyasaya verilen sinyaller açık biçimde algılanmıyorsa, bir başka deyişle merkez bankaları sinyal kanalını kullanamıyorsa bu gibi durumlarda merkez bankaları döviz kurlarına etki etmek için

portföy dengeleme kanalının dışında iyi planlanmış bir sterilize müdahale ile noise trading kanalını da kullanabilirler(Ağcaer, 2003:23).

Ancak, noise trading kanalıyla kurlara başarılı olarak etki edilebilmesi için Merkez Bankasının piyasayı çok yakından takip edebiliyor olması, spekülatörlerin tepki fonksiyonlarına aşına olması ve müdahalelerini gizli yapabilmesi gerekmektedir. Özellikle döviz piyasasının sığ olduğu dönemlerde gizli olarak yapılan müdahalelerde, teknik analiz sonuçlarına göre karar veren yatırımcılar döviz piyasasında müdahaleden dolayı oluşacak yeni hareketi de analizlerine dahil edeceklerdir. Teknik analizde geçerli olan “en son gerçekleşen harekete daha fazla ağırlık verme” kuralından dolayı da bu hareketi yeni başlayan daha büyük bir hareketin öncüsü olarak yorumlayıp portföylerini yeni analiz sonucuna göre tekrardan dengelediklerinde, aslında geçici bir hareket yaratması beklenen merkez bankası müdahalesi daha kalıcı bir hareket yaratabilecektir.

Bunun yanı sıra merkez bankaları kuvvetli bir biçimde yukarı ya da aşağı doğru hareket eden döviz kurlarını tersine çevirmek amacıyla yapacakları müdahalelerde bilinçli olarak döviz kurlarının dalgalanmasını artırmak isteyebilirler. Örneğin, döviz kurları oldukça kuvvetli bir biçimde yukarı doğru hareket ederken bu hareketi tersine çevirmek amacıyla kısıtlı kaynaklarla yapılacak müdahalelerin etkili olamama ihtimali yüksektir. Merkez bankaları kuvvetli bir yukarı hareket döneminde kurlar yukarı doğru hareket ederken müdahale etmek yerine, aşağı doğru görülebilecek daha küçük ara oynamaları kuvvetlendirerek gizlice müdahale ile kurların oynaklığını artırabilir. Böylece piyasanın döviz kurlarının yukarı doğru yaptığı hareketin gerçekten kuvvetli bir hareket olup olmadığına ilişkin şüpheyi düşmesini sağlayabilir. Böylelikle merkez bankaları yukarı doğru hareket eden döviz kurlarına müdahale ederek elde edeceği sınırlı etkinin çok daha üzerinde bir etki yaratabilir. Kısacası, merkez bankaları döviz kurlarının oynaklığı ve düzeyi arasında bir seçim yapmak durumunda kalabilirler.

## İKİNCİ BÖLÜM

### ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI

#### 2.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri

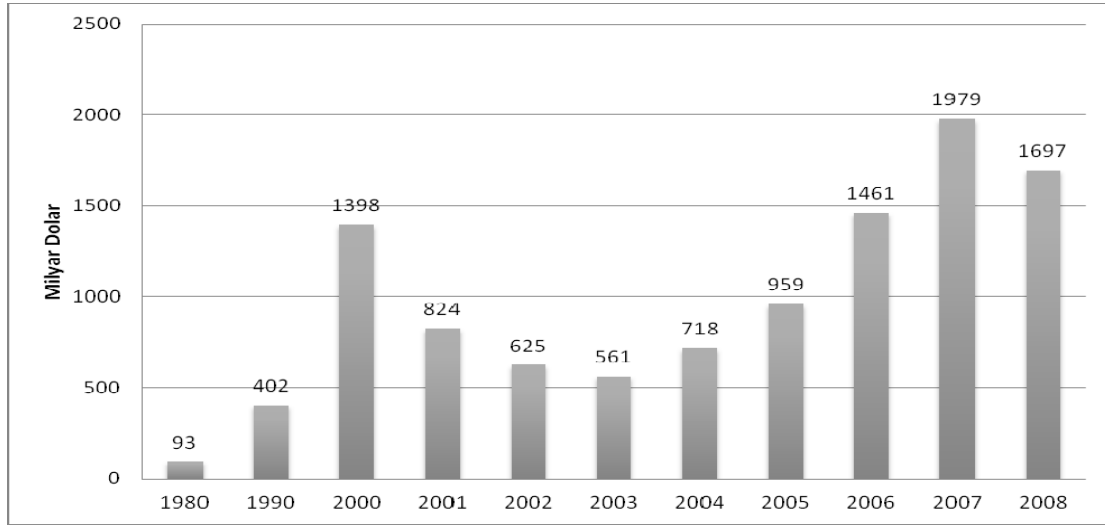
Uluslararası sermaye hareketleri bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşların başka bir ülkede kişi ya da kuruluşların fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi üzerine ortaya çıkmaktadır. Bu hareketler ülkelerin ekonomik gelişmişlik ve kalkınmışlık düzeylerinin artırılmasında ve daha yüksek bir küresel rekabet gücüne ulaşmalarında önemli rol oynamaktadır. Bu kapsamda, ülkeler arasında yabancı yatırımların cezbedilmesi konusunda yoğun bir rekabet yaşanmaktadır (Ersungur ve Lebe, 2009:4).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında toplanan Bretton Woods konferansı ile yön verilen sistemdeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğinde ve genellikle plan, proje ya da ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman gereğini karşılama işlevini üstlenen hareketlerdir. Dolayısıyla, bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin uluslararası mali piyasalara girişi sınırlı kalırken, bu ülkelere olan sermaye hareketleri de sınırlanmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:21).

Sermaye hareketlerinde 1970'lerden itibaren mevcut olan yükseliş eğilimine karşın, bu hareketlerde dönemler itibariyle duraksama ve gerilemelerin olduğu döngüsel bir süreç yaşanmıştır. Örneğin; 1970'lerde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerindeki canlanmayı 1980'lerde keskin bir ters dönüş izlemiştir. Daha büyük ölçüde bir canlanma ve ters dönüş ise 1990'larda gerçekleşmiştir (Moreno, 2000). Yaşanan krizler iktisadi politikalarda köklü değişikliklere yol açmıştır. Bir çok ülke, sermaye finansmanı sağlanmasında bir engel olarak görülen devletçi politikalardan vazgeçerek liberal politikalar uygulamaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler devletin ekonomideki rolünü azaltmışlardır. Bu duru gelişmekte olan ülkelerin de krizden kurtulmada kullanabilecekleri bir uygulama olarak görülmüştür. Yaşanan ekonomik krizler

sonrasında küreselleşmenin de etkisiyle yapısal bir uyum sürecine giren gelişmekte olan ülkeler, bu sürecin bir sonucu olarak makro ekonomik dengelerini, açık ekonominin gereklerine göre yeniden kurmak durumunda kalmışlardır. Bazı ülkelerde tüm kambiyo kontrolleri kısa sürede kaldırılırken, bazılarında kontroller kademeli olarak ve zamana yayılarak kaldırılmıştır. Ekonomilerin dışa açılması ile büyüyen ticaret hacmi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymaya başlamıştır. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin çoğu, ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurup, geliştirmiştir. Yükselen piyasalar olarak nitelendirilen bu yeni piyasalar, sermaye girişi için cazip olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmıştır. Bu da sermaye hareketlerinin hem hacminin, hem de hızının artmasına neden olmuştur.

1990 sonrasında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan yapısal değişimlerin yanı sıra, küresel bazı faktörlerin de sermaye hareketlerinin gelişimindeki etkisini gözardı etmek mümkün değildir. Örneğin; Latin Amerika ülkelerinin tümünde 1990'ların ikinci yarısından itibaren yaşanan sermaye girişi ve bu yıllardaki dalgalanma, başlarda doğru politikaların uygulanması ve daha güçlü ekonomik performans gibi içsel gelişmelere atfedilirken, son dönemde sermaye hareketlerinin oluşumunun çok daha geniş çaplı olduğu ve çok farklı özelliklerde ülkeleri etkilediği açıklık kazanmıştır. Yeldan (2002) da çalışmasında sermaye hareketlerinin sadece doğru makro iktisadi politikaları uygulayan birkaç ülkeye değil, yapıları ve iktisadi politikalarında son derece farklılık gösteren birçok ekonomiye aynı ölçüde ilgi gösterdiklerini ortaya koymuştur.

**Grafik - 1: Dünya’da Uluslararası Yatırımlar (Milyar dolar)**

Kaynak: Unctad

Genellikle yabancı sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğrudur. Bununla beraber gelişmiş ülkelerden gelişmiş ülkeye de sermaye akımı olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde kalkınma ilerledikçe sermaye bollaşmaktadır. Artan sermaye ile birlikte sermayenin getirisi olan faiz düşmektedir. Sermayesi bol olan ülkelerde yatırım stokları arttıkça sermayenin marjinal getirisi azalmakta, yani karlar azalma eğilimi göstermektedir. Sermayesi az olan ülkelerde ise yatırım sistemi oldukça yüksek karlar getirmektedir. Bu ülkelerde sermaye kıtlığı olduğundan onun getirisi faizde yüksek olmaktadır. Bunun sonucu olarak sermayenin net karlılığının azalmaya başladığı ülkelerde sermayenin yüksek kar getirdiği ülkelere doğru bir sermaye akımı olmaktadır.

IMF ve Dünya Bankası'nın desteği ile az gelişmiş ülkeler sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerine açmaya başlamışlardır. Finansal serbestleşme, finansal globalleşme, uluslararası finansal bütünleşme gibi adlarla anılan bu uygulamalar özellikle 1990'lı yıllarda yoğun olarak gözlemlenmiştir. Finansal serbestleşme politikaları homojen bir yapıda değildir. Örneğin Türkiye ve Meksika bütünüyle uluslararası sermaye hareketlerine serbestlik tanırken, Kore ve Şili'de görece olarak sermaye hareketleri üzerindeki bazı engeller korunmuştur (Lukauskas and Minushkin, 2000: 697).



Uluslararası sermaye hareketleri; özel sermaye hareketleri, kalkınma amaçlı hibe ve kredi şeklindeki resmi sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları diye üç ana başlık altında toplanabilmektedir (Seyidoğlu, 1993: 231; Karluk, 1996: 535).

### **2.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması**

Yabancı bir pazara girmeyi düşünen bir firmanın önünde farklı üç seçenek bulunmaktadır. Birincisi, malları kendi ülkesinde üretip, yabancı bir ülkeye satmak kaydıyla ihracat yapmak, ikincisi, piyasasına girmek istediği ülkedeki bir firmaya kendi teknolojisini ve marka ismini kullanmasına izin vererek, lisans anlaşması yapmak ve üçüncüsü ise, piyasaya doğrudan sermaye yatırımı yapmak kaydıyla girmektir. Yerel bir firmaya oranla, yabancı bir firma her zaman ciddi sorunlarla karşılaşmaktadır. Bu sorunların bazıları kültürel sorunlar, dil ve yerel piyasaya ait uygulamalardaki farklılıklardan oluşan sorunlardır. İşte bu gibi nedenlerle de firmalar, ihracat ve lisans yoluyla elde edemeyeceği bazı avantajlara sahip olmak için doğrudan yabancı sermaye yatırımları yapmaktadır.

IMF istatistiklerinde özel yabancı sermaye yatırımları “dolaysız yabancı sermaye yatırımları” (foreign direct investment), “portföy yatırımları” (portfolio investment) ve “diğer yatırımlar”(other investment) üç ana kategori içinde sunulmaktadır (IMF, 1999). Genel olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları dışındaki uluslararası sermaye hareketleri hisse senedi, tahvil gibi finansal araçlar yardımıyla ülkeye girdikleri için, portföy yatırımları ile diğer yatırımlar toplamı finansal yatırımlar olarak adlandırılabilir

#### **2.1.1.1. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri**

Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine hareketini ifade etmektedir. Bu fonların sahiplerinden belirli bir gelir karşılığında talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem denmektedir. Bu mali işlem, bir ülke yerleşiklerinin diğer ülke yerleşiklerine fon sağlamaları şeklinde gerçekleşirse uluslararası mali işlem adını alır. Mali işlemlerin gerçekleştirildikleri piyasalar ise para piyasaları ve sermaye piyasalarıdır.

Uluslararası özel sermaye akımlarının para ve sermaye piyasalarından ticari koşullara göre sağlanmaları en belirgin özellikleridir. Yardım niteliğinde olmamaları, onları resmi sermaye hareketlerinden ayırmaktadır. (Seyidoğlu, 1993: 231).

#### **2.1.1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**

Literatürde özel yabancı sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımları konusunda pek çok tanımlama bulunmaktadır. Yabancı yatırım, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Tahvil ve hisse senetlerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak tanımlanmaktadır (DPT, 2000: 1).

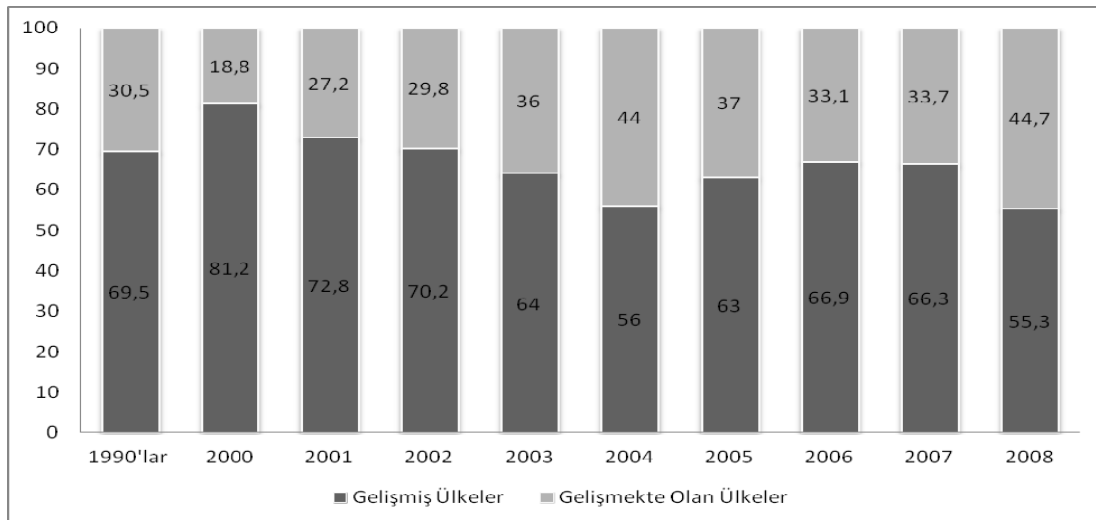
Doğrudan yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla yapılan; sermayenin yanında teknoloji, işletmecilik bilgisi ve kontrol yetkisini de yanında getiren yatırımlardır (Karluk, 1997:519).Günümüzde doğrudan yatırımlar, aynı anda çeşitli ülkelerinde faaliyetlerde bulunan çok uluslu şirketler tarafından yapılmakta olup, bu fiziki yatırımlar, aynı zamanda beraberinde teknik bilgi, know-how, patent, ticari marka, işletmecilik bilgisi ve denetim yetkisini de beraberinde getirmektedir (Karluk, 1996:423; Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, 1995: 35). Firmaların çok uluslulaşma sürecinin gelişiminde, sosyal, siyasal, ekonomik, teknolojik, vb. kökenli içsel ve dışsal faktörlerin rolü vardır. Dışsal nedenler, dış ticaret sınırlamaları, ekonomik entegrasyonlar, taşıma maliyetlerinden tasarruf, ev sahibi ülkelerin kalkınmada karşılaştığı ekonomik zorluklar, teknolojik yenilikler ve fırsatların değerlendirilmesi; içsel nedenler ise yurtiçindeki yasal engeller ve iç ekonomik tikanıklar, firmaların oligopolistik endüstriyel yapısından kaynaklanan üstünlüklerini uluslararası alanda kullanılması olarak sayılabilir (Şatıroğlu, 1984:27-43).

Küresel rekabet bu çok uluslu şirketleri tek bir merkezden üretim yapıp uluslararası pazarlara ulaşmak yerine bizzat pazarın olduğu ülkelerde yatırım

yapmaya sevk etmektedir (Cömert, 2000:2). Çok uluslu şirket ise; belirli bir merkezden yönetilen ve aynı anda çeşitli dünya ülkelerinde, üretimde bulunan dev firmalardır. Bu firmaların diğer ülkelerde yatırım yapmasının sebebi yatırımın kendi ülkelerine göre daha karlı olmasıdır. Ancak bu yatırım kararında sadece karlılık değil yatırımın riski de dikkate alınmaktadır. Bu riskler yatırımın yapılacağı ülkeye ve zamana bağlı olarak değişmekle beraber, ekonomik ve siyasi nitelikte olabilmektedir (Seyidoğlu, 1993:570). Ancak çok uluslu şirketlerle ilgili yapılan çeşitli risk analizleri, yatırımın getiri oranı yeterli düzeyde olduğunda bu şirketlerin riskten kaçmadığına işaret etmektedir (DPT, 2000:5; Loungani ve Razin, 2001).

Ödemeler bilançosunun cari işlemler bilançosu kısmında uzun vadeli sermaye hareketleri hesaba alınmakta fakat kısa vadeli olanlar sadece denkleştirici olmayanlar bu kısma dahil edilmektedir. Ödemeler dengesinde cari işlemler dengesini, yani mal ve hizmet akımlarında ortaya çıkan açıkları kapatmada ülkeye çekilen uzun süreli sermaye akımlarının açık gidermede etkisi olmaktadır. Yani net uluslar arası sermaye akımı ülkelerin yatırım ve tasarruf dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir. Sermaye hareketlerinin çoğu, bağlı krediler, program ve proje kredileri olarak sağlanmaktadır.

**Grafik - 2: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldıkları Paylar (Yüzde )**



Kaynak:Unctad Dünya Yatırım Raporu 2011

Doğrudan yabancı yatırımların dünya genelindeki dağılımı içinde gelişmiş ülkeler ciddi anlamda büyük payı almakla birlikte son yıllarda birçok gelişmekte olan ülke de önemli ölçüde doğrudan yabancı yatırım çekmeyi başarmışlardır. Bu ülkeler, aktif bir şekilde yabancı firmalara çeşitli vergi istisna, muafiyet ve teşviklerin yanı sıra pazar öncelikleri, altyapı hizmetleri ve hatta tekel hakları vererek yabancı yatırımları çekmeye çalışmaktadırlar (Bouoiyour, 2003:643). Daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekme konusunda gelişmekte olan ülkeler arasında kıyasıya bir rekabetten söz edilebilir. Eski Doğu Bloku ülkelerinin devreye girmesi ile birlikte bu rekabet daha da kızışmıştır. Verilen desteğin arkasında yeni ve/veya gelişmiş üretim teknolojisi bilgisinin yerli firmalara aktarılmasını sağlamak, yönetim becerisini geliştirmek, işgücü verimliliğini artırmak, istihdam olanaklarını geliştirmek ve genel olarak ekonomik büyümeye katkı sağlama beklentisi yatmaktadır.(Uzunoğlu vd,1995:22)

II. Dünya Savaşı'ndan 1990'lı yıllara kadar, genel olarak gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımcılara karşı şüphe ve güvensizlik duyulan bir ortamın geçerli olduğu söylenebilir. Bu yaklaşımda, yabancı yatırımların sömürgeciliğin bir aracı olduğu, yerli sanayiye öldüreceği ve uzun vadede döviz çıkışına yol açacağı inancının etkisi görülmektedir. Ancak 1990'lı yıllara doğru durum değişmiş, gelişmekte olan ülkelerin birçoğu çeşitli düzenlemeler yoluyla uluslararası yabancı sermaye hareketlerinden daha fazla pay alma gayreti içine girmişlerdir. Birleşmiş Milletler tarafından yapılan bir araştırmaya göre, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yatırım iklimiyle ilgili düzenlemelerin %94,2'si doğrudan yabancı sermaye lehine olmuştur (DPT,2000). Sadece 2001 yılında ise 71 ülkenin doğrudan yabancı yatırım kanunlarında 208 değişiklik yapılmış ve bunların % 93'ü daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekebilmek için gerçekleştirilmiştir. Bu politika değişikliğinde bu ülkelerin birçoğunun aldıkları dış borç ve kredilerin faizlerini bile ödeyememeleri etkili olmaktadır.

Dünya genelinde, 2008 yılında % 14 oranında sınırlı bir daralma görülen global doğrudan yabancı yatırım akışlarına, krizin etkileri 2009 yılında daha derinden yansımıştır. UNCTAD'ın ilk geçici verilerine göre, 2009 yılında %39 oranında düşüş ile 1 trilyon dolar civarında global doğrudan yabancı yatırım akışı gerçekleşmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere ve geçiş ekonomilerine girişlerde 2008 yılında düşüş değil yaklaşık %35 düzeyinde artış görülürken, 6 yıllık kesintisiz büyümenin ardından 2009 yılında bu grup ülkelere doğrudan yabancı yatırım girişlerinde %39 oranında düşüş görülmüştür (Yased:2010)

#### **2.1.1.1.2. Portföy Yatırımları**

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslar arası sermaye piyasalarında politik risk, ülke riski, kambiyo ve kur riski, ekonomik risk, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.(İMKB, 1994:8) Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.

Para ve sermaye piyasalarında uluslararası mali işlem şeklinde gerçekleşen, uluslararası özel sermaye hareketleri “kısa”(1 yıldan az) “orta”(1-5 yıl) ve “uzun” (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası işlemleri tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımıyla gerçekleşmekte ve portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır (Karluk, 1996: 538).

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedefler iken tüm fonlarını tek bir menkule yatırımın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir. Menkullerin risk ve gelir seviyesindeki beklenti ve değişimler ise uluslararası özel sermaye hareketlerini etkileyebilecektir (Seyidoğlu, 1993:257; Aslan, 1997: 52).

1990’lı yıllarda gelişmiş ülkelerden gelişmiş olan ülkelere doğru gözlemlenen portföy sermaye hareketlerinde, gelişmiş ülke piyasalarının düşük getiri oranları

sermayenin ülke dışına çıkmasında itici faktörler olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarının yüksek getiri oranlarına sahip olması ve yabancı yatırımcıya portföy çeşitlendirmesi imkanı sağlaması da çekici faktör olmuştur.(Aggarwal,1995:235)

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının nedenlerinin araştırıldığı bir başka çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin yönlendiren temel gücün uluslar arası faiz oranları olduğu, ülkeye özgü faktörlerinde ikincil derecede öneme sahip olduğu görülmüştür (Fernandez 1996:413). Sermaye hareketlerinin nedenlerinin %14'ü alıcı ülkeler özgü faktörlerle açıklanırken, %86'sı dış faktörlerce açıklanmaktadır.(Fernandez,1996:416)

Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararla beraber bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur. 1986-1989 yılları arasında ülkemize giren net portföy yatırımları 2. 9 milyar dolar civarındayken, 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3. 9 milyar dolar olmuştur. Bu artışın 3. 7 milyarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır. 1994 kriziyle, özellikle devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1. 2 milyar dolar olmuştur. Ülkemizden en yüksek miktarda portföy yatırımlarındaki çıkış ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6. 7 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Bu miktarın büyük kısmı ise 4. 5 milyar dolarla yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3. 4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4. 5 milyar dolar civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımların dalgalanması, doğrudan yatırımlara göre daha yüksek olmuştur.

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımları arasında bazı önemli farklılıklar vardır. En önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yatırım durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı

veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olur. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirebilmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır.

### **2.1.1.1.3. Diğer Yatırımlar**

Diğer sermaye hareketleri, para piyasasında işlem gören fonları kapsar ve özel ticari bankaların dış ticaretin finansmanına yönelik uluslararası ödünç verme işlemlerinden kaynaklanır ve kısa veya uzun vadeli borçlanma yoluyla yurtdışındaki özel sermaye fonlarının getirilmesinden oluşur. Kendi içerisinde kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılır. Kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), vadesi 1 yıldan daha az olan sermaye hareketlerini kapsar. KVSH'ler, nakit durumlarını ve ödeme vadelerini iyileştirme mecburiyetinde olan işletmelerin faaliyetlerinden, bankaların kendi aralarında ve müşterileriyle yaptıkları finansal işlemlerden ve resmi döviz rezervlerinde değişikliklere yol açan, para otoritelerinin döviz piyasalarına müdahalelerinden oluşmaktadır.

Uzun vadeli sermaye hareketleri (UVSH) bankaların, kamu sektörünün, özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları vadeleri 1 yıldan uzun kredileri ifade eder. Bu tür sermaye akımları, kısa vadeli sermaye akımlarına ve portföy yatırımlarına göre hem oldukça uzun vadeli ve yatırımlara yönlendirilme imkanı daha yüksek hem de istikrar vadeden özellik göstermektedirler. Bu özelliklerine rağmen bu tür kredilerin fazla miktarda kullanılması sonucu oluşacak aşırı borçlanma ve bu borcun etkin bir şekilde yönetilmemesi durumunda borç krizi gibi olumsuz etkilerinin de olabileceğini her zaman için göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Yatırım Bankaları, Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB), bankaların oluşturdukları konsorsiyumlar, hükümetler ve diğer kuruluşlar bu tür sermaye hareketlerinin kaynağıdır (Plihon, 1995:55-56).

### 2.1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi kurumlar tarafından yönlendirilen sermaye hareketleri, ekonomik, politik ve askeri, kültürel ve tarihi, insancıl ve ahlaki vb. nedenlerden kaynaklanır. Resmi krediler, piyasa koşullarından uzak, düşük faizli ve uzun vadeli krediler olmaktadır(Ünsal ve diğerleri, 1989:45). Bu nedenle resmi sermaye hareketleri, bir tür dış yardım niteliğindedir. OECD bünyesinde oluşturulan "Kalkınma İçin Yardım Komitesi (DAC)" yardım terimini, "kalkınma için kamusal yardım" veya "resmi yardım" anlamında kullanılmaktadır. Kamusal yardımlar iki taraflı (Hükümetten hükümete) ve çok taraflı (Uluslararası kuruluşlar tarafından hükümete) olmak üzere iki grupta toplanır. İki taraflı yardımlar: Mali transferler aynı yardımlar ve teknik yardım olarak üçe ayrılır. Çok taraflı yardımlar, uluslararası kuruluşlar veya örgütler tarafından sağlanmaktadır (Sönmez, 1998:115-116). Resmi sermaye hareketleri; gelişmiş ekonomilerin, az gelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır, yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde ise devletlerarası bir borçlanma söz konusudur.

Kredi ve bağış şeklindeki bu yardımların verilmesinde ekonomik, sosyal ve siyasi bir takım faktörler etkili olabilmektedir. Genellikle dış devletler, Dünya Bankası gibi mali kuruluşlar ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarınınca gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler bu yardımlarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmaya çalışmaktadırlar (Seyidoğlu, 1999: 121).

Resmi kredilerin geri ödenmesinde güçlüklerin çıkması durumunda ise borç ertelenmesi ve refinansman kredileri şeklinde farklı krediler devreye girer. Borç ertelenmesi, vadesi gelen borçların düşük ek faizlerle daha sonraki tarihlerde ödenmesine de imkan sağlamaktadır. Refinansman kredileri ise vadesi gelen bir borcun ödenmesini sağlamak için yeni bir kredinin açılmasıdır. Bu krediler dışında mali yardım, teknik yardım ve gıda yardımı; dış yardım konsorsiyumları ve bankalar konsorsiyumları ile oluşturulan fonlar; resmi ihracat kurumlarının kredileri; ihracat kredileri; alıcı ve satıcı kredileri gibi resmi kurumlar aracılığıyla yapılan ve ticari



kredilere göre daha uzun vadeli daha düşük faizli resmi nitelikte olan sermaye hareketleri de yer almaktadır.

### **2.1.2. Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler Yönelmesinin Nedenleri**

Uluslararası sermaye akımları 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu durumun temel sebepleri arasında gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranı ve resesyon süreci gösterilebilmektedir. Globalleşmenin bir sonucu olarak son yıllarda ülkelerarasında sermaye mobilitesinin artması, uluslararası finansal sistemin istikrarsızlaşmasına neden olmaktadır.

Neoklasik İktisatçılara göre, sermaye akımları sermaye yoğun gelişmiş ülkelerden, sermayenin kıt faktör olduğu gelişmekte olan ülkelere doğrudur. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kârlılık oranı, gelişmiş ülkelere göre daha fazladır. Uluslararası sermaye akımlarının sebepleri, portfolyo dengesi yaklaşımında da incelenmiştir. Portfolyo dengesi yaklaşımına göre, sermaye akımlarının temel nedeni, ulusal ve uluslararası aktifler arasındaki getiri farklılığıdır. (Aklan, 2002:49)

Hızla bütünleşen finans piyasaları uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanallarının yanı sıra hacmini de değiştirmiştir. Sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesi, bu hareketlerin yol açtığı sorunların da ölçeğini büyütmektedir.

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lere kadar olan dönemde uygulana yeni teknolojilerin üretimde verimliliği artırması, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, Dünya Bankası'nca ve benzeri kuruluşlarca yapılan yardımlar ve Bretton Woods konferansında alınan kararlar çerçevesinde gelişmiş ülkelerde yapılan uluslararası kurumsal düzenlemelerin sonucunda, söz konusu ülkelerdeki refah düzeyi artmıştır ve bu ülkeler 1970'lerin başına kadar ekonomik bir genişleme süreci yaşamışlardır (Balkan, 1994:121). Ancak, 1970'lerin başından itibaren, gelişmiş ülkelerde, kullanılan teknolojilerin emeğin verimliliğini artırma kapasitesi düşmüş, hammadde fiyatları artmış ve bunlara bağlı olarak da kar oranları azalmıştır. Azalan kar oranları, hem yatırımların azalmasına hem de büyüme oranlarının düşmesine neden olmaktadır (Kaya, 1998:45).

Bretton Woods konferansında planlanan dünya ekonomisinin yeni yapısı ve bu doğrultuda tasarlanan uluslararası sermaye hareketleri 1970’li yıllarda yaşanan ekonomik krizi taşıyamayarak çökmüştür. Bu çöküşün ardından hem dünya ekonomisi hem de uluslararası sermaye hareketleri köklü değişimlere uğramıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998). Başlayan yeni küreselleşme evresinin en belirgin özelliklerinden biri, uluslararası sermaye hareketlerinin artan hareketliliği olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar 1970’li yılların ikinci yarısında başlayan kriz sonrasında reel yatırımlardan kaçarak, finansal yatırımlara yönelmişlerdir. 1980’lerin başından itibaren gelişmekte olan ülkelerin dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamaları, bu ülkelerdeki kamu açıklarını hızla büyütürken, makro dengelerinin de bozulmasına neden olmuştur. Dünya genelinde bir ekonomik yavaşlama yaşanırken, uluslararası faizler de hızla artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasıyla yaşanan kriz daha da derinleştirmektedir. (Kaya, 1998:33). Gelişmekte olan ülkeler, bu dönemde, dış şokların etkisini azaltmak için yurtdışından borçlanmak yerine, dış kaynağın doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde gelmesini teşvik edici politikalar uygulamaya başlamışlardır (Calvo vd, 1993:243;).

Yaşanan krizler iktisadi politikalarda köklü değişikliklere yol açmaktadır. Birçok ülke, sermaye finansmanı sağlanmasında bir engel olarak görülen devletçi politikalardan vazgeçerek liberal politikalar uygulamaya başlamaktadır.. Gelişmiş ülkeler devletin ekonomideki rolünü azaltmışlardır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin de krizden kurtulmada kullanabilecekleri bir uygulama olarak görülmektedir. Yaşanan ekonomik krizler sonrasında küreselleşmenin de etkisiyle yapısal bir uyum sürecine giren gelişmekte olan ülkeler, bu sürecin bir sonucu olarak makro ekonomik dengelerini, açık ekonominin gereklerine göre yeniden kurmak durumunda kalmışlardır. Bazı ülkelerde tüm kambiyo kontrolleri kısa sürede kaldırılırken, bazılarında kontroller kademeli olarak ve zamana yayılarak kaldırmaktadır. Ekonomilerin dışa açılması ile büyüyen ticaret hacmi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymaya başlamaktadır. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin çoğu, ulusal kambiyo

rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurup, geliştirmektedir.

Yükselen piyasalar olarak nitelendirilen bu yeni piyasalar, sermaye girişi için cazip olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye girişi çıkışını kolaylaştırmıştır. Bu da sermaye hareketlerinin hem hacminin, hem de hızının artmasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yatırımların finansmanında yararlanmayı düşündükleri yabancı sermaye, her dönemde ve her ülkede sürdürülebilir bir süreç olmamış, bazı ülkelerde dönemler itibariyle yatırımları finanse etmekten çok ülkelerin mevcut koşullarını kullanarak spekülatif kazançlar elde etmiş ve kısa vadede kazançlarıyla birlikte söz konusu ülkeleri terk etmektedir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:29).

Bir ekonomiye doğrudan yabancı sermayenin yönelmesinde, iç ve dış ekonomik gelişmeler önemli rol oynamaktadır. Bazı iktisatçılar sermaye hareketlerinin belirlenmesinde dış dünya koşullarının, yani uluslararası konjonktürün daha önemli olduğunu savunmaktadırlar. Bu faktörlere itici faktörler denilmektedir. Bazı iktisatçılar ise sermayenin yöneldiği ekonominin yapısının sermaye hareketlerini belirlemede daha önemli olduğu yöndedir. Bu faktörlere de çekici faktörler denilmektedir.

Genellikle yatırım kararı alınırken dikkate alınan temel kriterler pazara giriş olanakları ile iş ortamıdır. Yatırım yapılacak yerin belirgin bir hale gelebilmesi için potansiyel yatırımcının ilgili ülkeleri yerinde inceleyerek, iş ortamını, geçmiş deneyimlerini, ilgili kurumların uygulamalarını, yetersizlik durumlarını değerlendirmesi gerekmektedir (Özyıldız, 1998: 11). Gerçekleştirilmesi düşünülen yatırım konusunun da belirginleşeceği daha sonraki aşamada ise, yatırım yapılması düşünülen ülkeler her yönden (teşvikler, işgücü, telekomünikasyon, diğer altyapı unsurları, ilgili kurumlar vb.) değerlendirmeye tabi tutularak karar sürecine girilmektedir (Bayraktar, 2003: 15).

Yatırım kararı alma sürecinde, yapılacak yatırımın özelliği de karar sürecini etkileyecektir (Özyıldız, 1998: 11). Yukarıda belirtilen açıklamalar altında her ülke kendi önceliklerini dikkate alarak yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını

etkilemeye çalışmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, ülkelerin sermaye yatırımları için teşvik politikaları ise genel itibariyle belirtilen amaçlardan birinin gerçekleştirilmesine yönelik olarak belirlenmektedir (Demircan, 2003: 42-43)

Ülkenin yatırım imajının iyileştirilmesi, yurtdışında etkili tanıtım yapılması gibi vasıtalarla dolaylı olarak sermaye yatırımları girişinin arttırılmasıdır. Herhangi bir sektörel ya da bölgesel ayırım yapılmadan toplam doğrudan yabancı sermaye yatırımı arttırılması, belli tipteki yatırımların hedeflenerek doğrudan ya da dolaylı yabancı sermaye yatırımların miktarının ve kalitesinin arttırılması ve sektörel önceliklerin tespit edilerek yatırımcıların hedeflenmesi günümüzün en çok tercih edilen yabancı sermaye politikaları arasındadır. Spesifik olarak yatırım projelerinin belirlenerek firmaların hedeflenmesi gerekmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesi için vergisel teşvikler, endüstri bölgeleri ve serbest bölgelerin kurulması, bürokrasinin azaltılması, şirket kârlarının yurtdışına transferinde kolaylıklar sağlanması gibi düzenlemelerin yanında, ekonomik istikrar, genişleyen piyasa, gerçekçi kur politikaları, kamulaştırmama garantisi gibi unsurlar da önem kazanmaktadır.

Sermaye birikimi, iktisatçılar tarafından, iktisadi kalkınmanın temel dinamiği olarak kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle sermaye birikimindeki yetersizlik bazı ülkelerin ekonomik anlamda geri kalmasının en büyük nedenidir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıyı dönüştürerek gelişmiş ülkeler seviyesine çıkabilmeleri için çok fazla miktarda sermaye birikimine ihtiyaç duydukları açıktır.

Çünkü bu ülkeler, “fakirliğin kısır döngüsü” adı verilen bir süreç yaşamaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük gelir, yatırım ve tasarruflarında düşük olmasına neden olmaktadır. Bu ülkelerdeki tüketimi daha da kısmak çoğu zaman olanaklı değildir. Düşük yatırım ise, ülkenin mevcut sermaye birikimine olan katkının az olduğu anlamına gelir. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde de iktisadi kalkınma ve ekonomik büyüme için yeni yatırımların artarak devam etmesi bir zorunluluktur. Bu noktada doğrudan yabancı sermayenin bu eksikliği gidereceği ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye birikimine katkı yapacağı ileri sürülmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye birikimi sorununun bir diğer önemli yönü ise, sermaye talebinin yetersizliğidir. Az gelişmiş ülkelerde halkın reel gelirinin düşük olması, taleplerinin de düşük kalmasına ve bu durum pazarın küçük ve sınırlı kalmasına neden olmaktadır. Pazarın yetersiz olması ise, girişimcilerin yatırım yapma isteğini azaltarak sermaye talebinin düşük olmasına neden olmaktadır. Üretim sürecinde yeterli miktarda sermaye kullanılmaması ise, üretimde verimliliğin düşük olmasına yol açmaktadır (Han ve Kaya, 2002: 64-65). Düşük verimlilik ise sonuçta halkın reel gelirinin düşük olmasının nedenidir ve sonuçta başlanılan yere geri geldiği, bir kısır döngü ile karşılaşılmaktadır.

Az gelişmiş ülkelerdeki devlet ekonomiye yoğun bir şekilde müdahalede bulunmasının arka planında, bu kısır döngünün kırılması çabası yer almaktadır. Sermaye stokunu artıracak yeni yatırımlar ya yerli girişimciler ya da yabancı girişimciler tarafından gerçekleştirilebilir. Yerli girişimcilik ve sermaye açısından yetersiz olması ise, çoğu zaman özel girişim tarafından gerçekleştirilemeyen yatırımların devlet tarafından yapılmasını bir zorunluluk haline getirmektedir. 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'ndan planlamacı bir ekonomik yapıya sahip olan sosyalist ülkelerin kapitalist ülkeler kadar derinden etkilenmemesi de geri kalmış ülkelerin planlı kalkınma düşüncesini benimsemelerine katkıda bulunmaktadır. Özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra birçok az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, kalkınma planları ile sermaye birikimini artırmayı ve iktisadi kalkınmanın gerçekleştirilmesini amaçlamaktadır. Kalkınma planları ile ekonomiye müdahalenin boyutu ve derinliği ülkeden ülkeye farklı özellikler gösterse de, asıl amacın bu ülkelerdeki sermaye birikimini artırmak ve üretim yapısını dönüştürmek olduğu açıktır. Birçok ülkede 1970 ve 1980'li yıllara yaygın bir şekilde oluşturulan kalkınma planları, genel olarak korumacı ve ithal ikameci bir sanayileşme stratejisinin uygulanması üzerine oturtulmuştur. Devlet, kalkınma planlarında yer alan stratejik yatırımlarla ekonomik yapıyı değiştirmek istemekte ve temelde sermaye birikimini artırmaya çalışmaktadır. Korumacı politikalarla yerli üreticilerin gelişmesi ve elde edilen gelir artışı ile de yeni yatırımların gerçekleştirilmesi beklenilmiştir. Birçok az gelişmiş ülkedeki bu yapı içerisinde yabancılara fiziki yatırım yapabileceği vurgulanmış ise de,

uygulanan politikalar doğrudan yabancı sermayenin gelmesini caydıracak şekilde olmuştur.

Ancak 1970'lerde esen neo-liberal rüzgar, gelişmekte olan ülkelerin sorunlarının çözümüne yardımcı olmaya çalışan uluslararası finansal çevrelerin önerilerinin bir parçası haline gelmiş ve liberal ekonomik politikalar, Türkiye dahil, bir çok gelişmekte olan ülkede uygulanmaya başlanmıştır. Gelişmekte olan bu ülkeleri tanımlamak için kullanılan kavram ise, "yükselen piyasalara" dönüşmüş ve bu ülkelerden gelişmiş ülkelerde uygulanan ekonomi politikalarının bir benzerinin uygulanması istenmiştir. Makroekonomik, yasal ve kurumsal altyapısı gelişmiş ülkelerden oldukça geri olan bu ülkelerde neo-liberal politikaların uygulanması ise, bu ülkelerin ekonomilerini krizlere açık ve kırılgan bir yapıya kavuşturmuştur. Bu yeni süreçte, uluslararası doğrudan yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelerin sermaye birikimine de katkıda bulunacağı ileri sürülmektedir.

**Tablo - 1: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri**

<b>Faktör Grupları</b>	<b>Ev Sahibi Ülkelerdeki Belirleyiciler</b>	
<b>I.Politik Faktörler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ekonomik, politik ve sosyal istikrar,</li> <li>• Yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar,</li> <li>• Vergi politikası,</li> <li>• Ticaret politikası, ticaret politikası ve DYS yatırımlarının tutarlılığı,</li> <li>• Özelleştirme politikası,</li> <li>• Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar (özellikle; rekabet ve şirket satın ve birleşme politikaları),</li> <li>• Yabancı iştiraklerin anlaşma standartları.</li> </ul>	
<b>II.Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Yatırımların promosyonu (imaj yaratılması, ülkenin pazarlanması vb.)</li> <li>• Yatırım teşvikleri</li> <li>• Maliyetler (rüşvet, bürokratik etkinlik vb)</li> <li>• Yatırım sonrası hizmetler</li> <li>• Sosyal etkenler (Yaşam kalitesi vb.)</li> </ul>	
<b>III.Ekonomik Faktörler</b>	<b>Yatırım Stratejileri</b>	<b>Faktörler</b>
	<b>Pazara yönelme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pazar büyüklüğü ve kişi başına milli gelir.</li> <li>• Piyasanın büyümesi.</li> <li>• Bölgesel ve global piyasalara giriş imkanları.</li> <li>• Tüketici tercihleri.</li> <li>• Piyasaların yapısı.</li> </ul>
	<b>Kaynağa/stratejik varlığa yönelme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hammaddeler</li> <li>• Düşük ücretli vasıfsız işgücü</li> <li>• Vasıflı işgücü</li> <li>• Fiziki altyapı (havaalanları, enerji, yollar ve telekomünikasyon)</li> <li>• AR-GE</li> <li>• Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış varlıklar (markalar vb.)</li> </ul>
	<b>Etkinliğe yönelme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaynakların/varlıkların maliyeti ve işgücünün verimliliği</li> <li>• Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar,)</li> <li>• Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi.</li> </ul>

Kaynak: UNCTAD, **World Investment Report 1998-Trends and Determinants-**, UN: New York and Cenova, 1998, s. 91.

## 2.2. Finansal Oynaklık ve Reel Döviz Kuru Oynaklığı

Oynaklık, belirli bir zaman dilimi içerisinde özellikle sermaye, döviz ve tahvil piyasalarındaki fiyatların hareketliliğinin bir ölçüsü olarak tanımlanabilmektedir. Finans çalışmalarında oynaklık, genellikle finansal varlık getirilerinin standart sapması veya varyansı olarak tanımlanmakta ve finansal varlıkların toplam riskini ifade etmekte kullanılmaktadır. Kısa bir zaman dilimi içerisinde fiyatlardaki hızlı artış ve azalışlar yüksek oynaklık, değişimi az olan fiyatlar ise düşük oynaklık oluşturmaktadır.

Finansal getiri serilerinin en ayırt edici Mandelbrot'un 1963 yılındaki çalışmasında ortaya koyduğu oynaklık kümelenmesidir. Ona göre finansal piyasalara ait serilerde, büyük miktartlı değişimlerin büyük miktartlı değişimleri, küçük miktartlı değişimlerin de küçük miktartlı değişimleri takip etme eğilimi vardır (Mandelbrot, 1963:418). Bu eğilim, piyasa verilerinin dinamik yapısının ve söz konusu piyasada ortaya çıkabilecek bir şokun ısrarcı olduğunun göstergesi olmaktadır.

Bu piyasaların değişimi reel piyasalar için önemli bir göstergedir. Finansal piyasalarda belirsizliğin artması, reel piyasalarda beklentilerin değişmesi ve riskin artması olarak algılanmaktadır. Finansal piyasalardaki oynaklığın nedenlerinin belirlenmesi ve bu hareketlerin kurulacak modeller ile önceden tahmin edilebilmesi, finansal piyasaların davranışlarının belirlenmesini kolaylaştıracak, reel sektördeki tedirginlik ve risk algısı yukarıda sayılan ekonometrik yöntemlerdeki gelişmelere paralel olarak daha düşük seviyelere inmektedir.

### 2.2.1. Kur Oynaklığı ve Döviz Kuru Rejimleri

Küreselleşme sonucu mal ve hizmet ticareti ile uluslararası yatırımların artması döviz kuru politikalarının öneminin de artmasına neden olmaktadır. 1973 yılından itibaren dünyada uygulanmaya başlanan dalgalı kur rejimi ile birlikte döviz kurları başta olmak üzere makroekonomik değişkenlerin oynaklığı artmış ve kur rejimleri ile makroekonomik istikrar arasındaki ilişki, hızla ilgi çeken konulardan biri durumuna gelmiştir. Ülkeler tarafından kendi koşullarına göre çok farklı kur politikaları uygulansa da, son yıllarda özellikle yabancı sermaye hareketleri serbest olan



ülkelerde yumuşak çapa ve kontrollü dalgalanma gibi ana kur rejimlerinden, tamamen serbest dalgalanma veya para kurulu gibi uç rejimlere bir yöneliş söz konusudur. Yanlış döviz kuru politikaları, makroekonomik dengesizlikler ya da siyasi sorunların sonucu oluşan oynaklık ve bunu müteakip döviz krizlerinin gerek reel sektöre gerekse mali sektöre yüksek maliyetleri olmaktadır.(Özçam, 2004:29)

Dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ile birlikte dalgalı döviz kuru rejiminin döviz kurları belirsizliğini arttırdığına dair literatürde ortak bir sonuç vardır. Makroekonomik değişkenlerdeki dalgalanmaların temel nedeni kur rejimleri olmamakla birlikte bu etki, özellikle yüksek enflasyona sahip ekonomilerde ya da uzun dönemde dikkat çekmektedir. Kur rejimlerinin makroekonomik dalgalanmalara etkisi iki kuramsal görüş ile açıklanmaktadır. Birincisi, bir ekonominin alması kur rejimlerinde iç ve dış reel/nominal şoklara nasıl tepki verdiği. Kur rejimi tercihi, şokların yapısına bağlıdır. Uluslararası sermaye hareketlerine açık bir ekonomide uygulanan dalgalı kur rejiminde meydana gelen parasal şoklar, döviz kuru, enflasyon ve üretimde önemli dalgalanmalara yol açmaktadır. Buna karşılık, sabit kur rejiminde, para arzı içseldir ve sermaye girişlerine bağlı olarak belirlenmektedir. Para arzını belirleyen temel öğe, para talebindeki değişimdir. Bu nedenle, sabit kur rejiminde meydana gelen parasal şoklar, üretimi ve enflasyonu etkilemez. Kur taahhüdü, parasal şoklarla birlikte ortaya çıkan kurdaki dalgalanmaların, ithal girdi maliyetlerini ve dolayısıyla üretimi ve enflasyonu etkilemesine izin vermez. Sabit kur rejiminde ulusal ekonomi daha çok dış şoklardan etkilenmektedir.(Ayhan, 2008:114)

### **2.2.2. Kur Oynaklığı ve Dış Ticaret**

Döviz kuru oynaklığı uluslararası ticaretin global yapısı içinde özel bir önem kazanmaktadır. İlk olarak, ulusal hükümetlerin kendi para politikaları üstünde bu oynaklığın etkisini giderek anlamaları ve ihracat büyümesinin onların yerel ekonomilerinin büyümesine büyük bir uyarı sağlamaktadır. Aynı zamanda yatırımcıların günümüzde giderek artan bir şekilde uluslararası portföylere ortak olmaları ve böyle yatırımcılar için varlık piyasası yaklaşımı hâkim model haline gelmektedir. (Sengupta, 2002: 1).

Döviz kurları riskinin kaynağı, döviz kuru oynaklığıdır. Bu oynaklığın, dış ticaret hacmi üzerinde ve özellikle ödemeler dengesi üzerinde etkileri bulunmaktadır.

Reel döviz kuru oynaklığının ihracat üzerindeki etkileri üzerine ileri sürülen teorik yaklaşımlar iki ana başlıkta toplanabilir. Dış ticaret yapan firmalar riskten kaçınma eğiliminde ise döviz kuru oynaklığındaki artışlar beklenmedik maliyetleri arttırabileceğinden dış ticaret azalmaktadır. Dış ticarete ödemeler teslimat sonrasında yapılıyor ise teslimat ile ödeme yapılan tarihler arasında döviz kurunda öngörülemeyen değişimler ihracattan beklenen karlar için belirsizliği arttırmaktadır. Bu nedenle, döviz kurundaki belirsizlik kar beklentilerini ve ihracatı azaltmaktadır. O halde, döviz kuru riskine karşı korunma mümkün değil ya da çok maliyetli ise, döviz kur oynaklığındaki artışlar ihracatı azaltmaktadır. Diğer taraftan, döviz kuru oynaklığının ihracat üzerindeki etkisini belirlemede ihracatçı firmaların riskten kaçınma dereceleri önemli rol oynar. Bu durumda, ihracatçı firmanın riskten kaçınma derecesi yüksek ise ihracat gelirindeki bir azalmadan korunmak için firmalar daha fazla üretim yapmayı tercih edeceğinden, döviz kuru oynaklığındaki bir artış ihracat gelirinin beklenen marjinal faydasını arttırmaktadır.(Köse, Ay ve Topallı, 2008:27). Çünkü ancak bu şekilde ihracat gelirinin azalmasına engel olabilir. Görüldüğü gibi döviz kuru oynaklığının ihracat üzerindeki etkileri pozitif ya da negatif olabilir ve teori bu ilişkiyi yalnız başına belirleyemez. Bu nedenle döviz kuru oynaklığının dış ticaret üzerindeki etkisi daha çok ampirik bir olaydır.

Döviz kuru oynaklığının firmanın ihracat seviyesini nasıl etkileyebildiğini göstermek için ilkel ihracatçı firma örneği ile başlamak yararlıdır. Örneğin, piyasa gücü olmayan sadece bir mal üreten rekabetçi bir firma düşünelim. Bu firma ürettiği malın tamamını yabancı piyasada satmakta ve herhangi bir girdi ithal etmemektedir. Firma ödemelerini yabancı para ile yapmakta ve ihracat gelirlerini öngörülemez bir biçimde değişen geçerli kura dönüştürmektedir. Hatta bu değişim için bir önlem alma olasılığının olmadığı varsayılır. Üstelik üretim ölçeğinin ayarlanmasındaki maliyetler yüzünden, firma kendi üretim kararını döviz kurunun gerçekleşmesinden önce alır ve bu nedenle döviz kurundaki hareketlerin neden olduğu kendi ihracatlarının kârlılığındaki olumlu ve olumsuz kaymaları cevap olarak kendi çıktısında değişiklik yapamamaktadır.

Bu durumda firmanın kârlarındaki değişkenlik yalnızca döviz kurundan kaynaklanır ve risk yüzünden firma yöneticilerinin ters bir şekilde etkilendiği yerde döviz kurunda daha büyük oynaklık ortalama düzeyinde değişiklik olmadan çıktıda bir düşüşe yolaçmaktadır. Dolayısıyla ihracatta da riske maruz kalmayı azaltmak için düşüş olmaktadır.

Üstelik gelişmiş ekonomilerde ihracat veya ithalata devam kararı zaman içinde bir dizi alım-satım işlemini yansıtır gibi gözükecektir. Bu işlemler esnasında yabancı para miktarının hem kazançları hem de masrafları vadeli kur bile olsa kesinlik ile bilinmemektedir.

Ayrıca, karşıt (ters) döviz kuru dalgalanması riskine daha az maruz kalması için diğer vadeli para piyasalarından çok sayıda olasılık vardır. Buradaki kilit nokta çok uluslu bir firmanın çok sayıda ülke içinde ticari ve finansal alım-satım işlemlerinin geniş bir çeşitliliği ile uğraşmasıdır. Bu nedenle paralar ve diğer değişkenler içindeki dengeleyici hareketlerden faydalanmak için çeşitli fırsatları vardır. Örneğin, döviz kuru, enflasyon oranındaki farkları düzeltme yönünde açık bir eğilim göstermektedir ve son günlerde elde edilen kanıt böyle düzeltmelerin daha önceki çalışmaların gösterdiğinden daha hızlı olabileceği izlenimi uyandırmaktadır. Böylece, eğer ihracat, değeri azalan bir para ile fiyatlandırılıyorsa, ihracatçı için düşen döviz kuru yüzünden olan kayıp (zarar) daha yüksek yabancı para (döviz) ihracat fiyatı aracılığıyla en azından kısmen dengelenmektedir (Cushman, 1983: 43-63).

Ticaretin döviz kuru oynaklığı tarafından ters bir biçimde etkilenmesinin nedeni bir varsayıma dayandırılmaktadır. Bu varsayıma göre döviz kurundaki hareketlerin hesabını en uygun şekilde belirlemek için firma faktör girdilerini değiştiremez. Bu varsayım yumuşatıldığı ve döviz kurundaki hareketlere cevap olarak firmalar bir veya daha fazla üretim faktörünü değiştirebildiği zaman, artan değişkenlik aslında kâr fırsatları oluşturabilmektedir. Böyle oynaklığın etkisi iki güç arasındaki etkileşime bağlıdır. Bir taraftan, eğer firma hem düşük hem de yüksek fiyatlar için girdilerini değiştirebiliyorsa, firmanın beklenen veya ortalama kârları daha büyük döviz kuru değişkenliği ile birlikte daha büyük olacaktır. Çünkü fiyat yüksek olduğu zaman daha fazla satacak fiyat düşük olduğu zaman ise daha az

satmaktadır. Diğer taraftan, riskten kaçınma vardır, daha yüksek varyantlı kârlar firma üzerinde bir ters etkiye sahiptir ve üretim ve ihracatı önleyici etkiye sahiptir. Eğer riskten kaçınma göreceli olarak düşükse, daha büyük fiyat değişkenliğinin beklenen kârlar üzerindeki pozitif etkisi kârların daha yüksek değişkenliğinin negatif etkisinden daha ağır basacaktır ve firma ortalama sermaye stokunu, çıktı ve ihracat düzeyini arttırmaktadır. (Ünal, 2009:20)

Döviz kuru oynaklığı, ithalatçının da riskini artırabilmektedir.. Eğer döviz kuru oynaklığı artarsa, kar riski de artar. İthalatçılar risk almak istemedikleri için ve döviz kuru riskine karşılık hedging, maliyetli veya olanaksız ise kar riskindeki artış ithalattan elde edilecek yararı azaltacağı için uluslararası ticaret hacmini düşürmektedir (Sarı, 2010: 33).

Sonuç olarak ticaret düzeyi ve döviz kuru oynaklığı arasında oldukça açık negatif bir ilişki olduğu söylenebilir. Oysa, bu sonuç birkaç basitleştirilmiş varsayıma bağlıdır. Bu varsayımlardan ilki, ya vadeli döviz piyasaları sayesinde ya da dengelenmiş alım-satım işlemleri sayesinde kur rizikosuna karşı korunma olasılıklarının olmadığıdır. Gelişmiş vadeli piyasaların olduğu gelişmiş ekonomiler için belirli alım-satım işlemleri kur risklerine karşı kolaylıkla korunabilmektedirler. Böylece döviz kurunda beklenmedik hareketlere maruz kalmaları da az olacaktır. Ama çoğu gelişmiş ülkelerin paraları için böyle piyasaların yokluğunun farkına varılması gerekmektedir.

### **2.3. Reel Döviz Kuru Oynaklığının Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Üzerine Etkisi**

Döviz kuru ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkiyi ilk kez 1970 yılında Aliber ortaya koymuş ve toplam doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının coğrafi dağılımının, farklı para alanlarının varlığı ve aksak döviz piyasaları ile açıklanabileceğini ileri sürmüştür (Gövdere, 2003:28). Aliber'den sonra bu hipotezi geliştiren Froot ve Stein, sermaye piyasalarının aksaklığı ile ilgili yaptıkları çalışmada Aliber'in hipotezini destekler nitelikte kanıtlar elde etmişlerdir (Froot ve Stein. 1989:21).

Finansal getiri serilerinde oynaklığı öngörmenin ve modellemek istenmesinin birçok önemli nedeni vardır. Özellikle Bretton Woods Sistemi sonrası 1970’li yılların sonu ve 1980’li yılların başından itibaren finansal liberalleşme ile birlikte finansal piyasaların öneminin artması, bu piyasalarda karşılaşılabilecek sorunlara ve bunların çözümlerine olan ilgiyi de beraberinde getirmiştir. Yatırımcılar ve ülkelerdeki karar alıcı organlar için finansal piyasa oynaklığı ve bu oynaklığın sonuçları bu ve ilerleyen yıllarda daha fazla önem kazanmıştır. Bu ise, onlar için finansal piyasa oynaklığı, riski de beraberinde getirdiğinden, yatırım kararlarının (yatırımcılar için) ve reel ekonomiyle beraber ülkenin ekonomik performansının (karar alıcılar için) olumsuz etkilenmesi anlamına gelmektedir (Akay ve Nargeleçekenler, 2006:6-7).

Reel döviz kurlarındaki tesadüfi dalgalanmalar doğrudan yatırımlar üzerinde beklenti etkisine ve riskin farklı oluşumuna neden olabilmektedir. Teorik modellere göre, risk ayarlamasının doğrudan etkisi, döviz kurunun reel olarak değer kazanması beklentisidir ve yabancı sermayenin maliyetinin azalmasıdır. Böylece doğrudan yatırım akımlarını teşvik edecektir. Ev sahibi ülke parasının aşırı değerlenmesi ise piyasa dengesizliğinin bir göstergesidir. Yerli paranın aşırı değerlenmesi ülkede üretim maliyetlerinin artması anlamına gelmektedir (Dursun ve Bozkurt,2007:4).

Döviz kuru oynaklığının hem uluslararası ticaret hacmi hem de yatırımlar üzerindeki etkisi teorik ve ampirik literatürde araştırma konusu olmaktadır. Döviz kurlarındaki belirsizlik extra maliyetin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu durumda firmalar üretimlerini uygun bir biçimde düzenlemek zorunda kalmaktadırlar. Maliyetlerin etkisi iki yolla oluşmaktadır: gelir ve üretimin birim maliyeti. Gelir taraflı etki simetriktir. Yurt içi döviz kuru oynaklığının artışı, firmanın ihracatını negatif olarak etkiler. Yabancı döviz kuru oynaklığının artışı yabancı firma sayısını düşürecektir. Üretimin birim maliyeti etkisi ise simetrik değildir. Her iki döviz kuru volatilitésinin artması yabancı firma üretiminin birim maliyetini arttırabilmektedir (Lahiri ve Mesa, 2004:15).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından önemli bir belirleyici olarak döviz kurları, özellikle kur teorilerinden “parasal alanlar teorisi” açısından ele alınmaktadır. Bu yönden bir ülkenin parası ne kadar zayıfsa, yabancı yatırımcıların piyasası zayıf olan ülkede yatırım yapma olasılığı da o kadar zayıf olmaktadır.

Teorinin en önemli yaklaşımı sermaye piyasasındaki eğilimlerdir; güçsüz paraya sahip bir ülkede gelir akımı kur riskiyle birleştiğinde, sermaye akımı güçlü para cinsinden borçlanan zayıf paralı ülke firmalarının aleyhine bir oluşum doğurur. Bu açıdan kısa dönemde döviz kurlarındaki değişiklikler, belirsizliği (riskten kaçınmayı) artırmak ve verimliliği etkilemek suretiyle, DYS akımı üzerinde önemli boyutta olumsuz etkisinin olacağı düşünülmektedir. Bu açıdan zayıf paraya sahip bir ülkede döviz kuru ile DYS akımı arasında ters yönlü ilişkilerin olduğunu gözleyen yaygın bir literatür bulunmaktadır (Değer ve Emsen, 2005:64). Ancak, döviz kurlarının DYS üzerindeki etkisi belirlenirken, bir firmanın ürünlerinin ne kadarını ihraç, ne kadarını ithal ettiği önem taşımaktadır. İç pazara yönelik üretim yapan yabancı yatırımcı için, döviz kurları sadece yatırım ve kâr transferi aşamasında önem arz ederken, ihracata yönelik üretim yapan yatırımcı, ürünlerin satış aşamasında da döviz kurlarına dikkat etmek zorundadır (Kar ve Tatlısöz, 2008:14).

Enflasyon oranı, faiz oranı ve ödemeler dengesinin daha değişken hale gelmesi, sermayenin uluslararası boyutta hareketlilik kazanması, teknolojik gelişmeler ve spekülasyonlar, döviz kuru oynaklığının kaynağını oluşturmaktadır (Öztürk ve Acaravcı, 2002-2003: 199). Clark vd. (2004), 1984'te IMF'in dünya ticaretinde döviz kuru oynaklığının etkisi hakkında yaptığı Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşmasına (General Agreement on Tariffs And Trade: GATT) değinmiş, bu anlaşmadan sonra dünyada döviz piyasalarında yaşanan gelişmelerden bahsetmektedir. Bu çalışma korumacılık yanlısı baskılardaki bir artış, önemli paralar arasındaki büyük döviz kuru hareketleri ve dünya ticaretinde anlamlı bir durgunluk nedeniyle yapılmıştır. Bu gelişmelerin bazıları yakın tarihte tekrar ortaya çıkmıştır. Örneğin, mal ve hizmetlerin dünya ihracatlarındaki büyümesi 2000'de çift-haneli rakamlarda iken 2001 ve 2002'de ani bir şekilde azalmıştır ve ABD dolarının değeri son yıllarda oldukça ani olarak dalgalanmıştır.

Bunlarla ilgili çalışmalara bakıldığında döviz kurunda şiddetlenmiş dalgalanmalar olduğu gözlenmektedir. Son 30 yıldaki sermaye akışının liberalizasyonu ve sınır ötesi finansal işlemlerin ölçeğindeki ve çeşitliliğindeki çok büyük artış bunların yaşandığı ülkelerde, az gelişmiş sermaye piyasaları ile birlikte döviz kuru hareketlerinin önemini açık bir şekilde arttırmaktadır. Gelişmekte olan

piyasalardaki son yirmi yılda daha sık görülen para krizleri özellikle büyük döviz kuru oynaklığının önemli bir nedenidir. Bu krizler gelişmiş ülkelere ve gelişmekte olan ekonomilere özgü bir durumdur. Orta ve Doğu Avrupa'da piyasaya dayalı sisteme geçiş bu ekonomilerin paralarının uluslararası değerinde çoğu kez büyük ayarlamalar gerektirmektedir.

Dünya ekonomisindeki değişimler, döviz kuru oynaklığının etkisini zayıflatabilmektedir. Finansal risklere karşı korunma araçlarının çoğalması son yirmi yıl boyunca oynak para hareketlerinden ileri gelen risklere karşı firmaların savunmasızlığını azaltmaktadır. Çok uluslu şirketler için farklı döviz kuru oranlarındaki dalgalanmalar onların kârlılıklarında dengeleyici etkilere sahip olabilmektedir. Uluslararası işlemlerin gelişen bir bölümü bu çok uluslu firmalar tarafından üstlenilirken döviz kuru oynaklığı dünya ticareti üstünde azalan etkiye sahip olabilmektedir.

Hooper ve Kohlhagen döviz kuru oynaklığının, riskten kaçınan tüccarlar üzerinde yüksek maliyete ve daha az dış ticaret hacminin oluşmasına neden olduğunu belirlemektedirler (Öztürk ve Acaravcı, 2002-2003: 200). Çünkü ticari anlaşmanın yapıldığı tarihteki döviz kuru ile ödemenin yapılacağı tarihteki döviz kuru farklı olacaktır. Bu nedenle dış ticaret ile uğraşanların gelecekte elde edecekleri kâr ile ilgili belirsizlik ortaya çıkar. Dolayısıyla, iki taraflı döviz kuru oynaklığı ticaret hacminde azalışa sebep olmaktadır. Yani, döviz kurlarındaki oynaklık artar ise, döviz kurlarının gelecekte alacağı değerlerde belirsizlik meydana gelecektir. Böylece döviz kurundaki oynaklık bir risk oluşturmaktadır.

Teorik modellerin çoğunda nominal döviz kurunun aksine reel döviz kuru oynaklığının çalışıldığına dikkat etmek yararlı olacaktır. Kavramsal olarak ayrıdır ama gerçekte çok farklı değillerdir: malların fiyatları mahalli para (local currency) kısa ve orta dönemde yapışkan olma eğilimindedir. Bu durumda, reel ve nominal döviz kuru oynaklıkları uygulanabilir amaçlar için aslında aynıdır. Nominal döviz kuru oynaklığı reel döviz kuru oynaklığından daha büyük olma eğiliminde olduğu zaman gerçekleşen yüksek enflasyon durumları istisnadır. Bu nedenle, reel döviz kuru oynaklığına karşı nominal döviz kuru oynaklığının ticaret üzerinde farklı etkilere sahip olup olmadığı açık bir şekilde incelenmesi gerekmektedir.

Döviz kurunda beklenmeyen hareketlere bağılı olarak ortaya çıkan risk olarak da belirtilebilir. Başka bir tanımla, döviz kuru oynaklığı, nominal ve reel döviz kurunun uzun dönemli trendinden farklı olarak kısa dönemde dalgalanma göstermesidir (Ayhan, 2008:110).

Ülkeler arasında malların göreceli fiyatı olan, bir ülkenin rekabet gücünü yansıtan ve dolayısıyla açık ekonomilerde en önemli değişken olarak görülen reel döviz kurlarında meydana gelen ani ve beklenmeyen değişimler, tüketim, yatırım ve ticaret akımları kanalıyla küçük ve açık ekonomilerin uzun dönemde büyüme başarımını etkileyebilecek güçtedir. Öte yandan, nominal kur oynaklığı, yapısal kırılmalıkları ve risk algılamasını artırarak finansal piyasaların sığ olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere ortam hazırlayabilmektedir (Ayhan, 2008:111). Dolayısıyla, özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde meydana gelen kur oynaklığı, hem reel ekonomiyi hem de finansal piyasaları etkileyen ve makroekonomik oynaklığın kaynağı olan önemli bir gösterge olabilmektedir.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ ÜZERİNE ETKİSİ

#### 3.1. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları

Türkiye’de uygulanan döviz kuru rejimleri incelendiğinde, uzun süre sabit kur rejiminin uygulandığı görülmektedir. 1950 yılına doğru İngiliz Sterlini tabanlı kur olarak kullanılmış, 1950’lerden sonra ABD Doları kullanılmaya başlanmıştır. Kur rejimleriyle ilgili dönüm noktalarında birisi, döviz piyasaların doğrudan denetlenmesi ilgili 1930’larda yürürlüğe konan 1567 sayılı Türk Parasını Kıymetini Koruma Kanunudur. Bu kanun çerçevesinde uygulamalar, ülke para politikasını yürütecek “Merkez Bankası”nın bulunmaması nedeniyle başarılı olamamıştır. 1933’de yürürlüğe konan “Ödünç Para Verme İşleri Kanunu” ile serbest faiz uygulaması kaldırılarak TL’nin konvertibilitesine de son verilmiştir. Geçmiş yıllar incelendiğinde 1946 yılında ilk devalüasyonun gerçekleştiği 1947 yılında da Dünya Bankası ve IMF’ ye üye olunduğu ve ayarlanabilir sabit döviz kuru uygulaması başlandığı görülmektedir. 1980 yılına kadar kurda farklı ayarlamalar yapılmış fakat rejimde değişikliğe gidilmemiştir. 1 Mayıs 1980 de tek kur sistemine geçilmiş, döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlamıştır. 29 Aralık 1983’de yürürlüğe giren TBKK hakkında karar 28 sayılı karar ve 7 Temmuz 1984’te yürürlüğe giren 30 Sayılı Karar kambiyo rejiminde serbestliği sağlamaya yönelik uygulamalardır.

Dış ticarete ve mali sektörde serbestleşme, 1980 sonrası dönemin temel politika seçimidir. Bu seçimin uygulamaya konulması yolunda en önemli adımlardan birisi, 1989 yılında, sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi ve Türk Lirası’nın konvertibl hale getirilmesidir. 1980-1982 döneminde, temel kaygı bankacılık sektörünün liberalizasyonu idi. Bankalar arasında rekabetin geliştirilmesi, mali piyasaları geliştirmenin temel aracı olagelmıştır. İlk adım olarak, mevduat faizindeki limit 1981 yılında kaldırılmıştır. Döviz piyasası 1984 yılında serbestleştirilmiştir. 1986 yılında Interbank piyasası kurulmuş ve Merkez Bankası

açık piyasa işlemlerine başlamıştır. Özel bankaların döviz tevdiat hesabı açmalarına izin verilmiş ve döviz piyasasında işlem yapabilmeleri sağlandı. Bu haklar, bankaların finans piyasalarındaki belirleyici kurumlar olması sonucunu doğurmuştur. Bu dönemin bir diğer önemli özelliği ise serbestleşmedir. Finans piyasalarındaki etkinliğin bu serbestleşme süreci sonucunda sağlanacağı yönünde genel bir ön kabul söz konusudur (Atiyas ve Ersel, 1992:13). “Diğer yandan, mevduat faizleri ve kredi tayinlanmasındaki sınırlamaların 1980 ortalarında çok hızlı bir şekilde kaldırılması, tasarruf sahiplerine çok yüksek faizler teklif ederek ortaya çıkan bankerlerin bir kaç tane küçük bankayla birlikte batmaları sonucunda mali bir skandala yol açmıştır” (Boratav ve Yeldan, 2001).

1 Mayıs 1981 tarihinde günlük kur uygulamasına geçilmesiyle, Merkez Bankası'nın döviz kurlarını günlük olarak belirlemeye başladığı bu uygulamanın temel amacı döviz karaborsasının engellemesidir. 1983 yılına kadar süren bu döneme kontrollü esnek kur sistemi denilse de bu dönemde serbest bir döviz piyasası bulunmamaktadır. Liberalizasyon programının ikinci döneminde (1983- 1987), temel vurgu mali kurumların oluşturulması üzerine kurulmuştur. Bu çerçevede, bir kanun hükmünde kararname ile 1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kuruldu; ikincil piyasa işlemleri için düzenlemeler yapıldı ve 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açıldı. 1985 yılında, bankacılık sistemindeki yapısal zayıflığı gidermeyi amaçlayan yeni bankacılık yasası TBMM'de kabul edildi. Daha sonra, 1986 yılında, İnterbank para piyasası oluşturuldu ve 1987 yılında Merkez Bankası “açık piyasa işlemleri” yapmaya başladı. Bunlara ilaveten, döviz kuru rejiminde de bir değişiklik yaşandı. 1984'te, Türk vatandaşlarının bankalarda döviz tevdiat hesapları (DTH) açmalarına izin verildi. Aynı yıl, bankalara kendi kurlarını belirli bir band içerisinde belirleme hakkı verildi (Atiyas ve Ersel, 1992:15).

Türkiye'nin finansal liberalizasyonu sürecindeki en son aşama, 1989 yılında döviz piyasalarının kurulması ile başlamış oldu. Bu dönemdeki en temel gelişme, döviz ve yabancı sermaye alanlarında gerçekleşmiştir. 1989 yılında, döviz piyasası operasyonları ve uluslararası sermaye hareketleri tamamen liberal hale getirildi ve TL konvertibl oldu. Sonraki yıl, bankalar, uygulayacakları faiz oranlarını belirlemede tamamen serbest oldular. Bu gelişmeler mali derinleşmeye yol açtı.

Örneğin, toplam mali varlıklar (yani dolaşımdaki para, toplam mevduat ve toplam menkul kıymet) içerisinde toplam menkul kıymetler (kamu ve özel) önce küçük bir miktar artarak 1982 yılındaki % 22 seviyesinden 1986 yılında % 25 seviyesine yükseldi daha sonra, hızlı bir tırmanışla 1990 yılında % 43'e ulaştı (Atiyas ve Ersel, 1992:15).

32 Sayılı Kararname ile 1989 ve 1990 yıllarında kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış, TL reel olarak değer kazanmıştır. 1991'de Körfez Krizin'de net kısa vadeli sermaye çıkışına, bu da TL'nin reel olarak değer kaybetmesine neden olmuştur. 1992 yılında kurlardaki dalgalanma önemli ölçüde önlenmiştir.

**Tablo - 2: Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri**

DÖNEM	KULLANILAN DÖVİZ KURU REJİMİ	AÇIKLAMA
Eylül 1930-Ağustos 1931	İngiliz Sterlini’ne Sabitleme	
Eylül 1931-26 Eylül 1936	Fransız Frangı’na Sabitleme	
26 Eylül 1936-28 Kasım 1939	İngiliz Sterlini’ne Sabitleme	
28 Kasım 1939-Şubat 1941	Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
Mart 1941-Ağustos 1943	Serbest Düşen* / Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
Eylül 1943-9 Eylül 1946	Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
9 Eylül 1946-3 Eylül 1953	Fiili Olarak ABD Doları Etrafında Sürünen Band / Paralel Piyasa	Resmi olarak kurlar ABD Doları’na sabitlenmiştir. Band genişliği $\pm$ %5 olarak tespit edilmiştir.
3 Eylül 1953 - 20 Ağustos 1960	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Paralel piyasa primi sürekli olarak üç rakamlı olup, Temmuz 1958 tarihinde %537 oranıyla zirveye çıkmıştır.
20 Ağustos 1960-6 Haziran 1961	ABD Doları’na Sabitleme	
6 Haziran 1961 -9 Ağustos 1970	Fiili olarak ABD Doları Çevresinde Sürünen Band / İkili Kur	Band aralığı $\pm$ %5 civarında ve paralel piyasa primi %30-60 aralığında salınım göstermektedir.
9 Ağustos 1970-22 Aralık 1971	ABD Doları’na Sabitleme	
22 Aralık 1971 - Ağustos 1976	Fiili olarak ABD Doları Çevresinde Sürünen Band / Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Band aralığı $\pm$ %5 olarak tespit edilmiş ve kurlar sabitlenmiş olmasına rağmen kısa aralıklarla kur ayarlaması yapılmaktadır. Resmi yatay band %4,5 aralığındadır.
Eylül 1976-Mart 1981	Serbest Düşen / Fiili olarak ABD Doları Etrafında Sürünen Band / Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Band aralığı $\pm$ %5 olarak tespit edilmiş ve kurlar sabitlenmiş olmasına rağmen kısa aralıklarla kur ayarlaması yapılmaktadır.
Nisan 1981-22 Mart 1983	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasa	Birden fazla döviz kuru bulunmaktadır. 1 Mayıs 1981’den itibaren TL’nin ABD Doları’na karşı sabitlenmesi resmi olarak iptal edilmiştir.
22 Mart 1983-Nisan 1984	Yönetimli Dalgalı	1984 yılından itibaren piyasa primi büyük oranda tek rakam içerisinde kalmıştır.
Mayıs 1984-Ocak 1998	Serbest Düşen / Yönetimli Dalgalı	
Şubat 1998-1 Ocak 1999	Alman Markı Etrafında Sürünen Band / Serbest Düşen	Band aralığı $\pm$ %5 tir. Sürünen band sadece 24 aylık dönem için belirlenmiştir.
1 Ocak 1999-Ocak 2001	Euro Etrafında Sürünen Band / Serbest Düşen	Band aralığı $\pm$ %5 tir.
Şubat 2001- Ekim 2001	Serbest Düşen / Serbest Dalgalı	

Kaynak: Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, “The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation” **NBER Working Paper 8963**, June, 2002, <http://www.nber.org/papers/w8963.pdf>, (01. 09. 2009), p. 100

Türkiye ekonomisinde dış ticaretteki açık ve kısa vadeli spekülâtif amaçlı kazançların öncelik kazanmasına dayalı yapay büyüme süreci, 1993'ün son çeyreğinde güven eksikliğinde kaynaklanan bir finansal krize dönüşmüştür.

Kriz öncesi dönemde, bütçe açıklarının iç borçlanma ile finanse ediliyor olması nedeniyle, temel mali göstergelerde bozulmaya neden olduğu halde enflasyon oranı yüksek, fakat durağan olarak seyretmiştir. Yani iç borçlanma enflasyon oranı ve temel mali göstergeler arasında açık bir ilişki olmasını önlemiştir.

1994 yılında istikrar programları uygulanmaya başlanmıştır. Bu programda enflasyonun düşürülmesi amacıyla nominal kur çapa olarak uygulanmıştır. 1995 yılında IMF ile stand-by anlaşması imzalanmış ve yapılan anlaşma çerçevesinde, kur sepeti 1 ABD Doları 1, 5 Alman Markı olarak tanımlanmıştır. 1996 yılında ise Merkez Bankası döviz kuru politikası uygulamakta olduğu para politikası çerçevesinde, reel döviz kurundaki dalgalanmayı en aza indirgeyerek finansal piyasalarda istikrar sağlamaya çalışmıştır, fakat reel kurunun önüne geçilememiştir. Merkez Bankası 1997 ve 1998 yılında da aylık nominal devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir.

1999 yılına doğru “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı” uygulamaya konmuştur. 2000 yılında IMF ile üç yıllık bir programı kapsayan stand-by anlaşması imzalanmıştır. Programın üç ana unsuru, sıkı maliye politikası, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası para ve kur politikası olarak belirlenmiştir.

Bu hedefler gerçekleştirilebilirse, Türkiye ekonomisinin sahip olduğu potansiyeli daha hızlı harekete geçirebileceği, sürdürülebilir büyüme ile hem dünya ekonomisi ile gerçek anlamda bütünleşebileceği, hem de dünyanın önde gelen ekonomileri arasında yer alacağı varsayıyordu. Program bir takım dezavantajları da beraberinde getiriyordu. Bunlardan birincisi, Merkez Bankasının net iç varlıklarına konan sınırdır. İkincisi ise, kamu kesimi maaş ve ücretleri, fiyatları ile döviz kurunun enflasyonun altında uzun bir süre sabitlenmesidir. 2000 yılı başında hedeflenen enflasyon oranı yüzde 20 idi, döviz sepeti ise yüzde 18 artış gösterdi. Diğer bir

olumsuz sonuç ise döviz kuru artışının beklenen enflasyonun altında seyretmesi sonucu TL daha da değerlenmeye başladı ihracat düştü ve ithalat artmıştır.

Bu olumsuz gelişmeler sonunda 2000 yılının Kasım ayında kriz meydana geldi. Enflasyon krizler kadar hızlı düşmediği için 2000 yılında zaman zaman negatif faizler yaşandı. Cari işlemler açığı sürekli olarak devalüasyon tedirginliği yarattı. Talep daraldıkça üretim gerilenmesi yaşanmaya başlamıştır. Piyasalar güven bunalımı yaşamaya başlamıştır.

2000 yılı Kasım ayın krizinden sonra kur sepeti uygulaması sürdürülerek reel kurun değerlemesi Şubat 2001 krizine kadar devam etmiştir. 2001 Şubat ayında ikinci bir kriz patlak vermiştir Nisan ayı ortasında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” kapsadığı önlemler ve yasal düzenlemeler ile kamuoyuna açıklanmıştır. Kurun nominal çapa olarak uygulanmasına son verilmiş, dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Türkiye’de serbest dalgalanan kur rejimine planlı bir geçiş olmaması ve dövize hücum sonrasında bunun gerçekleşmesi nedeniyle çok sancılı bir süreçten geçmiştir. Türkiye gibi finansal piyasaları gelişmemiş olan ülkelerde, fon ihtiyacı olanların ya kısa vadeli olmak kaydıyla milli para cinsinden ya da döviz borçlanmak zorunda kalmışlardır. Bu durum, Türkiye’de bankalar ve şirketlerin yüksek oranda kur riski ile Şubat 2001 krizine yakalanmalarına neden olmuştur. Türkiye’de yüksek oranda para ikamesinin bulunması ve 2000-2001 yılları arasında uygulanan artış oranı nedeniyle, sabit kur rejimine rağmen döviz tevdiat hesaplarının azalmayıp aksine artış göstermesi bankacılık kesiminin üstlendiği kur riskinin daha da arttırmış olan bir diğer faktör olmuştur (Arat, 2003:24).

2002 yılı para programı parasal hedefleme çerçevesine dayanmaktadır. 2001 yılının son çeyreğinde kurların görece olarak yatay seyrettiği ve bu durumun 2002 yılı başlarına kadar devam ettiği görülmüştür. 2003 yılının ilk çeyreğinde kurların seyri büyük ölçüde Irak operasyonu ile ilgili gelişmeler tarafından belirlenmiştir. Bu aşırı değerlenme 2003 yılının Mayıs ayına kadar devam etmiş, daha sonraki dönemlerde reel döviz kurunun yükseldiği gözlenmiştir.

Seçimler sonrasında oluşan yeni hükümetin bazı uygulamaları sonucunda başlangıçta programa olan güvende gerileme meydana gelmiştir. 2003 yılının ilk

aylarında kurlarda hareketlenme yaşanmış ve faiz oranları yükselmiştir. Ancak bu durum hükümetin istikrar programını devam ettireceğini açıklaması ve politikalarını da bu doğrultuda oluşturması sonucunda tekrar kazanılan güven ortamının ardından Türk Lirası'ndaki değer artışları 2003 yılında da devam etmiştir. Ayrıca Türkiye uzun bir aradan sonra 2003 yılı içerisinde eksi enflasyon değerlerine ulaşılmıştır. Önceki yıllarda döviz kurlarında meydana gelen yükselmenin durdurulması yönünde adımlar atan Merkez Bankası, 2003 yılı içerisinde kurlarda aşağı yönde oluşan baskının kırılması için döviz alım ihaleleri düzenleyerek kurlara müdahale etmiştir.

Merkez Bankası'nın 2004 yılı kur politikası hakkında yaptığı açıklamada dalgalı rejim uygulamasına 2004 yılında da devam edileceğini, bugüne kadar olduğu gibi kurlarda aşırı dalgalanmalar karşısında müdahalede bulunulabileceğini, ayrıca ters dolarizasyon gelişim sürecinin uygun olduğu takdirde döviz rezervlerinde artış yapacağı ifade edilmiştir. Döviz rezervi artışları şeffaf ve piyasa katılımcıları ile görüşülerek oluşturulan mekanizma aracılığıyla döviz alım ihalesi yapılacak, tersi durumda ise alımlara ara verilebileceği dile getirilmiştir. Öte yandan dalgalı kurlardaki aşağı veya yukarı doğru hareketlenmelerden ekonomik birimlerin daha az etkilenmeleri için risk almamaları ve döviz pozisyonlarını vadeli işlemlerle dengelemeleri tavsiyesinde de bulunulmuştur (TCMB, 2004: 13).

2005 yılında yapılan yasal değişiklik ile paranın üzerinden altı sıfır atılmıştır. 1 Ocak tarihi itibarıyla Yeni Türk Liralari piyasaya sunulmuştur. 2003-2007 döneminde uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ile aralıksız bir yüksek büyüme süreci yaşanmıştır. Ancak, 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonucunda ekonomik büyüme 2008 yılının dördüncü çeyreğinde %6,2 daralarak yıllık %1, 1 büyüme göstermiştir. 2008 yılında uygulanan kur politikasında, Merkez Bankası 2002-2005 yılları arasında kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır. 2009 yılına gelindiğinde ise, küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerine etkisi giderek artmış ve daralan dış ticaret hacmi ve sanayi üretimine paralel olarak ekonomi %13, 8 oranında daralmıştır. 2009 yılında milli hasılaya harcamalar yönünden baktığımızda, kamu sektörü sabit sermaye yatırımlarında artış devam ederken, özel sektör sabit sermaye yatırımlarında büyük oranlarda düşüş yaşanmıştır.

### 3.2. Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırım Politikaları

Gelişmekte olan ülkeler grubuna dâhil olan ülkemizde yabancı sermaye özellikle dört noktada önem taşımaktadır, finans gücü, teknoloji transferi, yönetim becerisi ve dış pazar imkânları. Ülkemizde yabancı sermaye yatırımlarının arttırılmasının, büyük ölçüde sermaye açığının ortadan kalkmasına, üretimde eski teknoloji yerine yeni teknolojinin kullanılması ve yeni teknoloji ile birlikte üretimde verimliliğin artması ve yeni dış pazarlara açılmasında büyük imkânlar sağlayacağı düşünülmektedir (Çetinkaya, 2004: 241-242). DYS ile ithalatı azaltıcı, ihracatı arttırıcı etki sağlanarak dış ticaret açığının kapatılmasına olumlu etki gerçekleştirilirse ödemeler dengesi dolayısıyla cari işlemler dengesi de bundan olumlu yönde etkilenecektir. Ancak, Türkiye’nin yatırım çekme performansı paradokstur. Türkiye yabancı yatırımları çekmek için, 70 milyonluk bir iç pazar, avantajlı bir coğrafi konum, emek maliyeti ve verimliliği uygun, telekomünikasyon ağı gibi birçok avantaja sahip bir ülke olmasına rağmen istediği sonuca ulaşamamıştır. Bu paradoksun ortaya çıkışında ÇUŞ’ların alternatif ülkelere tercih yaparken bir ülkeyi diğerine tercihindeki kararlarını etkileyen ana faktörler ile Türkiye’nin karşılaştırmalı pozisyonu önemli bir nedendir (Soydal, 2007:87).

Türkiye’de yabancı sermayeye ilişkin olarak kabul edilen ilk yasal düzenleme 1954 yılında çıkarılan 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu’dur. Ancak o yıllarda yaşanan siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar, bürokratik güçlükler, yetersiz iktisat politikaları uygulamaları, yetişkin insan gücü eksikliği ve altyapı noksanlığı gibi nedenlerle, 1980 yılına kadar yabancı sermaye yatırım girişi sağlanamamış ve o yıla kadar verilen yabancı sermaye izinleri 228 milyon doları aşamamıştır.

Cumhuriyetin kurulduğu ilk yıllarda toplam yabancı sermaye 250 Milyon Türk Lirası civarında olmuştur. Cumhuriyet’in ilk yıllarında Türkiye’de yerleşik yabancı firma sayısı seksen yedi idi. Bu firmaların yarısından çoğu İngiliz ya da Fransız sermayeli kuruluşlardır (Samsunlu, 2004:467). Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeli şirketlerin ülkeye çekilmeye çalışılmasına rağmen, bu dönemde yapılan millileştirmeler ülkeye istenilen ölçüde yabancı sermayenin gelmeyeşine yol açmıştır. Türkiye’de, Cumhuriyetin kuruluşundan 1950 yılına gelene kadar, dönemin bir



kısmında veya tamamında "bilinçli olarak" yabancı sermayeye karşı bir politika izlenmemiştir. Bu dönemde dünya ekonomisindeki konjonktürel gelişmeler ile, 1929-1930 Dünya Ekonomik Krizi'ne bağlı olarak yabancı özel yatırımlarda önemli bir gelişme olmamıştır. Ayrıca, işbaşına gelen hükümetler, ülkenin ekonomik kalkınmasına yabancı sermayenin katkısını teşvik etmeye yönelik önlemler de almamışlardır. II. Dünya Savaşı'nın bitmesiyle, yeni dünya ekonomik düzenine yön vermek amacıyla ABD'nin etkinliğiyle kurulan Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası'na Türkiye'nin katılımı ve Marshall Yardımı'ndan yararlanmaya başlaması, ABD'den mali ve askeri yardım sağlaması ve en önemlisi Savaş sonrasında oluşan ikili kutupta kapitalist sistemin içinde yer alması sonucunda Türk Hükümeti, yabancı yatırımcıların Türkiye'de yatırım yapmasını kolaylaştırıcı mevzuat değişikliklerine yönelmiştir. Bu çerçevede özellikle 1946 seçimlerinden sonra yasal düzenlemeler için hazırlıklara başlanılmış, Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu ve Petrol Kanunu gibi önemli yasalar Demokrat Parti iktidarında çıkarılmıştır (Karluk, 2000:104).

Yabancı sermayenin Türkiye'de yapmış olduğu fiziki yatırımları ifade eden, doğrudan yatırımların teşviki amacıyla 1980 sonrası yabancı sermaye mevzuatı tekrar düzenlenmiştir. 1986, 1992 ve 1995 yıllarında yabancı sermaye çerçeve kararlarında yapılan değişikliklerle mevzuat daha liberal hale gelmiş ve 1996 yılında AB ile imzalanan Gümrük Birliği ve 1999 yılında da uluslararası tahkim yürürlüğe girmiştir (TCMB, 2000:52). Bu gelişmeler çerçevesinde 1980 sonrası dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yıllar itibariyle artışlar olsa da bu artışlar sınırlı düzeyde kalmıştır. Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişlerinin özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından 1990'lı yılların başına kadar bu yatırımların arttığı, daha sonra artışın durduğu görülmektedir. 1990'lı yıllardan itibaren doğrudan yabancı sermaye yatırımları özellikle L. Amerika ülkeleri ile doğrudan yabancı sermayeyi özendirici politikalar izleyen Uzak Doğu Ülkeleri ve Çin'e yönelmiştir. Diğer yandan Sovyet bloğunun dağılmasından sonra Doğu Avrupa ülkeleri ile Bağımsız Devletler Topluluğu'nun serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde yaptıkları önemli özelleştirmelerde, büyük miktarda yabancı yatırımları çekmiş ve Türkiye'nin yabancı yatırımcıların ilgi alanı dışında kalmasına neden olmuştur (Kar

ve Tatlısöz, 2008: 69).

Türkiye'de uzun yıllardır süregelen yüksek oranlı enflasyon, istikrarsız büyüme ve politik sorunlar, uzun vadeli plan yapmayı büyük ölçüde zorlaştırmıştır (TCMB, 2001:52). Ülkemize yapılan doğrudan yatırım miktarlarının artırılabilmesi için öncelikle, siyasal ve sosyal istikrarın sağlanarak, enflasyonun düşürülmesi, kamu kesimi reformu, özelleştirme ve imtiyaz projelerinin gündeme getirilmesi, bütçe açıklarının kapatılarak kamu borçlanma gereğinin azaltılması, devletin küçültülerek etkin hale getirilmesi gerekmektedir (Arıman, 2000:138 ).

Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlarla ilgili dikkat çeken bir başka hususta, fiili giriş yapan doğrudan yatırım miktarı, izin verilen yabancı sermaye yatırımlarının yaklaşık yarısı kadar bir oranda gerçekleşmiş olmasıdır. Bunun en önemli nedeni ise yatırımların gerçekleşme süreleridir. Yapılan yatırımların çoğunluğu izin verilen yılda tamamlanamamakta sonraki yıllarda da devam edebilmektedir. Diğer bir neden ise çeşitli sebeplerle verilen izinler yatırımlara dönüştürülememesidir (Hazine Müsteşarlığı, 2001: 6).

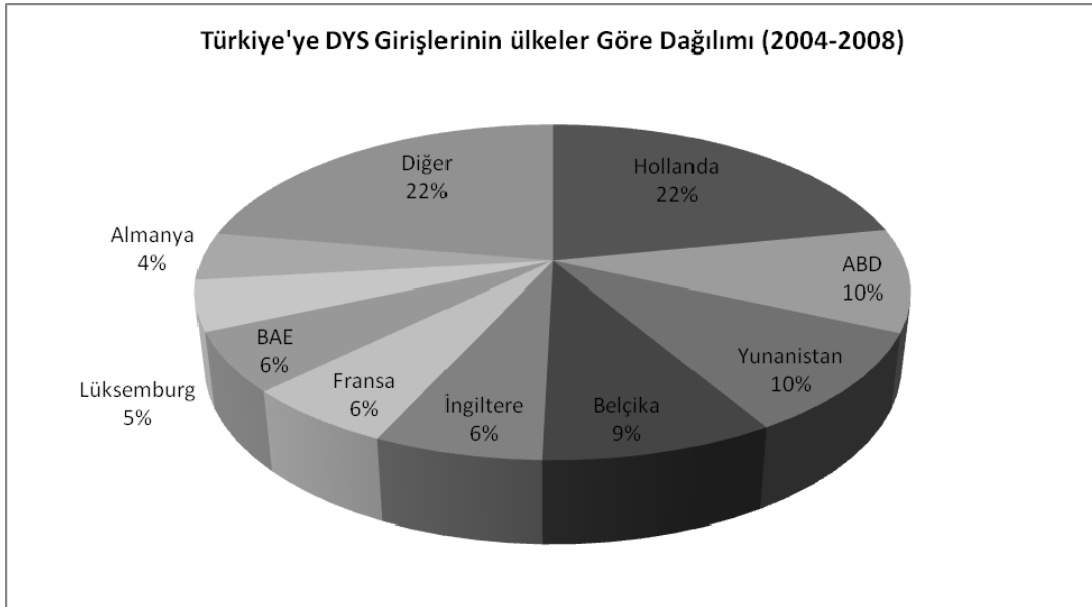
Tablo - 3: Ülkeler İtibariyle Sermaye İhracı (Doğrudan Yatırımlar)

ÜLKE	2000		2001		2002	
	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)
A. B. D.	56	150.704.449	11	2.838.652	11	26.750.069
ALMANYA	110	319.910.185	9	112.809.832	12	4.029.254
AVUSTURYA	12	24.027.004	1	2.098	0	6.881.108
AZERBAJYAN	109	150.374.957	3	417.691.457	2	177.374.137
BELÇİKA	15	52.263.299			4	163.613
FRANSA	22	74.334.723	6	1.640.210	1	94.332
HOLLANDA	49	1.457.210.366	11	463.355.694	12	157.700.043
İNGİLTERE	53	507.922.169	3	11.544.177	3	7.444.145
LÜKSEMBURG	15	175.580.004	1	8.532.000	0	2.000.000
RUSYA FED.	68	148.362.497	4	13.298.406	7	-3.200.531
YUNANİSTAN	0	122.673	2	52.233	1	189.795
<b>TOPLAM</b>	<b>509</b>	<b>3.060.812.326</b>	<b>51</b>	<b>1.031.764.759</b>	<b>53</b>	<b>379.425.965</b>
ÜLKE	2003		2004		2005	
	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)
A. B. D.	9	3.616.360	8	3.566.063	12	6.627.555
ALMANYA	12	2.919.135	11	6.448.143	13	19.594.056
AVUSTURYA			2	-1.762.075	1	7.138.628
AZERBAJYAN	4	298.696.823	2	581.557.098	4	814.734.927
BELÇİKA			1	55.404	4	142.446
FRANSA	4	234.394	4	2.080.685	2	892.352
HOLLANDA	10	51.792.122	11	196.895.647	11	255.172.531
İNGİLTERE	4	926.361	1	465.741	8	2.390.103
LÜKSEMBURG	2	12.986.757	1	1.296.000	0	39.458
RUSYA FED.	8	-1.694.200	21	4.262.061	20	27.962.482
YUNANİSTAN	1	187.740	2	262.880	3	707.442
<b>TOPLAM</b>	<b>54</b>	<b>369.665.492</b>	<b>64</b>	<b>795.127.646</b>	<b>78</b>	<b>1.135.401.979</b>
ÜLKE	2006		2007		2008	
	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)	FİRMA SAYISI	İHRAÇ EDİLEN SERMAYE(\$)
A. B. D.	11	27.925.432	20	48.975.624	17	406.686.686
ALMANYA	16	51.964.243	20	67.494.711	18	88.198.292
AVUSTURYA	2	241.892	3	8.807.311	0	1.924.295
AZERBAJYAN	4	271.606.654	2	390.679.915	5	413.937.140
BELÇİKA	2	3.344.270	3	125.394	3	242.111.467
FRANSA	6	7.230.311	9	-14.776.198	3	25.691.431
HOLLANDA	9	253.986.718	14	1.155.931.052	18	504.606.572
İNGİLTERE	2	-14.666.990	9	26.247.901	5	8.460.628
LÜKSEMBURG	4	1.823.049	3	11.792.738	2	1.000.859
RUSYA FED.	32	15.805.345	21	54.109.336	26	27.991.775
YUNANİSTAN	3	1.607.395	3	278.438	1	34.115.691
<b>TOPLAM</b>	<b>91</b>	<b>620.868.318</b>	<b>107</b>	<b>1.749.666.222</b>	<b>98</b>	<b>1.754.724.837</b>

Kaynak:OECD

Türkiye’de izin verilen DYS’lerin ülke gruplarına göre dağılımı incelendiğinde, OECD üyesi ülkelerin geleneksel ağırlıklarını sürdürdükleri görülmektedir. Dolayısıyla, izinlerin yüzde 88,8’i OECD ülkelere verilmiştir. OECD üyesi AB ülkelerinden Hollanda, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya ve Lüksemburg yatırımcıları, Türkiye’deki DYS’ler içinde yüzde 64,4 paya sahiptir. Bunun, yüzde 27,5’i yukarıda da açıkladığımız nedenlerden dolayı Hollanda’ya, yüzde 13,7’si Almanya’ya, yüzde 8,8’i İngiltere’ye, yüzde 6,7’si Fransa’ya ve yüzde 4,1’i de İtalya’ya aittir AB ülkeleri dışında OECD ülkelerinden en yoğun DYS ABD’den gelmektedir. ABD toplam DYS izinlerinin yüzde 7,4’üne sahiptir(Yased,2010).

**Grafik - 3: Türkiye'ye UDY Girişlerinin Ükelere Dağılımı (2004-2008)**



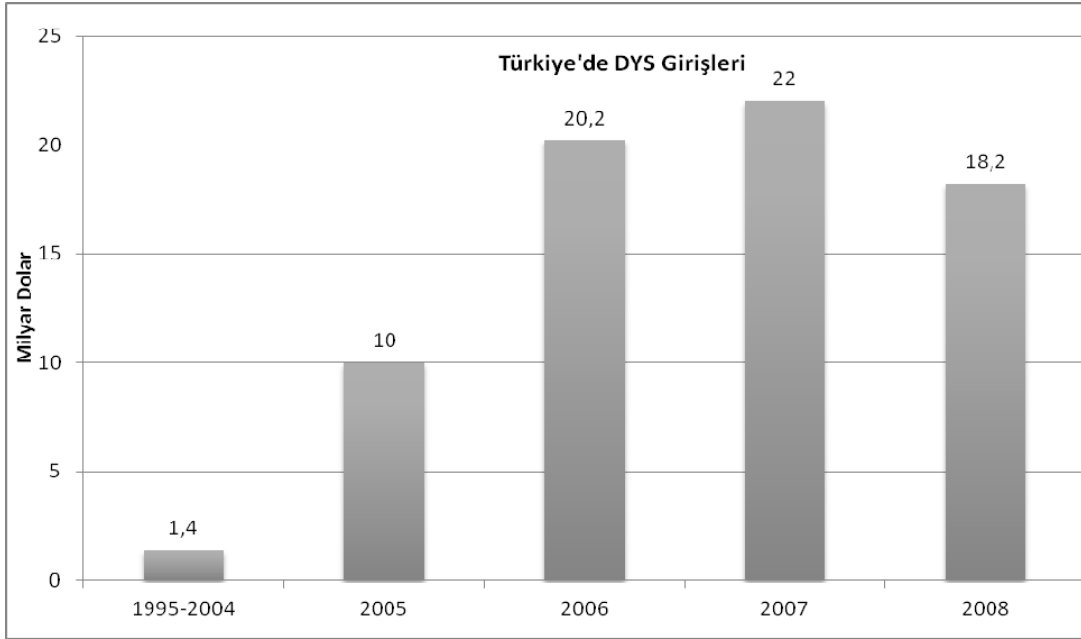
**Kaynak:TCMB 2009**

AB ülkeleri içinde Hollanda’nın en büyük yatırımcı ülke olarak ortaya çıkmasında “uluslararası doğrudan yatırımlar” terminolojisinde “Özel Amaçlı Şirketler-Special Purpose Entities” olarak adlandırılan ve kurulu bulunduğu ülkede sadece yabancı sermayenin ülkeye gelişine ve başka bir ülkeye gidisine aracılık eden şirketlerin kurulmasına kolaylık sağlanması rol oynamaktadır. Hollanda bu niteliği nedeniyle genel olarak nihai yatırımcı bir ülke değil, uluslararası doğrudan yatırımlara aracılık yapan bir ülke konumundadır. Benzer şekilde, AB ülkelerinden

Lüksemburg'da da sermayenin bir ülkeden diğerine aktarılmasına aracılık eden şirketler bulunmaktadır. (TCMB, 2008:12)

Yeni Yasa'nın yürürlüğe girdiği 17 Haziran 2003 tarihinden sonra ülkemizde faaliyette bulunan 3.095 adet yabancı sermayeli şirketin 506'sı Alman, 245'i İran, 200'ü İngiliz ve 193'ü ise Hollandalı ortak ağırlıklıdır. Sermaye büyüklüğü itibariyle Almanya, 410,3 milyon dolar ile 17.06.2003 31.12.2004 tarihleri arasında ülkemize gelen DYS'lerin yüzde 56'sına sahiptir (Hazine Müsteşarlığı, 2005: 5).

Türkiye'de 2006 yılında 20,2 milyar dolar ve 2007 yıllarında 20 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen DYS girişleri, dünya genelinde yaşanan düşüşe paralel olarak, yüzde 18 oranında düşerek 18,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 2006 yılında ilk kez dünyada en fazla DYS çeken ilk 20 ülke arasında 17. sırada yer almış, 2007 yılında bu sıralamada gerileyerek 23. sıraya gelmiştir. Türkiye 2006 yılında gelişmekte olan ülkeler arasında 5. sırada yer alırken, 2007 yılında ise bu kategoride 9. sıraya gerilemiştir. 2008 yılında Türkiye'ye 18,2 milyar dolarlık DYS girişinin, 14,7 milyar dolarını net doğrudan yabancı sermaye girişleri, 3,5 milyar dolarlık kısmını ise yurtdışında yerleşik kişilerin gayrimenkul alımları oluşturmuştur. 2008 yılında yabancı sermaye girişlerinin yüzde 66'sı hizmetler sektörüne olurken; sanayi sektörleri girişlerden yüzde 34 pay almıştır. Sanayi sektörlerine girişler hemen hemen aynı düzeyde kalırken, hizmet sektörlerine girişlerde yüzde 30 düşüş gözlenmektedir. (Yased:2009:3)

**Grafik - 4: Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri**

Kaynak:TCBM 2009

Tüm bu değerlendirmeler çerçevesinde yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye’nin tasarruf ve yatırım oranını yükseltmediği, zaten mevcut üretim tesisleri satın alındığından üretim kapasitesini artırmadığı düşünülmektedir. Bu kapsamda Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin temel özelliği yeni yatırım yapmak yerine mevcutların satın alınması stratejisi olarak ortaya konulabilir. Esasında dünya genelinde gözlenen genel eğilim de bu yöndedir. Yeni yatırımların payının son derece düşük olması ve mevcut üretim tesislerinin satın alınmasına bağlı olarak Türkiye’deki yabancı sermaye yatırımları ne ithal ikamesi ne ihracatı artırma etkisi yaratmamakta, dış açığı azaltıcı etkide bulunmamakta, dolayısıyla dış açığı da azaltmamaktadır. Söz konusu durum eğer varsa tekelliliği de kırmamakta sahiplik yapısının değişimine sebep olmaktadır. Yeni tesis kurulmadığından yabancı sermaye yatırımlarının istihdamı da artırdığı söylenemez. Yabancı sermayenin eline geçen şirket, vergi gelirini de artırmamakta, sadece kâr sahibi ve vergi mükellefi değişmiş olmaktadır. Buna karşılık, yurt dışına yapılan gelir transferi ise artmaktadır.

**Tablo - 4: Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı**

Sektörler	1954-2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1954-2008
	(Birikimli)							Toplam
Tarım, Avcılık, Ormancılık ve Balıkçılık	85	23	30	34	46	51	60	329
Madencilik ve Taşocaklığı	93	12	31	51	49	82	93	411
İmalat Sanayii	1.347	24	34	407	44	49	45	3.757
<i>Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı</i>	144	20	51	39	45	37	33	369
<i>Tekstil Ürünleri İmalatı</i>	130	58	52	67	51	50	20	428
<i>Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı</i>	168	27	42	36	38	56	47	414
<i>B. Y. S. Makine ve Teçhizat İmalatı</i>	105	19	23	27	52	46	44	316
<i>Motorlu Kara Taşıtı , Römork ve Yarı-Römork İmalatı</i>	110	15	18	20	16	19	21	219
<i>Diğer İmalat</i>	690	11	16	218	24	29	29	2.011
		0	3		6	0	4	
Elektrik, Gaz ve Su	65	9	15	10	43	77	11	334
							5	
İnşaat	194	29	12	322	41	49	38	1.970
			7		8	8	2	
Toptan ve Perakende Ticaret,	1.879	40	79	722	78	82	80	6.210
		3	7		0	7	2	
Oteller ve Lokantalar	574	62	77	167	20	21	22	1.520
					2	2	6	
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	408	83	20	229	26	29	30	1.796
			9		9	8	0	
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	105	12	6	19	48	41	44	275
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	358	87	22	503	68	86	69	3.408
			5		3	0	2	
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	186	60	82	149	18	18	22	1.069
					3	5	4	
Toplam	5.294	1.029	1.948	2.613	3.169	3.629	3.397	21.079

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Diğer taraftan Türkiye'deki yabancı sermaye Yatırımlarının belli sektörlerde yoğunlaştıkları görülmektedir. Bankacılık sektörü bu konuda öncü sektördür. Halkbank, Ziraat Bankası gibi esnafa ve çiftçiye ucuz kredi sağlayan ve ülkenin gelişimi için son derece önemli işlevler üstlenen kamu bankaları da satılırsa, yabancı bankaların Türk finans sistemi içindeki payı yüzde 70'lere ulaşabilecektir. Yabancı bankalar sermaye kaçıışı, kâr transferi gibi sebeplerle dış açığı artırmaları, mali göstergeleri iyi olan müşterileri seçip ve küçük işletmelere kredi açmakta isteksiz davranmaları, kriz dönemlerinde faaliyetlerini durdurup ülkeyi terk edebilmeleri gibi olumsuzlukları barındırmaktadır. Yabancı bankalar işlemlerini çoğunlukla yabancılarla yaptıkları için ülkedeki krizlerden de pek etkilenmemektedir. İmalat

sanayine giren DYS fabrika binasını ya da makineleri alıp dışarı götüremez. Ancak bankacılıkta varlıklar yabancı ülkelerde olabilir. Kritik döneme girilince, yabancı banka yükümlülüklerini yerine getirmeden ülkeden kaçabilmektedir.

Tablo 7’de, yabancı yatırımların sektörlere göre dağılımına yer verilmektedir. Türkiye’ye gelen yabancı yatırımların sektörlere göre dağılımına bakıldığında hizmet sektörüne yönelik bir yoğunluğun olduğu görülmektedir. Asıl katma değeri yaratması beklenen imalat sanayine yönelik yatırımlarda ise istenen miktarlara ulaşıldığı söylenemez. Son 5 yıldaki girişlere toplu olarak bakıldığında ise, girişlerin yüzde 78’inin hizmetler sektöründe gerçekleştiği görülürken, yüzde 22 paya sahip sınıai sektörlerin alt dallarında ise gıda-içecek-tütün sektörü, kimyasallar ile ana metaller ve metal ürünleri imalatı en fazla giriş alan alanlar olmuştur. (Yased:2009:3)

Türkiye’nin geliştirmekte olan bir ülke olarak, öncelikle doğrudan yatırım kanalı ile sermaye girişini tercih etmesi gerekmektedir. Çünkü doğrudan yatırımlar beraberinde teknoloji, bilgi ve kalifiye eleman getirmekte, giriş yaptığı ülkede uzun dönemli kalarak ülkelerin daha hızlı ve istikrarlı bir şekilde büyümesine ve kalkınmasına yardımcı olmaktadır.

Türkiye’de ekonomik büyüme ve net sermaye girişleri arasında çok güçlü bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye’de, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde büyüme hızı artmakta, sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise büyüme hızı azalmaktadır.

Türkiye önümüzdeki dönemlerde yeni küresel ekonomik sistemin ortaya çıkardığı imkânları en iyi şekilde nasıl değerlendirebileceği ve bu imkanları gözetererek hangi stratejileri izleyebileceği üzerinde durmak zorundadır. Türkiye'nin küreselleşen dünyadaki konumunu belirlemek, kısa ve uzun dönemli analizler yapmak büyük önem taşımaktadır. Zira ülkelerarası karşılıklı bağımlılığın arttığı bu dönemde ülkenin diğer ülkelerdeki gelişmelerden bağımsız olarak etkin ve sağlıklı politikalar oluşturması imkansızdır. Bu nedenle Türkiye, geleceğe yönelik politikalar oluştururken yaşanmakta olan uluslararası etkileşim sürecini iyi analiz etmek zorundadır. (Berber ve Topal, 1996)



**Tablo- 5: Türkiye'ye Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri ve Türkiye'nin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldığı Pay**

Yıllar	DYS Girişi (Milyar Dolar)	Dünya Toplamındaki Pay (%)	Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Pay (%)	Dünya Sıralaması
1970'ler	0,1	0,2	0,9	-
1980'ler	0,2	0,2	0,8	-
1990'ler	0,8	0,2	0,6	-
2000	1	0,1	0,4	53
2001	3,4	0,4	1,5	38
2002	1,1	0,2	0,6	53
2003	1,7	0,3	0,8	53
2004	2,8	1	0,9	38
2005	10	1,4	2,8	23
2006	20,2	1,1	4,1	17
2007	22	1,1	3,4	25
2008	18,2	0,7	2,4	20

Kaynak: Yased (2009)

Türkiye, en fazla DYS çeken ülkeler arasında 2003 yılında 53. Sırada iken, 2004 yılında 38. sıraya, 2005 yılında 22. sıraya yükselmiştir. 2006 yılında gelişmekte olan ülkeler arasında ilk 10 içerisinde yer almış 2008 yılında yaşanan ekonomik kriz ile bu gelişme duraksamıştır. 1995- 2004 döneminde ortalama 1,4 milyar dolar olan DYS girişleri 2005 yılında 10, 2006 yılında 20,2 milyar dolara seviyelerine ulaşmıştır. 20,2 milyar dolarlık DYS girişlerinin 17,3 milyar doları net doğrudan yabancı sermaye girişleri, 2,9 milyar dolarlık kısmı ise yurtdışında yerleşiklerin gayrimenkul yatırımları oluşturmuştur. 2007 yılında 22 milyar dolar olan DYS girişleriyle ilk defa 17. Sıraya yükselmiş, yaşanan kriz nedeniyle 2008 yılında 18,2 milyar dolarla 20.sıraya gerilemiştir.

### 3.3. T.C. Merkez Bankası Müdahaleleri ve Döviz Kuru Oynaklığı

Döviz piyasalarında merkez bankalarının ve dolayısıyla hükümetlerin rolü pasif değildir. Döviz piyasasındaki işlem hacmi sayesinde bir “düzenli piyasa” devam ettirmek için müdahale etmeyi sürdürürler (Sengupta, 2002:1). Döviz kuru müdahalesi bankalar arası döviz piyasasından merkez bankası tarafından yapılan yabancı para alım satım işlemleriyle, döviz kuru seviyesi ve onun oynaklığını etkilemeyi kastedmektedir. Döviz kuru müdahale alım-satımları, döviz kuru piyasasındaki düzensiz hareketlerden meydana gelen oynaklığı kontrol altına almak,

döviz kuru rezervlerini toplamak ve gelecekteki para politikası tutumunu göstermek için yapılmaktadır. Bu amaçlar dışında, sınırlandırılmış döviz kuru oynaklığı en önemli amaçtır. Aşırı döviz kuru hareketlerinin, uluslararası finansal akımlar, dış ticaret, yatırım ve çıktı üzerinde ters etkilere sahip olma eğilimde olduğunu bilinmektedir. Daha açık bir şekilde anlatmak gerekirse, daha yüksek döviz kuru riskleri, yabancı yatırım akımları üzerindeki beklenen getiriyi azalttığı için döviz kuru oynaklığı uluslararası yatırımların yapılmasında yatırımcıların cesaretini kırabilmektedir. Benzer şekilde, daha yüksek döviz kuru oynaklığı, uluslararası ticaretten elde edilen kâr getirici faktörler hakkında belirsizlik yaratarak yatırım risklerini arttırmaktadır. Malların maliyetlerine risk priminin dahil edilmesi bu malların karşılaştırmalı üstünlüğünü zayıflatabilecek şekilde daha yüksek fiyatlara yol açmaktadır. Ayrıca döviz kuru oynaklığının çoğu kez ekonomik krizlerle ilişkisi olduğu ve dalgalanma korkusuna yol açan kredibilite politikası yetersizliğinin bir sinyali konusunda Calvo ve Reinhart'ın (2002) çalışmaları bulunmaktadır.

Döviz kuru oynaklık üzerinde merkez bankası müdahalelerinin etkisi olduğu konusunda araştırmacılar arasında bir fikir birliği olduğu söylenebilir. Ancak uygulamalı çalışmalarla kesin ve politik önermelere temel oluşturulabilecek kaynak elde edilememiştir. Bugüne kadar merkez bankalarının döviz piyasalarına yaptıkları günlük müdahalelerin etkilerini ele alan birçok uluslararası uygulamalı çalışma yapılmıştır. Son dönemde bu alanda ülkemizde de bazı önemli çalışmalar gerçekleştirilmiştir. Ancak bu alanda yapılan çalışmalarda hangi analiz yönteminin kullanılması gerektiği konusunda bir fikir birliği yoktur. GARCH türü modeller, döviz müdahalelerinin etkinliğini test etmek için yaygın olarak kullanılmaktadır. Günlük bazdaki kurların yüksek orandaki oynak yapısı veri alındığında müdahaleler nispeten düşük sıklıkla olacağından, döviz piyasasına yapılan müdahaleler ile döviz kurlarının hareketleri arasındaki bağlantıyı bu teknikle analiz etmek hiç kolay değildir. Ancak bu gibi dezavantajlarına rağmen, GARCH modellerinde hem ortalama hem de şartlı varyans üzerinde müdahalelerin etkileri test edilebilmektedir. Müdahalelerinin kur oynaklık üzerindeki etkilerinin günlük döviz kurunun istatistik özellikleri incelenerek modellenmesi bağlamında, FIGARCH modelleri de önemli bir analiz üstünlüğü sunmaktadır. FIGARCH modellemesi, merkez bankası

müdahalelerinin günlük kurlardaki oynaklığı etkileme gücünü ölçmenin yanında, kur serilerindeki sonlu sürekliliğin varlığını sınamaya da imkân verdiğiinden bu alanda tercih edilen bir analiz aracı haline gelmiştir.

Müdahale eğer sadece döviz kuru oynaklığını kontrol altına almaya yardım ediyorsa etkin olduğu düşünölmekte, aksi takdirde etkin olmadığı söylenmektedir. Bu müdahalelerin etkinliğini göstermek amacıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ölkeler için yapılan birkaç çalışmaları vardır. Gelişmemiş ölkeler için yapılan çalışmaları yetersiz kalmakta bunun temel nedeni de yüksek frekanslı verilerin mevcut olmamasından kaynaklanmaktadır. Fakat gelişmiş ölkeler hakkındaki yazın, yüksek frekanslı verilerin ulaşılabilirliği ile birlikte sürekli olarak gelişmektedir. Dolayısıyla bu konuda yapılan çalışmaları da gün geçtikçe artacaktır.

2000 öncesi dönemde yüksek ve kronik enflasyonist baskılar döviz kurlarının sürekli bir yükseliş eğilimi içinde olmasına neden olmuştur. Enflasyon kaynaklı bu kur artışları, enflasyon sürecinin yüksek ölçüdeki belirsiz doğasından ötürü, kur hareketlerinde de belirsizliğe, bu çerçevede de ciddi dalgalanmalara ve oynaklığa yol açmıştır. Dolayısıyla, 1999 istikrar paketi ve izleyen dönemde TCMB'nin en önemli hedeflerinden birisi, enflasyondaki ve elbette kurlardaki belirsizliği önlemek olmuştur. Diğer bir deyişle, fiyat istikrarının sağlanması temelinde bir kur istikrarı amaçlanmıştır. Bu bağlamda, TCMB'nin 2000'den itibaren kuru önceden ilan ederek ekonomik birimlerin ve döviz piyasası katılımcılarının kurlara yönelik beklentilerini daha sağlıklı bir şekilde oluşturmalarını sağlamaya çalıştığını gözlenmektedir (TCMB, 1999:43).

Sözü edilen süreçte, TCMB “yönlendirilmiş kur sistemi” nden “enflasyon hedefine yönlendirilen kur sistemi” ne geçerek fiyat istikrarına paralel bir kur istikrarı temin etmeye çalışmıştır. TCMB'nin hareket noktası, 1980 sonrası dönemde artan serbestleşmeye bağlı olarak hızlanan ve hacim kazanan sermaye hareketleriyle yurtdışı etkenlerin kurlar üzerindeki olumsuz tesirlerini düşürmektir. Gerçekten, dış ticaret hacmindeki artış, finansal piyasaların yurtdışıyla bütünleşme düzeyinin yükselmesi gibi nedenler, yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarının, kur hareketlerinin ve risk priminin etkilerine açık olmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, kamunun borçlanma gereğinin yüksekliği, inişli çıkışlı enflasyonist ortam, döviz

kuru riski, politik belirsizlikten kaynaklanan riskler ve diğer kurumsal faktörler yurtiçi faizlerin üzerindeki risk priminin artması sonucunu doğurmuştur. Öyleyse, kamu borçlanma gereği azaltılarak, önceden açıklanmayan “yönlendirilmiş kur sisteminden”, önceden açıklanan ve “enflasyon hedefine yönlendirilen kur sistemine” geçilmesi en doğru seçenektir. TCMB’de bu politikayı tercih etmektedir (TCMB, 1999:44).

Fakat bu politika uzun ömürlü olmamıştır. 2001 krizini takiben TCMB, uygulanan istikrar planına olan güvenin azalması nedeniyle döviz kurlarının çapa olarak kullanılmasına dayanan politikasına son vermek zorunda kalmıştır. Kriz sonrası yeni dönemde para politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçen TCMB, kur politikası olarak da dalgalı kur rejimini benimsemiştir. Bu çerçevede, mali disiplin sağlanması, bankacılık sektörünün güçlendirilmesi, yapısal reformlar gerçekleştirilmesi gibi önlemler esnek kur rejimine eşlik etmiştir. Tüm bu uygulamaların tavizsiz bir şekilde sürdürülmesi, uluslararası piyasalardaki likidite bolluğu ile de örtüşünce, politikalara duyulan güven artmış ve hem fiyat hem de kur istikrarı sağlanmıştır. (TCMB, 2004:56)

Bu önemli gelişmelerin arkasında, 2002’de TCMB örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesinin de önemi büyüktür. TCMB hassas mali dengeleri korumak, sisteme olan güveni arttırmak, faizlerin ve kurların oynaklığını düşürmek gibi nedenlerle bu rejime geçmiştir. Bir süre sonra enflasyonun 30 yıl aradan sonra tek haneli düzeylere inmesiyle önemli bir başarı sağlanmıştır. Böylece kurlar da önemli oranda kontrol altına alınmıştır (TCMB, 2004 ve 2007).

Gelişmeler incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi rejiminin büyük bir başarı kaydettiği gözlenmektedir. Enflasyon beklentileri büyük oranda düşmüştür. Ancak, orta vadeli enflasyon beklentilerinin hala istenen oranda olmayışı, enflasyonla mücadelenin kararlılıkla sürdürülmesi gerektiğini göstermektedir. Bu çerçevede, dalgalı kur rejiminin sürdürülmesine devam edilmektedir. TCMB, yüksek döviz rezervleri bulundurarak olası flokla karşı döviz piyasalarının istikrarını korumayı hedeflemektedir.

Son dönemde meydana gelen dış kaynaklı döviz hareketlerinden en az düzeyde etkilenmek için TCMB daha önce durdurduğu döviz alım ihalelerine yeniden başlamıştır ve söz konusu dış kaynaklı dalgalanmalar bitene kadar da devam edeceği beklenmektedir. Ancak, bu müdahalelerin piyasaların istikrarını bozmamak için olabildiğince seyrek ve düşük hacimli olacağı öngörülmektedir (TCMB, 2007).

Gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankası müdahalelerinin etkisi, yüksek frekanslı verilerin ulaşılabilir olması nedeniyle sürekli bir şekilde büyümektedir. Gelişmiş ülkelerden farklı olarak bu ülkelerde oynaklığın olduğuna dair kanıtlar daha kesindir. (Domaç ve Mendoza, 2002). Bu çalışmalar müdahalenin olduğu zamanda oynaklık azaldığı halde sürekli olan işlemlerin daha büyük piyasa belirsizliği yüzünden oynaklığı gerçekten arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Tüm bu çalışmalardan sonra şu sonuçlara ulaşmak kaçınılmaz hale gelmiştir: (i) Gelişen ve gelişmekte olan ekonomilerdeki döviz kuru piyasaları yüzeyseldir ve çoğu ülkeler piyasa işlemlerine ait büyük miktarlarda aracılık etmektedirler. (ii) Döviz kuru müdahalesi yanında, gelişen ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru kontrolleri sayesinde bu müdahalelere, parasal enstrümanlar ve etkin bir şekilde bankaların döviz kuru müdahalelerinin yararlarını arttıran bankacılık düzenlemeleri de eklenmiştir. Diğer yandan, döviz kuru müdahalelerinin döviz kuru seviyeleri üzerinde etkisi ile ilgili kanıt açık değildir.

### **3.4. Türkiye’de Döviz Kuru Oynaklığı ve Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi**

Günümüzde hızlanan finansal küreselleşme süreci, dışsal faktörlerin menkul kıymetler borsa endeksi ve döviz kuru gibi yurtiçi finansal piyasa fiyat değişkenleri üzerindeki etkisinin giderek arttığı gözlenmekte ve genellikle yabancı sermaye hareketlerindeki artışın bu değişkenlerdeki oynaklığı arttırdığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla, yabancı sermaye giriş ve çıkışları dalgalı kur sistemi içinde arz-talep koşullarına göre belirlenen döviz kurlarının gerek düzeyi gerekse oynaklığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmaktadır. Döviz kurlarının düzey ve oynaklığı ise, para politikası yönetimini etkileyebilecek önemli faktörlerden birisidir. Döviz kurlarındaki belirsizlik extra maliyetin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu

durumda firmalar üretimlerini uygun bir biçimde düzenlemek zorunda kalmaktadırlar. Maliyetlerin etkisi iki yolla oluşmaktadır: gelir ve üretimin birim maliyeti. Gelir taraflı etki simetriktir. Yurt içi döviz kuru oynaklığının artışı, firmanın ihracatını negatif olarak etkiler. Yabancı döviz kuru oynaklığının artışı yabancı firma sayısını düşürecektir. Üretimin birim maliyeti etkisi ise simetrik değildir. Her iki döviz kuru oynaklığının artması yabancı firma üretiminin birim maliyetini arttırabilir (Lahiri ve Mesa, 2004:15).

Türkiye 1989 yılında alınan 32 Sayılı Karardan itibaren, finansal sistemin serbestleştirilmesi ve yabancı sermaye hareketleri üzerindeki kambiyo kontrollerinin kaldırılmasıyla birlikte, finansal küreselleşmeye doğru hızlı bir süreç yaşamış ve yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar görülmüştür. Türkiye’de 1999-2006 döneminde hisse senetlerine yatırım yolu ile sağlanan yabancı sermaye girişi 11, 8 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır (TSPAKB, 2007a:113). Türkiye’de finansal küreselleşmenin ayaklarından birini de 1986’da İMKB’nin (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) açılması oluşturmuştur. Dalgalı döviz kuru rejiminin benimsenmesinden sonra Türkiye’de döviz kurunun istikrarı para politikasının birinci görevi değildir. Ancak döviz kuru spekülatif baskılar ya da diğer nedenlerin etkisiyle uzun dönem denge seviyesinden göreceli olarak geniş bir bantta saparsa, istikrar döviz arz ve talebinin ayarlanmasını kapsayan uygun politika tepkileri aracılığıyla yeniden sağlanmaktadır. ( Çiçek ve Öztürk, 2002:33)

Türkiye’de özellikle Şubat 2001’de dalgalı döviz kuru rejiminin benimsenmesinden itibaren döviz kurları açısından yabancı sermaye hareketlerinin arz ettiği önem dikkate alınarak, yabancı sermaye hareketlerinin bir kısmını oluşturan yabancıların yurtiçi hisse senetlerine yatırımlarının YTL/ABD Doları döviz kurunun düzeyi ve oynaklığı üzerindeki etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. (Çiçek ve Öztürk, 2002:32 )

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE REEL DÖVİZ KURU OYNAKLIĞININ ANALİZİ VE YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

#### 4.1. Literatür Taraması

Ülkeler arası ticari etkileşimin artması ve finansal liberalizasyonun etkisiyle öne çıkan döviz kuru kavramı ve özellikle gelişmekte olan ülkeler için ayrı bir önem kazanan oynaklığın modellenmesi konusuna yönelik çalışmalar ARCH/GARCH sınıfı modellerin ortaya çıkmasıyla beraber sıklaşmış; asimetrikliği/kaldıraç etkisini ele alan modellerin de gelişmesiyle daha da hız kazanmıştır. 1982 yılında Engle ile başlayan bu gelişim süreci günümüzde hala devam etmekte ve bu süreçte farklı dönem ve ülkeler için analizler yapılırken, döviz kurunun dağılım ve varyans özelliklerini açıklamaya yönelik birçok model de geliştirilmiştir.

Döviz kurunun oynaklığının modellenmesi, çalışmalarda salt olarak ele alınmakla beraber birçok çalışmada da oynaklık, etkilendiği veya etkilediği değişkenlerle beraber ele alınmıştır. Bu anlamda MB döviz kuru müdahaleleri, makroekonomik faktörler, döviz kuru seviyesi, ihracat/ithalat ve fiyatlandırma, büyüme, ticaret hacmi, sermaye akışı, ödemeler bilançosu, makroekonomik performans, para politikası, finansal krizler gibi kavramların döviz kuru oynaklığıyla ilişkisi birçok çalışmaya konu olmuştur.

Mevcut literatürlerde döviz kuru ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişki sınırlı kalmaktadır. Zayıf bir ekonometrik bağın bulunması, yatırımcıların yalnızca döviz kurlarında ortaya çıkan belirsizlik algısı değil, aynı zamanda diğer faktörlerden de etkilendiği gerçeğini yansıtmaktadır.

Chakrabarti and Scholnick (2002), yaptığı çalışmada, ABD'den 20 OECD ülkesine DYS akışı üzerine panel data verileri kullanarak yaptığı çalışmada, döviz kurlarında ortaya çıkan değişikliklerin DYS üzerine pozitif bir etki olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Döviz kurundaki dalgalanmaların DYS akışını azaltacağı

yönünde bu konuda yapılmış çalışmalarla mutabık olsa da bulmuş oldukları sonuçlar çok güçlü değildir.

Kohlhagen (1977) ve Cushman (1985) yapmış olduğu çalışmalarda, döviz kurunda ki belirsizlik, riskleri beraberinde getirmekte bu da yatırımcıların riskten kaçınarak, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını azaltmıştır sonucuna ulaşmışlardır.

Dixit (1989) yaptığı çalışmada, döviz kurlarında ortaya çıkan oynaklığın yatırımcıların yatırım kararlarını ertelediklerini göstermiştir. Caves (1989) yaptığı çalışmada, dolardaki düşüş Amerika'ya DYS akışındaki artış arasında korelasyon bulmuşlardır.

Goldberg (1993), ABD deki yatırımları, döviz kuru dalgalanması, reel GSYİH ve faiz oranlarıyla regresyona tabi tutmuştur. Ekonominin bütününde, reel döviz kurlarının istatistikî olarak önemli ölçüde etkisi olmadığını bulmuştur. Campa ve Goldberg (1995) yaptığı başka bir çalışmada, uluslar arası dalgalanmaları maruz kalan bir ülkede sektörler arasında bir ayırım ortaya koyarak yapmış olduğu çalışmada döviz kurunun yatırımlar üzerinde zayıf ve genellikle ve önemsiz bir etkinin ortaya çıktığını belirtmiştir(Campa ve Goldberg, 1995, :527-545)

De Grauwe (1988), döviz kurlarında gözlenen oynaklığın dış ticaret hacmi üzerinde negatif etkilerin yanı sıra pozitif etkiler de meydana getirebileceğine işaret etmektedir. Bu çalışma, gelir etkisinin fiyat etkisinden büyük olması durumunda, döviz kurlarında gözlenen oynaklığın dış ticaret hacmi üzerinde pozitif etkiye yol açabileceğini vurgulamıştır. Bu modele göre, kur oynaklığının yol açtığı risk nedeniyle dış ticaret faaliyetlerinin azaltılması gelir kaybı riskini doğurmaktadır. Eğer piyasa katılımcıları gelirlerinin azalması riskinden yeterince kaçınıyorlarsa, döviz kuru oynaklığındaki bir yükselme, ihracat gelirlerinin marjinal faydasını arttıracak ve bu ihracatçıların ihracatlarını arttırmalarını teşvik ederek uluslararası ticaretin artmasını sağlayacaktır. Diğer yandan, gelirinin azalma riskinden daha az kaçınan bir tacir, dış ticaretteki cazip olmayan geliri düşünerek, kur oynaklığında riskler daha da yükseldiği zaman dış ticaret faaliyetini azaltabilir. Kısaca, De Grauwe



(1988) döviz kurundaki oynaklığın dış ticarete etkisinin, riskten kaçınma derecesine bağlı olduğunu savunmaktadır.

Crowley ve Lee (2003), ABD ve 18 OECD ülkesi arasındaki DYS giriş ve çıkışları veri kullanılarak bir çalışma yapmışlar. Yapılan çalışmada, yabancı döviz piyasalarında istikrar, sermaye akışına ve yatırıma neden olurken, döviz kurundaki risk ve belirsizliğin oluşması, yabancı yatırımda gelir artışı ve ekonomik istikrar kadar önemli bir belirleyici olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Başka bir ifade ile, döviz kuru hareketleri nispeten küçükse, döviz kuru- yatırım ilişkisinin zayıf olduğu veya hiç olmadığı, fakat döviz kurundaki hareketler aşırı bir şekilde dalgalı hale gelmişse, güçlü olduğu anlamına gelen bir eşik etkisi bulunabilirliğinden bahsetmişlerdir.

Blonigen (1997) yaptığı çalışmada, döviz kuru hareketleri DYS hareketlerini etkilememelidir. Çünkü belirli bir ülkedeki bir varlık, ülkenin para birimi ile sınıflandırılan karların gelecekteki hareketleri için bir hak olarak görülüyorsa ve karlar yatırımcının ülkesinin para birimine aynı kurdan geri çevrilecekse, döviz kuru, yatırımın şu andaki indirilmiş değerini etkilemez şeklinde ifade etmiştir. Açıkça bu görüş, beklenen döviz kuru seviyesinin şu andaki ile aynı olması anlamına gelen, döviz kurunun evrim süreci için tesadüfi hareketlerin olduğunu ön koşul olarak kabul etmektedir. Bu durum ise, döviz kuru beklentilerinin cari döviz kurlarına karşı mükemmel esnekliğe sahip olduğunu göstermektedir. ( Blonigen, 1997:447-465)

Klein ve Rosengren (1994), 1970'lerden bu yana Birleşik Devletler reel döviz kuru ve içe doğru yabancı doğrudan yatırım arasında kayda değer bir korelasyon bulunmaktadır. Bu ilişkinin iki alternatif nedeni, reel döviz kurunun nispi emek maliyetini etkilemesi ve reel döviz kurunun ülkelerde göreceli refahı değiştirmesidir. Bu makalede, 1979 ile 1991 döneminde yedi sanayi ülkesinden Birleşik Devletlere içe dönük yabancı doğrudan yatırımın dört tedbirin belirleyicileri incelenerek bu alternatifler araştırılmıştır. Göreceli refahın ABD içe dönük yabancı doğrudan yatırımlarını önemli derecede etkilediğine dair kuvvetli deliller bulunmuştur. ABD yabancı doğrudan yatırımlarının belirlenmesinde göreceli maaşların önemli etkisi olduğuna dair kanıt bulunamamıştır. Bu sonuçlar, örnekte seçilen ülkelere ve vergi hukukundaki değişikliklerden etkilenmez.(Klein ve Rosengren, 1994:374-389)

Cushman (1985), yerel para da firma maksimizasyonlarında belirtilen gelecek gerçek karların kesin karşılığını hesaba katmaktadır. Cushman bir firmada yurtdışında kullanılan yabancı hammadde ürünleri ve satışları(1), yerelden ithal edilmiş hammaddeler ile yurtdışında üretilenler ve satılanlar (2), yabancı hammaddelerin ithal edilmesi ile ev sahibi ülkede üretilenler ve satışları (3), ve ev sahibi ülkede üretilen ve dışa satım için yurtdışına gönderilenler (4) den oluşmaktadır. Model hem reel döviz kuru seviyesi için hem de reel döviz kurunda beklenen değişmelerin risk-ayarlamalarının firmaların şahsi tahmini hesap dönemlerini kapsamaktadır. Birinci düzenleme emirleri ve Cushman'ın modelinin istatistiki karşılaştırması, satış konfigürasyonu ve yatırımcıların gelirlerine dayanan DYS'in seviyesine dair beklentiler veya döviz kuru seviyelerindeki bir değişimin güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Örneğin yabancı paranın reel bir değer artışı, durum 1'deki yabancı yatırımın düşük seviyelerine rağmen, durum 2'deki yüksek seviyeler, yabancı işçi sınıfı ve sermayenin daha düşük marjinal maliyeti ve ithal edilen girdilerin daha düşük maliyetlerinin olduğu bir ortamda ilişkilendirilmişlerdir. Reel döviz kurundaki beklenen değişimdeki yükselmenin şiddetli etkisi durum 1-3'deki DYS'den daha yüksektir, ancak durum 4'te belirsizdir. Model kısaca DYS ve reel döviz kurlarda belirsizlik olabileceğine dair ilişkinin testlerinde kısaca tanımlanmaktadır.

Iannizzotto ve Miller (2002), 1997 ile 2000 yılları arasında döviz kuru değişkenliğinin İngiltere'de doğrudan yabancı yatırım akışı üzerindeki etkisini Dixit-Pyndick ve Poisson regresyon modeli kullanılarak değerlendiriyor. Çalışmada sterlinin son yıllarda değer kazanmasının İngiltere'ye doğrudan yabancı yatırımın girmesini azalttığını tespit edilmiştir. Çalışma sonucunda reel döviz kuru oynaklığının yabancı sermaye yatırımları üzerinde muhtemelen ciddi bir şekilde etkilenecek olsa da ifadesi kullanılmakla birlikte, döviz kuru dalgalanması etkisinin kanıtı kesin değildir ve literatürde bu konuda -şu an için- bir fikir birliği yoktur sonucuna ulaşılmıştır.

“Döviz kuru Oynaklığı”nın analizi Mundell'in (1961), “optimal para alanı kuramı” ile başlamaktadır. Açık bir ekonomide ortaya çıkan makroekonomik dengesizliklerin reel döviz kurunda ayarlama ile giderilebileceği belirtilmektedir.

Bunun için yurtiçi fiyatlarda ya da nominal döviz kurunda ayarlamaya gereksinim vardır. Yurtiçi fiyatlarda ayarlama, hem zaman alıcıdır hem de üretim ve istihdamda önemli dalgalari beraberinde getirebilir. Buna karşılık, nominal kur ayarlaması hem daha hızlı hem de daha çok yeğlenen bir çözümdür. Dolayısıyla, döviz kurunun esneklik düzeyi ile reel GSYİH oynaklığı arasında bir ödünleme ilikisi söz konusudur.

1980-1999 dönemini ve 62 ülkeyi (19 OECD ülkesi ve 43 OECD-dışı ülkeler) inceleyen (Carrera ve Vuletin 2002: 6-12), döviz kurunun esneklik düzeyi ile nominal döviz kuru oynaklığı arasında aynı yönlü bir ilişki elde etmiştir. Buna karşılık, reel döviz kuru oynaklığı için “kur yansızlığı” söz konusudur. Öte yandan, “de jure” sabit kur ve ara rejimler, daha yüksek reel kur oynaklığına yol açmaktadır.

Crosby ve Otto (2003), 9 Asya-Pasifik ülkesinde nominal döviz kurundaki yüzde değişimin standart sapması olarak ölçülen kur oynaklığını incelemiştir. Kur oynaklığının en yüksek olduğu ülkeler, aynı zamanda dalgalı kur rejimi uygulayan Avustralya, Filipinler ve Japonya’dır. Bu ülkelerde, hem incelenen tüm dönemde hem de Asya krizi öncesinde kur oynaklıkları oldukça yüksektir. Beklendiği gibi, para kurulunu benimseyen Hong Kong, kur oynaklığının düşük olduğu ülkedir. Yönetimli dalgalanmanın uygulandığı Singapur, G. Kore, Malezya, Tayvan ve Tayland’ta ise, kur oynaklıkları benzerlik göstermektedir. Ayrıca, Asya krizi ile birlikte kur oynaklığının en çok arttığı ülkeler G. Kore, Malezya ve Tayland’tır. Öte yandan, dış faiz oranlarında ani bir değişim karşısında (dış şok), daha esnek kur rejimlerini uygulayan ülkelerde yurtiçi faiz oranları, enflasyon ve reel üretimden önce reel döviz kuru değişim göstermektedir. Buna karşılık, esnekliğin az olduğu kur rejimlerinde benzer dış şok karşısında yurtiçi fiyat değişiminden sonra reel döviz kuru değişmektedir. (Ayhan,2008:115)

1973-1998 dönemini ele alan Frommel ve Menkhoff (2003), global döviz piyasasının yaklaşık 2/3’ünü oluşturan 8 döviz kurunun oynaklığını incelemektedirler. Bretton-Woods’un çöküşü ile birlikte ABD doları/Japon yeni, ABD doları/Kanada doları ve DM/Japon yeni oynaklığı artarken; DM/pound oynaklığı azalmaktadır. ABD doları/İsveç Frankı ve ABD doları/Fransız Frankı oynaklığında ise, belirgin bir eğilim söz konusu değildir. Son olarak, ABD

doları/DM ve ABD doları/pound oynaklığında artış eğilimi bulunmaktadır. Genel olarak bakıldığında, dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında temel iki yanlı döviz kurlarının oynaklığı yükselmiştir. Öte yandan, oynaklıkta kırılma tarihleri dikkate alındığında, bulgular farklılık göstermektedir. Örneğin, ABD doları/Japon yeni ve ABD doları/Kanada doları oynaklığında hem tüm dönemde hem de kırılma tarihinden sonra belirgin bir artış gerçekleşmektedir. DM/ Japon yeni oynaklığı ise, daha çok kırılma tarihinin ardından önemli bir artış göstermektedir. (Ayhan,2008:115)

Kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kuru etkileşiminin Türkiye örneğinin alındığı çalışmalarda, kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Kaya (1998) yapmış olduğu çalışmada, sermaye hareketleri döviz kuru arasında ilişkiyi, Granger nedensellik testi ile araştırılmış ve sermaye girişlerinin reel döviz kuru değişimlerini açıklayıcılık gücünün yüksek, reel döviz kurunun sermaye girişlerinde açıklama gücünün ise zayıf olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Dursun ve Bozkurt (2007)'in 1991-2006 dönemleri için döviz kuru belirsizliğinin yabancı sermaye yatırımlarına olan etkileri konusunda yapılan çalışmada da kur oynaklığının yabancı yatırımları etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır

Erdal ve Tatoğlu (2002)'in 1980-1998 dönemi için zaman serilerini kullanarak geliştirdikleri bir diğer model de Türkiye'deki DYS akımlarının belirleyicilerinden biri olarak döviz kuru istikrarsızlığını gösteren beş önemli ülke parasından oluşan döviz kuru sepetindeki ortalama yüzde değişmeyi almışlardır. Sonuç olarak Türkiye'de DYS akımları ile döviz kuru istikrarsızlığı arasında negatif bir ilişki saptamışlardır.

Vergil ve Çeştepe (2005) 1992-2000 dönemi için sabit etkiler panel veri modeli ve 1988:3 ve 2001:2 dönemi için geleneksel zaman serisi modeli geliştirerek Türkiye'de DYS akımları üzerinde döviz kuru oynaklığının etkisini araştırmışlardır. Buna göre reel döviz kuru volatilitesi ile Türkiye'de DYS akımları arasında anlamlı bir ilişki olmamasına karşın reel döviz kurları ile DYS arasında istatistiki olarak anlamlı pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

İnandım (2005) kısa vadeli sermaye hareketleri ve DYS'ler ile reel döviz kuru etkileşimini inceledikleri çalışmalarında HP filtresi ile hesapladıkları denge reel döviz kurunun, hem 1995-2005 hem de 1995-2001 döneminde DYS'ler üzerinde hiçbir etkisi olmadığını ileri sürmektedir. Bu bulgunun ardından yaptıkları uzun dönem regresyon analizi sonuçlarına göre denge reel döviz kuru üzerinde DYS'lerin baz aldıkları üç dönemde de (1995-2001;2001-2005;1995-2005) beklenen yönde etkili olmadıkları, öte yandan reel döviz kuru üzerinde her üç dönemde de kendi gecikmeli değerinin pozitif etkisini saptamışlardır

Özağ (1994), doğrudan yabancı yatırımları etkileyen en önemli faktörün GSMH ve teşviklerin olduğu sonucuna ulaşmış, aynı şekilde Kaya ve Yılmaz (2003) çalışmalarında yine doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörlerden en önemlilerinin GSYİH ve asgari ücretteki değişmelerin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yapılan çalışmaların çoğunda açıklayıcı değişkenler arasında reel döviz kurunun da yer almasına rağmen bulgulara göre bu değişkenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı gözlenmiştir

Yeldan ve diğerleri (2002) yaptığı çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyicilerinden reel döviz kurunu ele alarak ulaştığı sonuç sermaye hareketlerinin ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi ile pozitif korelasyon olduğunu ortaya koymuşlardır.

#### **4.2. Döviz Kuru Değişimi ve Oynaklığının Analizi**

Finansal piyasaların değişimi reel piyasalar için önemli bir göstergedir. Finansal piyasalarda belirsizliğin artması, reel piyasalarda beklentilerin değişmesi ve riskin artması olarak algılanmaktadır. Finansal piyasalardaki oynaklığın nedenlerinin belirlenmesi ve bu hareketlerin önceden tahmin edilmesi, finansal piyasaların davranışlarının ve pozisyonlarının belirlenmesini kolaylaştıracak, reel kesimde tedirginlik ve risk algılaması en düşük düzeye indirgenmiş olacaktır.(Sarı, 2010:35)

Aşağı ve yukarı yönlü hareketler ile bu hareketlerin büyüklüğü konusunda yapılan çalışmalar, birçok tekniğin gelişmesini de beraberinde getirmiştir. Mandelbrot (1963) oynaklık kümelenmelerinin oluştuğunu belirtmiş, finansal

piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatlarındaki büyük miktari değişimleri büyük miktari, küçük miktari değişimleri de yine küçük miktari değişimlerin takip ettiğini ortaya koymuştur (Güloğlu, vd., 2007:48).

Zaman serilerinin oynaklıklarının modellenmesi ve öngörülenmesi finansal ekonometride hızla gelişen kuramsal ve uygulamalı araştırmaların konusu olmaktadır. Serinin standart sapması ya da varyansı ile ölçülen “oynaklık”, belirsizlik ve dolayısıyla riskin temel ölçüsüdür. İktisat yazınında oynaklık ile ilgili ilk çalışmalar, “vadeye kalan gün” kavramını ilk kez kullanan Samuelson’a dayanmaktadır.

Makroekonomik zaman serilerinin belli bir trend izlemesi nedeniyle, ortalaması ve varyansı sabit değildir; dolayısıyla, seriler durağan değildir. Bir seri ortalamasından ne kadar uzaklaşırsa, varyansı o kadar yüksek olur. Stokastik değişkenin varyansının sabit olduğu duruma “sabit varyans”, sabit olmadığı duruma ise “farklı varyans” denilmektedir. Öte yandan, Klasik Doğrusal Regresyon Modeli’nde, hata teriminin varyansının sabit olduğu varsayılmaktadır. Ancak, pek çok makroekonomik zaman serisinin oynaklık dönemlerine sahip olduğu görülmektedir. Yani, bir zaman serisi, belli bir dönem boyunca aynı seyri izledikten sonra, seride dalgalanma artar ve tekrar eski seyrine döner. Bu tür serilerin uzun dönem varyansı sabit iken, yüksek veya aşırı dalgalanma dönemindeki varyansı değişiyor ise, bu serilere “koşullu farklı varyanslı seriler” denir. “Koşullu farklı varyans” kavramında, koşullu varyans, geçmiş hata terimlerinin fonksiyonu olarak sürekli değişmektedir. Dolayısıyla, “sabit varyans” varsayımı her zaman geçerli değildir (Kutlar, 2000: 105-111; Saltoğlu, 2003: 65).

### 4.3. Metodoloji

Uygulamalı çalışmalarda yaygın bir kullanımı olan En Küçük Kareler (EKK) yöntemi, değişkenlerin kovaryansının ve ortalamasının sabit olduğunu varsaymaktadır. Ortalaması ve varyansının zaman içinde değişime uğradığı seriler, durağan olmayan yani birim kök içeren seriler olarak nitelendirilmektedirler. Birim kök içeren serilerle tahmin edilen modeller ise Granger ve Newbold (1974) tarafından sahte(spurious) regresyonlar olarak tanımlanmıştır.

Serilerin durağanlık sınavında ise literatürde en sık başvuru yöntem Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilmiş olan Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testidir(Gujarati, 2004:814).

Yüksek frekanslı verilerde son yıllarda yapılan çalışmalar teknolojik altyapının ve bilgisayar programları yeteneklerinin gelişmesine paralel olarak artış göstermiştir. Oynaklık üzerine yapılan çalışmaların hız kazanması bu şekilde yüksek frekanslı verilerin elde edilmesiyle birlikte hız kazanmıştır. Engle ve benzeri çalışmalarda kullanılan doğrusal olmayan ve değişen varyansı göz ardı etmeyen otoregresif koşullu değişen varyans (ARCH-GARCH) yöntemleri dolar kuru vb. finansal değişkenlerin zaman serilerinin oynaklığının hesaplanmasında önemli başarılar imza atmıştır.

Zaman serilerinde yüksek frekanslılığa bağlı olarak ortaya çıkan “oynaklığın ölçülmesi” gereksinimi doğrusal olmayan ARCH modellerinin kullanımının artmasına neden olmuştur. Alınan gecikme uzunluğuna bağlı olarak ortaya çıkan şoklar, dönemin varyansını ya da gecikme uzunluğunda oynaklığı arttırıcı etkide bulunmaktadır. ARCH modeli ile serilerde meydana gelecek sok niteliğindeki bir değişimin (hata teriminin karesi), oynaklık (koşullu varyans) üzerinde yaratacağı etkiyi saptamak olanaklıdır(Patterson, 2000: 708). Engle (1982) metodolojisini anlayabilmek için ARMA (otoregresif hareketli ortalama) modelinden hareket ederek birinci-derece ardışık bağımlı süreci AR(1) değerlendirmek gerekir(Engle, 1982: 987-989)

Bu çalışmada Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’ndan tedarik edilen 1992-2008 yılları arasındaki USD-TL dolar kurunun aylık bazda oynaklığını incelemek, finansal krizlerin kur oynaklığını aylık bazda etkileyip etkilemediği sorusunun cevabını aramak için ARCH-GARCH yöntemlerinin uygulanabilirliğini araştırmaktadır. Buna ek olarak doğrudan yabancı sermaye girişlerinin aylık kur değişimi üzerinde etkisinin olup olmadığını incelemek ve varsa etkisini tespit etmek amacıyla ampirik çalışmaları içermektedir. Oynaklığı ölçebilmek amacıyla otoregresif hareketli ortalama süreci ARMA(p, q) modelleri oluşturulmuş, uygun modelin belirlenmesinden sonra ise ARCH etkisi üzerinde durulmuştur.

Çalışmadaki analizler sonucunda ortaya çıkan tablonun araştırmanın kapsadığı uzun dönem açısından aylık volatilité araştırmaları için literatüre katkı sağlayacağı düşünölmektedir.

#### 4.4. Veri Seti

Amerikan Doları (USD)- Türk Lirası (TL) kuru 1992-1 döneminden 2008-12 dönemi için aylık TCMB'den elde edilen 204 veri analiz edilmiştir.

#### 4.5. Ekonometrik Model ve Uygulama

Volatilitenin ölçömlenmesinde ARCH-GARCH tipi modeller hedef alınmıştır. Bu amaçla uygulanabilirliğı test edebilmek amacıyla ARCH-LM modelleri kullanılmıştır. Model aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$r_t = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (\text{Denklem 1})$$

$$y_t = \mu + \phi_1 y_{t-1} + \phi_2 y_{t-2} + \dots + \phi_q y_{t-q} + v_t \quad (\text{Denklem 2})$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 a_{t-1}^2 + \alpha_2 a_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p a_{t-p}^2 + v_t \quad (\text{Denklem 3})$$

Burada ilk denklem kur serisindeki logaritmik değişimi hesaplamak ve serinin özelliklerini daha iyi incelemek amacıyla kullanılmıştır.  $r_t$  kur serisinin t. aydaki değişimini,  $P_t$  ise t. aydaki döviz kurunu göstermektedir. İkinci denklem En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile modeli tahmin ederken üçüncü model ise ikinci modelde tahmin edilen modelin hata karelerinin bir regresyon denkleminde analiz edilmesinden oluşmaktadır.

$$\text{LogDK}_t = \ln \left( \frac{DK_t}{DK_{t-1}} \right) \quad (\text{Denklem 4})$$

$$\text{LogDYY}_t = \ln \left( \frac{DYY_t}{DYY_{t-1}} \right) \quad (\text{Denklem 5})$$

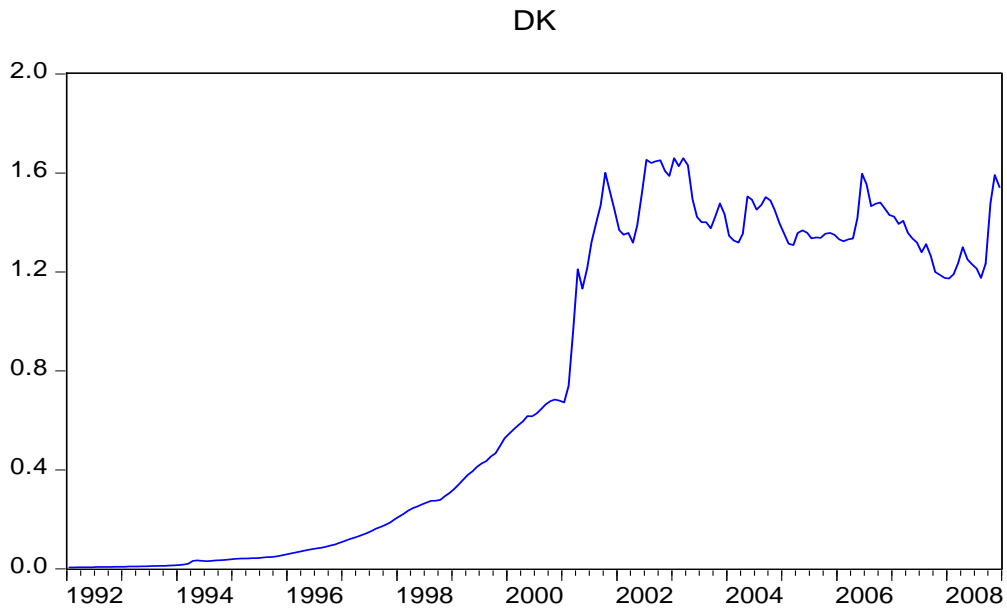
Döviz kuru ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları verileri TCMB'den 1992-2008 yılları için tedarik edilmiş 204 adet aylık gözlemden oluşturulmuştur. Bu iki



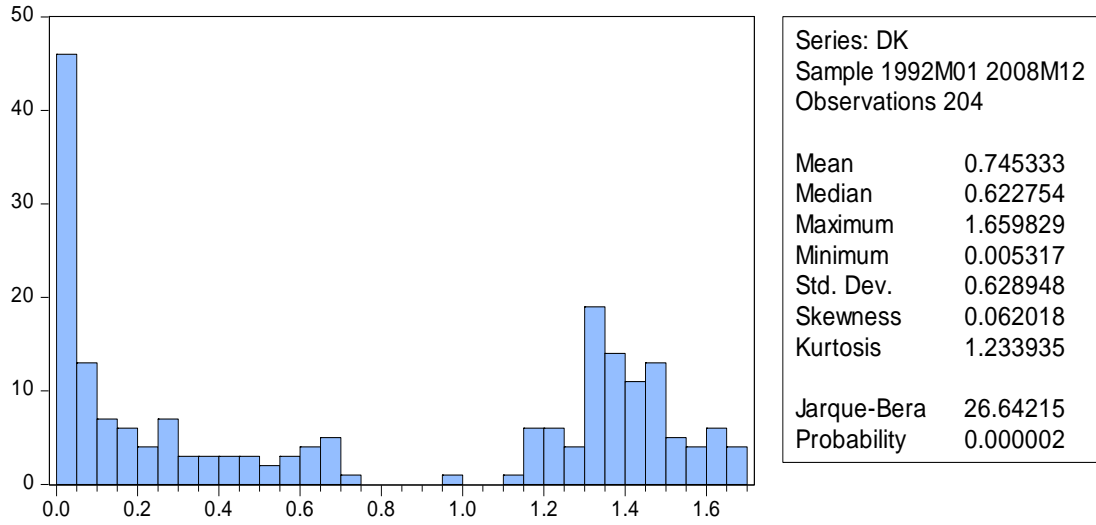
değişken Denklem 1'deki formülasyon ile oluşturulmuş iki yeni seriye dönüştürülmüş ve bu seriler döviz kuru için Denklem 4'te gösterilen  $\text{LogDK}_t$  (t. aydaki kur değişimi), doğrudan yabancı sermaye için Denklem 5'te gösterilen  $\text{LogDYY}_t$  (t. aydaki sermaye girişi değişimi) olarak şekillenmiştir.

Çalışmanın tüm analiz aşamaları E-views 5 ve E-views 7 programları aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.

**Şekil - 1: USD Reel Döviz**



Şekil - 2: USD Kuru Histogram ve Dağılım İstatistikleri



Seri	: Döviz Kuru
Örneklem	: 1992-1 2008-12
Gözlem	: 204
$\bar{X}$	: 0.745333
Ortanca	: 0.622754
Maksimum	: 1.659829
Minimum	: 0.005317
S. S.	: 0.628948
Çarpıklık	: 0.062018
Basıklık	: 1.233935
Jarque-Bera	: 26.64215
p	: 0.000002

Seri çizgi grafiği incelendiğinde seride artan bir eğilim gözlenmektedir. Bazı dönemlerde kur seviyesinde belirgin artışlar saptanmaktadır.

Jarque-Bera istatistiği serinin normal dağılıp dağılmadığını sınamakta fakat bunun için çarpıklık ve basıklık ölçütlerinden yararlanmaktadır. Formülde S çarpıklık, K basıklık, k ise seriyi oluşturmak için kullanılan tahmin edilmiş katsayıların sayısıdır. Normal dağılım sıfır önsavı altında Jarque-Bera istatistiği 2 serbestlik derecesiyle  $\chi^2$  biçiminde dağılmaktadır. Normal bir dağılım için çarpıklık sıfır, basıklık 3 olduğundan aşırı basıklığı (K-3) göstermektedir (Aydın, 2004).

$$JB = \frac{N - k}{6} \left( S^2 + \frac{1}{4} (K - 3)^2 \right)$$

Hipotezi ise;

$H_0$ = Veriler normal dağılım gösterir

$H_1$ = Veriler normal dağılım göstermez

Jarque-Bera Normallik sınaması sonucuna göre yokluk hipotezi olan ”  $H_0$ = Veriler normal dağılım gösterir “ hipotezi reddedilmektedir.

Otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon grafikleri aşağıdaki şekilde verilmiştir. Tüm gecikme değerleri için incelendiğinde tam beyaz gürültü önsavi reddedilmektedir. Modelde değişen varyans olma ihtimali oldukça yüksektir.

**Tablo - 6: Kur serisinin Otokorelasyon ve Kısmi Otokorelasyon Fonksiyonları**

Otokorelasyon	Kısmi otokorelasyon	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
*****	*****	1	0.990	0.990	202.75	0.000
*****	*	2	0.977	-0.141	401.13	0.000
*****		3	0.965	0.073	595.67	0.000
*****	*	4	0.955	0.086	787.30	0.000
*****		5	0.946	-0.002	976.23	0.000
*****		6	0.937	0.004	1162.5	0.000
*****		7	0.927	-0.034	1345.8	0.000
*****		8	0.916	-0.042	1525.7	0.000
*****		9	0.904	-0.033	1701.9	0.000
*****		10	0.894	0.028	1874.9	0.000
*****		11	0.883	-0.000	2044.7	0.000
*****		12	0.873	-0.006	2211.5	0.000
*****		13	0.863	0.025	2375.5	0.000
*****		14	0.853	-0.020	2536.6	0.000
*****		15	0.842	-0.041	2694.4	0.000
*****	*	16	0.830	-0.070	2848.3	0.000
*****		17	0.817	-0.042	2998.2	0.000
*****		18	0.803	-0.023	3143.8	0.000
*****		19	0.789	-0.052	3285.2	0.000
*****		20	0.775	-0.010	3422.3	0.000
*****		21	0.761	-0.012	3555.3	0.000
*****		22	0.746	-0.051	3683.7	0.000
*****		23	0.731	-0.004	3807.7	0.000
*****		24	0.715	-0.021	3927.1	0.000
*****		25	0.699	-0.044	4041.9	0.000
*****		26	0.683	-0.036	4152.0	0.000
*****		27	0.667	0.008	4257.5	0.000
*****		28	0.651	0.008	4358.7	0.000
*****		29	0.635	-0.034	4455.7	0.000
*****		30	0.619	-0.036	4548.2	0.000
*****		31	0.602	-0.005	4636.2	0.000
*****		32	0.586	0.043	4720.1	0.000
*****		33	0.571	-0.002	4800.2	0.000
*****		34	0.556	0.010	4876.5	0.000
*****		35	0.541	-0.004	4949.2	0.000
*****		36	0.525	-0.014	5018.2	0.000

Kur serisinin  $k=1, 2, 3...36$  gecikme için hesaplanan otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon tablosu yukarıda verilmiştir. Otokorelasyon değerlerinin gittikçe azalan bir seyir izlediği, kısmi otokorelasyon değerlerinin ise aniden kesildiği görülmektedir. Serinin durağan olmadığı savı güç kazanmaktadır. Modelin zaman serisi sürecinin AR(1) olduğuna karar verilmiştir

Zaman serisi modeli seçiminde yararlanılan kriterler;

- Eğer otokorelasyon katsayıları düzenli bir şekilde geometrik olarak azalıyor ve kısmi otokorelasyon katsayıları  $p$ . derece aniden kayboluyorsa zaman serisi sürecinin AR( $p$ ) ,
- Eğer kısmi otokorelasyon katsayıları düzenli bir şekilde geometrik olarak azalıyor ve otokorelasyon katsayıları  $q$ . derece aniden kayboluyorsa zaman serisi sürecinin MA( $q$ ) ,
- Eğer otokorelasyon katsayıları mevsimsellik gösteriyorsa ARMA( $p, q$ ) modeline aittir.

Uygulanan arttırılmış Dickey-fuller birim kök testi (ADF) testi sonucuna göre serinin durağan olmadığı görülmektedir. ADF test istatistiği (-0, 651523) mutlak değerce 0, 01, 0, 05, 0, 1 önem düzeylerinin mutlak değerce  $t$  istatistiklerinden daha küçük olduğundan durağan olmadığı sonucuna varılmaktadır. Serinin 1. derecede farkı ( $k=1$ ) alınarak yapılan birim kök testi sonucu serinin durağan hale geldiği görülmektedir.

**Tablo - 7: Kur Serisinin İçin Birim Kök (ADF) Testi ( $k=0$ )**

	t-Statistic	Prob. *
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0. 651523	0. 8549
Test critical values:		
1% level	-3. 462901	
5% level	-2. 875752	
10% level	-2. 574423	

\*MacKinnon (1996) tek yönlü olasılık değerleri.

**Tablo - 8: Kur Serisinin İçin Birim Kök (ADF) Testi (k=1)**

	t-Statistic	Prob. *
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9. 813981	0. 0000
Test critical values:		
1% level	-3. 462901	
5% level	-2. 875752	
10% level	-2. 574423	

\*MacKinnon (1996) tek yönlü olasılık değerleri.

Döviz Kuru bir gecikmeli değişimi göz önünde bulundurularak logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Bunun amacı serinin özelliklerini daha iyi incelemek ve seriyi durağan hale getirmektir. 1992-1 ve 2008-12 döneminden elde edilen kur değerleri için kur değişimi hesaplanmıştır. Kur değişimi logaritmik birinci derece farklar alınarak ;

$$r_t = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

formülü ile hesaplanmaktadır. Burada  $r_t$  t günündeki USD-TL kuru değişimi,  $P_t$  ise t günündeki kur değerini göstermektedir. Bu işlemle serinin durağanlığının sağlanması amaçlandığı gibi aynı zamanda kur serisindeki değişimin aylık bazda elde edilmesi hedeflenmiştir (Gökçe, 2001).

Yeni değişken logaritmik dönüşümü yapılan kur değişimi serisi “LogDK” adını almıştır. Döviz kuru ile ilgili yapılan tüm analizler bu dönüşüme göre düzenlenmiştir

**LogDK için otokorelasyon fonksiyonu (ACF), Kısmi otokorelasyon fonksiyonu (PACF) Testi**

**Tablo - 9: Kur serisinin Otokorelasyon ve Kısmi Otokorelasyon Fonksiyonları**

Otokorelasyon	Kısmi otokorelasyon	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. .	. .	1	0.036	0.036	0.2719	0.602
. .	. .	2	0.018	0.017	0.3422	0.843
. .	. .	3	0.026	0.025	0.4874	0.922
. .	. .	4	0.025	0.023	0.6226	0.961
. .	. .	5	0.025	0.022	0.7522	0.980
. .	. .	6	0.024	0.021	0.8717	0.990
. .	. .	7	0.005	0.002	0.8776	0.997
. .	. .	8	0.010	0.007	0.8995	0.999
. .	. .	9	-0.006	-0.009	0.9070	1.000
. .	. .	10	0.015	0.013	0.9526	1.000
. .	. .	11	0.020	0.017	1.0364	1.000
. .	. .	12	0.010	0.008	1.0597	1.000
. .	. .	13	-0.012	-0.014	1.0929	1.000
. .	. .	14	-0.006	-0.007	1.1002	1.000
. .	. .	15	0.010	0.010	1.1246	1.000
. .	. .	16	0.032	0.031	1.3595	1.000
. .	. .	17	0.022	0.019	1.4649	1.000
. .	. .	18	0.025	0.022	1.5999	1.000
. .	. .	19	0.028	0.024	1.7730	1.000
. .	. .	20	0.015	0.010	1.8244	1.000
. .	. .	21	0.025	0.019	1.9647	1.000
. .	. .	22	-0.004	-0.011	1.9691	1.000
. .	. .	23	0.007	0.003	1.9814	1.000
. .	. .	24	0.001	-0.002	1.9817	1.000
. .	. .	25	-0.005	-0.007	1.9865	1.000
. .	. .	26	-0.009	-0.011	2.0039	1.000
. .	. .	27	0.026	0.024	2.1612	1.000
. .	. .	28	-0.044	-0.047	2.6291	1.000
. .	. .	29	-0.055	-0.053	3.3406	1.000
. .	. .	30	-0.012	-0.008	3.3775	1.000
. .	. .	31	0.014	0.017	3.4247	1.000
. .	. .	32	0.014	0.017	3.4731	1.000
. .	. .	33	0.006	0.008	3.4821	1.000
. .	. .	34	0.004	0.006	3.4862	1.000
. .	. .	35	0.002	0.000	3.4874	1.000
. .	. .	36	0.002	-0.000	3.4882	1.000

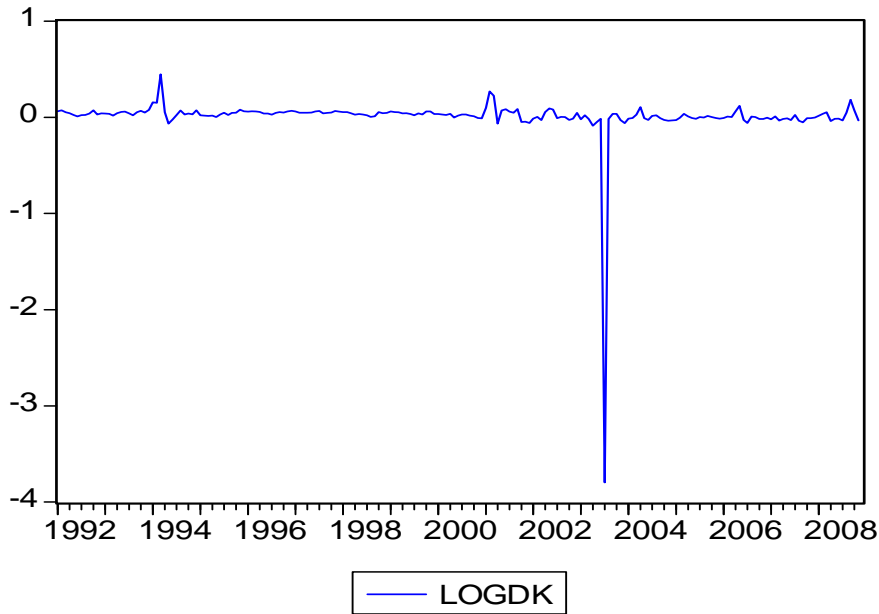
Korelogram grafiği incelendiğinde kurulacak modelin mevsimsellik gösterdiği bu nedenle ARMA modeli olacağı görülmektedir. ADF birim kök testi incelendiğinde ADF test istatistiği -13, 63790 mutlak değerce kritik değerlerden büyük olduğundan serinin durağan olduğu görülmektedir.

**Tablo - 10: LogDK Serisinin İçin Birim Kök (ADF) Testi (k=0)**

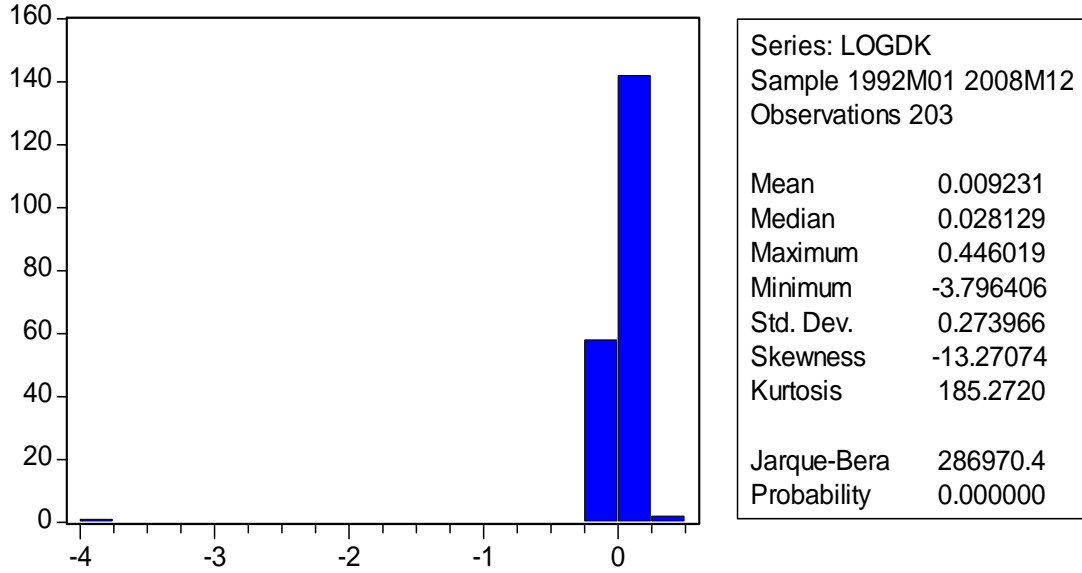
	t-istatistiği	Olas. *
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği	-13. 63790	0. 0000
Test Kritik Değerleri:		
1% düzeyi	-3. 462737	
5% düzeyi	-2. 875680	
10% düzeyi	-2. 574385	

\*MacKinnon (1996) tek yönlü p değerleri.

**Şekil - 3: LogDK Grafiği**



Şekil - 4: LogDK Histogram ve Dağılım İstatistikleri



Seri	: LogDK
Örneklem	: 1992-1 2008-12
Gözlem	: 203
$\bar{x}$	: 0.009231
Ortanca	: 0.028129
Maksimum	: 0.446019
Minimum	: -3.796406
S. S.	: 0.273966
Çarpıklık	: -13.27074
Basıklık	: 185.2720
Jarque-Bera	: 286970.4
p	: 0.000000

Model belirleme aşaması Box-Jenkins (1976) metodolojisi temel alınarak oluşturulmuştur. Model kurarken zaman serisine ait korelogramın dikkate alınması uygun modelin seçiminin yardımcı olmaktadır. Modelin otokorelasyon katsayıları mevsimsellik gösterdiğinden ARMA (p, q) modeli olacağına karar verilmişti. Fakat modelin parametrelerinin dereceleri hakkında henüz bir yorum yapılmamıştı. Şimdi ise modelin parametrelerinin dereceleri tespit edilecektir. Aşağıdaki tablolarda alternatif modellerle ilgili verilen sonuçlar;



- i. Determinasyon katsayısının ( $R^2$ ) yüksek olması,
- ii. Düzeltilmiş  $R^2$ 'nin yüksek olması,
- iii. Hata kareler toplamının (SSR) düşük olması,
- iv. Olabilirlik oranının yüksek olması (OLB),
- v. Akaike Bilgi Kriteri (AIC) düşük olması,
- vi. Schwartz Bilgi Kriteri (SIC) düşük olması, kriterlerine göre değerlendirilmiştir.

**Tablo - 11: LogDK Serisinin ARMA Modelleri Sonuçları**

Kriter	ARMA(1, 1)	ARMA(1, 2)	ARMA(2, 1)	ARMA(2, 2)	ARMA(3, 1)	ARMA(3, 2)	ARMA(1, 3)	ARMA(2, 3)
$R^2$	0,021087	0,001554	0,001543	0,018127	0,001857	0,000932	0,001896	0,000918
Düz $R^2$	0,011249	-0,008481	-0,008543	0,008209	-0,008276	-0,00921	-0,008135	-0,009174
SSR	14,83895	15,13504	15,13118	14,87985	15,12448	15,13849	15,12985	15,14064
OLB	-22,91333	-24,90884	-25,25862	-23,5753	-25,58742	-25,68001	-24,87418	-25,32147
AIC	0,256568	0,276325	0,28118	0,264431	0,285874	0,2868	0,275982	0,281806
SIC	0,3057	0,325458	0,330483	0,313734	0,335349	0,336275	0,325115	0,331109

**Tablo - 12: LogDK Serisinin ARMA Modelleri Sonuçları (Tablo 6'nın devamı)**

Kriter	ARMA(3, 3)	ARMA(4, 1)	ARMA(4, 2)	ARMA(4, 3)	ARMA(1, 4)	ARMA(2, 4)	ARMA(3, 4)	ARMA(4, 4)
$R^2$	0,018102	0,001796	0,000909	0,001229	0,001856	0,000908	0,001254	0,018124
Düz $R^2$	0,008134	-0,00839	-0,009286	-0,008963	-0,008176	-0,009184	-0,008886	0,008105
SSR	14,87832	15,12417	15,1376	15,13276	15,13046	15,1408	15,13362	14,87677
OLB	-23,94648	-25,95621	-26,04452	-26,01267	-24,87828	-25,32251	-25,64785	-24,3151
AIC	0,269465	0,291017	0,291905	0,291585	0,276023	0,281816	0,286478	0,274524
SIC	0,31894	0,340665	0,341553	0,341232	0,325155	0,331119	0,335953	0,324171

ARMA(1, 1) modeli en yüksek  $R^2$ , Düz  $R^2$  ve OLB, en düşük AIC, SIC ve SSR değerlerine sahip olduğundan en uygun model olarak görülmektedir.

Buna göre çözümlemesi yapılan nihai model aşağıdaki gibidir.

**Tablo - 13: LogDK Serisinin ARMA Modelleri Sonuçları****Bağımlı değişken: LogDK****Method: En küçük Kareler**

Değişken	Parametre	Std. Hata	t-istatistiği	Olas.
C	-0.030141	0.047674	-0.632228	0.5280
AR(1)	0.985557	0.018119	54.39318	0.0000
MA(1)	-0.997038	0.017763	-56.13032	0.0000
R-kare	0.021087	Ortalama Bağımlı var		0.008959
Düzeltilmiş R-kare	0.011249	St. Sapma Bağımlı var		0.274620
Regresyon std. Hata	0.273071	Akaike Bilgi Kriteri		0.256568
Artıkların kare toplamı	14.83895	Schwarz Bilgi Kriteri		0.305700
Log olabilirlik	-22.91333	F-istatistiği		2.143339
Durbin-Watson istatis.	1.946458	Olas(F-istatistiği)		0.119962

ARMA(1, 1) modelinin tüm açıklayıcı değişkenlerinin parametreleri %5 anlam düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuçlarla modelin uygun olduğuna karar verilebilir. Ayrıca sonuçları kontrol etmek amacıyla ARMA(1, 1) modelinin hata terimlerinin otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon grafiği incelenmiş ve aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo - 14: ARMA (1, 1) Modeli Hata Terimlerinin Otokorelasyon ve Kısmi Otokorelasyon Fonksiyonları**

Otokorelasyon	Kısmi otokorelasyon	AC	PAC	Q-Stat	Prob
. .	. .	1 -0.005	-0.005	0.0060	
. .	. .	2 -0.005	-0.005	0.0121	
. .	. .	3 -0.005	-0.005	0.0181	0.893
. .	. .	4 -0.006	-0.006	0.0245	0.988
. .	. .	5 -0.005	-0.005	0.0301	0.999
. .	. .	6 -0.006	-0.006	0.0369	1.000
. .	. .	7 -0.005	-0.005	0.0428	1.000
. .	. .	8 -0.006	-0.006	0.0498	1.000
. .	. .	9 -0.005	-0.005	0.0554	1.000
. .	. .	10 -0.006	-0.006	0.0627	1.000
. .	. .	11 -0.006	-0.006	0.0700	1.000
. .	. .	12 -0.006	-0.006	0.0778	1.000
. .	. .	13 -0.005	-0.005	0.0834	1.000
. .	. .	14 -0.005	-0.005	0.0888	1.000
. .	. .	15 -0.006	-0.006	0.0958	1.000
. .	. .	16 -0.006	-0.007	0.1043	1.000
. .	. .	17 -0.006	-0.007	0.1128	1.000
. .	. .	18 -0.006	-0.007	0.1217	1.000
. .	. .	19 -0.006	-0.007	0.1309	1.000
. .	. .	20 -0.006	-0.007	0.1401	1.000
. .	. .	21 -0.007	-0.007	0.1497	1.000
. .	. .	22 -0.006	-0.006	0.1568	1.000
. .	. .	23 -0.006	-0.007	0.1656	1.000
. .	. .	24 -0.006	-0.007	0.1742	1.000
. .	. .	25 -0.006	-0.007	0.1821	1.000
. .	. .	26 -0.006	-0.007	0.1905	1.000
. .	. .	27 -0.007	-0.008	0.2011	1.000
. .	. .	28 -0.002	-0.003	0.2025	1.000
. .	. .	29 -0.001	-0.002	0.2026	1.000
. .	. .	30 -0.006	-0.007	0.2112	1.000
. .	. .	31 -0.007	-0.008	0.2229	1.000
. .	. .	32 -0.007	-0.008	0.2349	1.000
. .	. .	33 -0.002	-0.003	0.2357	1.000
. .	. .	34 -0.002	-0.003	0.2365	1.000
. .	. .	35 -0.002	-0.003	0.2373	1.000
. .	. .	36 -0.002	-0.003	0.2382	1.000

Otokorelasyon tablosunun güven sınırları incelendiğinde  $\pm 2 / \sqrt{202} = \pm 0,14$  olarak belirlenmektedir. Tablo incelendiğinde bu güven aralığını aşan bir değer görülmemektedir. P değerleri incelendiğinde bu katsayıların anlamlı olduğu hipotezi reddedilemez.

### **Dolar Kuru Serisindeki ARCH, GARCH Etkilerinin Araştırılması**

ARMA modelleri, herhangi bir zaman dönemine ait öngörü değerini, kendinden önceki belli sayıdaki geçmiş dönem ( $t - y$ ) gözlem değerinin ve ( $t - e$ ) hata teriminin doğrusal bir fonksiyonu olarak göstermektedir. Burada herbir rassal hata teriminin (öngörü hatası) ortalaması sıfır ve varyansı değişmeyen bir normal dağılımdan rassal olarak seçildiği ve hat terimlerinin birbirinden bağımsız olduğu varsayılmıştır. ARMA modelleri varyansın değişmezliğini bir kural olarak öngörmekte ve gözlem değerinde meydana gelen değişikliğin varyans üzerinde bir değişikliğe neden olmadığını varsaymıştır. Ancak trend düzeyi etrafında periyodik olmayan dalgalanmaların gözükmesi nedeniyle varyans her zaman sabit olmayabilir. Engle (1982) bu sorunu geliştirdiği Otoregressif Koşullu Değişen Varyans (AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity=ARCH) modeliyle çözmeye çalışmıştır. Sıfır ortalamaya sahip stokastik ARCH süreçleri, geçmiş dönem öngörü hatalarına bağlı olarak değişen varyansa sahip olan korelasyon içermeyen süreçlerdir (Özer ve Türkyılmaz, 2004).

ARMA (1, 1) modeli tespit edildikten ve özellikleri incelendikten sonra modelde ARCH etkisinin olup olmadığı araştırılacaktır. ARCH (p) ve GARCH(p, q) modelleri zaman serilerinde değişen varyansı dikkate alarak model oluşturur. Finansal piyasa verilerinde volatilenin tahmininde doğrusal modellerden ziyade doğrusal olmayan ve değişen varyansı göz önüne alan modeller kullanılmaktadır. Bu nedenle volatiliyi tahmin etmek için özellikle ARCH yaklaşımının kullanılması daha uygundur (Engle, 1993). ARCH modelleri zaman serilerindeki sabit varyans varsayımını bir kenara bırakarak, varyansın gecikmeli öngörü hatalarının karelerinin bir fonksiyonu olarak değişmesine izin verir (Gökçe, 2001).

Normallik varsayımı ile Engle tarafından önerilen ARCH regresyon modeli;

$$y_t | \Psi_{t-1} \sim N(x_t b, h_t)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 s_{t-1}^2 + \alpha_2 s_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p s_{t-p}^2 = \alpha_0 + \sum_{j=1}^p \alpha_j s_{t-j}^2$$

$$s_t = y_t - x_t b$$

şeklindedir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler 2006).

ARCH testi, hata kareler arasındaki birinci ve daha yüksek dereceden otokorelasyon sürecine dayanmaktadır. LM testi ARCH etkilerinin varlığını tespit etmek amacıyla kullanılmaktadır. ARCH etkisinin varlığının tespiti hataların beyaz gürültü sürecine ait olduğunu ifade eden boş hipoteze karşı ARCH etkisine sahip olduklarını ifade eden alternatif hipotez ile test edilir. LM testi şu adımlardan oluşur;

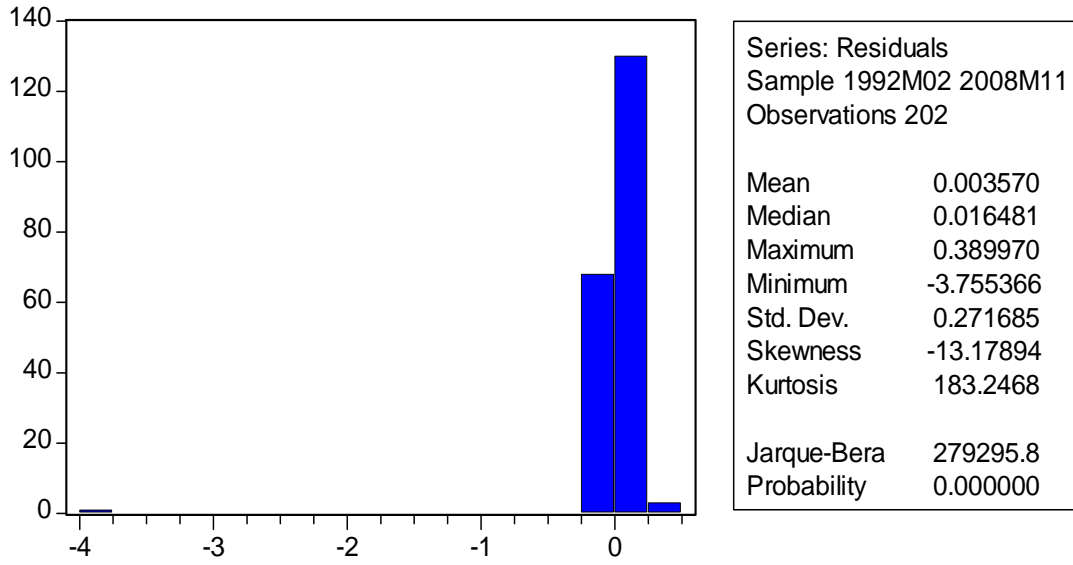
$$y_t = \mu + \phi_1 y_{t-1} + \phi_2 y_{t-2} + \dots + \phi_q y_{t-q} + v_t$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 s_{t-1}^2 + \alpha_2 s_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p s_{t-p}^2 + v_t$$

İlk denklem tek değişkenli modeli ifade ederken EKK ile tahmin edilen modelin hata kareleri olan  $s_t^2$ 'ler bulunarak sabit terimli regresyon modeli ikinci denklem ile tahmin edilir. Böylelikle  $LM = (T-p)R^2$  istatistiği hesaplanır. ARCH hatalarının olmadığı boş hipotezi altında asimptotik olarak p serbestlik dereceli  $\chi_p^2$  dağılımına sahiptir. Boş hipotezin red edilmesi ile otokorelasyonlu olduğu (en az bir ARCH parametresinin olduğu) anlaşılan EKK hata kareleri modelde ARCH etkisinin varlığını ortaya koyacaktır. Modelde ARCH etkisinin varlığı tespit edildikten sonra, modeldeki regresyon denklemi ile yardımcı denklemin artık ARCH regresyon tekniği ile tahmin edilmesi gereklidir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler 2006).

Artıkların normal dağılım sergileyip sergilemediği Jarque-Bera testi ile test edilmiş ve yokluk hipotezi %5 anlam düzeyinde red edilmiştir. Artıklar normal dağılıma uymamaktadır.

Şekil - 5: Artıkların Histogram ve Dağılım İstatistikleri



Seri	: Artıklar
Örneklem	: 1992-2 2008-11
Gözlem	: 202
$\bar{x}$	: 0. 003570
Ortanca	: 0. 016481
Maksimum	: 0. 389970
Minimum	: -3. 755366
S. S.	: 0. 271685
Çarpıklık	: -13. 17894
Basıklık	: 183. 2468
Jarque-Bera	: 279295. 8
p	: 0. 000000

### White Testi-Breusch Godfrey Testi

Modelin değişen varyans içerip içermediği White testi ile incelenmiştir.  $N \cdot R^2$   $< \chi^2_{m}$  ise modelde değişen varyans yoktur hipotezi 31, 15204 > 16, 919 olduğundan red edilerek, modelde değişen varyans olduğu tespit edilmiştir.

**Tablo - 15: Artıkların White Testi**

Değişen Varyans Testi: White

F-statistic	3. 889872	Prob. F(9, 192)	0. 0001
Obs*R-squared	31. 15204	Prob. Chi-Square(9)	0. 0003
Scaled explained SS	2722. 457	Prob. Chi-Square(9)	0. 0000

Modelde otokorelasyon olup olmadığı Breusch-Godfrey LM testi ile test edilmiştir. LM testi sonucunda seride otokorelasyon olmadığı tespit edilmiştir.

**Tablo - 16: Artıkların LM Testi**

Breusch-Godfrey LM Test:

F-statistic	0. 158047	Prob. F(2, 197)	0. 8539
Obs*R-squared	0. 238380	Prob. Chi-Square(2)	0. 8876

**ARCH-LM Testi**

ARCH etkilerinin araştırılması için model üzerinde değişen varyans şüphesiyle ARCH-LM testi uygulanmıştır. K=1, 2 ve 4 için ARCH-LM testleri uygulanmış değerlerin %5 anlam düzeyinde anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Modelde ARCH etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

ARCH-LM Test: k=1

F-statistic	0. 005806	Prob. F(1, 199)	0. 9393
Obs*R-squared	0. 005864	Prob. Chi-Square(1)	0. 9390

ARCH-LM Test: k=2

F-statistic	0. 005898	Prob. F(2, 197)	0. 9941
Obs*R-squared	0. 011976	Prob. Chi-Square(2)	0. 9940

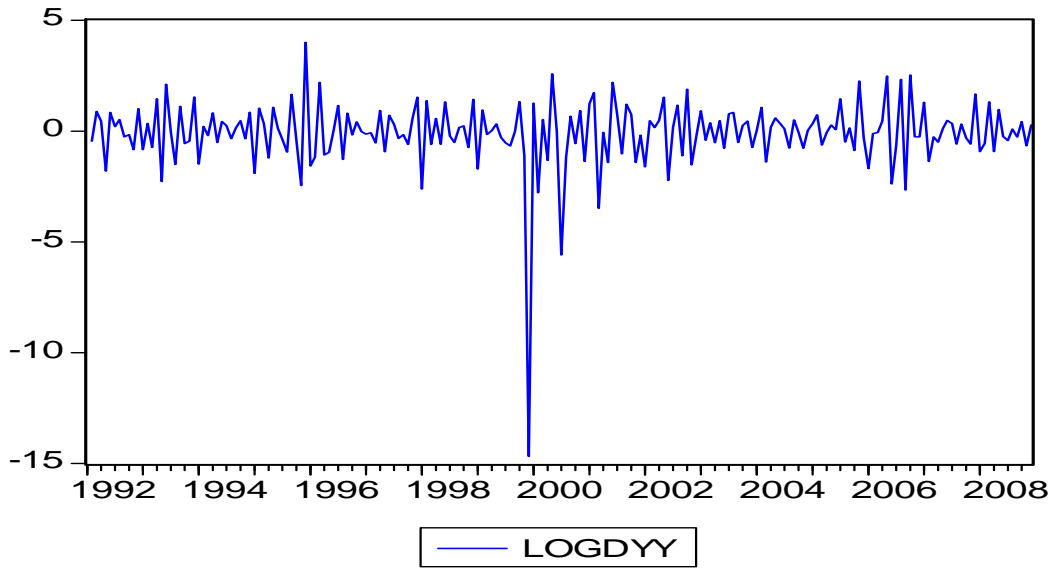
ARCH-LM Test: k=4

F-statistic	0. 005902	Prob. F(4, 193)	0. 9999
Obs*R-squared	0. 024217	Prob. Chi-Square(4)	0. 9999

### *Yabancı Sermaye Hareketlerindeki Değişimin Döviz Kuru Değişimi ile İlişkisi*

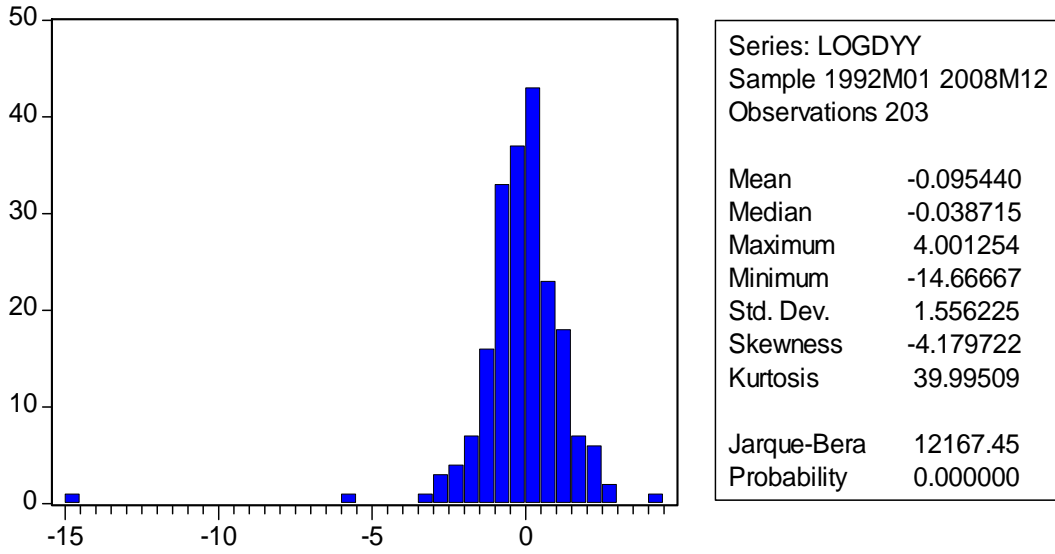
Doğrudan yabancı sermaye yatırımları serisinin özelliklerinin daha iyi incelenmesi ve durağan hale gelmesini sağlamak amacıyla logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Bu işlemden sonra LogDYY adını alan serinin döviz kuru değişimin etkisi zaman serileri metoduyla incelenecektir.

**Şekil - 6: LogDYY Saçılım Grafiği**





Şekil - 7: LogDYY Histogram ve Dağılım İstatistikleri



Seri	: LogDYY
Örneklem	: 1992-1 2008-12
Gözlem	: 203
$\bar{x}$	: -0.095440
Ortanca	: -0.038715
Maksimum	: 4.001254
Minimum	: -14.66667
S. S.	: 1.556225
Çarpıklık	: -4.179722
Basıklık	: 39.99509
Jarque-Bera	: 12167.45
p	: 0.000000

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki değişim incelendiğinde serinin ADF testi sonuçları birim kök olmadığını göstermektedir.

Tablo - 17: LogDYY Serisi İçin Birim Kök (ADF) Testi

	t-Statistic	Prob. *
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-18.33333	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.462737	
5% level	-2.875680	
10% level	-2.574385	

\*MacKinnon (1996) tek yönlü p değerleri.

Bağımlı değişken olarak LogDK alınmış LogDYY değişkeni ise açıklayıcı değişken olarak modele dahil edilmiştir.

**Tablo - 18: Regresyon Modeli**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008375	0.019288	0.434230	0.6646
LOGDYY	-0.008961	0.012401	-0.722567	0.4708
R-squared	0.002591	Mean dependent var		0.009231
Adjusted R-squared	-0.002371	S. D. dependent var		0.273966
S. E. of regression	0.274291	Akaike info criterion		0.260548
Sum squared resid	15.12233	Schwarz criterion		0.293190
Log likelihood	-24.44561	F-statistic		0.522103
Durbin-Watson stat	1.931723	Prob(F-statistic)		0.470786

Model sonuçlarında görüldüğü gibi yabancı sermaye hareketlerinin döviz kurundaki değişime etkisi anlamlı bulunamamıştır. Yabancı sermaye hareketlerinin döviz kurundaki değişimi açıklama yüzdesi %0,25 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo - 19: Regresyon Modeli için LM Testi**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.148051	Probability	0.862482
Obs*R-squared	0.301605	Probability	0.860018

Modelin otokorelasyon analizi LM testi ile test edilmiş ve modelde otokorelasyon olmadığı sonucuna varılmıştır.

**Tablo - 20: Regresyon Modeli için White Testi**

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.265706	Probability	0.766935
Obs*R-squared	0.537954	Probability	0.764161

Modelin değişen varyanslılığı analizi White testi ile test edilmiş ve modelde değişen varyans olmadığı sonucuna varılmıştır.

**Tablo - 21: Regresyon Modeli için Granger Nedensellik Testi**

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LogDYY does not Granger Cause LOGDK	201	0. 23355	0. 7919
LOGDK does not Granger Cause LogDYY		0. 04994	0. 9513

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin döviz kurundaki değişim üzerinde karşılıklı olarak herhangi bir nedensellik ilişkisi yoktur.

#### 4.6. Uygulama Sonuçları ve Değerlendirme

Döviz kuru dalgalanmasının çoğunlukla ekonomide, özellikle küçük ve açık bir ülke için, büyük önem taşıdığı düşünülmektedir. Bu çalışmada, önceden beri tartışılan ama tam olarak oluşturulmamış, döviz kurlarındaki dalgalanmanın yabancı doğrudan yatırımda risk ve belirsizliği artırarak sermaye akışının etki olasılığını ampirik olarak incelenmektedir. Yabancı döviz kurunda stokastik dalgalanmayı karakterize etmek için (GARCH) (1,1) modeli kullanılmıştır.

Hedef alınan dönem için kullanılan verilerin histogram ve dağılım istatistikleri Jarque-Bera istatistiği incelenmiş ve kur serisinin normal dağılmadığı tespit edilmiştir. Dolar kurunun birim kök testleri için sınamalar yapıldığında ise serinin durağan olmadığı görülerek ilk farkta durağan hale gelmesi sağlanmıştır.

Bu çalışmalardan sonra serinin logaritmik dönüşümü yapılarak ayrıntılarının daha iyi incelenebilmesi amaçlanmıştır. Dönüşümü gerçekleştirilen serinin otokorelasyon, kısmi otokorelasyon ve ADF birim kök testleri ile ön incelenmesi tamamlanmıştır. LogDK serisinin durağan hale geldiği tespit edilerek analizlerin devamı sağlanmıştır.

Box-Jenkins metodolojisi incelendiğinde serinin hangi ARMA(1, 1) modeli ile tahmin edileceği öngörülmüştür.

ARCH etkilerinin araştırılması amacıyla ARCH-LM testleri ARMA(1, 1) şeklinde öngörülen zaman serisi için analiz edilmiştir. ARCH etkisinin araştırılması için ön koşul olan modelde değişen varyans varlığı White Testi ile gerçekleştirilmiş ve modelde değişen varyans bulunduğu tespit edilmiştir. ARCH-LM testleri k=4 için

iterasyon edilmiş ve iterasyon sayısı arttıkça p değerinin yükseldiği gözlenmiştir. Bu da modelde ARCH etkisinin olmadığı anlamı taşımaktadır. Oynaklığın tahmin edildiği yöntemlerin basında Ardışık Bağlanımlı Koşullu Değişen Varyans Modeli gelmektedir. Adından da anlaşılacağı üzere bu yöntem, varyansın sabit olduğu varsayımına ihtiyaç duymamaktadır. Modelin bir diğer özelliği de, bir çok diğer ardışık bağlanımlı zaman serisi modelleri gibi öngörülecek değerin geçmiş değerlerinden başka bir veriye ihtiyaç duymamasıdır. Bu özellik nedeniyle, araştırmacının bir çok değişken arasından öngörülecek değeri etkileyen unsurları bulması ve bu etkinin sürekliliğini kontrol etmesi gerekmemektedir.

Reel döviz kuru değişiminin doğrudan yabancı sermaye girişleri değişimin üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir regresyon denklemi oluşturulmuştur. Değişen varyans ve otokorelasyonun olmadığı tespit edilen modelde reel döviz kurunun doğrudan yabancı sermaye üzerindeki etkisinin oldukça önemsiz olduğu tespit edilmiştir.

Regresyon denkleminde ortaya çıkan önemsiz determinasyon katsayısını doğrulayabilmek amacıyla Granger Nedensellik Testi ile analiz yapılarak bu iki serinin birbirilerinin bir Granger nedeni sayılamayacağı belirlenerek regresyon analizindeki sonuç desteklenmiştir.

Birçok literatür çalışmasında hedef alınan kur oynaklığını hesaplamak, aylık bazda ARCH-GARCH yöntemlerini etkisiz kılmaktadır. Bu yöntemin literatürdeki çoğu çalışmada olduğu gibi günlük bazda alınan verilerle ve oynaklığa neden olan merkez bankasının müdahalelerinin bu şekilde belirgin halde olmasıyla açıklanması gerekmektedir.

## SONUÇ

Her ülkenin kendi iç piyasasında kullandığı milli bir para birimi vardır. Bu milli para sadece ulusal sınırlar içinde geçerlidir. Bir ülke dışa açıldığı zaman ticari ve mali ilişkide bulunduğu ülkelerin paralarına ihtiyaç duymaktadır. Bu işlemlerin gerçekleşebilmesi için ulusal paraların birbirine çevrilmesi gerekmektedir. Döviz; efektif dâhil yabancı parayla ödemeyi sağlayan her çeşit hesap, belge ve vasıtalarıdır. Bir yabancı paranın döviz olarak değerlendirilebilmesi için uluslararası ödemelerde tüm ülkeler tarafından kabul edilebilir olması gerekir.

Döviz müdahalelerinin döviz kurları üzerindeki etkisi konusunda yapılan birçok araştırma birbirinden oldukça farklı sonuçlar verdiği için, akademik olarak konuya ilişkin bir görüş birliğinden söz etmek mümkün değildir. Bir kısım araştırmacılar döviz müdahalelerinin hem döviz kurlarının seviyesi üzerinde olumlu etki yaptığını hem de kurların oynaklığını azalttığını öne sürse de, bunun tam tersinin geçerli olduğunu öne sürenler de vardır. Bu görüşe göre müdahaleler kurların düzeyini istenen yönde etkileyemediği gibi oynaklığını da artırabilmektedir. Ayrıca dalgalı kur rejimi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerin aksine, kurdaki ve sermaye hareketlerindeki yüksek oynaklık finansal krizlere neden olmaktadır. Bu krizlerin önlenmesinde merkez bankalarının fiili müdahaleleri etkili olmaktadır. Bu müdahaleler sonucunda kurun değerindeki oynaklık azalırken, uluslararası rezervlerin miktarındaki ve kısa vadeli faiz oranlarının düzeyindeki oynaklık artacaktır. Böyle bir durumda merkez bankasının düşündüğü fiili müdahale değerinin belirlenmesi çok büyük önem taşımaktadır. Tüm bunlar düşünüldüğünde döviz kurundaki oynaklığın ölçülmesinin bir gereklilik haline geldiğini söylemek hiç de yanlış olmayacaktır. Blonigen (1997) bu alanda literatüre ciddi bir eleştiri getirmiştir. McCulloch'un özetlediği görüşe göre; döviz kuru hareketleri doğrudan yabancı yatırımı etkilemez çünkü eğer bir ülkedeki varlık, karın gelecekteki dalgalanması olarak adlandırılıyorsa bu o ülkenin para birimini gösterir ve eğer kar, aynı döviz kuruyla yatırımcının para birimine dönüştürülecek olursa döviz kurunun seviyesi yatırımın indirimli olan değerini etkilemez. Bu ise gelecekte beklenen döviz kuru seviyesinin şimdiki oranıyla aynı olabileceğini ima etmektedir. Farklı bir

ortak inanışa göre; yabancı şirketler o ülkenin para birimi zayıfken o ülkeye ait aktifleri almaya daha istekli olabilmektedir.

Diğer taraftan döviz kurlarındaki aşırı hareketlerin olumsuz etkilerine daha yoğun olarak maruz kalan gelişen piyasalarda merkez bankalarının gelişmiş piyasalara oranla daha yoğun olarak döviz piyasalarına müdahalelerde buldukları ve döviz kurlarındaki aşırı hareketleri dengelemeye çalıştıkları gözlenmektedir. Ancak, merkez bankalarının döviz piyasalarına yaptıkları müdahaleler, yüksek maliyetli ve sınırlı miktardaki döviz rezervlerinin kullanılmasını gerektirmekte ve merkez bankalarına sterilizasyon maliyeti yüklemektedir. Gelişen piyasalarda döviz kurlarındaki aşırı hareketlerin daha sık gözlendiği ve gelişen ülke merkez bankalarının bu hareketlere daha sık müdahale etmek durumunda kalabileceği de düşünüldüğünde, gerçekleştirilen müdahalelerin etkinliği, özellikle gelişen piyasa ekonomileri için son derece büyük bir önem taşımaktadır. (Çörtük , 2007 :45)

Günümüzde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çok uluslu şirketler gerçekleştirmekte olup, bu şirketler çok sayıda ülkede faaliyet göstermektedir. Bundan dolayı kullandıkları para birimleri ülkeden ülkeye çeşitlilik göstermektedir bu ise döviz kurundaki hareketliliği ve belirsizliği firmaların hem karlılık hem de üretim yeri tercihlerini etkilemektedir. Döviz kurundaki hareketlilik ÇUŞ'lar için bir yandan sorunlar yaratırken diğer yandan da yeni fırsatlar sunmaktadır.

Doğrudan yatırımcı ihracata dayalı üretim yapıyorsa reel döviz kurunun yükselmesini isteyecektir çünkü yüksek reel döviz kuru ev sahibi ülkenin dış rekabet gücünün artması anlamına gelir dolayısıyla ihracata dönük yatırımcı için, bu değişkenin işareti pozitif olarak beklenmektedir çünkü bu durum ihracatın ve kârlılığın artmasına olanak sağlar. İç piyasaya yönelik üretim yapacak olan doğrudan yatırımcı için durum farklılık arz eder. Reel döviz kurundaki artış ithalatı nispi olarak ucuzlatır ve tüketim yurt içi mallardan yurt dışı mallara kayar bu durum doğrudan yatırımcının üretim ve satış hacmini daraltır ve buna bağlı olarak ta kârlılık oranı azalır bu durum da olan yatırımcının için bu değişken negatif olarak beklenmektedir. Türkiye'de faaliyetlerin büyük bir kısmı iç piyasaya yönelik olduğu için bizim de beklentimiz negatif olacağı yönündedir.

Bu çalışmada döviz kuru oynaklığının Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye girişleri üzerine uzun dönemli etkisi incelenmektedir.. Bununla birlikte çalışmada döviz kuru oynaklığı tespit edilememiş, bu ise birçok çalışmada olduğu gibi kesin bir yargıya ulaşılamadığının kanıtıdır. Türkiye’de yıllar itibariyle gerçekleşen yabancı sermaye yatırımları verileri aylık veriler olduğundan buna bağlı olarak reel döviz kuru verileri de karşılaştırma için aylık olarak alınmıştır. Merkez Bankasının Döviz Kuruna Müdahalelerin günlük olması çalışmada oynaklık tespit edilememesine, önceden beri tartışılan ama tam olarak oluşturulmamış, döviz kurlarındaki dalgalanmanın yabancı doğrudan yatırımda risk ve belirsizliği artırarak sermaye akışının etki olasılığını ampirik olarak incelenmektedir. Yabancı döviz kurunda stokastik dalgalanmayı karakterize etmek için (GARCH) (1,1) modeli kullanılmıştır. ARCH etkilerinin araştırılması amacıyla ARCH-LM testleri ARMA(1, 1) şeklinde öngörülen zaman serisi için analiz edilmiştir. Uygun modelin tespit edilmesi sonucunda ARCH etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Reel döviz kuru değişiminin doğrudan yabancı sermaye girişleri değişimin üzerindeki etkisini incelemek amacıyla Granger Nedensellik Testi ile analiz yapılarak bu iki serinin birbirilerinin bir Granger nedeni sayılamayacağı belirlenerek regresyon analizindeki sonuç desteklenmiştir. .

Burada reel değerlendirme kadar reel döviz kuru hareketlerindeki oynaklığın boyutu da önemlidir. Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinden sonraki dönemler hariç, Türkiye’de reel döviz kuru dar bir bantta gerçekleşmiştir. Özellikle Mayıs 1995’ten Şubat 2001’e kadar uygulanan kur politikasıyla tutarlı bir biçimde Türkiye ekonomisinde istikrarlı bir reel döviz kuru hareketi gözlemlenmiştir. Şubat 2001 öncesi döviz kurlarına Merkez Bankası tarafından sık sık müdahale edilmiştir. Ancak 22 Şubat 2001’de dalgalı kur uygulamasına geçilmesiyle birlikte kurlar piyasa koşullarına göre belirlenmiş, aşırı hareketlerin yaşandığı durumlarda Merkez Bankası’nın müdahaleleri olmuştur (Şeyda İnandım, 2005:36).

Elde edilen bulgular Türkiye’de risk ve belirsizliği gösteren döviz kuru oynaklığının yabancı doğrudan yatırımlar üzerinde etkili olmadığını göstermiştir. Mevcut literatür döviz kuru ve yatırım ilişkisi üzerine yalnızca sınırlı kanıtlar sunmaktadır. Konuyla ilgili iktisat literatürüne bakıldığında döviz kuru oynaklığının

dış ticaret akımları üzerinde etkisinin kuramsal olarak belirsiz olduğu görülmektedir. Zayıf bir istatistikî bağın bulunması yabancı yatırım kararlarının sadece yatırımcıların yabancı döviz piyasasındaki döviz kuru dalgalanmasıyla ortaya çıkan belirsizlik etkisi olmamakla birlikte, diğer keşfedilmeyen faktörlerinde mevcut olduğu bilinmektedir. Çoğu ekonomilerde döviz kuru dalgalanmasının özellikle gelişmekte olan ekonomiler için büyük bir önem taşıdığı bilinmektedir.

Ekonomik sistemleri farklı olmakla birlikte hemen hemen birçok ülke kalkınmalarını hızlandırmak, refahı yükseltmek, ileri teknoloji ve yatırım tecrübelerini değerlendirmek amacıyla yabancı sermayeden faydalanma yoluna başvurmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda potansiyel büyümelerinin önündeki en büyük engel olan sermaye yetersizliğini gidermek için, ülkeye yönelik sermaye hareketliliğini teşvik edici düzenlemeler yapılmalıdır. Ülkelerin büyümesini arttıracak ve dolayısıyla kalkınmasına katkıda bulunacak yeni yatırımların yapılabilmesi için önce makroekonomik istikrarın ve politikaların tutarlığının sağlanması, yönetim ortamının iyileştirilmesi, altyapı ortamının altyapının ortamının geliştirilmesi, finansal sistemin gerçek işlevlerini yerine getirmesi, üretim girdilerinin maliyetlerinin düşürülmesi ve üretim sürecine başlama ve giriş-çıkış kolaylığının sağlanması gerektiği vurgulanmalıdır. Bu listeye kurumsal yapı, politik kültür, kayıtdışı ekonomi ve yolsuzluk gibi faktörlerde eklenmelidir.



## KAYNAKÇA

- Abell, J.D. (1990). “Twin deficits during the 1980s: an empirical investigation”, *Journal of Macroeconomics*, 12, 81-96.
- Abuşoğlu, Ömer (1990). *Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkisi*. Ankara: TOBB Yayınları 154.
- Aggarwal, Raj (1995). “Investing in Emerging Markets: Challenge and Opportunities”, *Global Portfolio Diversificational Risk, Management, Market Microstructure and Implementation Issues*, Edited Raj Aggarwal and David C. Schrim, Academic Press.
- Ağcaer, Arzu (2003). *Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri. Aralık.
- Akay, H. K., M. Nargeleçekenler.(2006). Finansal Piyasa Volatilitesi ve Ekonomi. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi. c.61.
- Akçay, (1997). Currency Substitution and Instability: The Turkish Case. *Euppeon Economic Review*.
- Aklan N.N. (2002). Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri;Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı, Erişim Tarihi (18.12.2010) <http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c5s7/makale/c5s7m3.pdf>
- Alkın, Erdoğan (1981). Kur Politikası. 2. Türkiye İktisad Kongresi, *Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğleri*. İzmir.
- Arat, K. (2003). *Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. Ankara.

- Arıman, A. (2000). Türkiye'ye Daha Fazla Yabancı Sermaye Çekebilmek İçin İzlenmesi Gerekli Politikalar. *TCMB, Ekonomik İstikrar ve Yabancı Sermaye Semineri*. Ankara.
- Aslan, N. (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*. 2. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Atiyas İ. and Ersel, H. (1992). "The Impact of the Financial Reform: The Turkish Experience", World Bank, Industry and Energy Department Working Paper, Industries Series, No: 65
- Ay, A. (2007a). *Türkiye'de Dış Ticaret ve Kur Politikaları Uygulamaları*, Konya: Çizgi Kitabevi.
- Ayhan, D. (2008). *Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişiklerin Oynaklığına Etkisi*: Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, İzmir.
- Baillie, R. ve McMahon, P. (1990). *The Foreign Exchange Market Theory and Econometric Evidence*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Balillie, R. ve McMahon, P. (1999). *The Foreign Exchange Market Theory and Econometric Evidence*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Balkan, N. (1994). *Kapitalizm ve Borç Krizi*. İstanbul: Bağlam Yayınları.
- Bayraktar, Fulya (2003). *Dünyada ve Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*, Türkiye Kalkınma Bankası A. Ş. , Genel Araştırmalar, GA/03-1-1, Ankara.
- Berber, Metin ve Topal, A. Kadir (1996). Yeni Küresel Ekonomik Sistem ve Ulusal Kalkınmada Kentlerin Önemi. *Küreselleşme, Yerellik, İnsan Yerleşimleri ve Yönetim Sempozyumu*, İstanbul.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 5.

- Blonigen, B. (1997). Firm-Specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment. *American Economic Review*, 87 (3).
- Boratav, K., Yeldan A. E. ve Köse A. J. (2001). *Turkey: Globalization, Distribution and Social Policy*. In External Liberalization, Economic Performance and Social Policy. (Ed. By Lance Taylor). Oxford University Press.
- Bouoiyour, J. (2003). The Determining Factors of Foreign Direct Investment in Morocco, (Erişim Tarihi 12.03.2011) [www.erf.org.eg/CMS/getFile.phpd=643](http://www.erf.org.eg/CMS/getFile.phpd=643).
- Bulut, Erol (2005). *Döviz Ekonomisi (Piyasanın Mikro Yapısı)*, Ankara. Platin Yayınları 1. Baskı,
- Calvo, G. A., Leiderman, L. ve Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *International Monetary Fund Staff Papers*.
- Campa, J., and Goldberg, L. (1995). Investment in Manufacturing, Exchange Rates and External Exposure. *Journal of International Economics*.
- Carrera, Jorge and Guillermo, Vuletin (2002). "The Effects of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rate Volatility: A Dynamic Panel Data Approach," discussion paper, Erişim Tarihi (12.09.2010) <http://www.ucema.edu.ar/conferencias/download/Carreras.pdf>
- Caves, R. E. (1989). Exchange Rate Movements and Foreign Direct Investment in The United States. In D. Audretsch and M. Claudon (eds.), *The Internationalization of US Markets*. New York: New York University Press.
- Chakrabarti, R. and Scholnick B. (2002). 'Exchange Rate Expectations and Foreign Direct Investment Flows'. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 138(1)
- Clark, G.L., Palaskas, T., Tracey, P. ve Tsampra, M. (2004). Globalization and Competitive Strategy in Europe's Vulnerable Regions: Firm, Industry and

- Country Effects in Labour-intensive Industries, *Regional Studies*, 38(9), 1085-1100.
- Claudia, Buch (1999). *Capital Mobility and EU Enlargement*. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 135(4).
- Cömert, F. (2000). "İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye", *Hazine Dergisi*, Sayı.13, Hazine Müsteşarlığı, Ankara
- Crowley, P. and Lee, J. (2003). Exchange rate volatility and foreign investment: international evidence. *The International Trade Journal*, vol XVII, no 3, Fall
- Cushman, David O. (1985). Real Exchange Rate Ris, Expectations, and the Level of Direct Investment, *Review of Economics and Statistics*, 67, 2, ss.297-308.
- Cushman, David O., (1983). The Effects of Real Exchange Rate Risk on International Trade, *Journal of International Economics* 15.
- Çağlar, Ünal (2003). *Döviz Kurları, Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. Bursa: Alfa Yayınları.
- Çetinkaya, Murat (2004). Türkiye Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımının Önemi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.
- Çiçek, M. ve Öztürk F. (2004). "Yabancı Hisse Senedi Yatırımcıları Türkiye’de Döviz Kuru Volatilitelerini Şiddetlendiriyor Mu?" *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62
- Çiçek, S. (2006). *Türkiye’de Döviz Kuru Sistemleri ve Politikalarının İhracata Etkileri (1980-2004)*, Yüksek Lisans tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Çörtük, Orhan (2007). *Döviz Kuru Oynaklığının Modellenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- De Grauwe, P.; (1988). "Exchange Rate Variability and the Slowdown in the Growth of International Trade." *IMF Staff Papers*, 35, pp.63-84.
- Değer, M. K. ve Emsen, Ö. Selçuk (2005). *Geçiş Ekonomileri ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermayenin Dinamikleri*, Erzurum: Atatürk Üniversitesi. Yayın No:953.
- Demircan, Hayrettin (2003). *Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri*, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Araştırma ve İnceleme Dizisi, Yayın No:35 Ankara.
- Dixit, A. (1989). "Hysteresis, Import Penetration, and Exchange Rate Passthrough", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, pp. 205-228.
- Doğukanlı, H. (2001). *Uluslararası Finans*. Adana: Çukurova Üniversitesi. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 1. Baskı.
- Domaç, I and Mendoza A (2004). "Is there room for foreign exchange interventions under an inflation targeting framework? Evidence from Mexico and Turkey", World Bank Policy Research Working Paper, 3288, April. Erişim Tarihi (18.08.2010) <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap24g.pdf>
- Dominguez, Kathryn M. (1998). Central Bank Intervention and Exchange Rate Volatility. *Journal of International Money and Finance*, 17.
- DPT (2000). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu. *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı*. <http://ekutup.dpt.gov.tr/yabancis/otk532.pdf>
- Drabek, Zdenek and Stephany, Griffith (1999). *Capital Flows in Turbulent Times*. Newyork: Sharpens.
- Dursun G. ve Bozkurt H. (2007). Reel Döviz Kurunun Garch Modeli ile Tahmini ve Yabancı Doğrudan Yatırım İlişkisi: Türkiye Analizi 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi 24-25 Mayıs 2007 – İnönü Üniversitesi Malatya

- Duygulu, Aylin Abuk (1998). Döviz Kurlarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi, *İİBF Dergisi*. Dokuz Eylül Üniversitesi cilt 13 Sayı 1 1998.
- Düger, İ. Hakkı ve Dulupçu, A. Murat (2000). *İktisada Giriş*. İstanbul: Grapic Yayınları.
- Edwards, S. (1988). Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence From Developing Countries. Erişim: 08.08.2011, National Bureau of Economic Research Working Paper No:2721, <http://papers.nber.org/papers/w2721.pdf>
- Engle, R. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity With Estimates of The Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4).
- Erdal, Fuat ve Ekrem Tatoğlu (2002). Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence From Turkey *Multinational Business Review*, Vol.10, No.1
- Ersungur, Ş. Mustafa, F.Lebe, (2009). “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi”, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu, 27-29 Mayıs, Erzurum: Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.
- Ertürk, Emin (1994). *Ekonomik Entegrasyon Teorisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Fernandez, Arias Eduardo (1996). “The New Wave of Private Capital Inflows:Push or Pull” *Journal of Development Economics*, Vol.48.
- Fleming, M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*. 9.
- Froot, Kenneth A. and Jeremy, C. Stein (1989). Exchange Rates and Foreign Direct
- Goldberg L. (1993). “Exchange Rates and Investment in United States Industry”, *The Review of Economics and Statistics*. Vol. LXXV, No. 4, November

- Goldstein, M. (2002). *Managed Floating Plus. Institute for International Economics.* Washington
- Gökçe, A. (1998). “Zaman Serilerinde Koşullu Değişen Varyanslılık Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Ekonometri Bölümü.
- Gövdere, Bekir (2003). “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği”, *Dış Ticaret Dergisi*, Nisan.
- Göver, Z. Tuğrul (2005). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Uluslararası Ticarete Etkileri*, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü. Temmuz.
- Gujarati, D. (2004). *Basic econometrics.* McGraw Hill.
- Güloğlu, B. ve Akman, A. (2007). *Türkiye’de Döviz Kuru Oynaklığının Swarch Yöntemi ile Analizi*, Finans Politik&Ekonomik Yorumlar, Yıl:44, Sayı:512.
- Gümüşelli, Saniye (1994). *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara.
- Güran, N. (1987). *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge*, D.E.Ü. Yayınları, İzmir:Kavram Matbaası
- Güran, N. (1999). *Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Avrupa Birliği.* İzmir:Anadolu Matbaası.
- Güran, N. (2000). *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge*, İzmir: Kavram Matbaası.
- Güven, Gökhan (2010). *Döviz Kuru Oynaklığının Modellenmesi ve Öngörülmesi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Han, E. ve Kaya, A. A. (2002). *Kalkınma Ekonomisi Teori ve Politika.* Eskişehir.

- Hausmann, R. (1999). *Az Para Öz Para*, Türkiye Baskısı. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Hausmann, Ricardo (2001). *Financial Turmoil and Choice of Exchange Rate Regime* 1999 [www. iadb. org /oce/pdf/400](http://www.iadb.org/oce/pdf/400).
- Iannizzotto, M., and Miller N.J. (2002). “The effect of exchange rate uncertainty on foreign direct investment in the United Kingdom”, Working Paper, *International Economic Association World Congress*, Paris. IMF (2000). *Annual Report*.
- Investment: An Imperfect Capital Markets Approach, *NBER Working Paper*,
- İnan, A. (2002). *Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye*. Bankalar Birliği.
- İnandım, Şeyda (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara
- John, D. Abell (1990). Twin Deficits During The 1980’s: An Empirical Investigation, *Journal of Macroeconomics*. Volume:12, No:1.
- Johnson, R. B. ve Yan S. (1997). “Some evidence on exchange rate determination in major industrial countries”, *IMF Working Paper*, no.WP 97/98.
- Kansu, A. (2001). *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri*. İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- Kansu, A. (2006). *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, 2.basım, İstanbul: Güncel yayıncılık
- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İİBF Dergisi*.
- Karluk, R. (1995). *Uluslararası Ekonomi*, Beta Yayın Dağıtım, Eskişehir.



- Karluk, R. (1996). *Uluslararası Ekonomi*, 4. B. İstanbul: Beta Basım Yayım,
- Karluk, R. (2000), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, *Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye*, T.C. Merkez Bankası Yayınları, İstanbul, Ankara
- Karluk, R. (2001). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı*. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>
- Karluk, R.(1997). *Gümrük Birliği Dönemecinde Türkiye*, Turhan Kitabevi Yayınları,
- Kaya, V. ve Yılmaz, Ö. (2003). “Türkiye’de Doğrudan Yatırımın Belirleyicileri”, *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 17 (3-4)
- Kaya, Y. (1998). *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü Yayın No: DPT: 2487.
- Klein, M. W. and Rosengren E. (1994). “The Real Exchange Rate and Foreign Direct Investment in the United States”, *Journal of International Economics*, Vol 36.
- Kohlhagen, Steven W. (1977). Exchange rate Changes, Profitability, and Direct Foreign Investment, *Southern Economic journal*, Vol.44, No.1, July, ss.43-52.
- Köse, N., Ay, A., Topallı, N. (2008). “Döviz Kuru Oynaklığının İhracata Etkisi: Türkiye Örneği (1995-2008)” *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 10/2 .
- Kutlar, A. (2000). *Ekonometrik Zaman Serileri: Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.

- Lahiri, Sajal and Fernando, Mesa (2004). Local Content Requirement on Foreign Direct Investment Under Exchange Rate Volatility, *International Review of Economics and Finance*, Vol.20, No. 30.
- Lipschitz, Lesli (1979). "Exchange Rate Policy for a Small Developing Country and a Selection of an Appropriate Standard" *IMF Staff Papers*, Vol 26 No: 3.
- Loungani, P. ve Razin, A. (2001). *How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?*. Finance and Development. 38(2).
- Lukauskas, A. and S. Minushkin (2000). *Explaining Styles of Financial Market Opening in Chile, Mexico, South Korea, and Turkey*. International Studies Quarterly, Vol. 44.
- Mandelbrot, B. (1963). *The Variation of Certain Speculative Prices*. The Journal of Business. c.36
- Mankiw, N. M. and Kaufman, R. (2004). *Principles Macroeconomics*. Mason Ohio Thomson/South-Western: Third Edition.
- Marshall, Alfred (2003). *Money Credit and Commerce*, Newyork: Prometheus Books.
- McDonald, R. (1988). *Floating Exchange Rates Theories and Evidence* Unwin Hyman. London.
- McDonald, R. ve Taylor P. Mark (1991). Exchange Rate Economics. *IMF Working Paper*. No 91/62.
- McKinnon, R. (1982). Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard. *American Economic Review*.
- McKinnon, Ronald I. And Huw Pill (2001). *Exchange Rate Regimes For Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing*. July 1999 <http://www.Econ.stanford.edu/faculty/workp/swp/999018.pdf>. 20 Aralık.

- McKinnon, Ronald, and Huw Pill (1999), 'Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing', *Oxford Review of Economic Policy*, 15
- Melvin, Michael (1989). *International Money and Finance*. Newyork: H. Collins publishers.
- Moreno, R. (2000). What Explains Capital Flows? Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2000 - 22 Erişim: 24. 09. 2010, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html>
- Mundell, Robert. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Area. *American Economic Review*. No:51.
- Mundell, Robert. A. (2001). "Notes on the History of the Mundell-Fleming Model: Keynote Speech," *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 47 (Special Issue)
- Mussa, M. (1979). *Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rates and Theories of Foreign Exchange Market*. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy. 11.
- Mussa, M. (1981). The Role of Official Intervention. *Group of Thirty Occasional Papers*. 6.  
No.2914, March
- Obstfeld M. and K. Rogoff (1995). The Mirage of Fixed and Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 9, Iss. 4.
- Obstfeld, M. (1990). *The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention: Recent Experience, 1985-1988*. International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations. Chicago: Chicago University Press.
- Oksay, S. (2001). *Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları, İstanbul:Beta Yayınevi*

- Özağ, F. E., (1994). “Ev Sahibi Ülke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 5 (12),
- Özçam, M. (2004). *Döviz Kuru Politikaları ve Türkiye’de Döviz Kuru Oynaklığının Etkileşimleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Dairesi, Ankara
- Özer, M. ve Türkyılmaz, S. (2004). “ARCH modelleri ile Repo Faiz Oranları İktisadi Değişkeninin Oynaklığının Araştırılması”, *Bahçeşehir Üniv. Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, Sayı 2.
- Öztürk, İ. Acaravcı, A. (2002-2003). *Döviz Kurundaki Değişkenliğin Türkiye İhracatı Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Çalışma, Review of Social, Economic and Business. Vol. 2.*
- Öztürk, Kevser (2010). *Döviz Kuru Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Faiz Oranı Oynaklığı ile Olan İlişkisi: Türkiye Örneği*, Uzmanlık yeterlilik tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, , Ankara
- Özyıldız, R. Hakan (1998). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü. Hazine Dergisi.*
- Parasız, İlker (1994). *Uluslar arası Finansman*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İlker (1999). *Para Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İlker (2005). *Uluslar arası Para Sistemi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Patterson, K. (2000). *An Introduction to Applied Econometrics-A Time Series Approach*, St. Martin’s Press, USA.
- Pentecost, Eric J. (1993). *Exchange Rate Dynamics: A Modern Analysis of Exchange Rate Theory and Evidence*, Edward Elgar Publishing Limited, Vermont
- Plihon, Dominique (1995). *Döviz Kurları*, 1. Baskı, Çev: Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir, İstanbul:İletisim Yayınları.

- Richard Lewich (ed.) (1998). *Emerging Market Capital Flows*. (Netherland:Kluwer Academic Pbl).
- Saltoğlu, B. (2003). *A High Frequency Analysis of Financial Risk and Crisis- An Emprical Study on Turkish Financial Management*. İstanbul: Yaylım Yayıncılık.
- Samsunlu, Ayşegül (2004). *Dünya'da Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye*. Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu'na Armağan, Editör: C. Tuncer Gürsoy, İstanbul.
- Sarı, Aydın (2010). Döviz Kuru Oynaklığının İthalata Etkileri: Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, *İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:11, 31-44.
- Sarno, Lucio ve Mark P. Taylor (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?. *Journal of Economic Literature*, 39.
- Schwartz, Anna J. (2000). *The Rise and Fall of Foreign Exchange Market Intervention*. NBER Working Paper, <http://www.nber.org/papers/w7751>.
- Schwartz, Anna J. (2010). *The Rise and Fall of Foreign Exchange Market Intervention*. NBER Working Paper, (2000). <http://www.nber.org/papers/w7751>. (19. 07. 2010).
- Sengupta, J. K. (2002). Modelling Exchange Rate Volatility, Department of Economics. *UCSB Departmental Working Papers*.
- Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler, M. (2006). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Getiri Volatilitesinin Modellenmesi ve Önraporlanması", Ankara Üniversitesi SVF Dergisi, Ankara, 61(4)
- Seyidoğlu, H. (1993). *Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama*, 9. B. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (1999). *Ansiklopedik Ekonomik Terimler Sözlüğü*, 2. B. İstanbul: Kurtiş Matbaacılık

- Seyidoğlu, H. (2003), *Uluslararası İktisat*, İstanbul:Güzem Yayınları
- Seyidoğlu, H., (1982). Türkiye’de Sanayileşme ve Dış Ticaret Politikası, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar:2, , Ankara:Turhan Kitabevi.
- Soydal, Haldun (2007). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. Doktora Tezi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Konya: Selçuk Üniversitesi.
- Sönmez, S. (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm Sömürgecilikten Küreselleşmeye* Ankara: İmge Kitabevi, 1.Baskı.
- SülünD.(2005).Uluslararasıİşletmeler.<http://www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/B942DEAC-917E-4200-81F5-2D065174DF75/4345/CokulusluSirketler.pdf>.Şatiroğlu, K. (1984).
- Taylor, S.A. Celuch, K. ve Goodwin, S. (2004). “The Importance of Brand Equity to Customer Loyalty”, *Journal of Product & Brand Management*, Vol. 13, No. 4,
- TCMB (1999). *2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Program: Kur ve Para Politikası Uygulaması*. TCMB.
- TCMB (2000)
- TCMB (2002). *Para Politikası Raporu 2001*. Ankara.
- TCMB (2004). *2005 Yılında Para ve Kur Politikası*.
- TCMB (2007). *2008 Yılında Para ve Kur Politikası*.
- Uzunoğlu, S., Alkin, K. ve Gürlesel. F. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları,
- Ünal, Özlem Serpil (2009). *Döviz Kuru Oynaklığın Öngörülmesi ve Risk Yönetimi: Türkiye Örneği*, Uzmanlık yeterlilik tezi, TCMB, , Ankara

Ünsal, N. ve diğerleri. (1989). Türkiye’de Dış Kredi Kullanımı, Milli Prodüktivite Merkezi, No: 380, Ankara,

Vergil, Hasan ve Hamza Çeştepe (2005). Döviz Kuru Değişkenliği ve Yabancı Doğrudan Yatırım Akımları: Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Mecmuası, Toker Dereli’ye Armağan Sayısı

Williamson, J. (2000). Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option. *Institute for International Economics*. Washington

Wolf, H. Jonathan O. (1996). *Does the Exchange Rate Regime Matter For Inflation and Growth*. Economic Issues 2 IMF.

Yeldan, E. (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. Erişim tarihi: 22.03.2009, <http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldane/Praksis-2002.pdf>

[www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

[www.tuik.gov.tr](http://www.tuik.gov.tr)

[www.yased.org.tr](http://www.yased.org.tr)

[www.imf.org](http://www.imf.org)